

獨立財務顧問函件

以下為浩德融資有限公司就(i)收購事項；(ii)購股協議；(iii)為發行可轉換優先股及換股股份而授出特別授權；(iv)清洗豁免；及(v)經擴大集團於完成時訂立之非獲豁免持續關連交易而致獨立董事委員會及獨立股東之意見函全文，乃為載入本通函而編製。

浩德融資有限公司
香港中環
永和街21號

敬啟者：

- (1) 非常重大收購事項及關連交易
- (2) 發行可轉換優先股及
關連交易
- (3) 建議授出特別授權
- (4) 非獲豁免持續關連交易
及
- (5) 清洗豁免

緒言

吾等謹此提述吾等獲委聘為獨立財務顧問，就(i)收購事項；(ii)購股協議；(iii)為發行可轉換優先股及換股股份而授出特別授權；(iv)清洗豁免；及(v)經擴大集團於完成時訂立之非獲豁免持續關連交易而向獨立董事委員會及獨立股東提供意見。除文義另有所指外，本函件所用詞彙應與 貴公司日期為二零一五年●之通函(「通函」)所界定者具有相同涵義。

獨立財務顧問函件

於二零一五年五月二十三日，貴公司(作為買方)與國清南洋(作為賣方)訂立購股協議，據此，根據購股協議所載條款及在其條件規限下，貴公司已有條件同意收購，而國清南洋已有條件同意出售或促使出售目標公司之全部已發行股本。

根據上市規則第14.06(5)條，收購事項構成 貴公司之非常重大收購事項，乃由於就 貴公司而言有關收購事項根據上市規則第14.07條計算一個或以上相關百分比率超過100%。由於賣方國清南洋基於其為青建發展(貴公司主要股東)之聯繫人士，故為 貴公司之關連人士，因此根據上市規則第14A章，收購事項亦構成 貴公司之關連交易並有待獨立股東於股東特別大會上批准後，方可作實。

此外，根據上市規則第14.06(6)(b)條，收購事項構成 貴公司之反收購，乃基於收購事項構成 貴公司之非常重大收購事項，及同時涉及 貴公司於青建發展取得 貴公司控制權(定義見收購守則)後24個月內向國清南洋(青建發展之聯繫人士)收購資產。因此，根據上市規則第14.54條， 貴公司被視為猶如新上市申請人。故收購事項亦須待 貴公司向上市委員會提交之新上市申請獲批准後，方可作實。

根據購股協議之條款，國清集團已進行內部重組，據此(其中包括)，國清中國之最終實益擁有人已成立New Guotsing Holdco，以持有 貴公司於完成時配發及發行之可轉換優先股。吾等注意到，於完成後，New Guotsing Holdco將於647,273,454股可轉換優先股中擁有權益，該等股份悉數兌換後，將導致New Guotsing Holdco(i)於 貴公司之經擴大已發行股本中擁有約68.3%權益(假設New Guotsing Holdco持有之全部可轉換優先股已轉換為股份(儘管 貴公司於有關轉換後將不符合上市規則第8.08條項下公眾持股量規定)，及概無受託人(或受託人持有之公司)持有 貴公司之其他未行使購股權或可轉換優先股)；或(ii)於 貴公司當時之經擴大已發行股本中擁有約55.7%權益(假設 貴公司可向獨立第三方發行及配發214,617,819股新股份，以符合上市規則第8.08條項下公眾持股量之規定，以及 貴公司其他未行使購股權或可轉換優先股將不獲行使或轉換)。因此，根據收購守則第26.1條，New Guotsing Holdco將須就 貴公司全部已發行股份(New Guotsing Holdco及其一致行動人士尚未擁有或同意收購)提出強制性全面要約收購，除非執行人員授出豁免嚴格遵守收購守則第26.1條。根據收購守則第26條豁免註釋之附註1，New Guotsing Holdco已向執行人員申請獲授清洗豁免，而清洗豁免一旦授出，New Guotsing Holdco毋須向 貴公司全體股東提出因轉換647,273,454股可轉換優先股而須作出之強制性要約收購。

獨立財務顧問函件

誠如通函「持續關連交易」章節所披露，吾等注意到，貴公司於●訂立青建預製構件總服務協議，據此，經擴大集團將於完成後繼續向青建預製構件及其附屬公司(統稱「青建預製構件集團」)採購預製組件以及粘土及混凝土產品。由於根據各自年度上限為青建預製構件總服務協議計算之一個或以上適用百分比率超過5%，因此根據上市規則第14A章，青建預製構件總服務協議項下擬進行之交易將於完成時構成貴公司之持續關連交易，並有待申報、年度審核、公告及獨立股東批准後，方可作實。

獨立董事委員會

由全體獨立非執行董事(即卓育賢先生、程國灝先生及譚德機先生)組成之獨立董事委員會已告成立：

- (1) 以考慮(i)購股協議項下擬進行之交易；(ii)清洗豁免；(iii)經擴大集團於完成時訂立之非獲豁免持續關連交易；及
- (2) 以就下列事項向獨立股東提供意見(i)購股協議及青建預製構件總服務協議之條款是否公平合理；(ii)清洗豁免是否公平合理；(iii)前述交易是否屬正常商業條款且是否在經擴大集團一般及日常業務過程中進行；(iv)前述交易及清洗豁免是否符合貴公司及股東之整體利益；及(v)獨立股東應如何就將於股東特別大會上提呈以批准與前述交易及清洗豁免有關之普通決議案投票。

作為獨立董事委員會及獨立股東之獨立財務顧問，吾等之職責乃就下列事項向獨立董事委員會及獨立股東提供獨立意見：

- (1) (i)購股協議；(ii)清洗豁免；(iii)經擴大集團於完成時訂立之非獲豁免持續關連交易；及
- (2) (i)購股協議及青建預製構件總服務協議之條款是否公平合理；(ii)清洗豁免是否公平合理；(iii)前述交易是否屬正常商業條款且是否在經擴大集團一般及日常業務過程中進行；(iv)前述交易及清洗豁免是否符合貴公司及股東之整體利益；及(v)獨立股東應如何就將於股東特別大會上提呈以批准與前述交易及清洗豁免有關之普通決議案投票。

獨立財務顧問函件

吾等已獲 貴公司委任為獨立財務顧問且經獨立董事委員會批准，以向獨立董事委員會及獨立股東提供意見。除就吾等之委任應付予吾等之正常顧問費用外，概無訂立任何安排以致吾等可自 貴公司收取任何其他費用或利益。

意見基準

在達致吾等意見時，吾等已依賴通函所載或所述及／或 貴公司、董事及 貴公司管理層（「管理層」）向吾等提供之聲明、資料、意見及陳述。吾等已假設通函所載或所述及／或吾等獲提供之一切聲明、資料、意見及陳述於作出時均屬真實、準確及完整，且直至通函日期仍屬真實、準確及完整。

吾等並無理由懷疑吾等於達致意見時所依賴之任何聲明、資料、意見或陳述屬不實、不準確或具誤導成分，亦不知悉遺漏任何重大事實致使吾等獲提供之聲明、資料、意見或陳述屬不實、不準確或具誤導成分。

吾等已假設通函所載或所述及／或 貴公司、董事及管理層向吾等提供之一切聲明、資料、意見及陳述乃經審慎周詳查詢後合理作出。吾等已依賴該等聲明、資料、意見及陳述，且並無就 貴集團之業務、財務狀況及事務或未來前景進行任何獨立調查。

主要考慮因素及理由

1. 貴集團之背景

貴公司於開曼群島註冊成立，及其股份於聯交所主板上市。 貴公司為投資控股公司，及 貴集團主要於香港及澳門從事基建業務及機械租賃業務。

二零一四年 貴公司控制權變動

於二零一四年三月，青建發展以每股2.40港元向Leading Win Management Limited收購225,000,000股股份（佔 貴公司75%之全部已發行股本），總現金代價為540,000,000港元。根據收購守則第26.1條，青建發展已按每股2.40港元之要約價作出強制性無條件現金要約收購，收購全部已發行股份（不包括由青建發展及一致行動人士已收購或同意收購及擁有之股份）。強制性無條件現金要約收購結束後，青建發展已根據強制性無條件現金要約收到涉及合共40,790,000股要約股份之有效接納，佔全部已發行股本約13.6%。鑒於緊隨強制性無條件現金要約收購結束後，公眾人士持有 貴公司當時已

獨立財務顧問函件

發行股本低於25%，青建發展已於二零一四年六月二十日與信達國際控股有限公司訂立配售協議，以促使承配人按每股2.40港元之價格收購合共41,645,000股股份，佔 貴公司已發行股本約13.9%。緊隨配售完成及交收後，公眾持股量已恢復。於最後實際可行日期，青建發展持有224,145,000股股份，佔 貴公司已發行股本約74.7%。

