

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[編纂]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，該等股份悉數轉換後，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215,000,000股新股份，以符合上市規則第8.08條項下公眾持股量規定，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」一節所披露，吾等注意到，貴公司於二零一五年九月二十五日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；及(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)前述交易是否按正常商業條款進行；(iv)非獲豁免持續關連交易是否按經擴大集團一般及日常業務過程中進行；(v)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(vi)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；及(iii)經擴大集團於完成時訂立之非獲豁免持續關連交易；以及
- (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)前述交易是否按正常商業條款進行；(iv)非獲豁免持續關連交易是否按經擴大集團一般及日常業務過程中進行；(v)前述交易是否符合貴公司及股東之整體利益以及獨立股東之利益；(vi)

獨立財務顧問函件

清洗豁免是否符合獨立股東之利益及(vii)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。

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。

吾等並無理由認為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，青建發展已按每股要約股份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）。

獨立財務顧問函件

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購收到涉及合共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、截至二零一三年及二零一四年九月三十日止六個月及截至二零一五年六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」)、截至二零一四年九月三十日止六個月之 貴公司年中報告(「二零一四年年中報告」)及截至二零一五年六月三十日止六個月之年中報告(「二零一五年年中報告」)。 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		截至十二月三十一日	截至六月三十日
	止年度		止六個月		止九個月	止六個月
	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	二零一五年
	千港元	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)	(未經審核)
收益	597,991	1,218,198	638,266	612,496	957,919	835,217
銷售成本	(483,830)	(989,861)	(556,698)	(510,669)	(784,629)	(713,692)
毛利	114,161	228,337	81,568	101,827	173,290	121,525
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	58,618

獨立財務顧問函件

	於		於	於	於
	三月三十一日		九月三十日	十二月三十一日	六月三十日
	二零一三年	二零一四年	二零一四年	二零一四年	二零一五年
	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)	(經審核)	(未經審核)
流動資產總額	243,232	407,429	439,638	486,964	598,109
非流動資產總額	259,678	329,024	360,194	356,912	346,848
資產總額	502,910	736,453	799,832	843,876	944,957
流動負債總額	119,783	372,172	355,137	351,418	401,350
非流動負債總額	112,185	108,543	123,066	125,052	112,471
流動資產淨額	123,449	35,257	84,501	135,546	196,759
資產淨額	270,942	255,738	321,629	367,406	431,136

	截至		截至		截至
	三月三十一日止年度		九月三十日止六個月		十二月三十一日止九個月
	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	千港元
	(經審核)	(經審核)	(未經審核)	(未經審核)	(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以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%。誠如二零一四年年中報告所載，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)分包商費用增加，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截至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。

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有所變動，貴集團已刊發二零一四年十二月年報。為作商討用途，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

獨立財務顧問函件

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所致。

憑藉持續的盈利能力，貴集團之資產淨值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、預付款項及按金大幅增加。

截至二零一五年六月三十日止六個月與二零一四年九月三十日止六個月比較

由於財政年度年結日有變動，年中報告日期已改為六月三十日取代原本的九月三十日。為作商討用途，吾等已對截至二零一五年六月三十日止六個月期間進行分析，並將其與截至二零一四年九月三十日止六個月期間進行比較。

貴集團截至二零一五年六月三十日止六個月之總收益為835.2百萬港元，比截至二零一四年九月三十日止六個月上升約36.4%。貴集團該收益增長乃由於截至二零一五年六月三十日止六個月期間有多個項目基本完工。貴集團毛利率錄得輕微下跌，由截至二零一四年九月三十日止六個月之約16.6%跌至截至二零一五年六月三十日止六個月之14.6%，主要因為澳門無相對高利潤項目。

一般及行政開支約為44.4百萬港元，截至二零一四年九月三十日止六個月之一般及行政開支則為25.4百萬港元。開支增加主要由於進行收購事項之專業費用上升。

貴集團之資產淨值於二零一五年六月三十日約為431.1百萬港元，而於二零一四年十二月三十一日約為367.4百萬港元，增長主要來自營運所得之純利。

獨立財務顧問函件

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。

根據二零一四年年中報告， 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。

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41.265%；(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13.735%。

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

獨立財務顧問函件

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接納貴公司將配發及發行之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」)。

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「市場報告」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兩個物業項目(即樂水居及寧居)。截至二零一五年六月三十日，目標集團在新加坡六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357,952平方米及約1,673.8百萬新加坡元。

獨立財務顧問函件

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個建築項目於二零一五年三月三十一日已完成。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，且於二零一五年六月三十日已完成其中三個項目。

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。

目標集團之財務資料

	建築分部					物業分部				
	截至三月三十一日					截至三月三十一日				
	截至十二月三十一日止年度		止三個月			截至十二月三十一日止年度		止三個月		
	二零一二年	二零一三年	二零一四年	二零一四年	二零一五年	二零一二年	二零一三年	二零一四年	二零一四年	二零一五年
	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	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元
	(未經審核)					(未經審核)				
收益 ⁽¹⁾	386,445	498,438	697,583	141,680	184,436	—	—	641,656	—	—
年內溢利／										
(虧損) ⁽¹⁾	60,098	27,793	21,289	(3,302)	6,727	(22,636)	(14,436)	80,947	(2,353)	(4,078)
	截至十二月三十一日止年度			截至三月三十一日止三個月						
	二零一二年	二零一三年	二零一四年	二零一四年	二零一五年					
	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					
						(未經審核)				
收益 ⁽¹⁾		289,602	274,902	1,038,546	65,227	118,833				
銷售及服務成本		(230,654)	(257,145)	(877,782)	(61,747)	(113,133)				
毛利		58,948	17,757	160,764	3,480	5,699				
期內溢利 ⁽¹⁾		22,186	(16,801)	60,870	(3,430)	(10,530)				

