



仲量聯行企業評估及諮詢有限公司
香港皇后大道東1號太古廣場三期6樓
電話 +852 2846 5000 傳真 +852 2169 6001
牌照號碼：C-030171

關於具備計算價值基礎的前34家非上市債轉股公司計算價值的計算報告

敬啟者：

吾等已遵照中國華融資產管理股份有限公司（「華融」或「貴公司」）的指示，承接一項計算委聘，是項委聘要求仲量聯行企業評估及諮詢有限公司估計歸屬於 貴公司具備計算價值基礎的前34家非上市債轉股公司（「非上市股本權益」）於2015年3月31日（「參考日期」）的計算價值。本報告的編製日期為2015年[●]月[●]日（「報告日期」）。非上市股本權益包括經 貴公司甄選的34家公司，賬面價值之和佔 貴公司透過債轉股所得非上市股本權益總額的70.6%。

貴公司擬將[編纂]於香港交易及結算所有限公司（「香港交易所」）[編纂]，並[編纂]股份以供[編纂]（「建議交易」）。本次計算委聘乃為協助 貴公司遵守香港交易所發佈的聯交所證券上市規則（「上市規則」）以及履行建議交易所適用的自願性披露責任。

貴公司可在事先取得吾等書面同意的情況下，按照上市規則的規定，於任何[編纂]中披露本函件，或將其披露予香港交易所。

本次計算委聘乃按照美國註冊會計師協會諮詢服務執行委員會(Consulting Services Executive Committee of the American Institute of Certified Public Accountants)發佈的估值服務準則1號聲明(Statement on Standards for Valuation Services No. 1)的規定進行。估值服務準則1號聲明對計算委聘的定義為「客戶委聘估值分析師估計價值，且估值分析師與客戶就估值分析師將使用的特定估值方法及估值方式，以及為估計標的權益而將採用何種程度的估值程序達成一致。計算委聘通常不包括估值委聘所需採取的所有估值程序。倘此前已進行估值委聘，計算委聘之結果或有所不同。估值分析師通過計算委聘得出的結果為計算價值，可以是具體數字或範圍。」

估值服務準則1號聲明將計算價值定義為「應用客戶同意的計算委聘程序，再根據該等程序對價值或價值範圍作出專業判斷，從而得出業務、業務所有權、抵押品或無形資產的估計價值」。

附錄三

計算價值報告

根據吾等與 貴公司管理層的討論結果，吾等獲悉 貴公司僅於非上市股本權益中持有非控股權益，且未參與管理及日常營運，因此， 貴公司無法取得估值委聘所需的全部必要資料，尤其是收益法所需使用者。因此，吾等已與 貴公司達成一致，於本次計算委聘中，將使用市場法下的上市公司比較法。

作為分析的一部分，吾等使用 貴公司所編製及審閱的非上市股本權益資料。吾等在達致計算價值時，在很大程度上倚賴於該等資料。吾等使用獲接納的計算程序進行計算，有關程序尤為倚賴於使用多項假設、 貴公司管理層提供的背景資料及相關數據，以及考慮與非上市股本權益運算有關的多項因素。吾等亦已考慮會對非上市股本權益產生潛在影響的各種風險及不確定因素。

吾等並不打算就需具備法律或其他專業技能或知識的事項(超出估值分析師通常所需具備的知識)發表任何意見。吾等的結論建基於， 貴公司在任何期間均會審慎管理(對維持被估值資產的特性及完整性屬合理及必要)非上市股本權益。

緒言

本報告乃遵照中國華融資產管理股份有限公司(「華融」或「貴公司」)的指示而編製，吾等已承接一項計算委聘，是項委聘要求仲量聯行企業評估及諮詢有限公司估計歸屬於 貴公司具備計算價值基礎的前34家未上市債轉股公司(「非上市股本權益」)於2015年3月31日(「參考日期」)的計算價值。本報告的編製日期為2015年[●]月[●]日(「報告日期」)。非上市股本權益包括經 貴公司甄選的34家公司，賬面價值之和佔貴公司透過債轉股所得非上市股本權益總額的70.6%。

估值目的

貴公司擬將[編纂]於香港交易及結算所有限公司(「香港交易所」)[編纂]，並[編纂](「建議交易」)。本次計算委聘乃為協助 貴公司遵守香港交易所發佈的聯交所證券上市規則(「上市規則」)以及履行建議交易所適用的自願性披露責任。

貴公司可在事先取得吾等書面同意的情況下，按照上市規則的規定，於任何[編纂]中披露本函件，或將其披露予香港交易所。

意見基準

本次計算委聘乃按照美國註冊會計師協會諮詢服務執行委員會(Consulting Services Executive Committee of the American Institute of Certified Public Accountants)發佈的估值服務準則1號聲明(Statement on Standards for Valuation Services No. 1)的規定進行。估值服務準則1號聲明對計算委聘的定義為「客戶委聘估值分析師估計價值，且估值分析師與客戶就估值分析

師將使用的特定估值方法及估值方式，以及為估計標的權益而將採用何種程度的估值程序達成一致。計算委聘通常不包括估值委聘所需採取的所有估值程序。倘此前已進行估值委聘，計算委聘之結果或有所不同。估值分析師通過計算委聘得出的結果為計算價值，可以是具體數字或範圍。」

下列因素構成本次計算委聘的完整部分：

- 整體經濟前景；
- 業務性質及相關營運歷史；
- 非上市股本權益的財務狀況；
- 業務的財務及經營風險，包括收入的持續性及預測未來業績；
- 考慮及分析對標的資產具有影響的微觀及宏觀經濟；
- 評估標的資產的槓桿比例及流動性。

價值基準

估值服務準則1號聲明將計算價值定義為「應用客戶同意的計算委聘程序，再根據該等程序對價值或價值範圍作出專業判斷，從而得出業務、業務所有權、抵押品或無形資產的估計價值」。