財務資料

下文載列 貴集團截至二零一三年及二零一四年三月三十一日止年度、截至二零一四年十二月三十一日止九個月以及二零一三年及二零一四年九月三十日止六個月之財務摘要，乃摘錄自截至二零一四年三月三十一日止年度之 貴公司年報（「二零一四年三月年報」）、截至二零一四年十二月三十一日止九個月之年報（「二零一四年十二月年報」）以及截至二零一四年九月三十日止六個月之 貴公司中報（「二零一四年中報」）。 貴公司成為國清中國之間接非全資附屬公司後將其財政年度年結日由三月三十一日更改為十二月三十一日。

	截至三月三十一日		截至九月三十日		截至
	止年度		止六個月		二零一四年 十二月三十一日
	二零一三年	二零一四年	二零一三年	二零一四年	止九個月
	千港元	千港元	千港元	千港元	千港元
	(經審核)	(經審核)	(未經審核)	(未經審核)	(經審核)
收益	597,991	1,218,198	638,266	612,496	957,919
銷售成本	(483,830)	(989,861)	(556,698)	(510,669)	(784,629)
毛利	114,161	228,337	81,568	101,827	173,290
貴公司擁有人應佔 之期內/年內溢利 及全面總收入	65,181	155,796	56,471	63,128	106,349

獨立財務顧問函件

	於三月三十一日		於二零一四年	於二零一四年
	二零一三年	二零一四年	九月三十日	十二月三十一日
	千港元	千港元	千港元	千港元
	(經審核)	(經審核)	(未經審核)	(經審核)
流動資產總額	243,232	407,429	439,638	486,964
非流動資產總額	259,678	329,024	360,194	356,912
資產總額	502,910	736,453	799,832	843,876
流動負債總額	119,783	372,172	355,137	351,418
非流動負債總額	112,185	108,543	123,066	125,052
流動資產淨額	123,449	35,257	84,501	135,546
資產淨額	270,942	255,738	321,629	367,406

	截至三月三十一日止年度		截至九月三十日止六個月		截至
	二零一三年	二零一四年	二零一三年	二零一四年	二零一四年
	千港元	千港元	千港元	千港元	十二月三十一日
	(經審核)	(經審核)	(未經審核)	(未經審核)	止九個月
					千港元
					(經審核)
經營活動產生的現金淨額	47,662	218,088	139,798	41,927	123,358
投資活動所用的現金淨額	(64,567)	(121,343)	(76,417)	(58,667)	(61,777)
融資活動(所用)/產生的現金淨額	28,391	34,045	26,817	(101,157)	(137,345)
現金及現金等價物(減少)/增加淨額	11,486	130,790	90,198	(117,897)	(75,764)
期/年末現金及現金等價物	58,095	188,885	148,293	70,988	113,121

截至二零一四年三月三十一日止年度與截至二零一三年三月三十一日止年度比較

根據二零一四年三月年報，貴集團於截至二零一四年三月三十一日止年度錄得收益約1,218.2百萬港元，較去年增加約103.7%。收益增長主要由於多個大型建築項目帶來更多收益及在香港及澳門承接更多項目所致。截至二零一四年三月三十一日止年度之溢利從約65.2百萬港元上升至約155.8百萬港元，較去年增加約139.0%，與推動收益增長之主要原因相同。

獨立財務顧問函件

主要受購買物業、廠房及設備增多所致，截至二零一四年三月三十一日止年度來自投資活動的現金流出淨額較上年度二零一三年增加約56.8百萬港元，但由於二零一四年相應年度經營活動產生的現金淨額大幅增加(與收益增長相符)，其影響被抵銷。於二零一四年三月三十一日，得益於前述經營活動產生的現金增加，貴集團錄得現金及現金等價物約188.9百萬港元，較上年度增長約225.1%。

截至二零一四年九月三十日止六個月與截至二零一三年九月三十日止六個月比較

貴集團於截至二零一四年九月三十日止六個月之總收益約為612.5百萬港元，較二零一三年同期減少約4.0%。如二零一四年中報所載，收益輕微下跌乃主要由於完成澳門路氹城的一項大型項目，而貴集團於香港及澳門承接之大型項目尚未於截至二零一四年九月三十日止六個月確認所致。儘管截至二零一四年九月三十日止六個月，(i)勞工成本，(ii)建築材料成本及(iii)分承建商費用增加，但貴集團之毛利率從截至二零一三年九月三十日止六個月的約12.8%，增加至截至二零一四年同期的約16.6%。前述增長主要由於貴集團調整建築項目投標價，以反映成本上升所致。由於前述毛利率增加，加上受益於新承接之建築項目，毛利亦不斷增長，並惠及貴集團之純利從二零一三年九月三十日止六個月之約56.5百萬港元，增加至二零一四年同期之約63.1百萬港元，增幅約11.8%。

截至二零一四年九月三十日止六個月，貴集團之現金及現金等價物從於二零一四年三月三十一日之約188.9百萬港元減少約117.9百萬港元至約71.0百萬港元。現金及現金等價物減少之主要原因為支付股息150.0百萬港元及償還銀行借款約85.0百萬港元。然而，貴集團於二零一四年三月三十一日至二零一四年九月三十日之間六個月之資產總額從約736.5百萬港元增加至約799.8百萬港元，增長約63.4百萬港元，主要原因為隨著貴集團繼續承接更多業務，二零一四年三月三十一日至二零一四年九月三十日之間六個月之貿易及其他應收賬款增加約151.9百萬港元，將現金及現金等價物所減少之約117.9百萬港元抵銷。

獨立財務顧問函件

截至二零一四年十二月三十一日止九個月

由於財政年度年結日發生變更，貴集團已刊發二零一四年十二月年報。為進行討論，儘管比較期間之月數有所不同，但是吾等已將截至二零一四年十二月三十一日止九個月期間與截至二零一四年三月三十一日止十二個月期間進行分析。吾等注意到，於截至二零一四年十二月三十一日止九個月期間錄得收益約957.9百萬港元，在年度化後，其水平大致上與截至二零一四年三月三十一日止年度期間錄得之收益水平相當。於截至二零一四年十二月三十一日止九個月期間之毛利率已穩定維持在約18.1%，而截至二零一四年三月三十一日止年度約為18.7%。截至二零一四年十二月三十一日止九個月之純利約為106.3百萬港元，較截至二零一四年三月三十一日止年度期間之155.8百萬港元更少，原因(尤其)是儘管時限較短，但於截至二零一四年九月三十日止九個月期間之行政開支較高。前述增加主要是由於較高之員工成本(包括董事薪酬)以及法律及專業費用。

憑藉持續的盈利能力，貴集團之淨資產由於二零一四年三月三十一日之約255.7百萬港元及於二零一四年九月三十日之321.6百萬港元增加至於二零一四年十二月三十一日之約367.4百萬港元。具體而言，由於業務持續增長及客戶付款緩慢導致貿易及其他應收賬款、預付款項、按金大幅增加。

展望

誠如二零一四年三月年報所披露，國清集團取得貴集團之控制權後，管理層已計劃透過擬制定之新發展策略、新品牌名稱及新標誌來多樣化其業務模式。

誠如貴公司日期為二零一四年七月九日及九月十六日之公告所披露，貴公司名稱自新利控股有限公司變更為青建國際控股有限公司已使貴集團能夠利用其母公司青建發展(由國清中國間接全資擁有)及其相關集團成員公司之新企業形象及聲譽，以於日後可能將基礎建築業務擴展至其他亞太地區。

根據二零一四年中期報告，貴集團獲得位於石硤尾、馬鞍山及青衣之大型地基項目之合約，總合約金額約為1,000百萬港元。隨著香港及澳門對建築工程之需求持續，管理層預期日後將會有大量投標機會。誠如二零一四年十二月年報所載，儘管面臨中國不斷增加之勞工成本，管理層計劃進一步發展其上層結構業務並提升效率。

獨立財務顧問函件

2. 國清中國及國清南洋之背景

國清中國於中國成立，並透過其中國主要運營附屬公司青建集團股份公司主要從事(i)國內及國際建築工程與投資；(ii)房地產開發；(iii)資本管理；(iv)物流；及(v)設計諮詢。

於最後實際可行日期，國清中國(i)由青建工會持股會透過其全資附屬公司持有41.3%；(ii)由上海和利源持有30.0%；(iii)由北京紫光置地持有15.0%；及(iv)由青島博海持有13.7%。