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收益及期內溢利未能與總收益及期內溢利之數據相一致。按業務分部分類之收益亦無計及利息收入、利息開支、辦公室開支及公司開支。

獨立財務顧問函件

	於十二月三十一日			於三月三十一日
	二零一二年	二零一三年	二零一四年	二零一五年
	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元	千新加坡元
流動資產總額	1,906,031	2,702,554	2,500,730	2,827,179
非流動資產總額	24,605	55,893	72,317	72,545
流動負債總額	776,697	1,438,681	1,492,422	1,774,868
非流動負債總額	1,119,591	1,351,604	1,062,817	1,117,578
流動資產淨額	1,129,333	1,263,873	1,008,308	1,052,311
資產淨額	34,347	(31,838)	17,807	7,278

	截至十二月三十一日止年度			截至三月三十一日止三個月	
	二零一二年	二零一三年	二零一四年	二零一四年	二零一五年
	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
經營活動(所用)/產生的現金淨額	(375,783)	(337,930)	141,409	(7,433)	(126,332)
投資活動(所用)/產生的現金淨額	(25,865)	(118,962)	107,087	9,315	396
融資活動產生/(所用)的現金淨額	556,768	458,930	(377,709)	(75,989)	211,889
現金及現金等價物增加/(減少)淨額	155,120	2,038	(129,213)	(74,107)	85,953
期末現金及現金等價物	262,406	264,443	135,230	190,336	221,183

截至二零一四年十二月三十一日止三個年度及二零一五年三月三十一日止三個月，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。

截至二零一二年十二月三十一日、二零一三年十二月三十一日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。截至二零一四年三月三十一日及二零一五年三月三十一日止三個月，目標集團分別錄得收益約65.2百萬新加坡元及118.8百萬新加坡元，相對虧損分別約為3.4百萬新加坡元及10.5百萬新加坡元。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

獨立財務顧問函件

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。約53.6百萬新加坡元的收益增加乃由於建築分部有相同增長金額，而建築分部構成所有目標集團以上各期間的總收益。然而，目標集團截至二零一五年三月三十一日止三個月錄得約10.5百萬新加坡元的虧損，比去年同期的3.4百萬新加坡元高，主要由於截至二零一五年三月三十一日止三個月招致的財務成本淨額。

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，而截至二零一五年三月三十一日止三個月比二零一四年同期增加約51.4百萬新加坡元的銷售成本大致符合上述收益升幅。

於二零一四年十二月三十一日及二零一五年三月三十一日，目標集團分別持有約1,008.3百萬新加坡元及1,052百萬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。

有關目標集團之進一步財務資料已於通函「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

誠如上文「目標集團之背景」一節所述，目標集團大部分收益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：

獨立財務顧問函件

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，新加坡人均國內生產總值從二零零九年的約38,577美元按年上升至二零一四年的約56,287美元。而同期新加坡國內生產總值從約1,924億美元升至約3,079億美元，反映出新加坡經濟增長。與全球其他國家及地區相比，新加坡人均國內生產總值排名從二零零九年全球第25位升至二零一四年全球第7位，這顯示新加坡收入增長與全球背景的對比。

此外，誠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

儘管總儲蓄佔國內生產總值百分比出現減少，從二零一零年的52%國內生產總值減至二零一三年的48%國內生產總值，但新加坡總儲蓄率仍居世界前列。儲蓄率高符合新加坡政府的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。

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(佔國內生產總值百分比)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

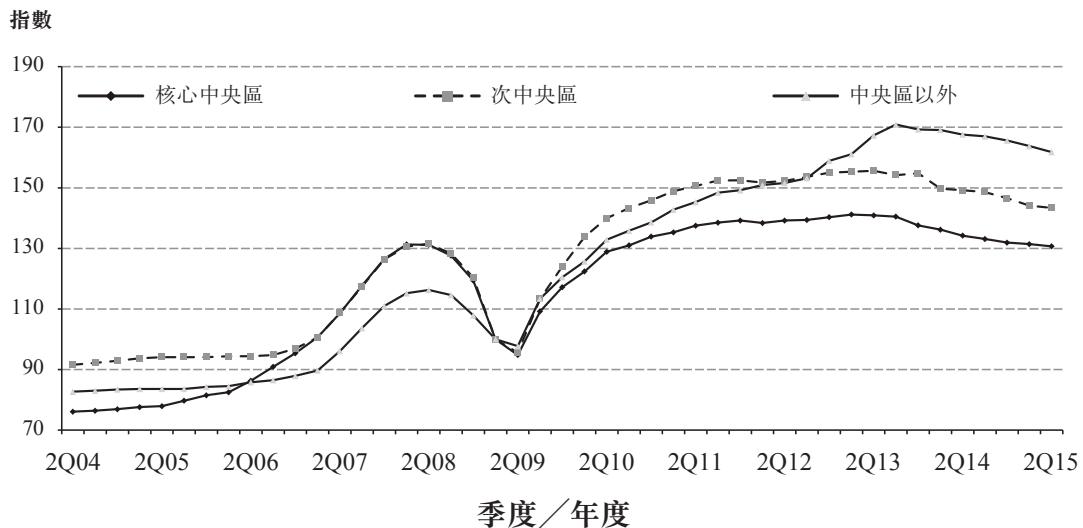
新加坡住宅物業市場可分類為組屋(由建屋發展局建設及銷售)、私宅(由私營開發商建設及銷售)及共管房屋(由私營開發商建設及銷售，但受到建屋發展局設定之特定限制，如物業達至最低居住年限方可出售，亦稱為執行共管公寓)。所有組屋均為非有地，而私宅發展項目包括有地及非有地物