附錄三

計算價值報告

背景

非上市股本權益包括經貴公司甄選的34家公司，賬面價值之和佔貴公司透過債轉股所得非上市股本權益總額的70.6%。經甄選的非上市股本權益的詳情如下：

編號	公司	持股量	所處行業
1	義馬煤業集團股份有限公司	6.19%	能源
2	重慶南桐礦業有限責任公司	5.14%	能源
3	貴州水城礦業(集團)有限責任公司	1.69%	能源
4	冀中能源峰峰集團有限公司	5.32%	能源
5	撫順礦業集團工貿有限責任公司	9.50%	能源
6	哈爾濱汽輪機廠有限責任公司	26.96%	工業
7	北京北重汽輪電機有限責任公司	69.78%	工業
8	太原重型機械(集團)製造有限公司	29.06%	工業
9	北京華德液壓工業集團有限責任公司	68.42%	工業
10	北方重工集團有限公司	10.14%	工業
11	北京七星華電科技集團有限責任公司	45.24%	信息技術
12	北京北電科林電子有限公司	56.90%	信息技術
13	北京牡丹電子集團有限責任公司	88.61%	信息技術
14	熊貓電子集團有限公司	36.84%	信息技術
15	西南鋁業(集團)有限責任公司	50.46%	原材料
16	福建省南平鋁業有限公司	33.35%	原材料
17	包頭鋼鐵(集團)有限責任公司	16.98%	原材料
18	西寧特殊鋼集團有限責任公司	19.76%	原材料
19	首鋼水城鋼鐵(集團)有限責任公司	16.23%	原材料
20	寶鋼集團新疆八一鋼鐵有限公司	9.30%	原材料
21	舞陽鋼鐵有限責任公司	8.31%	原材料
22	新余鋼鐵集團有限公司	23.69%	原材料
23	大化集團有限責任公司	18.00%	原材料
24	大冶有色金屬有限責任公司	4.65%	原材料
25	貴州開磷集團股份有限公司	2.67%	原材料
26	遵義鈦業股份有限公司	24.46%	原材料
27	廣西華錫集團股份有限公司	13.24%	原材料
28	雲南錫業集團有限責任公司	14.33%	原材料
29	南京躍進汽車有限公司	10.04%	其他—汽車製造商
30	中國華錄集團有限公司	19.49%	其他—消費電子產品
31	北京輕工雪花電器有限責任公司	38.50%	其他—家用電器
32	上海紡織(集團)有限公司	7.24%	其他—紡織品
33	泰格林紙集團股份有限公司	5.64%	其他—紙製品
34	津杉華融(天津)產業投資基金合夥企業(有限合夥)	44.49%	其他—資產管理與託管銀行

附錄三

計算價值報告

經濟概覽

自1978年施行市場改革以來，中國從集體計劃型轉型為以市場為基礎的經濟體，經濟取得飛速發展。過往數年來，中國的名義國內生產總值由2008年的人民幣314,050億元增至2014年的人民幣636,460億元，年均複合增長率約為12.4%。同期，中國的人均名義國內生產總值按12.4%的年均複合增長率由2008年的人民幣23,708元增至2014年的人民幣46,531元，顯示中國人民購買力顯著上揚。下表載列所示期間中國經濟統計數據摘要。

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2008年- 2014年 年均 複合增長率
人口(百萬).....	1,328	1,335	1,341	1,347	1,354	1,360	1,367	0.50%
名義國內生產總值 (人民幣十億元).....	31,405	34,090	40,151	47,310	51,947	56,885	63,646	12.40%
實際國內生產總值增長率(%).....	9.60%	9.20%	10.40%	9.30%	7.80%	7.70%	7.40%	不適用
人均國內生產總值(人民幣元).....	23,708	25,608	30,015	35,198	38,420	41,805	46,531	11.90%
固定資產投資(人民幣十億元).....	17,283	22,460	25,168	31,149	37,469	44,461	51,276	19.90%

收入及開支

名義國內生產總值及人均名義國內生產總值顯著增長，令城鎮居民人均可支配收入從2008年的人民幣15,781元大幅增至2014年的人民幣28,844元，年均複合增長率為10.6%，證實了中國經濟的飛速發展。可支配收入直接影響國內消費。城鎮家庭人均消費開支由2008年的人民幣11,243元增至2014年的人民幣19,968元。中國消費品零售年均複合增長率亦較同期增長10.0%。

下表載列所示期間城鎮家庭人均可支配收入及消費開支水平以及消費品零售總額。

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2008年- 2014年 年均 複合增長率
城鎮家庭人均可支配收入(人民幣元)...	15,781	17,175	19,109	21,810	24,565	26,955	28,844	10.60%
城鎮家庭人均消費開支(人民幣元).....	11,243	12,265	13,471	15,161	16,674	18,023	19,968	10.00%
消費品零售總額(人民幣十億元).....	11,483	13,268	15,700	18,392	21,031	23,781	26,239	14.80%

通脹率及利率

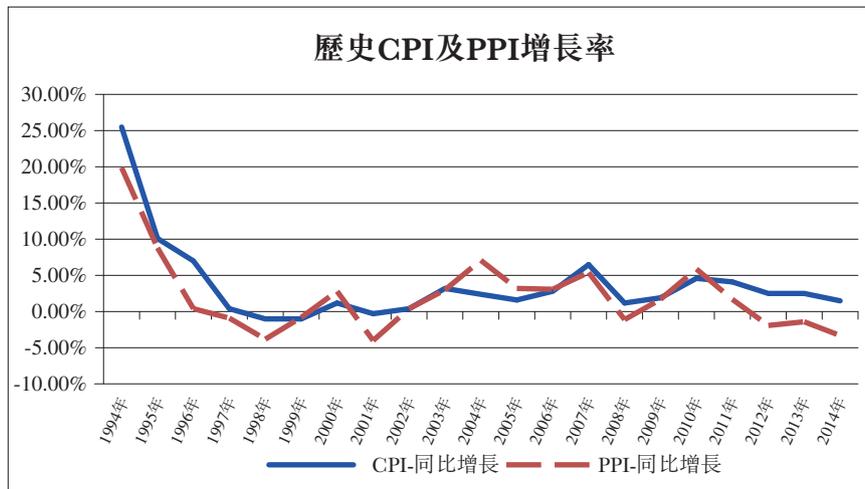
自1996年以來，中國消費者物價指數(CPI)增長率及生產者物價指數(PPI)增長率均由兩位數快速下滑至1998年及1999年的負增長，近年來較為平穩。預計未來三年中國CPI增長率會降至1.50%至2.50%，而中國PPI增長率未來三年則預計會降至-3.5%至0.10%。

附錄三

計算價值報告

下表為過往20年的歷史CPI及PPI增長率。

	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
CPI增長率.....	25.50%	10.10%	7.00%	0.40%	-1.00%	-1.00%	1.20%
PPI增長率.....	19.90%	8.80%	0.40%	-0.90%	-3.80%	-0.80%	2.80%
	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
CPI增長率.....	-0.30%	-0.40%	3.20%	2.40%	1.60%	2.80%	6.50%
PPI增長率.....	-4.00%	0.40%	3.00%	7.10%	3.20%	3.10%	5.40%
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
CPI增長率.....	1.20%	1.90%	4.60%	4.10%	2.50%	2.50%	1.50%
PPI增長率.....	-1.10%	1.70%	5.90%	1.70%	-1.90%	-1.40%	-3.30%