國清南洋為一間於新加坡註冊成立並由國清中國全資擁有之投資控股公司，乃青建(南洋)之單一股東。

3. 目標集團之背景

重組及股權架構

根據購股協議，國清集團已進行內部重組，其中涉及(i)成立一間離岸特殊目的投資公司New Guotsing Holdco及其全資附屬公司New Guotsing BVI；及(ii)將青建(南洋)之全部已發行股本由國清南洋轉讓予New Guotsing BVI。於最後實際可行日期，New Guotsing BVI持有青建(南洋)全部已發行股本(收購事項之標的事項)，而New Guotsing Holdco則由國清中國之最終實益擁有人擁有，乃假設國清中國各最終實益擁有人於New Guotsing Holdco所持有之實際實益權益與彼等各自於國清中國之實際實益權益一致。

杜博士已將其先前透過上海和利源及博海投資持有之全部權益併入一間離岸公司。因此，於重組完成後，New Guotsing Holdco將由杜博士(貴公司主席兼董事)控制(定義見收購守則)。國清南洋將於完成時提名New Guotsing Holdco接納 貴公司將發行及配發之68%可轉換優先股作為代價。

有關青建(南洋)於重組完成前後之股權架構詳情，請參閱通函「董事會函件」中「有關國清中國、國清南洋及目標集團之資料」一段。

管理層股份計劃

誠如通函「董事會函件」中「有關國清中國、國清南洋及目標集團之資料」一段所述，青建(南洋)已向獲選參與者授出權利(「權利」)以認購最多12,000,000股青建(南洋)股份，佔青建(南洋)經擴大已發行股本總額之32%(「先前管理計劃」)。

獨立財務顧問函件

於最後實際可行日期，並無獲選參與者行使任何權利。貴公司及國清南洋透過向信託發行及配發代價股份總數32%之方式接納權利以替換先前管理計劃，乃訂約方之間商業安排之一部分。更多詳情，請參閱本函件「購股協議之條件及條款」一段。

業務

目標集團包括目標公司及其附屬公司，主要從事(i)物業開發，藉此目標集團專註於開發及銷售優質共管公寓及執行共管公寓(有關新加坡物業市場之進一步詳情，請參閱通函「行業概覽」一節)；及(ii)物業建築，藉此目標集團專註於作為新加坡政府機構及私營物業開發商之主要承建商提供建築服務。

誠如通函「目標集團之業務」一節所載，就目標集團之物業開發分部而言，目標集團已於二零一四年交付其兩個物業項目(即樂水居及寧居)。截至二零一五年三月三十一日，目標集團在新加坡七個物業項目中持有絕大部分權益，總可售建築面積及目標集團應佔總市值分別約為420,296平方米及約2,005.1百萬新加坡元。

就目標集團之物業建築分部而言，於往績記錄期間，目標集團已參與政府機構及私營物業開發商承建之21個建築項目，其中總合約價值約1,074.9百萬新加坡元之10個建築項目於二零一四年十二月三十一日已完成。11個在建建築項目之總合約價值約為1,587.5百萬新加坡元。此外，目標集團亦就其自有物業開發分部承建八個建築項目，且於二零一四年十二月三十一日已完成其中兩個項目。

有關目標集團之業務詳情已於通函「目標集團之業務」一節中披露。

獨立財務顧問函件

目標集團之經審核財務資料

	建築分部			物業分部		
	二零一二年 千新加坡元	二零一三年 千新加坡元	二零一四年 千新加坡元	二零一二年 千新加坡元	二零一三年 千新加坡元	二零一四年 千新加坡元
收益 ⁽¹⁾	386,445	498,438	697,583	—	—	641,656
年內溢利 ⁽¹⁾	59,788	30,381	21,641	(22,636)	(15,049)	75,583

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一二年 千新加坡元	二零一三年 千新加坡元	二零一四年 千新加坡元
收益 ⁽¹⁾	289,602	274,902	1,038,546
銷售及服務成本	(230,654)	(257,145)	(877,782)
毛利	58,948	17,757	160,764
年內溢利 ⁽¹⁾	22,186	(16,801)	60,870

附註：

- (1) 業務分部分類並無計及主要關於目標集團向其物業開發部門提供之建築服務之集團內部公司間之抵銷，故按業務分部分類之年內收益及溢利未能與年內總收益及溢利之數據相一致。

	於十二月三十一日		
	二零一二年 千新加坡元	二零一三年 千新加坡元	二零一四年 千新加坡元
流動資產總額	1,906,031	2,702,554	2,500,730
非流動資產總額	24,605	55,893	72,317
流動負債總額	776,697	1,438,681	1,492,422
非流動負債總額	1,119,591	1,351,604	1,062,817
流動資產淨額	1,129,333	1,263,873	1,008,308
資產淨額	34,347	(31,838)	17,807

獨立財務顧問函件

	於十二月三十一日		
	二零一二年	二零一三年	二零一四年
	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元
經營活動(所用)／產生的現金淨額	(375,783)	(337,930)	141,409
投資活動(所用)／產生的現金淨額	(25,865)	(118,962)	107,087
融資活動產生／(所用)的現金淨額	556,768	458,930	(377,709)
現金及現金等價物增加／(減少)淨額	155,120	2,038	(129,213)
期末現金及現金等價物	262,406	264,443	135,230

截至二零一四年十二月三十一日止三個年度，目標集團之收益自於新加坡開發房地產及提供建築服務產生。

截至二零一二年、二零一三年及二零一四年十二月三十一日止年度，目標集團分別錄得收益約289.6百萬新加坡元、274.9百萬新加坡元及1,038.5百萬新加坡元，分別相當於溢利約22.2百萬新加坡元、虧損約16.8百萬新加坡元及溢利約60.9百萬新加坡元。誠如通函「目標集團之財務資料」一節所載，物業開發項目於自交付已竣工項目確認收益前一般需要大量資本開支及大量時間完成，因此目標集團之年度業績取決於各物業開發所處階段而可能出現波動。截至二零一三年十二月三十一日止年度產生之虧損主要由於兩個物業開發項目(即樂水居及寧居)已於二零一三年產生成本之事實，但根據相關財務準則，物業尚未能交付，故收益無法確認。此外，目標集團建築分部之較大部分資源已用於目標集團之物業開發項目，而就該等服務所獲收益隨後因構成集團內部公司間之交易而獲抵銷。於此之後，由於目標集團能夠確認前述物業開發項目之收益，目標集團錄得截至二零一四年十二月三十一日止年度之年內厚利約60.9百萬新加坡元。

截至二零一四年十二月三十一日止年度之銷售成本亦相應大幅增加，自截至二零一三年十二月三十一日止年度之257.1百萬新加坡元增至877.8百萬新加坡元，此乃由於目標集團於截至二零一四年十二月三十一日止年度期間進行之物業開發項目數目增加所致。

獨立財務顧問函件

於二零一四年十二月三十一日，目標集團持有約1,008.3百萬新加坡元之流動資產淨額。該流動資產淨額主要由於通函「目標集團之財務資料」一節所載目標集團持有之待售開發物業、貿易及其他應收賬款以及受限制現金所致。

有關目標集團之財務資料已於通函「目標集團之財務資料」一節及通函附錄三所載「目標集團之會計師報告」中披露。

4. 行業概覽

如上文「目標集團之背景」一節所述，目標集團大部分收入來源於新加坡房地產發展及提供建築服務。因此，管理層認為，目標集團績效與以下因素有關：(i)新加坡整體經濟；(ii)新加坡物業市場；及(iii)新加坡建築行業。吾等在考慮收購事項時，已考慮有關前述三個方面當前總體趨勢之以下資料：

新加坡經濟概覽

新加坡經濟在二零零八年金融危機後全球經濟復甦之環境中持續增長。據世界銀行公佈，新加坡人均GDP從二零零九年的約38,577美元按年上升至二零一三年的約55,182美元。而同期新加坡GDP從約1,924億美元升至約2,979億美元，反映出新加坡經濟增長。與全球其他國家及地區相比，新加坡人均GDP排名從二零零九年全球第25位升至二零一三年全球第9位，這顯示新加坡收入增長與全球背景的對比。

此外，如新加坡政府發佈之二零一三年一月人口白皮書中列載，新加坡人口約5.5百萬，預計未來二十年會有大幅增長，到二零三零年達至6.5百萬至6.9百萬，即大概增長率介於18.2%至25.5%之間。

新加坡儲蓄率高

儘管總儲蓄佔GDP百分比出現減少，從二零一零年52% GDP減至二零一三年48% GDP，但新加坡總儲蓄率仍居世界前列。儲蓄率高符合新加坡一項強制性綜合儲蓄計劃措施，該計劃針對新加坡在職人員及永久居民，主要透過中央公積金之實施為其退休、醫療及房屋需求提供資金。