獨立財務顧問函件

業。誠如通函附錄一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。

下圖說明新加坡自二零零四年第二季度至二零一五年第二季度期間，按二零零九年第一季度100基準指數計量之私人住宅物業價格指數。

新加坡非有地私人住宅(1Q09=100)物業價格指數



資料來源：市區重建局

附註：

- 二零一五年第二季度的指數乃新加坡統計局初步預估
- 有關核心中央區、次中央區及中央區以外的分類的進一步資料，請參閱本通函附錄一A附表3-2

誠如上述所示，新加坡住宅物業價格由二零零四年第二季度急升至二零零八年的高峰。此後，二零零七／二零零八年全球金融危機僅短暫影響新加坡住宅物業市場，從而令私人住宅物業價格下跌。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及中間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。出於該等措施，於過去一年半以來，私人住宅物業的價格錄得上圖所示的輕微跌幅。

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

獨立財務顧問函件

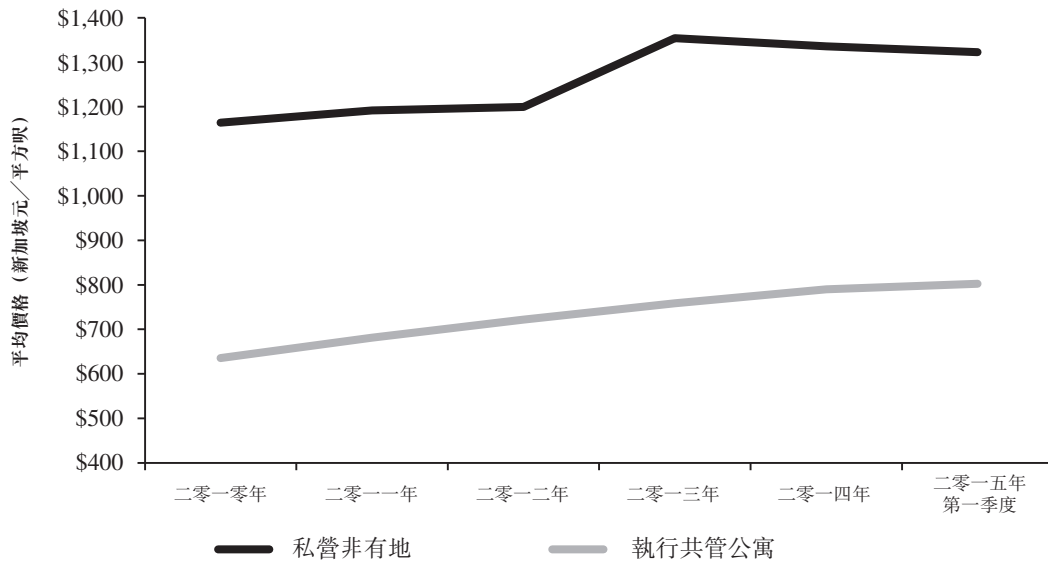
團經營所在住宅物業市場的作用，預期這對 貴集團長期有利。另外，日後新加坡政府放寬前述政策後，經擴大集團可進一步從健康市場中獲利。

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%。

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，執行共管公寓分部自二零一零年以來已錄得連續第五年按年增長，雖然增長速度比較緩慢，但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。

獨立財務顧問函件

二零一零年至二零一五年上半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(基於二零一五年九月十八日提出之法律文件)，萊坊諮詢及研究團隊

依據貿易和工業部於二零一五年七月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0.48%至每年0.88%，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，即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、信用卡債務及個人貸款等)不得超過其收入之60%。

誠如通函附錄一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，但新加坡物業之基本面仍然強勁而有吸引力，二零一六年至二零一七年價格預測會進入上升通道。

儘管新加坡政府採取需求降溫措施，但新加坡開發商獲得之總開發合約價值有所上升。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。

吾等已與Knight Frank進行會談評估其獨立性，吾等了解到，目前據其所知(i)參與編制諮詢報告的團隊與 貴公司無關，其核心關連人士或任何緊

獨立財務顧問函件

密聯繫人士(定義見上市規則)概不清楚任何該等關係；及(ii) 貴公司過去概無就類似行業調查委聘Knight Frank。此外，吾等注意到，Knight Frank並未得知有關其獨立於 貴公司的任何潛在事件。因此，吾等對Knight Frank獨立於 貴公司感到滿意。

此外，吾等與Knight Frank就其編制報告時採用之調查方法及主要假設(尤其有關吾等摘錄自此行業概覽部份之中Knight Frank報告內的資料)作討論。吾等注意到，Knight Frank採用如新加坡市區重建局(新加坡政府國家發展部一個法定機關，包括其物業市場資訊系統)等資料來源的資料。Knight Frank亦必需採用以下假設，包括(i)現行房地產市場的政府政策及規管及發展計劃及土地用途政策會維持不變；及(ii)影響新加坡物業及建築市場的主要原因根據公開預測(不包括任何不可預見的狀況)維持現有水平。透過吾等與Knight Frank的討論，吾等了解到類似的行業調查普遍採用上述資料來源，資料來源亦提供有關新加坡物業市場的穩健數據。此外，吾等了解到，上述假設為編制類似報告的行規，因此，為分析數據提供合理穩定基礎，以編制諮詢報告，該等假設屬必須。考慮到上述因素，吾等為Knight Frank採用的調查方法及主要假設為公正、合理及完整感到滿意。