過去10年間，中國利率一直介乎5%至8%，近來由2008年的約8%大幅降至5-6%。鑒於經濟數據更為疲弱，預計2015年將進一步削減利率。

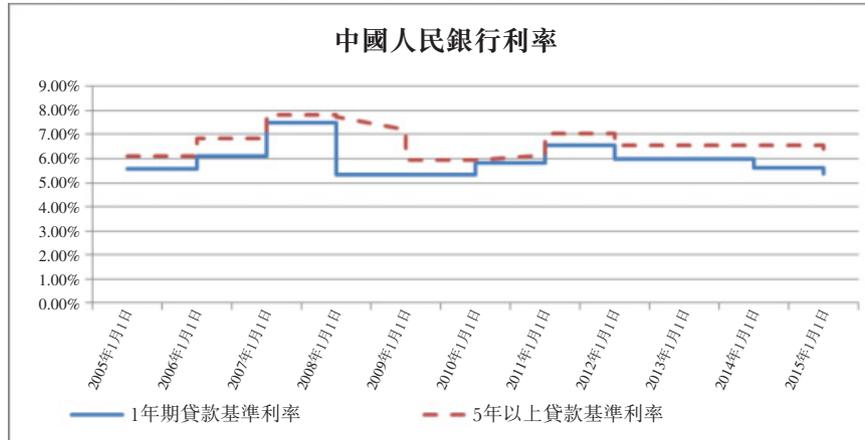
附錄三

計算價值報告

下表為過往10年的歷史中國人民銀行利率(截至3月份)。

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
1年期利率.....	5.58%	5.58%	6.39%	7.47%	5.31%	5.31%
5年以上利率.....	6.12%	6.12%	6.84%	7.83%	5.94%	5.94%

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
1年期利率.....	6.06%	6.56%	6.00%	6.00%	5.35%
5年以上利率.....	6.40%	7.05%	6.55%	6.55%	6.15%



經濟展望

2015年第一季度中國的國內生產總值為人民幣140,660億元，按年增加7.0%。固定資產投資為人民幣77,510億元，同比增長13.5%。消費品零售總額為人民幣70,720億元，增長10.6%。政府預測2015年國內生產總值增長率為7%。中國國務院發展研究中心(「發展研究中心」)預測中國於2016年至2020年的年度經濟增長率為7%。投資及消費的國內生產總值比率分別為38%及60%。至2020年，中國名義國內生產總值約為人民幣132萬億元。

行業概覽

下文載列的行業討論乃摘錄自ACMR-IBISWorld(「IBISWorld」)於2014年及2015年發佈的行業研究報告。

能源

煤炭開採行業

2014年，中國煤炭開採行業的收入增至5,214億美元，增幅達6.5%。除2013年因煤炭價格下滑及來自低價進口煤炭的競爭導致收入下跌6.3%外，行業一直穩步增長。由於國內煤炭需求大幅上升，為滿足需求，煤炭進口量亦顯著增加。進口量自2009年以來以每年19.6%的比率增長。中國原煤產量由2009年的29.6億噸增至2014年的37億噸。預期未來幾年受中國政府實施環境政策的影響，增速將放緩。IBISWorld預測，未來四年行業收入將以每年5.9%的速度增長。

根據政府的產業整合政策，隨着國家發展和改革委員會頒佈的《煤炭產業政策》的實施，政府開始通過發放補償的方式，推動中小型煤炭生產企業退出市場，以實現煤炭產業重組的目標，從而更好地監察產量與績效。因此，該行業併購現象頻現。政府亦關閉多家不達標煤礦，並推動大型煤炭生產企業建設方案的實施。IBISWorld預期，市場煤炭生產企業的數量將以每年1.8%的速度減少。行業集中程度有望隨大型企業的擴張而提升，從而實現資源優化及降低生產成本。目前，排名前四的公司佔行業收入總額的22.9%。該行業小型企業眾多，其中僅20%的企業年收入超過10.0百萬美元。由於採礦權受國家控制，故行業准入門檻相對較高。除其他六張許可證外，新參與者須取得採礦權。

煤炭佔中國能源消耗的約70%，但近年來煤炭價格持續上漲，且未來仍將維持在較高水平。繼火力發電行業後，鋼鐵行業、建築及化工行業佔煤炭消耗的40%以上。由於該等行業並無替代品可取代煤炭，故需求不會收窄。隨着國內煤炭價格上漲及人民幣升值，預期未來五年從澳大利亞及印尼的煤炭進口量將以每年8.1%的速度增長。

山西、內蒙古、安徽、山東及河南是中國的主要煤炭供應大省，煤炭儲量最高的地區位於中國北部及西部，然而，該等省份交通基礎設施不如東部省份發達。由於需求不斷上升，故預期於不久將來將集中開發該等地區的煤礦。

煤炭產品生產

過去五年間，中國煤炭產品生產發展迅速。自2010年起，該行業以每年32.8%的速度增長至2014年的44億美元(估計值)。然而，煤炭產品屬高污染性，隨着經濟的發展，中國開始注重環保，因此，未來國內經濟的發展將導致該行業產品需求增速的放緩。IBISWorld預計，到2019年的五年間，煤炭產品生產行業將以每年10.5%的增速增至2019年的73億美元，增速雖然有所下降但仍維持高位。

煤炭產品生產行業的集中程度相當低，排名前四的公司僅佔2014年行業收入總額的6.3%。行業從業企業數目以每年6.8%的比率，由2010年的137家增至2014年的178家(估計值)。行業的快速發展正吸引新企業進入該行業。

然而，該行業現有的企業中多數為小型企業，過去幾年間大範圍的重組促成了大量兼併及收購，這一趨勢降低了這一時期企業的增長率。行業的集中程度越高，越有利於資源的優化配置及減少浪費，這無疑是好消息。

附錄三

計算價值報告

煤磚、蜂窩煤、煤球為該行業的三大主要產品，其中煤磚佔2014年行業收入總額的70.0%。該行業的主要市場為火力發電廠、熱力發電廠及家庭用戶。火力發電廠是中國煤炭產品生產行業的最大市場，佔行業收入總額的44.1%（估計值）。熱力發電行業的企業是煤炭產品生產行業的第二大市場，佔2014年行業收入的23.5%。

煤炭產品生產行業集中於煤炭儲量豐富的遼寧、山東、浙江及湖南省。該等省份估計佔2014年行業收入總額的48.5%。中國北部及西部擁有大量未開採的煤炭儲量，然而，該等區域的交通基礎設施尚不健全。隨着煤炭產品需求的擴大，預期中國北部及西部的煤礦開發速度將會加快。業內眾多企業開始在西部地區（尤其是西藏）設立據點。因此，未來中國西部地區的市場份額有望緩慢增長。