獨立財務顧問函件

歐盟委員會於二零一一年刊發題為《家庭儲蓄及按揭決定：「首付渠道」在歐元區的作用》之文章，分析歐元區儲蓄與按揭決定之間的關聯，發現「首付渠道」，即隨著房屋價格上漲，由於銀行要求首期款，有意購買物業之受信貸約束家庭需要積累更多儲蓄。此外，如建屋發展局所公佈，新加坡潛在房屋購買者若以銀行房屋貸款購買執行共管公寓，而物業登記日期在二零一三年一月十二日或之後，則須支付某一比例之物業價值作為現金首期款。由於新加坡是全球總儲蓄(佔GDB百分比)最高的國家之一，則可推斷面對房屋價格上漲，乃至首期款要求，新加坡家庭準備更為充分，因此新加坡住宅物業市場更具吸引力。

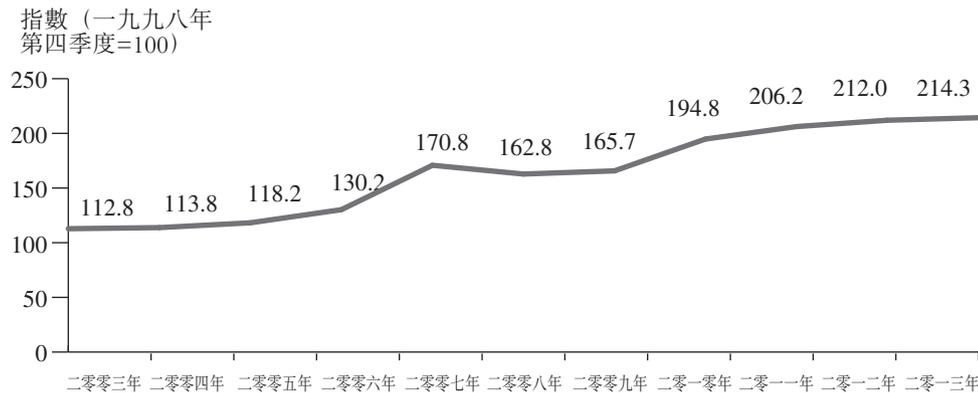
新加坡住宅物業行業概覽

新加坡住宅物業市場可分類為組屋(由建屋發展局建設及銷售)、私宅(由私營發展商建設及銷售)及共管房屋(由私營發展商建設及銷售，但受到建屋發展局設定之特定限制，如物業達至最低居住年限方可出售，亦稱為執行共管公寓)。所有組屋均為非有地，而私宅發展項目包括有地及非有地物業。如通函附錄一A所列，目標集團二零一零年至二零一四年期間所有住宅項目均為非有地物業，具體而言，屬於共管公寓及執行共管公寓。

下圖說明新加坡於二零零三年至二零一三年期間，按一九九八年第四季度100基準指數計量之私人住宅物業價格指數。

獨立財務顧問函件

新加坡私人住宅物業價格指數



資料來源：新加坡統計局

新加坡住宅物業於二零零三年至二零零七年間價格急升，而私人住宅物業價格指數由二零零三年的112.8升至二零零七年的170.8。二零零七／二零零八年全球金融危機僅輕微影響新加坡住宅物業市場，從而令私人住宅物業價格微跌。在新加坡從前述全球金融危機中恢復期間，住宅物業市場自二零零九年年初以來處於愈漸熾熱的狀態。自二零零九年九月起，為謹慎地保持住宅物業市場之穩定，新加坡政府一直推行政策為樓市降溫，其中包括總償債率（「TDSR」）框架及修改按揭貸款條款。

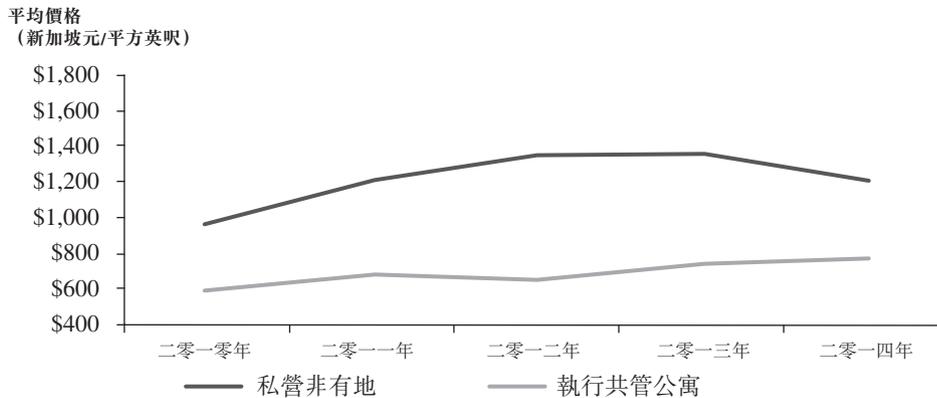
對於上述為樓市降溫之政策，吾等注意到，該等政策具有穩定目標集團經營所在住宅物業市場的作用，預期這對 貴集團長期有利。另外，日後新加坡政府放寬前述政策後，經擴大集團可進一步從健康市場中獲利。

據新加坡金融管理局二零一五年一月初步估計，二零一四年第四季度授予之總新房屋貸款額度約為6,800百萬新加坡元，按年增加5.9%。同期業主自住物業貸款及投資貸款之未償還貸款總額約為180,900百萬新加坡元，按年增加6.6%。相反，據市區重建局告知，二零一四年私營非有地住宅物業平均價格為每平方英尺1,209新加坡元，按年減少10.8%。

獨立財務顧問函件

通函附錄一A所列非有地私宅及執行共管公寓平均交易價格如下圖所示。儘管非有地私宅平均交易價格較二零一三年峰值有所下降，但執行共管公寓平均交易價格仍然呈上升趨勢，已錄得連續第二年按年增長，表明非有地私營住宅物業市場執行共管公寓領域繁榮。目標集團於二零一三年八月至二零一四年十一月期間推出之物業發展項目均為執行共管公寓，其中二零一四年十一月推出之兩個物業發展項目，即百麗軒及百麗居，平均售價分別為每平方英尺814新加坡元及794新加坡元，分別高於二零一四年執行共管公寓平均交易價格771新加坡元5.6%及3.0%。因此，吾等認為，儘管整體非有地私營住宅物業市場出現下調，但目標集團主要經營上述市場之繁榮領域。

二零一零年至二零一四年非有地私宅及執行共管公寓平均交易價格



資料來源：房地產資訊系統(基於二零一五年二月四日提出之警告)，萊坊諮詢及研究團隊

依據貿易和工業部於二零一五年二月十七日發佈之初步統計資料所示，三個月新加坡元新加坡銀行同業拆借利率(新加坡房屋貸款通常與之關聯)，按年上升約0.06個百分點至每年0.46%，表明房屋購買者或須償還較高每月按揭款額。新加坡政府採取之物業需求降溫措施之一，總債務償還比率框架，於二零一三年六月由新加坡金融管理局採納，以期穩定住宅物業市場。依據總債務償還比率，借款人總債務(包括按揭貸款還款、汽車貸款、信用

獨立財務顧問函件

卡債務及個人貸款等)不得超過其收入之60%。此外，按揭貸款條款亦有變更，自二零一三年十二月起購買執行共管公寓，按揭償還比率從借款人每月總收入之60%下調至30%，這可能導致在按揭期限相同之情況下，潛在房屋購買者購買執行共管公寓須支付更高之首期款。

如通函附錄一A所列，儘管受新加坡政府採取之現行降溫措施影響，二零一五年住宅物業市場預期會進一步降溫，但新加坡住宅物業市場之基本面仍然強勁而由吸引力，二零一六年至二零一七年價格預期會進入上升通道。

儘管新加坡政府採取需求降溫措施，但新加坡發展商獲得之總發展合約價值有所上升。二零一四年獲得之總合約金額約為37,700百萬新加坡元，而二零一三年及二零一二年分別約為35,800百萬新加坡元及約為30,800百萬新加坡元。有關新加坡物業市場之更多資料披露於通函附錄一。

新加坡建築行業概覽

建設局初步資料報告，二零一四年總估計建築需求為37,700百萬新加坡元。由於建設局預測私營領域需求下滑(下文討論)，建設局預測二零一五年建築領域授予之總合約金額將達至29,000百萬新加坡元至36,000百萬新加坡元。

如上文所述，二零一二年至二零一四年授予之總合約貨幣價值有所上升，意味著建築需求有所增加。需求增加在三類共管公寓(即中等品質、優質及豪華共管公寓)分別於二零一二年、二零一三年及二零一四年第三季度之每建築樓面面積建築價格按年上升(如下表所示)中得以體現：

開發類型	每建築樓面面積建築價格範圍 (新加坡元/平方米)		
	二零一二年 第三季度	二零一三年 第三季度	二零一四年 第三季度
中等品質共管公寓	1,950–2,500	2,000–2,650	2,050–2,650
優質共管公寓	2,400–3,050	2,550–3,200	2,550–3,250
豪華共管公寓	3,050–4,150	3,200–4,300	3,250–4,400