經審核Knight Frank委聘書的條款及載列上述書函的工作範疇後，吾等為工作範疇恰當地覆蓋該等範疇容許Knight Frank達致其評價。此外，經審閱Knight Frank工作的限制條件後，誠如本通函附錄1A「1.5限制條件」一節所述，吾等同意該等限制不會對上述意見造成重大負面影響。因此，我們為Knight Frank恰當的工作範疇感到滿意。

經審核Knight Frank相關員工的資格及工作經驗後，吾等注意到，負責簽發諮詢報告的相關專業人員Alice Tan，在房地產行業調查有超過九年經驗。

考慮到上述因素，吾等為(i) Knight Frank獨立於 貴公司；(ii) Knight Frank採用的調查方法及主要假設為公正、合理及完整；(iii)編制諮詢報告的工作範疇恰當；及(iv)參與編制諮詢報告的團隊有充足經驗及能力於每份諮詢報告刊發其意見，包括「預測私人住宅市場價格於二零一六年及二零一七年會跟循上升趨勢」的意見感到滿意。

獨立財務顧問函件

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(如下文討論)，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一季度之每建築樓面面積(「**建築樓面面積**」)建築價格按年上升(如下表所示)中得以體現(惟其後於二零一五年第一季度回穩，主要受私營領域建築活動的需要疲弱影響)：

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 第一季度	二零一三年 第一季度	二零一四年 第一季度	二零一五年 第一季度
中等品質共管公寓	1,900–2,450	1,950–2,550	2,050–2,650	2,050–2,650
優質共管公寓	2,350–3,000	2,450–3,100	2,550–3,250	2,550–3,250
豪華共管公寓	3,000–4,050	3,050–4,150	3,250–4,400	3,250–4,400

資料來源：二零一二年六月Rider Levett Bucknall LLP (「**RLB**」)新加坡報告(第58刊號)、二零一三年六月RLB新加坡報告(第62刊號)、二零一四年六月RLB新加坡報告(第66刊號)及二零一五年六月RLB新加坡報告(第70刊號)

然而，建築價格上升伴隨著建築勞動力、原材料及監管成本上升。外籍勞工人頭稅上升，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650新加坡元，二零一七年七月一日將升至700新加坡元，這令開發商面臨持續勞動力成本壓力。

此外，外勞配額減少以及建設能力及施工能力要求日益嚴格所招致之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之生產技術及慣例，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。儘管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之部分啟動成本，運營及維護成本之整體增加或會對建築行業利潤率整體造成不利影響。

獨立財務顧問函件

建設局綠色建築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建築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，即綠色建築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建築標誌要求評級更高級別之建築。有關綠色建築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。吾等注意到，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之繁榮領域；(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開發及建築行業，符合貴公司及股東之整體利益以及獨立股東之利益。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。

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在其條件規限下，自國清南洋收購銷售股份(相當於目標公司之全部已發行股本)。

獨立財務顧問函件

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業務前景、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額約為7.3百萬新加坡元，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[編纂]編製之估值報告(「估值報告」)中載列於二零一五年三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，並就物業及稅項支出之相關成本作出調整後，計算得出目標集團物業權益之公平值收益。

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額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於二零一五年三月三十一日止年度之正數資產淨額約7.3百萬新加坡元計算在內。

根據管理層提供的資料，於二零一五年三月三十一日，目標集團物業權益之賬面值約為負26.6百萬新加坡元(已計及相關負債)。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1,689.0百萬新加坡元。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160.9百萬新加坡元。

獨立財務顧問函件

吾等已與戴德梁行進行會談評估其獨立性並了解到，目前據其所知(i)參與編制估值報告的團隊與 貴公司無關，其核心關連人士或任何緊密聯繫人士(定義見上市規則)概不清楚任何該等關係；及(ii)戴德梁行並不清楚有關其獨立於 貴公司的任何潛在事件。因此，吾等對戴德梁行獨立於 貴公司感到滿意。

此外，吾等已審核戴德梁行的資深董事、估值及諮詢服務員黃儉邦先生(「黃先生」)的資格及工作經驗，黃先生負責簽發估值報告。吾等注意到，黃先生在物業估值方面有超過三十年經驗，因此吾等為戴德梁行有充足經驗及能力進行估值感到滿意。

經審核戴德梁行委聘書的條款及載列上述書函的工作範疇後，吾等為工作範疇恰當地覆蓋該等範疇容許戴德梁行達致其對相關物業的估值感到滿意。此外，吾等並不清楚戴德梁行工作範疇之任何限制，而該等限制可能對上述估值造成負面影響。因此，吾等為戴德梁行有關物業行業之恰當工作範疇感到滿意。

吾等與戴德梁行就載列於第VI-3頁 貴公司及／或國清南洋向戴德梁行所作的陳述進行討論，例如批准計劃之有關事項、建議建築面積及可售面積、建築成本及預售詳情。吾等了解到，類似估值活動的估值師一般採用該等陳述，且為了讓戴德梁行就相關物業作出合理估值一事為必須的。因此，吾等為上述有關估值報告的陳述為合理感到滿意。

吾等注意到，戴德梁行採用載列於本通函第VI-2頁的主要假設，包括但不限於(i)排除物業利益估值的特別條款引致的升值或貶值之估價；及(ii)物業不受任何可以影響其價值負有法律責任性質的債權、限制及開支所約束。與戴德梁行討論後，我們了解到，類似估值活動普遍採用該等假設，對於戴德梁行就相關物業達致合理預計估值亦為必需的。因此，吾等為上述有關估值報告的主要假設為公正、合理及完整感到滿意。