工業

電氣設備及機械製造業

中國電氣設備及機械製造業生產多種可供多個下游行業使用的中間電器產品。2014年，行業收入有望增長7.9%。未來五年，行業收入預計將以每年7.3%的比率增至2019年的106億美元。

電氣設備及機械製造業的集中程度較低。預計排名前四的製造商佔2014年行業收入的12.7%。排名前四的公司的合併市場份額自2007年以來持續減少，原因是業內公司的競爭加劇。未來兩到三年，行業集中程度預期將略微降低。由於該行業仍處於其生命週期的發展階段，預期仍將有眾多新參與者瓜分市場份額。

競爭性進口佔國內需求的相當大部分。2014年，國內需求的46.5%（估計值）由進口滿足。由於中國企業持續進口高端電氣設備及機械製造設備，故預計競爭性進口將以每年7.5%的比率穩步增長。受進口產品需求增長的影響，預期競爭性進口仍然相對穩定，佔國內需求的比重將由約46.5%增至46.8%。

由於該行業產品的工業及商業性質，多數產品被直接賣給下游行業製造商。該分部佔2014年行業收入的約46.3%。由於該行業生產的產品被用於生產電氣設備及機械，故下游行業的需求旺盛將直接刺激製造設備的採購。根據中國電力企業聯合會的資料，2011年至2015年間中國電力板塊的投資總額將達8,150億美元，較過去五年（2006年至2010年）增長68.0%。這將對發電設備及電網設施產生大量需求，並帶動該行業生產的相關電氣設備及機械的需求。

材料

鋁行業

中國鋁行業自2010年起顯著增長，年收入以每年17.8%的增長率由25.6億美元增至2014年的42.3億美元。由於中國的鋁土礦儲量有限，國內鋁土礦資源含量低，大量鋁土礦需從印尼及澳大利亞進口。國內需求中約50.5%通過進口滿足，進口總額達43億美元。2013年及2014年進口總額的增長率分別為51.9%及41.2%，受中國鋁土礦匱乏及國內需求不斷增加的影響，預期未來五年將按每年25%的比率增長。預期未來出口額仍為零，尤其是中國已按15.0%的稅率對鋁土礦出口徵稅。

鋁行業近年來波動較為頻繁，行業動向與房地產及汽車製造業基本一致。隨着近期中國物業市場增速放緩，預期鋁行業亦會趨於穩定及實現穩步發展。IBISWorld預測，未來五年行業收入仍將與整體經濟中期增長的趨勢一致，以每年9.0%的比率增長。

中國的鋁土礦高度集中在河南、四川、山西及貴州四省，佔2014年行業收入總額的99.5%以上。鋁土礦行業的三大公司佔行業收入總額的62.5%。隨着2008年節能減排戰略的實施，業內眾多小型、低效礦企與規模較大的企業合併。

煉鋁行業

隨着過去三十年間鋁製品的下游需求不斷增加，鋁相關行業迅速發展，鋁產量隨產品價格的上漲不斷擴大。原鋁的主要原料氧化鋁的產量由1998年的3.3百萬噸增至2014年的46.8百萬噸(估計值)，原因是主要參與者擴大產能及行業新進入者不斷增多。原鋁(多種鋁製品的基礎原料)產量由1999年的2.6百萬噸增至2014年的23.7百萬噸。因此，2009年至2014年間中國煉鋁行業的收入以平均每年11.4%的比率增長，達到774億美元。

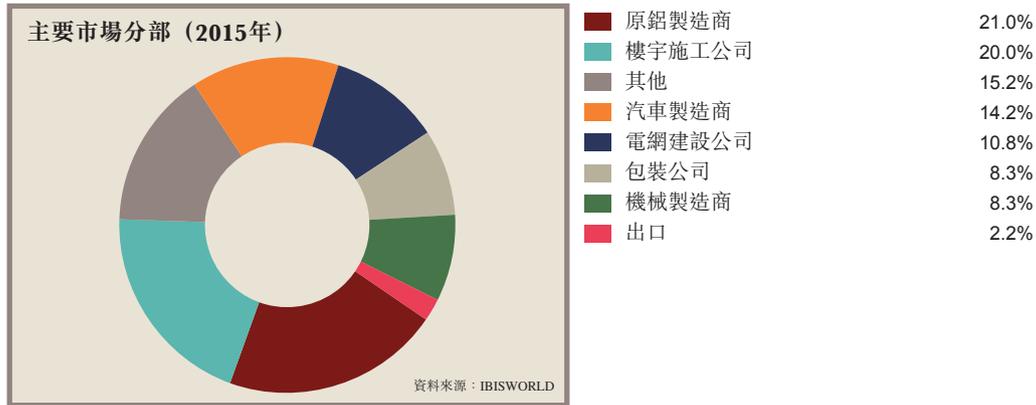
作為高耗能行業，煉鋁行業正面臨電價上漲、宏觀調控措施更為嚴厲及原材料成本上漲的局面。然而，業內採用越來越多的先進技術及生產設備，以提升生產力及效率。因此，IBISWorld預計2014年至2019年間，行業收入將以每年7%的比率增至1,086億美元。

受原鋁產量增加的影響，國內對氧化鋁的需求不斷加大，行業主要參與者不斷增加在鋁土礦儲量大省的投資，導致氧化鋁產量呈高度集中的局面。未來兩年間，隨着廣西、貴州及雲南三省多個大型氧化鋁項目的竣工，氧化鋁產量的集中程度有望進一步提升。

附錄三

計算價值報告

鋁製品需求主要來自建築、運輸、電力及機械製造行業，估計佔行業收入的60%。因此，下游行業對鋁製品的需求對行業的影響巨大。

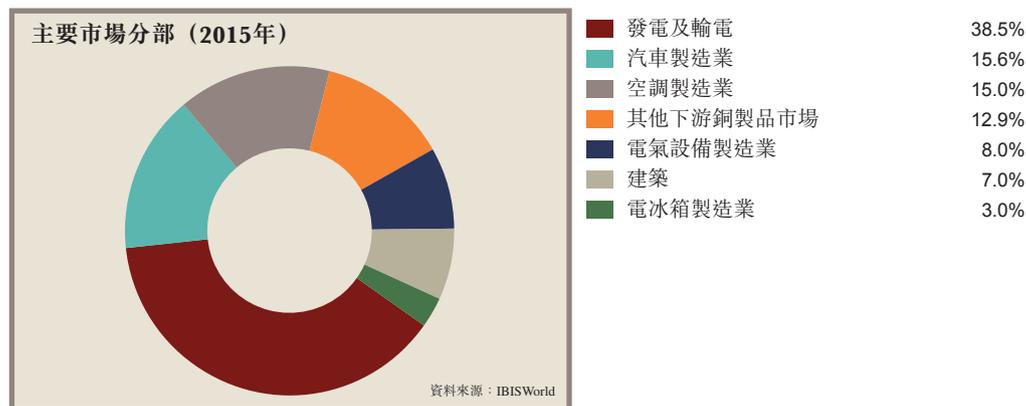


銅礦開採

過去五年間，中國銅礦開採行業的收入以平均每年26.1%的比率增長，達到2014年的165億美元。

預期行業排名前四的參與者合共佔2014年行業收入的31.0%以下，表明該行業的行業集中程度較低。由於中國礦產資源分部較為分散，各公司難以顯著擴大其市場份額。然而，2007年實施的高額礦產資源稅正逼退多家小型礦企，或於日後被大型公司收購。預期這將導致日後行業集中程度有所提升。