資料來源：二零一二年十二月Rider Levett Bucknall LLP(「RLB」)新加坡報告(第60刊號)、二零一三年十二月RLB新加坡報告(第64刊號)及二零一四年十二月RLB新加坡報告(第68刊號)

但建築價格上升伴隨著建築勞動力、原材料及監管成本上升。外籍勞工頭稅上升，未獲取CoreTrade或多技能證書之外籍建築工人，基本級別人頭稅二零一五年七月一日為550新加坡元，二零一六年七月一日將升至

獨立財務顧問函件

650新加坡元，二零一七年七月一日將升至700新加坡元，這令發展商面臨持續勞動力成本壓力。

此外，MYE減少以及建設能力及施工能力要求日益嚴格所招致建築成本將進一步影響建築行業。有關要求包括使用二零一四年十一月一日生效之政府售地計劃強制承建商採納生產技術及慣例，例如強制性使用工廠預製體積建設，即完工公寓由多個單位組成，各單位內部結構及裝飾均在工廠製造，再運往各地進行安裝。但可用生產力創新項目基金會協助承建商承擔生產技術相關部分啟動成本，運營及維護成本之整體增加會對建築行業利潤率整體造成不利影響。

建設局綠色標誌計劃於二零零五年一月啟動，是一項促進新加坡建築行業向環境友好建築發展之措施，若承建商達至建設局綠色標誌要求之特定級別，可獲得現金激勵。二零零九年四月，建設局與市區重建局再推一項激勵計劃，即綠色標誌總樓面面積激勵計劃，以鼓勵私營承建商發展達至建設局綠色標誌要求評級更高級別之建築。有關綠色標誌總樓面面積激勵計劃之更多詳情披露於通函附錄一B。吾等留意到，目標集團為新加坡綠色建築委員會創會成員之一，並於二零一二年至二零一四年獲得環保及優雅建築商獎。因此，吾等認為上述計劃將為目標集團帶來現金及額外總樓面面積激勵方面之有利機遇。

行業展望

吾等發現，新加坡住宅物業及建築行業面臨上述挑戰。但鑒於(i)目標集團從事非有地私營住宅物業市場繁榮領域；(ii)私營住宅物業市場價格未來預期將回升；(iii)建築需求增加；及(iv)新加坡相關機構啟動之計劃帶來之機遇，吾等認為，收購事項有助於 貴公司適時、及時地進入住宅物業發展及建築行業，符合 貴公司及股東之整體利益。吾等進一步注意到，雖然目前需求遭人為抑制，但這或為進入行業的有利時間，相較物業市場繁盛時期的價格，可有助於 貴集團以更低價格收購目標集團。

獨立財務顧問函件

5. 購股協議

協議概覽

日期

二零一五年五月二十三日

訂約方

- (1) 貴公司(作為買方)；及
- (2) 國清南洋(作為賣方)。

根據購股協議，貴公司有條件同意根據通函所披露之購股協議所列條款及條件，自國清南洋購買銷售股份(相當於目標公司全部已發行股本)。

代價

收購事項之代價為2,617,650,000港元，由購股協議訂約方經考慮於完成後目標集團物業開發項目之市值、目標集團之財務表現及前景、可資比較公司之業績及市值以及貴集團之裨益後公平協商釐定。

於檢討代價公平性及合理性時，吾等注意到目標集團之資產淨值約為17.8百萬新加坡元，相對代價而言不屬重大金額。因此，吾等認為目標集團之價值並非取決於其現有資產之賬面值而在於其物業開發分部之物業市值及其建築業務之盈利能力。

有鑒於此，吾等於估值時已分別考慮目標集團之物業開發分部及建築分部。

(i) 物業開發分部估值

就物業開發分部之估值而言，吾等經參考附錄六所載戴德梁行於●編製之估值報告(「估值報告」)中載列於二零一四年十二月三十一日之物業賬面值以及目標集團物業項目之再估值後計算得出目標集團物業權益之公平值收益。

獨立財務顧問函件

吾等相信，該評估基準為最適於該情況之估值基準，因為物業開發之本質即一個公司所擁有物業權益之市值反映的是基本價值，即某一特定時間點能夠產生之收入。在該等情況下，則有必要計算市值，因為賬面值不可能反映出該等物業之真實市值。鑒於目標集團之資產淨值對於代價而言不屬重大，故吾等採取審慎態度，在計算兩個分部時亦無將目標集團截至二零一四年十二月三十一日止年度之正數資產淨值約17.8百萬新加坡元計算在內。

根據吾等與管理層的討論，於二零一四年十二月三十一日，目標集團物業權益之賬面值約為負22.9百萬新加坡元(計及相關負債)。在計及相關負債前，估值報告計算得出目標集團物業權益之估計市值約為2,019.5百萬新加坡元。在對物業產生之成本及再估值金額之額外稅項作出相關調整後，吾等已計算得出稅後公平值收益，故此物業分部的價值約為219.9百萬新加坡元。

吾等已經審核估值報告並與戴德梁行就其編製該報告所倚賴之基礎及假設進行討論。在對該等物業進行估值之過程中採用的是直接比較法(「直接比較法」)。吾等從與戴德梁行之討論中知悉，之所以選擇採用直接比較法，是因為近期許多交易均涉及到附近可資比較之物業，而正因為如此，才能夠獲得足夠之資訊，進而形成一個可靠之估值基礎。直接比較法需要採用相近地理位置(在此案例中，主要是指在同一發展項目內或至少在鄰近發展項目內)近期(在此案例中，是指估值日期之六個月內)交易之相關資料來估計相關物業之價值，但該等估值須依據下文討論之多項因素進行調整。吾等知悉，戴德梁行認為採用直接比較法是該等情況下之一種行業規範，而且收入方法等替代方法並不適用，這是因為該等物業中的許多單位是用作出售，而不是持有作為投資。

在對個別物業進行評估之過程中，經由已經存續且經簽署之銷售及購買協議而被預售之單位的銷售價格將會直接反映在其市值中。就尚未被預售之單位而言，估計單位價格將採用該區域內可資比較之交易來計算，並會依據房屋面積、該等發展項目是否屬於高需求以及單位在發展項目中所處位置等多項因素進行調整。

在與戴德梁行就上述估值報告進行討論並審核其採用之基礎及假設之後，吾等認為，直接比較法是對目標集團於二零一五年三月三十一日就相關物業所享有權益進行估值之一種公平合理方法。此外，吾等已經知悉，負責估值報告之戴德梁行資深董事黃儉邦先生在香港及中國之專業物業估值服務領域擁有逾30年之豐富經驗，而且自一九九七

獨立財務顧問函件

年加入戴德梁行以來，已為多家香港上市公司進行過財產估值。因此，吾等認為，以黃儉邦先生為代表之戴德梁行是有能力且合乎資格的一方，其擁有足夠之專業技能以執行該等估值。

(ii) 建築分部估值

鑒於其相對輕資產及利潤產生之本質，吾等認為，市盈率（「市盈率」）基準最適合用於對目標集團建築分部進行估值，並且屬普遍採用的方法。鑒於建築分部之價值即在於其盈利能力（而並非其現有資產基礎），吾等認為，資產負債表相關估值方法等替代方法並不適用。

利用公開提供之資訊，吾等已經確認四間在東南亞地區營運之可資比較公司，以便基於該等建築公司之平均市盈率來衡量該市場估值。其他可能的可資比較公司被視作不適當，這是因為亞洲之絕大多數建築公司均設有相當大之物業發展部門或者亦參與其他業務，而吾等無法精確地對該等潛在之可資比較公司（建築業務）進行獨立估值。因此，無法進行市盈率比較。所以，有鑒於此，吾等只能選擇僅從事或主要從事建築業務之公司。以下比較數據並非詳盡，但吾等於編製相關可資比較之公司列表時已盡最大努力。

與可資比較之公司相關之資訊載列如下：

上市地點	公司	收市價 (於二零一五年 五月二十六日)	每股盈利 (依照最新 刊發之年報)	市盈率	總收益 千港元
香港	毅信控股有限公司 (股份代號：1246) ⁽¹⁾	4.59 港元	0.208 港元	2.21	486,906
菲律賓 ⁽²⁾	EEI Corporation (股份代號：EEI)	10.44 菲律賓比索	0.886 菲律賓比索	11.8	2,970,192
新加坡	Solibuild Construction Group Limited (股份代號：S7P)	0.23 新加坡元	0.032 新加坡元	7.3	1,659,293
馬來西亞 ⁽³⁾	ZelanBhd (股份代號： 2283.KL)	0.34 馬來西亞 林吉特	0.060 馬來西亞 林吉特	5.7	522,439
	平均			11.7	
	實體	估值 ⁽⁴⁾ (新加坡元)	盈利 ⁽⁵⁾⁽⁶⁾ (新加坡元)	市盈率	收益 ⁽⁵⁾ (千港元)
	目標集團之建築分部	230.1	18.0	12.8	4,067,828