吾等已經審核估值報告並與戴德梁行就編製其報告所採用之調查方法進行討論。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

獨立財務顧問函件

接比較法需要採用相近地理位置(就此而言，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(就此而言，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，經簽署買賣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。我們了解到，該等調整符合估值該等單位採用之行規，加上根據戴德梁行之經驗，戴德梁行相信調整為公正、合理及完整。此外，透過與戴德梁行的討論，吾等了解到，套用至未被預售單位估值之調整為必需，並會更好反映該等單位的估計市場價值。

誠如上述者，吾等為(i)戴德梁行獨立於 貴公司，並擁有充足經驗及能力進行估值；(ii)戴德梁行有關物業行業的工作範疇恰當；(iii)戴德梁行就估值報告採用之陳述為合理；及(iv)戴德梁行採用的主要假設及調查方法為公正、合理及完整感到滿意。

(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，吾等已經確認四間可資比較公司(i)在東南亞地區營運；(ii)作為地下結構及上層結構工程之主承建商獨自或高度自主地從事建築行業；及(iii)並不積極從事其他商業活動或行業，以便基於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之建築分部進行獨立估值，亦無法就其建築分部盈利進行獨立估值，

獨立財務顧問函件

此乃由於通常情況下，彼等之財務報告中僅提供收益分部明細。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。以下比較數據就吾等所知為四間符合上述條件之可資比較公司的詳盡列表。

可資比較之公司於不同國家的市場營運及上市，而該等市場可能受到不同市場氣氛及其他因素影響，同時，考慮到可資比較之公司的地區距離及其上市的股票市場之一般關聯性，吾等認為可資比較之公司總體上能作為一個合理的比較基準。此外，在缺乏其他可資比較公司的情況下，為了量度建築行業大勢，我們相信，就吾等所深知，可資比較公司將為充足及具代表性。

與可資比較之公司相關之資訊載列如下：

上市地點	主要業務地點	公司	收市價 (於最後 實際可行 日期)	收市價 (於 二零一五年 九月十八日)	每股基本盈利 (依照最新 刊發之年報)	市盈率 (於最後 實際可行 日期)	市盈率 (於 二零一五年 九月十八日)	總收益 千港元
香港	香港	毅信控股有限公司 (股份代號：1246) ⁽¹⁾	0.09港元	不適用	0.004港元	19.3	不適用	486,906
菲律賓	菲律賓	EEI Corporation (股份代號：EEI)	10.44 菲律賓比索	7.97 菲律賓比索	0.886 菲律賓比索	11.8	9.0	3,069,639 ⁽²⁾
新加坡	新加坡	Soilbuild Construction Group Limited (股份代號：S7P)	0.24 新加坡元	0.235 新加坡元	0.032 新加坡元	7.5	7.5	1,656,241 ⁽³⁾
馬來西亞	馬來西亞	ZelanBhd (股份代號： 2283.KL)	0.35 馬來西亞 林吉特	0.27 馬來西亞 林吉特	0.063 ⁽⁴⁾ 馬來西亞 林吉特	5.6	4.3	455,665 ⁽⁴⁾⁽⁵⁾
		平均				11.1	6.9	

實體	估值 ⁽⁶⁾ (千新加坡元)	盈利 ⁽⁷⁾⁽⁸⁾ (千新加坡元)	市盈率	收益 ⁽⁷⁾ (千港元)
目標集團之建築分部 ⁽⁹⁾	289,108	17,961	16.1	4,067,828

附註：

(1) 僅作比較之用，假設毅信控股有限公司日期分別為二零一五年六月三日及二零一五年八月十九日的公告所載之發行紅股及股份分拆並未發生。毅信控股有限公司已自二零一五年七月初起公佈大型公司活動，詳情於下文進一步論述。此舉已轉變其形象，其已不僅為一間建築公司。因此，吾等認為，其自該日期起的股份表現不應作此比較之用。

(2) 採用1菲律賓比索：0.1746港元之匯率轉換，為最後交易日之近似匯率

(3) 採用1新加坡元：5.8063港元之匯率轉換，為最後交易日之近似匯率

獨立財務顧問函件

- (4) 採用截至二零一四年三月三十一日止三個月及截至二零一四年十二月三十一日止九個月的數據
- (5) 採用1馬來西亞林吉特：2.1599港元之匯率轉換，為最後交易日之近似匯率
- (6) 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
- (7) 根據截至二零一四年十二月三十一日止年度目標集團經審核財務報表之分部明細
- (8) 經作出稅項調整
- (9) 吾等注意到，目標集團分部細分並未包括若干利息收入、利息開支、辦公室開支及公司開支。由於吾等明白，並無適用基準決定可否將該等項目分配至建築業務及其分配程度(如有任何)，彼等將適用於收購後，因此彼等並未納入吾等上述比較中。

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160.9百萬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289.1百萬新加坡元)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，吾等依據收購事項計算得出目標集團建築分部之相關歷史市盈率約為16.1，而且吾等注意到於最後交易日(即協定代價的相若日期)該數值介於可資比較公司之範圍內，且略高於平均值11.1倍。吾等亦從以上圖表注意到，於最後實際可行日期，可資比較公司之市盈率平均值出現下跌，推測現時市場狀況為主因。由於現時市場狀況動盪，可能未能成為未來市場趨勢的指標，故目標集團市盈率於最後實際可行日期較可資比較公司值域高之事實不會影響吾等對收購事項的看法。