該行業的主要下游市場為煉銅業，與整體經濟狀況密切相關。最終消費市場的市場份額如下：

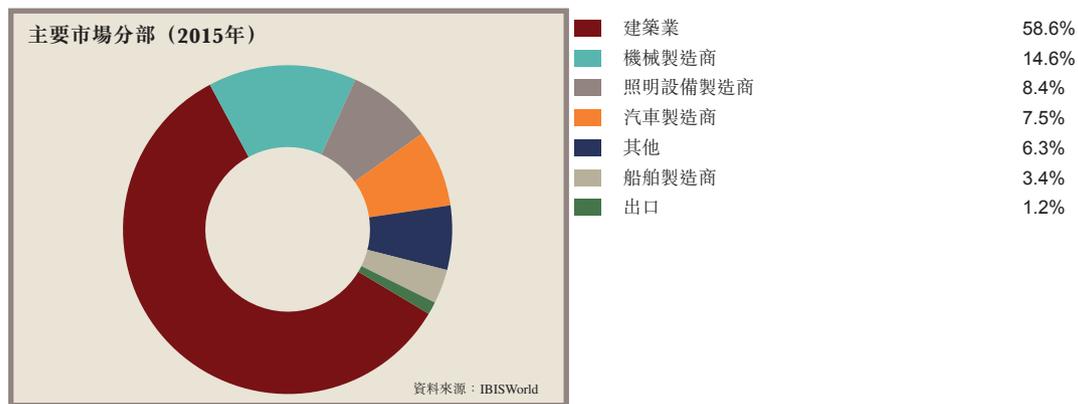


該行業現正面臨兩類主要威脅：其一，再生銅的銷量預計將持續上升，並將對銅礦開採造成輕微的負面影響，此外，更嚴苛的環境法規的頒佈將增加營運成本，並逼退部分

小型參與者。然而，行業前景依然樂觀，原因是進口總額佔國內需求的比重預期將於2019年降至49.6%，而國內產量有望穩步增長。

鐵礦石開採

儘管近期鐵礦石價格下跌，IBISWorld預計未來五年間受國內鋼鐵產品需求旺盛的影響，鐵礦石開採行業的收入將繼續以每年6.6%的比率增長。2014年，中國國內鐵礦石需求的約三分之一乃通過進口滿足，合共達987億美元。由於中國政府已取消進口關稅，預計未來五年進口額仍將以每年3.3%的比率增長。由於國內鐵礦石供給不足，中國政府不鼓勵出口，故鐵礦石出口量有限。鐵礦石的唯一直接下游為鋼鐵冶煉行業，影響該行業的決定性行業包括(其中包括)房屋建築、機械製造及汽車製造業。建築行業在過去數年間大幅增長，但預期發展速度將會放緩；然而，其仍將為鋼鐵的頭號消費者。



鋼鐵冶煉

中國是世界最大的鋼鐵消費國及生產國，佔世界產量的51.2%。儘管預期中國將持續高速城鎮化及工業化，IBISWorld預計供應過剩的局面仍將持續，這將導致未來幾年內鋼鐵冶煉行業的收入以每年3.2%的比率下滑，直至行業重組為止。預期鋼鐵行業的利潤率亦會下跌，原因是近期鋼鐵價格下滑。

該行業很可能面臨加速整合。根據IBISWorld，按照政府在新鋼鐵產業發展政策中制訂的指導方針，為擴大主要鋼鐵公司的規模並減少鋼鐵冶煉公司的數量，預期未來五年，行業內公司的數量將以每年3.9%的比率減少。

鋼材軋製

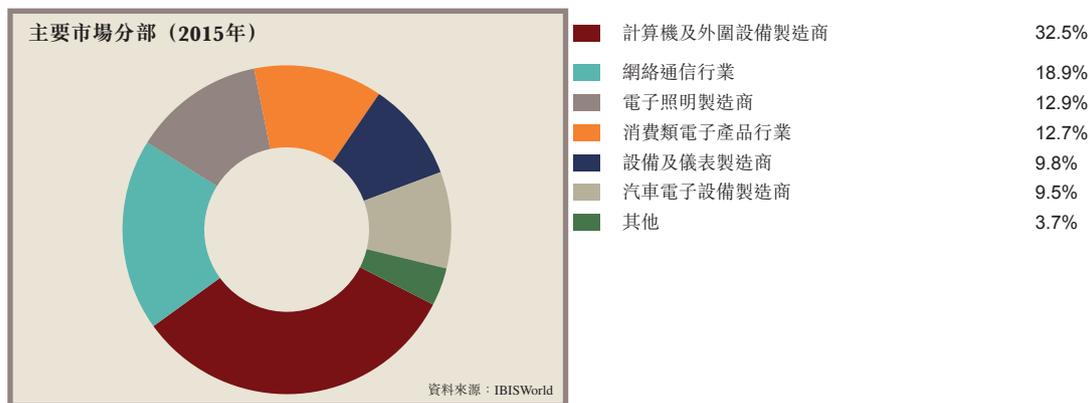
根據IBISWorld，預期未來五年間鋼材軋製行業將以2.2%的平均比率增長。隨着出口開始下滑，政府投資方案帶動的大規模基礎設施興建項目將有助於維持鋼鐵產品的內需。

河北省擁有豐富的鐵礦石資源，山西省擁有豐富的煤炭資源，華北地區數百家小型鋼鐵廠應運而生。隨着政府節能環保措施的實施，預計業內會合併眾多小型及落後企業。

信息技術

半導體行業

過去五年間，中國半導體行業發展迅猛，行業收入由440.9億美元躍升至611.7億美元，增幅達38.74%。IBISWorld預計，行業收入將每年增長5.0%，到2019年將達781億美元。半導體設備行業收入的最大需求仍將來自計算機及外圍設備製造業(32.5%)以及網絡通信行業(18.9%)。預期來自該等行業的需求將繼續上升，原因是對儲存板、個人電腦調製解調器以及車載電腦板的需求持續上升。此外，IBISWorld預期照明、工業自動化、儀表、醫療電子、汽車電子及顯示器等行業將不斷擴張，故對半導體的需求將繼續擴大。