獨立財務顧問函件

附註：

- (1) 因公司於二零一五年六月四日生效之股份分拆，相關數據已於近期作出。
- (2) 使用1菲律賓比索：0.1739港元之匯率轉換
- (3) 使用1馬來西亞林吉特：2.09港元之匯率轉換
- (4) 透過自總代價扣除前一節計算之目標集團物業分部之公平值收益估價值得出
- (5) 根據截至二零一四年十二月三十一日止年度目標集團之最新經審核財務報表之分部明細
- (6) 經作出稅項調整

根據吾等之估值，且鑒於約2,617.7百萬港元(相等於約450.0百萬新加坡元)之總代價以及吾等對目標集團物業開發分部金額約為219.9百萬新加坡元之估計估值，吾等認為，就目標集團建築分部支付之金額應等於總代價與物業分部價值(約230.1百萬新加坡元)之差額。考慮到建築分部截至二零一四年十二月三十一日止年度經稅項調整後之利潤約為18.0百萬新加坡元，吾等依據收購計算得出目標集團建築分部之相關歷史市盈率約為12.8，而且吾等注意到該數值介於可資比較公司之範圍內，且略高於平均值11.7倍。

鑒於(i)採用經重新估值淨資產價值及市盈率對目標集團物業分部進行估值之合理性；(ii)在編製估值報告方面所倚賴基礎及假設之公平性及合理性；(iii)吾等確認認為經重新估值淨資產價值真實反映出目標集團物業分部之價值；及(iv)目標集團建築分部市盈率介於可資比較公司範圍內這一事實，吾等確信代價乃屬公平合理，並且符合 貴公司及股東之整體利益。

支付方法

代價須透過以下方式予以償還：(i)約68%之代價將透過 貴公司於完成時按發行價向國清南洋(或New Guotsing Holdco，依照國清南洋可能發出之指示而定)發行及配發647,273,454股可轉換優先股償還；(ii)約32%之代價將透過 貴公司於完成時按發行價向國清南洋(或受託人或其擁有之一家公司，依照國清南洋可能發出之指示而定)發行及配發304,599,273股可轉換優先股償還。受託人須根據管理層股份計劃之條款及條件以信託方式代獲選參與者持有304,599,273股可轉換優先股。

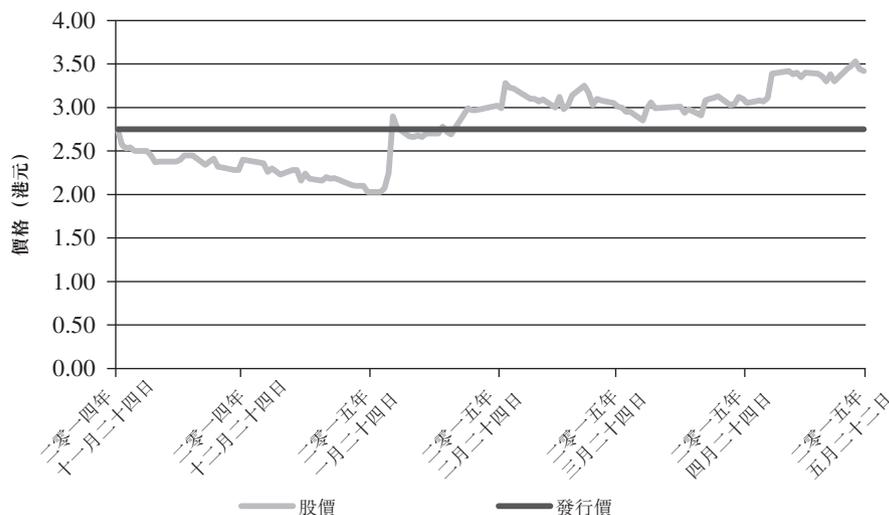
獨立財務顧問函件

(i) 可轉換優先股之轉換及發行價

就可轉換優先股而言，貴公司將按每股可轉換優先股2.75港元之發行價發行951,872,727股可轉換優先股(按1:1之換股比率進行轉換)，以作為依據購股協議轉讓銷售股份之酬報。可轉換優先股及換股股份將依據特別授權予以配發及發行，而該等特別授權擬定由獨立股東於股東特別大會上授予。

發行價(進一步比較載於通函「董事會函件」中「發行價」一段)：

- 較 貴公司於二零一四年十二月三十一日之每股經審核資產淨值1.23港元溢價約123.6%；
- 較最後交易日於聯交所之收市價每股股份3.42港元折讓約19.6%；及
- 較 貴公司於直至最後一個交易日(包括該日)為止六個月之平均股價最低折讓約1.5% (圖表如下所示)。



吾等從上圖中注意到，與其他支付方式(如現金)相比，按發行價(該價格較每股股份經審核資產淨值大幅溢價)發行可轉換優先股將惠及獨立股東。

從與董事之討論中，吾等瞭解到，彼等曾考慮採用其他方法支付此部份代價，例如銀行借款、可轉換債券及現金款項，但為避免潛在之大量權益支付及維持充足之營運資金資源，彼等確定，發行可轉換優先股是最有利之選項。

獨立財務顧問函件

綜上所述，吾等認為根據特別授權按發行價發行及配發可轉換優先股以清償代價屬公平合理，且符合 貴公司及股東之整體利益。

購股協議之條件及條款

管理層股份計劃

誠如本函件「3.目標集團之背景」一段所提述， 貴公司及國清南洋透過向受託人(或受託人持有之公司)發行及配發代價股份總數32%之方式接納先前管理計劃下發行之權利以替換先前管理計劃，乃 貴公司、目標公司與獲選參與者之間商業安排之一部分。依據購股協議之條款，信託將於完成時或之前設立，而受託人須向獲選參與者授出激勵以自信託購買最多合共304,599,273股可轉換優先股或股份。相關激勵於國清南洋(或New Guotsing Holdco或國清南洋可能指定之任何其他公司)在完成時獲發行及配發之所有可轉換優先股已轉換為股份後方可行使，及須遵守其他歸屬權及管理層股份計劃之條款及條件。管理層股份計劃及激勵將緊隨完成後生效，且將取代及替代先前管理計劃及權利。

綜上所述，吾等認為，這是處理目標集團在先前管理計劃下未償還債務之一種公平合理方法。儘管能夠挽留目標集團之現任管理層，而且這對確保收購事項之後順利進行交易至關重要，但這亦允許該等現任管理層在經擴大集團中擁有既得權益(而這應該對其起到激勵作用)。

除上文所述外，吾等已檢討購股協議之其他條件及條款(詳情載於通函「董事會函件」一節「先決條件」一段)，並發現所有條件均屬公平合理且屬正常商業條款。

6. 進行收購事項之理由及裨益

鑒於二零一四年三月之年報所述管理層旨在多樣化 貴集團業務模式之意向，於完成後， 貴集團現有建築業務將進行營運擴張並進軍物業開發業務，以使 貴集團業務多樣化經營。此外，收購事項將有助擴大 貴集團之業務規模；管理層預期，除前述多樣化經營外，收購事項亦將促致 貴集團得益於兩個互補業務分部所帶來之協同效應，不斷增加成本效率及提升競爭優勢。

獨立財務顧問函件

收購事項將令 貴集團於地理區域上將其在香港及澳門之現有基礎業務擴張至新加坡之物業開發及建築業務，進而使經擴大集團成為當地市場參與者，此舉符合管理層吸引國際資本流入之策略。

除前述多樣化經營及擴張 貴集團業務之裨益外，收購事項亦將承繼收購一間實體；該實體截至二零一四年十二月三十一日止年度之溢利約為60.9百萬新加坡元，且管理層預期該實體日後將繼續產生溢利。誠如上文所討論，目標集團截至二零一三年十二月三十一日止年度出現虧損，但該情況主要由於目標集團於該年度並無確認來自物業開發分部之收益。在截至二零一四年十二月三十一日止年度後，兩個項目已確認截至前述期間所產生之收益；預期三個物業開發項目將於截至二零一五年十二月三十一日止年度竣工並交付，從而產生可確認至目標集團財務業績之收益。

鑒於收購事項將促致(i)透過 貴公司之業務營運擴張至物業開發而令 貴集團業務多樣化經營；(ii)擴大 貴集團之業務規模，進而預期提升 貴公司之成本效率及競爭優勢；(iii)地理擴張 貴集團之現有基礎業務至新加坡，使經擴大集團成為當地市場參與者；及(iv)將目標集團合併至 貴集團之財務業績，且目標集團已全面盈利並預期於日後繼續產生溢利，吾等認為收購事項符合 貴公司及股東之整體利益。