吾等得悉可資比較公司的每股基本盈利乃摘自彼等各自的年度報告，而若干可資比較公司的財政年度末並不一致，例如毅信控股有限公司的每股基本盈利為截至二零一五年三月三十一日止財政年度，而EEI Corporation及Soilbuild Construction Group Limited均為截至二零一四年十二月三十一日止財政年度。此外，由於Zelan Bhd於二零一四年更改其財政年度，其每股基本盈利乃使用截至二零一四年三月三十一日止三個月的財務業績與其截至二零一四年十二月三十一日止九個月的財務業績匯總計算。吾等認為公司使用來自上市公司最新年度報告的每股基本

獨立財務顧問函件

盈利為行業慣例，而財政年度末的輕微差異並不影響吾等對可資比較公司的選擇及其可行性。然而，為確保並未忽視近期市況，吾等亦於下文就可資比較公司的近期中期報告所載的財務業績展開調查。誠如上文所述，除毅信控股有限公司外，可資比較公司的營運及財務業績概無重大變動，因此，吾等信納儘管可資比較公司的財政年度末存在差異，彼等仍為相關及適當。

自目標集團之最新年度報告後，吾等從其載列於本通函附錄三截至二零一五年三月三十一日止三個月之經審核財務資料中注意到，目標集團建築分部經調整的分部溢利約為6.7百萬新加坡元。因此，二零一五年首季產生之經調整分部溢利已相當於截至二零一四年十二月三十一日止全年度經調整分部溢利約31.6%，同時，誠如其各自截至二零一五年六月三十日止六個月之年中報告所披露，EEI Corporation、Soilbuild Construction Group Limited及Zelan Bhd截至二零一五年六月三十日止六個月之 貴公司擁有人應佔純利為其各自截至二零一四年十二月三十一日止全年度純利約介乎47%至53%。毅信控股有限公司已自二零一五年七月初起公佈大型公司活動，例如於二零一五年七月二十日宣佈擬以不少於65億港元代價收購一間參與提供線上電子商業平台及線上點對點借貸平台的公司，此舉已轉變其形象，其已不僅為一間建築公司，吾等不認為其自該日期起的股份表現可以用作目標集團建築分部之比較。

此外，目標集團截至二零一五年三月三十一日止三個月之建築分部經調整溢利約為6.7百萬新加坡元，就截至二零一四年三月三十一日止三個月內錄得之經調整虧損約3.3百萬新加坡元而言為重大改善。同時，EEI Corporation、Soilbuild Construction Group Limited及Zelan Bhd截至二零一五年六月三十日止六個月之 貴公司擁有人應佔純利錄得約介乎9%至27%的輕微增長。

假設(i)於最後交易日，目標集團建築分部之市盈率在可資比較公司範圍內；(ii)當前市場狀況反覆；及(iii)由於考慮到上述資料，加上從其各自年中報告可見，目標集團建築分部已按比例錄得其於截至二零一五年三月三十一日止首三個月內截至二零一四年十二月三十一日止年度經調整分部溢利，較可資比較公司於截至二零一五年六月三十日

獨立財務顧問函件

止六個月內所錄得之數據為高的百分比(以 貴公司擁有人應佔純利比較)，吾等仍然認為，向目標集團(根據吾等之估值方法計算出其市盈率為16.1)建築分部支付之代價為公平和合理的價格。

鑒於(i)採用經調整公平值收益對目標集團之物業分部進行估值以及採用市盈率對目標集團建築分部進行估值之基本原理；(ii)在編製估值報告方面所依賴之基礎及假設之公平性及合理性；(iii)吾等認為經調整公平值收益真實反映出目標集團物業分部價值之事實；及(iv)目標集團建築分部市盈率於最後交易日介於可資比較公司範圍內之事實及目標集團建築分部相對於可資比較公司的近期表現，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以及獨立股東之利益。

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；及(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。

(i) 可轉換優先股之轉換及發行價

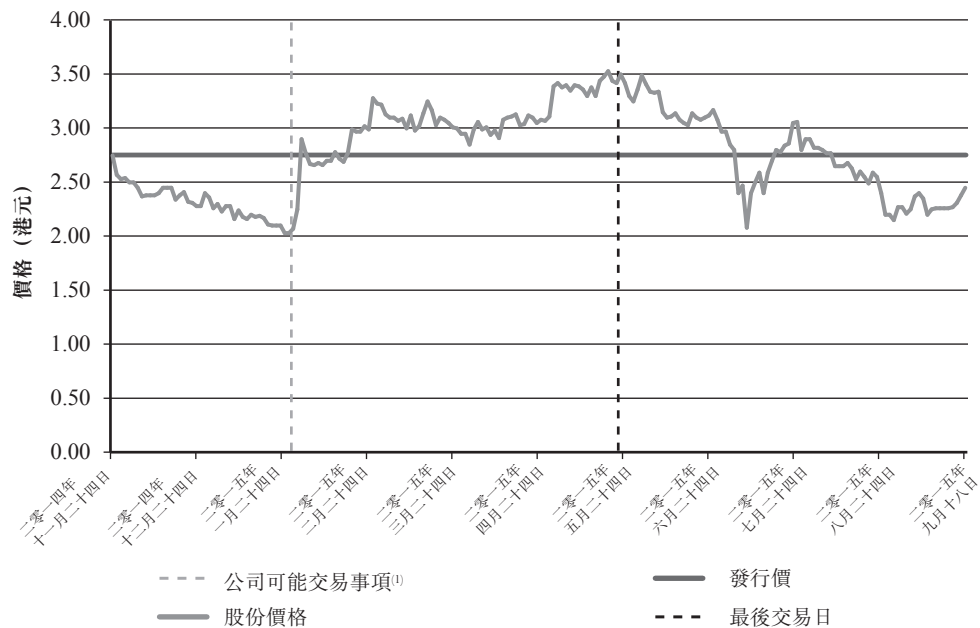
就可轉換優先股而言， 貴公司將按每股可轉換優先股2.75港元之發行價發行951,872,727股可轉換優先股(按1:1之換股比率進行轉換)，以作為依據購股協議轉讓銷售股份之代價。可轉換優先股及換股股份將依據特別授權予以配發及發行，而該特別授權擬定由獨立股東於股東特別大會上授予。