中國半導體行業的集中程度相對較低，原因是該行業中小製造商眾多。根據IBISWorld，業內四大公司(按行業市場份額計)僅佔2014年行業收入的8.3%。因此，國內價格競爭異常激烈，平均利潤率為3%。

由於多家外國製造商選擇在中國建廠，預計中國仍將成為世界最大的半導體生產國。佔行業收入46.8%的出口已自2012年起開始下滑，主要原因是國內生產商進行重大擴張及改進，以國內生產滿足內需。隨着研發的不斷投入，加上部分生產工藝的自動化，預期國內生產商將提高效率並推出更多品種的優質產品。IBISWorld預測，該等改進每年可促進出口增長1.7%，可持續至2019年。近年來，進口穩步增長，原因是中國國內生產的大多數產品仍為低端產品。根據Handel Jones of International Business Strategies, Inc，中國消費的半導體產品中91%由外國公司供應¹。為保持競爭力，國內公司須持續增強研發能力及提升產能。

¹資料來源：http://usa.chinadaily.com.cn/epaper/201410/07/content_18701860.htm

附錄三

計算價值報告

半導體制造行業中的最大可變成本來自原材料，包括硅芯片、合金及電子元件。該等元件佔2014年行業收入的約68.1%，預期未來數年受需求量較大(尤其是硅芯片)的影響將上升。行業工資亦穩步上升，過去五年間每年按10.7%的比率增長，並於2014年達到14億美元(估計值)。未來幾年，該行業的主要發展趨勢為自動化、開發新一代產品及實現模塊化發展。國內企業在開發先進數控工藝方面投入大量人力物力，並提升生產線的自動化水平，藉此提升製造能力及效率水平。這亦有助於通過減少勞動力數量，在工資增加的情況下穩定勞動力成本。

電子元件製造行業

中國是世界第一大電子產品生產國，隨着消費類電子產品的需求不斷上升，預期中國電子元件行業將持續發展。2014年行業收入增長至1,862億美元，增幅達8.6%，過去五年間的平均增長率為11.1%。IBISWorld預計行業收入將以每年7.6%的比率增長，並持續至2019年。電子元件的最大需求來自計算機及外圍設備製造商(40.5%)，其次是移動及網絡通信設備製造商(25.7%)，兩類產品的內、外需均旺盛。中國通訊技術行業的發展為通訊用變壓器、光纖連接器及無線通信終端設備等產品帶來了巨大的需求。預期未來幾年間其他行業參與者，如消費類電子產品製造商、汽車電器設備製造商以及電氣照明設備製造商對電子元件的需求亦會增加。

中國仍持續進口大量電子元件，2014年進口總額達187億美元，很大程度上是因為國內製造的大部分產品為中低端產品，而對外國生產的高科技高端產品的需求持續上升。然而，隨着外國公司在中國設立生產設施，加上國內公司的技術能力得到改進，進口的增長速度預期將有所放緩。根據IBISWorld的預測，出口額和進口額將分別按5.5%及6.5%的年增長率增長。

行業參與者中不少為外資企業，佔行業參與者的49.5%以及行業總收入的69.0%。行業集中程度較低，四大公司僅佔行業總收入的14.6%。IBISWorld預測，隨着外資企業及民營企業不斷擴張，預期行業集中程度將有所提升。

電子元件製造行業的利潤率持續下滑，原因是原材料價格不斷上升、競爭加劇、工資上漲及低端產品價格下跌。硅芯片、銅、鐵等原材料(佔行業收入的65.4%)在過去幾年內因需求較高價格大幅上漲。因此，行業利潤率由2006年佔行業收入的5.9%降至2014年的4.0%。然而，IBISWorld預計，隨着國內可製造的高端產品增多，利潤率很可能上升。

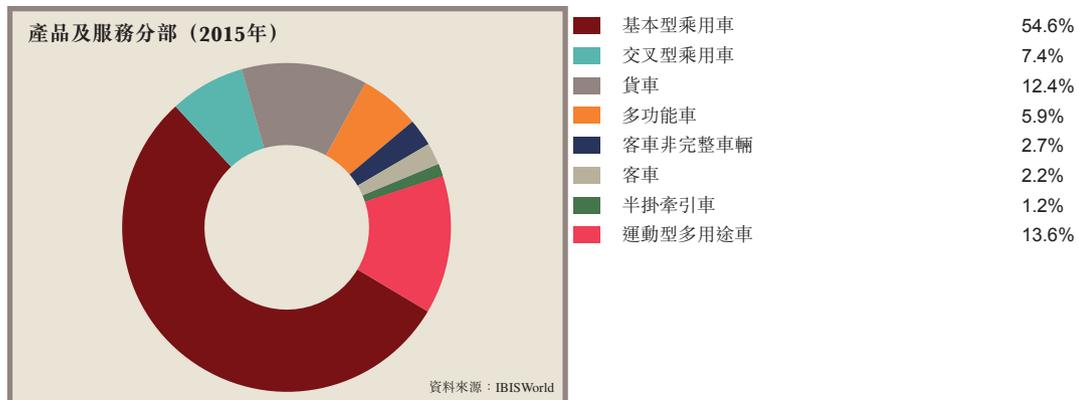
其他

汽車製造

中國汽車製造行業的收入總額由2013年增至2014年的5,598億美元，增幅達11.3%。受城鄉地區內需擴大及出口增加的帶動，過去五年間均以每年14.2%的比率增長。在中國政府的大力支持下，未來五年間該行業有望實現平穩、大幅增長，年化收益增長8.8%。IBISWorld預計2019年的行業收入將達到8,523億美元。未來增長的主要驅動力包括中國(尤其是農村地區)大量的內需、政府支持以及開發出更多的國外市場。

過去五年間，中國對進口汽車的需求巨大。2014年，進口價值約610億美元，佔內需的10.1%，年增長率為18.4%，主要原因是家庭可支配收入增加，對豪華進口車輛的需求隨之上升。此外，隨着有關汽車銷售及經銷商法規的實施，眾多合資汽車製造商選擇自己成立營銷公司銷售進口汽車，此舉刺激了進口增長。2014年，行業出口亦增長4.8%，過去五年間的年化增長率達15.2%。國內汽車製造商的主要優勢為產品價格低廉：中國出口汽車均價約10,000美元。而進口汽車的均價則為約30,000美元。該行業的從業企業數目由2009年的76家減少至2014年的63家，而機構數目則由363減少至342，這主要是由於行業內參與者相互兼併所致。2014年的利潤率約為10.8%。