7. 收購事項對 貴公司股權架構之影響

下表說明 貴公司(i)於最後實際可行日期及完成後(假設概無任何可轉換優先股獲轉換)；(ii)假設所有可轉換優先股已獲轉換；及(iii)假設所有可轉換優先股已獲轉換，且已向公眾股東配售[編纂]股新股份之 貴公司股權架構。

	於最後實際可行日期及完成後 (假設概無任何 可轉換優先股獲轉換)		假設所有可轉換優先股 轉換為換股股份 ⁽¹⁾		假設向公眾股東配售 [編纂]股新股份及所有 可轉換優先股轉換為換股股份	
	所持股份數目	佔已發行 股份總數 概約百分比	所持股份數目	佔已發行 股份總數 概約百分比	所持股份數目	佔已發行 股份總數 概約百分比
當前股東						
青建發展	224,145,000	74.7%	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]
現有公眾股東	75,855,000	25.3%	75,855,000	[編纂]	75,855,000	[編纂]
New Guotsing Holdco	—	—	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]
承配人	—	—	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]
受託人 ⁽²⁾	—	—	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]
	<u>300,000,000</u>	<u>100.0%</u>	<u>1,251,872,727</u>	<u>100.0%</u>	<u>1,466,490,546</u>	<u>100.0%</u>

獨立財務顧問函件

附註：

- (1) 僅供說明之用，因為行使可轉換優先股所附之換股權時，貴公司須符合上市規則第8.08條之最低公眾持股量規定，以及受託人轉換可轉換優先股須待New Guotsing Holdco所持所有可轉換優先股轉換後方可作實。
- (2) 須注意的是，受託人所持之部分可轉換優先股將代身為 貴公司董事及其他關連人士之獲選參與者持有。

於完成後(假設並未轉換可轉換優先股)，New Guotsing Holdco將持有647,273,454股可轉換優先股，受託人持有304,599,273股。在此情況下，現有公眾股東之股權保持不變，約25.3%。然而，假設所有可轉換優先股均已轉換為換股股份且已向公眾股東配售214,617,819股新股份，前述現有公眾股東之股權將由約25.3%攤薄至約5.2%，攤薄比例近79.4%。在此情況下，吾等考慮到所配售之214,617,819股新股份旨在確保 貴公司仍符合上市規則第8.08條之公眾持股量規定，此規定為通函「董事會函件」一節所載可轉換優先股之轉換條件。

誠如通函「董事會函件」一節「重組」一段所述，國清中國各最終實益擁有人於New Guotsing Holdco所持之實益權益與彼等各自於國清中國之實益權益相一致。因此，吾等注意到於上表所述情形完成後，國清中國之最終實益擁有人仍為 貴公司之大股東。由於此情況無任何變化， 貴公司業務策略之持續性得以保證。

吾等注意到，前述行動將對現有公眾股東產生攤薄影響。然而，在考慮到(i)收購事項涉及收購目標公司，而目標集團於截至二零一四年十二月三十一日止年度錄得溢利約371.8百萬港元，為 貴集團於截至二零一四年三月三十一日止年度內錄得溢利之約2.4倍；(ii)向公眾股東配售214,617,819股新股份旨在確保 貴公司符合上市規則第8.08條之最低公眾持股量規定；(iii)可轉換優先股之發行價較於二零一四年十二月三十一日之每股股份資產淨值溢價約124.5%；及(iv)如前文「進行收購事項之理由及裨益」一段所述之收購裨益，吾等認為對前述現有公眾股東之攤薄可以接受且屬公平合理，且收購事項總體而言符合 貴公司及股東之整體利益。

8. 收購事項可能對 貴公司產生之財務影響

貴公司於完成後將全資擁有目標集團，因此目標集團之成員公司將悉數成為 貴公司之附屬公司。目標集團之財務業績、資產及負債將納入 貴集團匯總財務報表。

獨立財務顧問函件

盈利

誠如通函附錄五所載(假設收購事項已於二零一四年一月一日完成)，考慮到由於(i)反收購產生之額外攤銷及折舊費用；以及(ii)於收購事項相關之交易成本，約110.7百萬港元溢利會對經擴大集團上述年內溢利造成影響，經擴大集團於截至二零一四年十二月三十一日止年度實現溢利約[編纂]，較 貴集團於截至二零一四年十二月三十一日止九個月內錄得之溢利約106.3百萬港元增加約[編纂]。

展望未來，管理層預計目標集團將繼續為經擴大集團產生大量溢利。

資產淨值

誠如通函附錄五(假設收購事項已於二零一四年十二月三十一日完成)所載，經擴大集團之資產淨值約為[編纂]。與之相比， 貴集團於二零一四年十二月三十一日之資產淨值約為367.4百萬港元。根據前述經擴大集團之未經審核備考財務資料，於完成後，經擴大集團於二零一四年十二月三十一日之資產淨值較 貴集團於相同日期之資產淨值增長約[編纂]。

資產負債比率

於二零一四年十二月三十一日， 貴集團之資產負債比率(按負債總額除以資產總額計算)約為25.5%。如通函附錄五所載，若交易於二零一四年一月一日完成，則經擴大集團之資產負債比率約為[編纂]。吾等注意到，根據通函「目標集團之財務資料」一節所述，目標集團之管理層認為，將借款用作主要資金來源之一乃商業合理行為。

現金流量

根據通函附錄五所載之經擴大集團備考合併現金流量表， 貴集團於二零一四年十二月三十一日擁有約113.1百萬港元之現金及現金等價物。與經擴大集團之資產合併後，經擴大集團之現金及現金等價物大約為[編纂]，增加約[編纂]。

吾等注意到，收購事項將整體改善 貴公司之財務狀況，並有助於拓寬 貴公司之業務範圍。儘管資產負債比率處於較高水平，但吾等注意到，目標集團之管理層認為將借款用作資金主要來源之一乃商業合理行為。另

獨立財務顧問函件

外，董事認為，經擴大集團將有能力於經擴大集團前述物業開發項目完成之時償還借款。有鑒於此，吾等認為收購事項可整體產生積極的潛在財務影響，並將有助於改善 貴集團財務狀況，因此符合 貴公司及股東之整體利益。

9. 獨立於國清集團

管理獨立性

誠如通函「與控股股東之關係」一節所載，杜博士(國清中國董事長)以及董事會九名董事中的兩名非執行董事(即張志華先生及丁洪斌先生)已為並於完成後分別留任為國清中國之董事長、首席執行官及總裁。

於評估經擴大集團維持獨立於其控股股東之能力時，吾等已考慮到四名執行董事中的三名無於上述控股股東出任執行職位(張玉強先生出任非執行職位)，且獨立非執行董事(佔董事會三分之一)亦非國清中國之獨立非執行董事，該情況符合香港企業管治最佳慣例。

此外，吾等留意到 貴公司已作出安排並採取企業管治措施，以管理實際或潛在之利益衝突，確保決策之獨立性，維護不競爭契諾項下之保護措施，並最終保障股東利益。有關前述安排及企業管治措施之詳情已於通函「與控股股東之關係」一節中披露。

綜上所述，董事滿意其於經擴大集團中所起的獨立作用。因此，董事認為，且吾等同意，經擴大公司有能力的完成後獨立管理其業務，故此符合 貴公司及股東之整體利益。

財務獨立性

於二零一五年四月三十日(即最為確定目標集團債務之最後實際可行日期)，國清南洋向目標集團批出若干貸款，而國清中國及其若干附屬公司提供抵押，以支持目標集團賬面總值分別為101,077,603新加坡元及183,591,365

獨立財務顧問函件

新加坡元之若干銀行借款。所有該等貸款及抵押將於完成時或之前償還或釋放及解除(視情況而定)。於完成時，經擴大集團預期不會依賴國清集團提供任何新保證、貸款或其他財務協助。

基於上述原因，董事認為且吾等同意，經擴大集團將有能力保持財務獨立於國清集團。

吾等乃基於以下因素得出結論：(i)由國清集團若干成員公司提供擔保所獲貸款僅佔目標集團借款總額較少，而其餘部分乃透過其他渠道獲得；(ii)經擴大集團將擁有獨立於國清集團之自主財務及會計體系，且經擴大集團將根據其自身業務需要及財務狀況獨立履行其自身之會計職能及財務決策；(iii)目標集團已於截至二零一四年十二月三十一日止財政年度獲得盈利並錄得來自經營活動的現金流量淨額，預期將自目前之在建項目之銷售活動獲得更多收入，故吾等與董事一致認為，經擴大集團將有能力籌措充足資金以發展及建設未來物業項目。