發行價(進一步比較載於通函「董事會函件」中「發行價」一段)：

- a. 於二零一四年十二月三十一日之每股經審核資產淨額1.23港元之溢價約123.6%；
- b. 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%；
- c. 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%(約2.79港元)(圖表如下顯示股價直至二零一五年九月十八日的持續波幅)；及

獨立財務顧問函件

- d. 於二零一五年九月十八日於聯交所之收市價每股股份2.45港元溢價約12.2%。



資料來源：港交所之網站

吾等注意到，於二零一四年十一月二十四日至二零一五年一月二十七日期間，股價的交易範圍為2.75港元至2.03港元。於二零一五年一月二十九日，貴公司公告「正就與貴公司控股股東進行可能交易（「可能交易事項」）的可行性進行初步探討，如該可能交易事項實現，或構成須公告之交易及／或關連交易」。股價在可能交易公告發佈後大幅上升，由公告前三日2.03港元上升至最後交易日3.42港元。

吾等從上圖中注意到，按發行價發行可轉換優先股價格較每股股份經審核資產淨額大幅溢價。同時發行價已按最後交易日的股份收市價每股3.42港元打折約19.6%，考慮到上述較每股股份資產淨額之大幅溢價及上述自二零一五年一月底的估價升幅（可能由可能交易公告引起），吾等認為，與其他支付方式（如現金）相比，按發行價發行可轉換優先股將惠及獨立股東。自最後交易日，於二零一五年九月十八日，股價下跌約28.4%至每股2.45港元（即低於發行價）。

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以及獨立股東之利益。

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。將獲發之可轉換優先股須於國清南洋(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轉換為股份，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。

獨立財務顧問函件

6. 進行收購事項之理由及裨益

鑒於二零一四年三月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，收購事項亦將促使 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。

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。

鑒於收購事項將促使(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以及獨立股東之利益。

獨立財務顧問函件

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	估已發行 股份總數 概約百分比	所持股份數目	估已發行 股份總數 概約百分比	所持股份數目	估已發行 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	6.1%	75,855,000	5.2%
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>1,466,872,727</u>	<u>100.0%⁽³⁾</u>

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。
- (3) 本數字所產生的任何差異乃因經數額湊整所致。

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215,000,000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215,000,000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所持之實際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

獨立財務顧問函件

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215,000,000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額溢價約124.5%；及(iv)如前文「進行收購事項之理由及裨益」一段所討論之收購裨益，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以及獨立股東之利益。

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、資產及負債隨後將納入 貴集團之合併財務報表。

盈利

誠如通函附錄五所載(假設收購事項已於二零一四年四月一日完成)，考慮到由於(i)申請反收購產生之額外攤銷及折舊費用；以及(ii)與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]。

根據上述假設及僅供說明用途，經擴大集團於截至二零一四年十二月三十一日止年度的每股盈利為約1.86港元(以 貴集團截至二零一四年十二月三十一日止九個月的財務業績計算)，相當於 貴集團截至二零一四年十二月三十一日止九個月的每股盈利3.54港元下跌約47.5%。在評價股東可從收購事項獲得的利益時，備考每股盈利的參考價值有限，因為其未有計及物業開發資產的價值及該等資產將來為經擴大集團的帶來的潛在盈利。因此，收購事項可能同時引致每股盈利下降(參考截至二零一四年十二月三十一日止年度)考慮到本函曾提及的收購事項得益，包括由出售目標集

獨立財務顧問函件

團物業開發資產、集團業務多樣化、目標集團龐大的規模及已建立的信譽以及經擴大集團的未來計劃及展望而產生的收入，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。

貴集團亦應注意，貴公司應付之收購事項費用總額，連同聯交所上市費用、法律及其他專業費用、有關收購事項之印刷及其他開支估計約為43百萬港元，預期全部於完成後記入貴公司損益帳戶。然而，吾等明白，董事概無預期支付開支總額會為經擴大集團截至二零一五年十二月三十一日止年度的業績帶來重大影響。

資產淨額

誠如通函附錄五所載(假設收購事項已於二零一四年十二月三十一日完成)，經擴大集團之未經審核備考綜合資產淨額約為[編纂]。與之相比，貴集團於二零一四年十二月三十一日之經審核綜合資產淨額約為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額較貴集團於相同日期之資產淨額增長約[編纂]。

根據貴集團截至二零一四年十二月三十一日止九個月之帳目附註23(載列於本通函附錄四)，於二零一四年十二月三十一日有已發行300,000,000股股份。為說明用途，以二零一四年十二月三十一日已發行股份數目除上述貴集團於同日經審核資產淨額，貴集團於二零一四年十二月三十一日之每股資產淨額約為1.22港元。