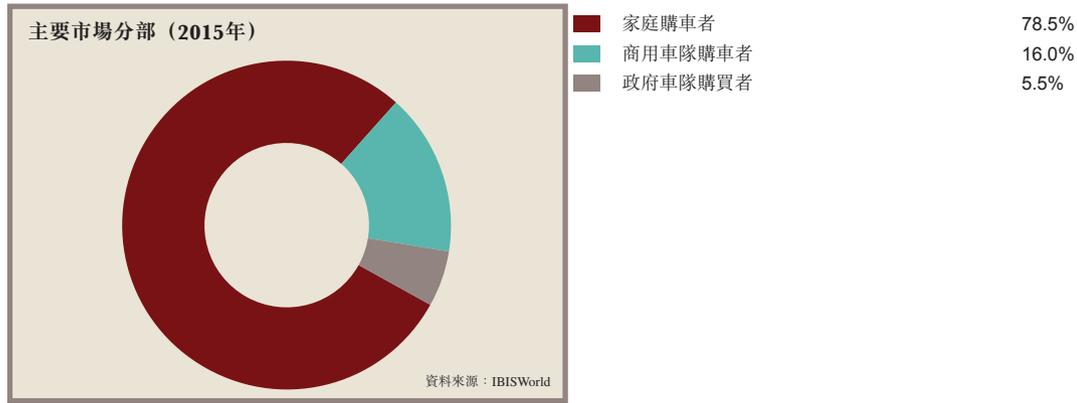
中國於2005年採納汽車分類體系，將汽車主要分為兩類：乘用車及商用車。乘用車可細分為四類：基本型乘用車(轎車)、多功能車(MPV)、運動型多用途車(SUV)和交叉型乘用車四類。商用車可分為五類：客車、貨車、客車非完整車輛、貨車非完整車輛及半掛牽引車。基本型乘用車以佔54.6%的市場份額(按汽車銷量計)主導乘用車分部。MPV及SUV的市場份額相對較小，但過去五年間增長迅速。



附錄三

計算價值報告

汽車行業的市場需求可分為三部分：家庭購車者、商用車隊購車者及政府用車買家，其中家庭購車者佔78.5%，且該比例預期將於不久的將來持續增長。商用車隊分部近年來穩步增長，原因是頻繁的經濟活動需用到大量的乘用車及貨車。按購車數量計，該分部佔行業份額的16.0%。政府用車買家的市場份額逐步減少至銷售總量約5.5%，主要原因是家庭購車者的人數增加及政府頒佈法規限制地方政府購車數量。



在國際市場，中國汽車製造商正開發東南亞、西亞、中亞、非洲、南美及歐洲市場。預期未來該行業的全球化水平將會提高，將有更多的中國汽車製造商在國外證券交易所上市。2005年12月，東風汽車公司在香港證券交易所上市，成為當年全球汽車行業最大的IPO（首次公開發售）。此次上市亦被視為中國汽車製造商進入國際資本市場的象徵。中國汽車製造行業的主要成功因素應包括最優產能利用率、有效的成本控制、建立出口市場、技術改進與廣泛的分銷及收集渠道。整個行業有望於未來穩定增長。

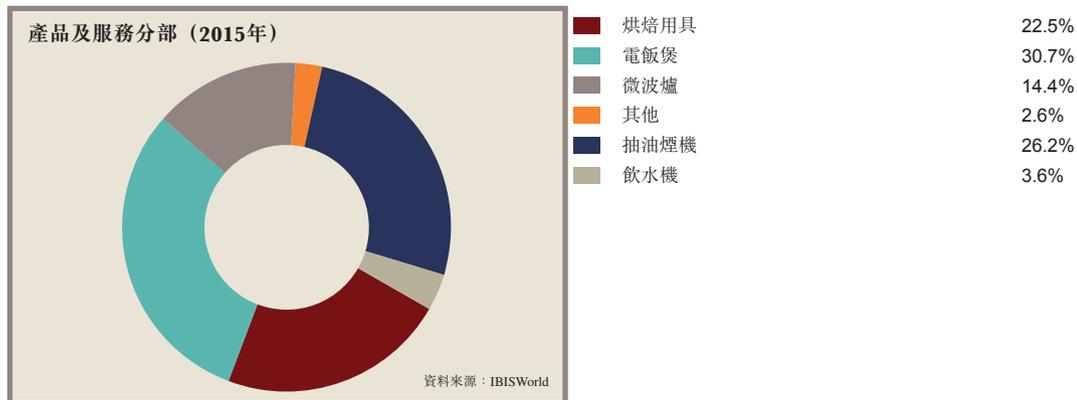
	收益	IVA	機構	企業	僱員	出口	進口	工資	資產	汽車產量 (10,000輛)
2005年	110,484.5	24,869.8	257	80	508,813	3,594.3	8,456.1	2,661.1	102,981.5	574
2006年	148,726.7	32,335.5	265	80	573,102	5,841.4	12,212.9	3,631.5	127,483.7	728
2007年	185,828.0	43,483.1	285	80	633,163	10,513.5	16,516.8	4,497.9	151,735.0	888
2008年	213,983.9	49,136.4	372	78	644,541	12,009.8	21,450.3	5,300.3	176,500.8	935
2009年	288,504.8	62,176.1	363	76	771,925	7,612.7	26,206.8	10,914.1	229,798.8	1,391
2010年	372,287.7	78,420.3	355	75	858,849	8,220.0	36,052.1	12,157.1	285,038.5	1,830
2011年	412,824.0	86,566.7	348	73	994,976	11,999.4	47,213.0	11,967.8	321,689.6	1,840
2012年	422,089.3	88,200.8	321	67	1,070,072	14,502.8	50,309.2	14,412.4	353,711.3	1,927
2013年	502,886.1	104,801.5	332	65	1,118,626	14,728.0	56,002.3	16,324.0	384,716.7	2,212
2014年	559,797.3	116,213.9	342	63	1,164,882	15,435.5	60,978.8	18,092.0	418,904.2	2,407
2015年	621,375.0	128,935.3	352	62	1,210,226	16,515.9	66,771.8	19,763.7	463,308.0	—
2016年	681,026.9	141,245.0	361	61	1,256,034	17,771.1	74,116.7	21,443.7	501,762.6	—
2017年	742,319.4	154,105.5	370	60	1,298,934	19,210.6	83,307.2	23,030.5	538,893.0	—
2018年	796,508.7	165,116.3	379	59	1,341,328	20,613.0	92,554.3	24,734.8	576,615.5	—
2019年	852,264.3	176,589.2	387	58	1,384,700	22,055.9	102,087.4	26,466.2	614,544.6	—