基於上述因素，吾等認為收購事項概不會使經擴大集團依賴於國清集團之財務資助。

營運獨立性

經擴大集團及國清集團之地區劃分

經擴大集團將專門於香港、澳門及新加坡(「受限制地區」)營運，而國清集團則專門於中國及受限制地區以外的地點營運；經擴大集團及國清集團實際上按地理區域獨立營運。

為維持國清集團及經擴大集團間之業務營運地區劃分並盡可能減少由前述營運引起之潛在競爭，國清中國、New Guosting Holdco及杜博士與貴公司已於●訂立不競爭契諾。根據不競爭契諾，國清中國、New Guosting Holdco及杜博士(統稱「契諾人」)單獨及共同承諾，於成功完成收購事項後，彼等將不會於香港、澳門及新加坡從事物業開發或物業建設。此外，彼等已向本公司授出優先購買權，藉此，如任何契諾人有意於受限制地區內從事上述任何受限制業務，則必須向貴公司提交正式書面申請，而貴公司須於30日內決定其是否可從事該業務。就此決策而言，僅獨立非執行董事

獨立財務顧問函件

將參與經擴大集團決定是否行使上述優先購買權之過程，以避免任何潛在的利益衝突。有關不競爭契諾之進一步詳情已於通函「與控股股東之關係」一節中披露。

鑒於(i)經擴大集團及國清中國實際上按地理區域獨立營運；(ii)國清中國、New Guosting Holdco及杜博士與 貴公司已訂立不競爭契諾，以維持前述地區劃分並盡可能減少可能引起之潛在競爭；及(iii)國清中國已於不競爭契諾期限內向 貴公司授出優先購買權，吾等認為潛在之利益衝突情況已有效降低。

10. 清洗豁免

鑒於執行人員對清洗豁免之授出為其中一項先決條件，倘執行人員未授出或獨立股東未批准清洗豁免，則不得進行收購事項。為審議授出清洗豁免是否公平合理並符合 貴公司及股東之整體利益，吾等已考慮(i)本函件「3.目標集團之背景」一段所述之內部重組；及(iii)於授出清洗豁免作實後，如本函件所述收購事項為 貴集團帶來之裨益。

此外，根據收購守則第26條豁免附註1，倘擬向其發行新證券之人士或與其一致行動人士已於公佈提議之前六個月獲得 貴公司投票權(認購清洗通函全面披露之新股份除外)，執行人員通常不會豁免收購守則第26條項下責任。就此而言，除青建發展持有之224,145,000股股份及根據管理股份計劃授出之有關激勵外，New Guotsing Holdco及其一致行動方以及New Guotsing Holdco唯一董事概無持有本公司證券、股份、購股權、認股權證、衍生工具或可換股證券之任何權益，亦無自公告日期前六個月至最後實際可行日期期間有價買賣本公司之任何證券。

因此，吾等認為，清洗豁免屬公平合理，並符合 貴公司及股東之整體利益。[吾等注意到，誠如通函「董事會函件」所載，執行人員表示其同意授出清洗豁免。]

11. 非獲豁免持續關連交易 — 青建預製構件總服務協議

於二零一五年●(交易時段結束後)， 貴公司與青建預製構件訂立青建預製構件總服務協議，據此，於完成後，青建預製構件將持續為經擴大集團供應預製構件以及粘土及混凝土製品(「有關產品」)。誠如通函「持續關連交易」一節所述，青建預製構件集團於整個往績記錄期間一直為目標集團在新加坡之各類建築項目供應有關產品。

獨立財務顧問函件

青建預製構件總服務協議主要條款

青建預製構件總服務協議完成日期定於二零一七年十二月三十一日，在遵守適用上市規則之情況下，可基於 貴公司與青建預製構件公平商定之條款續期。

吾等注意到，根據青建預製構件總服務協議，經擴大集團成員公司與青建預製構件集團成員公司訂立採購協議之前，該等擴大集團成員：(i) 必須獲得獨立協力廠商供應商之類似產品報價；或(ii) 必須獲得青建預製構件集團近期向其他客戶簽發之該等類似產品之銷售發票，以用作市場參考價。倘經擴大集團訂立該等採購協議，青建預製構件集團向經擴大集團提出之價格不得高於上文載明之價格，亦不得差於該等條款。

過往交易金額及建議年度上限

根據目標集團向青建預製構件集團支付之實際銷售數字，下表說明目標集團與青建預製構件於二零一二年至二零一四年期間之過往交易金額近似值以及於二零一五年、二零一六年及二零一七年之青建預製構件集團總服務協議建議年度上限。

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一二年	二零一三年	二零一四年	二零一五年	二零一六年	二零一七年
	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元
				建議	建議	建議
				年度上限	年度上限	年度上限
有關產品成本	62,666	60,111	73,887	78,400	68,000	68,000

建議年度上限基準

吾等瞭解，年度上限乃基於四個在建項目及管理層根據過往項目頻率並與各主要承建商之管理層商議後認為 貴集團會獲批之四個計劃項目之預計費用得出。每個項目之預計費用乃基於各個項目之建築面積以及有關產品之過往定價費率得出。

獨立財務顧問函件

訂立青建預製構件總服務協議之理由及裨益

經擴大集團之業務涉及建築項目，在其慣常及通常業務運作中需要有關產品。青建預製構件集團在整個往績記錄期間為目標集團提供該等服務，在此期間，由於青建預製構件在有關產品供應中表現出色，目標集團與青建預製構件集團建立高效率水準及穩固之合作關係。於完成後，經擴大集團打算繼續與青建預製構件集團進行該等交易，以確保持續供應有關產品，滿足經擴大集團在新加坡建築項目之需求。

此外，根據有關合約條款所述，即在訂立任何協議向青建預製構件集團採購有關產品之前，經擴大集團必須獲得經擴大集團訂立之相應之採購合約或青建預製構件集團與獨立協力廠商訂立之銷售訂單，有效保障經擴大集團今後以等同於市場價或更優惠之價格採購有關產品。本條規定可保障 貴公司及股東之整體利益。吾等注意到，負責確保該價格監管程序獲執行之團隊為經擴大集團內部之合約團隊，由王京標先生（「王先生」）領導。吾等已審核該團隊資質，特別是王先生(i)於一九九二年獲中國浙江大學土木及結構工程學士學位，及於二零零一年獲新加坡國立大學建築科學碩士學位；及(ii)擁有逾15年之新加坡建築業經驗，尤其是處理主體合約及分包中關於向承建商或分承建商索取報價、與彼等商討及與彼等簽訂合約之事宜，且吾等信納，由王先生領導之該合約團隊具備履行該等職責之必要資質及經驗。

鑒於上述載列之因素，吾等認為：(i)青建預製構件總服務協議項下擬進行交易之條款公平合理；(ii)前述交易屬正常商業條款且在經擴大集團一般及日常業務過程中進行；(iii)前述交易符合 貴公司及股東之整體利益。

建議

綜上所述，吾等認為：(i)購股協議及青建預製構件總服務協議之條款公平合理；(ii)授出清洗豁免乃公平合理之舉；(iii)前述交易屬正常商業條款且在經擴大集團一般及日常業務過程中進行；及(iv)前述交易及授出清洗豁免符合 貴公司及股東之整體利益。

因此，吾等建議，獨立董事委員會建議獨立股東投票支持股東特別大會提議之普通決議案，以批准：(i)收購事項；(ii)購股協議；(iii)為發行可轉換優先股

獨立財務顧問函件

及換股股份而授出特別授權；(iv)清洗豁免及經擴大集團於完成時訂立之非獲豁免持續關連交易。

此 致

香港
九龍灣
宏照道33號
國際交易中心
6樓601室
青建國際控股有限公司

獨立董事委員會及
列位股東 台照

代表
浩德融資有限公司
執行董事
曾憲沛
謹啓

二零一五年 ●

曾憲沛先生(下文簡稱「曾先生」)乃根據證券及期貨條例可從事第4類(就證券提供意見)、第6類(就機構融資提供意見)及第9類(提供資產管理)受規管活動及獲准作為保薦人行事之持牌法團浩德融資有限公司之負責人員。曾先生亦為根據證券及期貨條例可從事第1類(證券交易)受規管活動之持牌法團浩德融資有限公司之負責人員。曾先生擁有逾十五年從事銀行業務、機構融資與諮詢以及投資管理之經驗。具體而言，曾先生曾參與首次公開發行之保薦工作並作為財務顧問或獨立財務顧問參與各類機構融資諮詢交易。

根據上市規則第13.84條，浩德融資有限公司獨立於 貴公司。具體而言，自通函日期起計兩年，浩德融資有限公司未曾擔任 貴公司之獨立財務顧問參與其他交易。