誠如「董事會函件」內「收購事項對貴公司股權架構之影響」段落所述，為說明用途，假設概無向公眾股東配售新股份，而貴公司於完成向New Guotsing Holdco及受託人(或受託人持有的公司)發行及分配的全部951,872,727股可轉換優先股被轉換成股份，將會總共有1,251,872,727股已發行股份。此外，為說明用途，以可轉換優先股被全數轉換後可能被發行的股份總數除上述經擴大集團未經審核備考綜合資產淨額，經擴大集團的每股未經審核備考綜合資產淨額約為[編纂]，即比貴集團於二零一四年十二月三十一日之每股資產淨額[編纂]。此等說明性每股淨資產值下降，相信部分原因是目標集團的財務業績未有計及其重估盈餘。計及重估盈餘後，估計經擴大集團的每股未經審核備考淨資產值會上升。

獨立財務顧問函件

資產負債比率

於二零一五年三月三十一日，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77.0%。誠如通函附錄五所載，倘交易已於二零一四年四月一日完成，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。與目標集團之資產合併後，經擴大集團之現金及現金等價物約為[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。另外，董事認為，經擴大集團將有能力於目標集團前述物業開發項目完成之時償還借款。有鑒於此及考慮到僅為說明用途而編製的收購事項備考財務影響，吾等認為收購事項可整體產生積極的潛在財務影響，並將可能改善貴集團財務狀況，因此符合貴公司及股東之整體利益以及獨立股東之利益。

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概無於上述控股股東出任執行職位(張玉強先生出任

獨立財務顧問函件

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，吾等注意到 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，經擴大集團有能力於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以及獨立股東之利益。

財務獨立性

於二零一五年七月三十一日(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提供的貸款的賬面總值為99,321,968新加坡元，而國清中國及其若干附屬公司就支持目標集團若干銀行借款所提供的抵押品的賬面總值為153,513,514新加坡元。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)由國清集團其他成員公司提供擔保所獲貸款僅佔目標集團借款總額較少比例，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執行其自身之會計職能及財務決策；及(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入淨額，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。

獨立財務顧問函件

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 貴公司已於二零一五年九月二十二日訂立不競爭契諾。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 貴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獨立股東之利益，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(ii)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。

獨立財務顧問函件

此外，根據收購守則第26條豁免註釋之附註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 貴公司證券、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 貴公司之任何證券。

因此，吾等認為，清洗豁免屬公平合理，並符合獨立股東之利益。

11. 非獲豁免持續關連交易 — 青建預製構件總服務協議

於二零一五年九月二十五日(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組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。

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。

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 年度上限	建議 年度上限	建議 年度上限
有關產品成本	62,666	60,111	73,887	78,400	68,000	68,000

獨立財務顧問函件

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。

定價基準

將根據青建預製構件總服務協議釐定的獨立交易定價基準指按正常商業條款根據當前市場價格水平進行的交易。該市場價格水平需利用以下程序確定，載列於本通函第230頁：

「經擴大集團之有關成員公司須在根據青建預製構件總服務協議就產品訂立特定協議前：

- (i) 從身為獨立第三方之供應商就經擴大集團要求的相同或類似產品之供應取得至少兩份報價；及
- (ii) 青建預製構件集團指定成員向其提供至少兩份青建預製構件集團指定成員向其客戶提供的相同或類似產品之銷售記錄，作為有關產品之參考市價。

倘經擴大集團之相關成員公司就青建預製構件總服務協議項下預期之產品向青建預製構件集團下達採購訂單或與彼等訂立交易，據以供應該等產品之價格及其他條件對經擴大集團而言不遜於任何報價及銷售記錄(視具體情況而言)。」

我們了解到，該等產品及服務之固定加成或固定單位價格尚未於青建預製構件總服務協議內釐定，原因是此價格未能確保該等交易根據當時市場價格進行。相反，為更好的保障 貴公司及其股東之整體利益，上述內部控制已獲實施，以確保根據青建預製構件總服務協議進行的交易能按正常商業條款進行。

計及以上，吾等認為，條款應該確保價格將接正常商業條款位處競爭性水平，且不會對經擴大集團造成不利。

獨立財務顧問函件

內部控制

如本通函第232頁所披露：

「目標集團的合約部門(由王京標先生(「王先生」)領導)將負責審核關連交易協議項下預期之交易，合約部門(i)將監管相應年度上限，確保不會超過年度上限；及(ii)將獲得上述報價及銷售記錄，確保價格監管程序獲執行，致使關連交易協議項下預期之相應交易將按照其價格條款進行。經擴大集團亦設有匯報及保留記錄程序，容許 貴公司獨立非執行董事及核數師每年妥善審核關連交易協議及關連交易協議項下預期之交易。」

吾等已注意到 貴集團針對青建預製構件總服務協議下進行之交易的價格監管程序，及為確保遵循該等程序而實行的內部控制。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包商索取報價、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。

計及以上，吾等為內部控制措施應為足以監管及監控遵守定價條款及年度上限感到滿意。

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，由於青建預製構件集團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，經擴大集團計劃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。

獨立財務顧問函件

此外，鑒於上述定價基準，此能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。本條規定可保障股東及貴公司之整體利益。

鑒於以上載列之因素，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；及(iii)前述交易符合獨立股東之利益。

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；(iv)青建預製構件總服務協議按經擴大集團一般及日常業務過程中進行；(v)前述交易及授出清洗豁免符合貴公司及股東之整體利益以及獨立股東之利益；及(vi)授出清洗豁免符合獨立股東之利益。

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。

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
列位獨立股東 台照

代表
浩德融資有限公司
執行董事
曾憲沛
謹啓

[編纂]

曾憲沛先生(「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。