家用電器

2014年，中國家用電器製造行業的收入為365億美元，較2013年增長8.4%。該行業於過去五年間實現穩步增長，行業收入以每年11.4%的速度增長。2014年，家用電器產量為558.7百萬件。行業表現與中國房地產行業及產品更換週期密切一致。IBISWorld預計，未來五年，受行業高端產品進一步開發的推動，中國家用電器行業的收入將以每年7.5%的增長率增至2019年的524億美元。大量家用電器的壽命將於未來五年內到期，將為該行業產品創造更換需求。

近年來，該行業的研發投入大幅增長，尤其是在微波爐、電飯煲製造方面。隨着市場競爭的加劇，創新對競爭而言顯得越發重要。過去五年間，國外市場快速擴張，其中以歐美市場尤甚。2014年，行業出口總額增至10億美元，增幅達8.4%，佔收入的2.8%。IBISWorld預計，2019年止的未來五年間，出口額將以每年7.6%的速度增長。該行業的競爭性進口較少，僅佔2014年國內需求的0.1%，進口總值為39.7百萬美元。IBISWorld預計，到2019年止的未來五年間，進口總額將以每年6.7%的比率增長。然而，進口產品佔國內市場的比例仍將維持在較低水平，原因是中國有獨特的生活方式。

中國家用電器行業的產品分部可分為六大板塊，包括：烘焙用具、電飯鍋、微波爐、抽油煙機、飲水機及其他。電飯鍋是該行業的主要產品分部，佔行業收入總額的30.7%。烘焙用具佔行業收入總額的21.4%（估計值），銷量約為188.6百萬件。受烤箱及電磁爐開發的帶動，電熱烘烤用具的銷量持續上升。隨着人們越來越注重生活品質，飲水機的受歡迎程度也不斷提升。IBISWorld預計，隨着國內對該分部的需求迅速提升，將會有越來越多的製造商進入該市場。該行業生產的其他產品包括：榨汁機、豆漿機、麵包機及消毒碗櫃，佔行業總收入約2.6%。



中國的家用電器製造行業增長迅速。隨着國內需求的增加及技術飛速進步，該行業

附錄三

計算價值報告

的競爭將會更為激烈。過去五年間，受可支配收入增加及節能、農村居民家電補貼等政府優惠政策的帶動，行業收入大幅增長。未來數年該行業有望保持可持續增長勢頭。

	收益 (百萬美元)	IVA (百萬美元)	機構	企業	僱員	出口 (百萬美元)	進口 (百萬美元)	工資 (百萬美元)	資產 (百萬美元)	產量 (百萬件)
2005年	10,107.5	2,646.5	539	462	201,023	910.1	5.0	523.5	7,899.6	207
2006年	12,551.5	2,876.2	632	534	230,140	1,037.0	6.5	761.8	8,249.0	268
2007年	15,914.1	3,976.6	700	620	251,192	698.1	5.7	945.4	10,057.8	348
2008年	21,167.8	4,826.8	916	814	298,992	733.0	6.4	1,605.8	12,341.2	369
2009年	21,240.8	4,889.5	962	840	273,761	659.6	6.2	1,602.6	13,363.5	376
2010年	24,969.7	5,864.8	982	842	308,563	772.5	8.1	2,121.7	15,088.1	427
2011年	28,086.7	6,508.0	1,050	863	310,538	844.4	11.5	2,457.6	16,941.4	437
2012年	29,131.6	6,704.9	1,093	883	308,333	853.7	34.0	2,618.6	18,525.4	460
2013年	33,647.0	7,671.5	1,155	932	312,958	927.9	36.8	2,957.3	19,213.9	508
2014年	36,473.3	8,233.6	1,219	981	317,339	1,005.8	39.7	3,306.3	19,886.4	559
2015年	39,427.7	8,851.1	1,283	1,031	321,465	1,087.3	42.6	3,656.7	20,542.6	611
2016年	42,503.0	9,488.4	1,349	1,082	325,322	1,173.2	45.7	4,004.1	21,200.0	664
2017年	45,690.8	10,133.6	1,415	1,133	329,226	1,262.4	48.7	4,356.5	21,857.2	719
2018年	48,980.5	10,792.3	1,481	1,184	332,848	1,354.5	51.8	4,700.6	22,491.0	774
2019年	52,360.2	11,461.5	1,548	1,235	336,176	1,450.7	55.0	5,039.1	23,098.3	829

家用電冰箱及冷櫃

家用電冰箱及冷櫃製造行業約佔中國家用電器製造行業的約16.0%。過去五年間，該行業以每年12.9%的比率增長至576億美元。IBISWorld預計，未來五年行業收入將以每年6.5%的比率增至2019年的合共790億美元。高端產品的進一步開發將成為增長的主要原因。未來五年間，大批家用電器壽命將到期，這將為業內高端替代產品創造大量需求。此外，新優惠政策的出台將會刺激對該行業產品的需求。

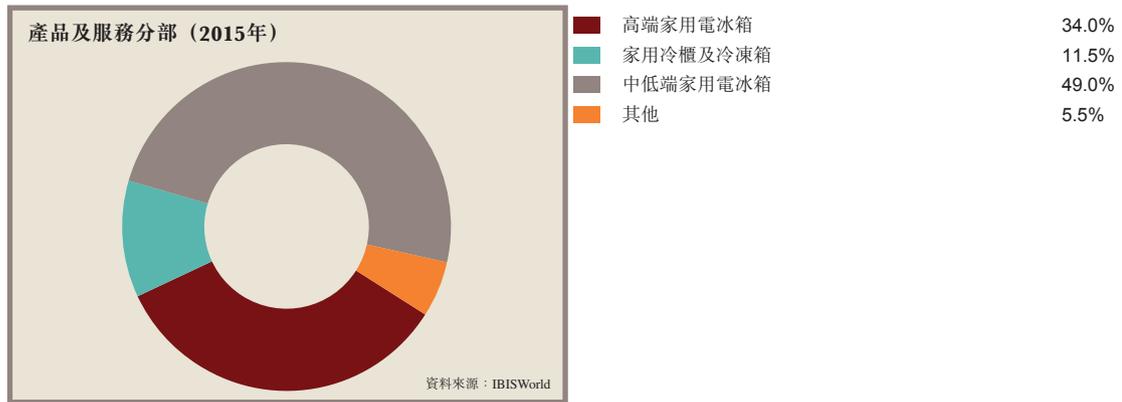
IBISWorld預測未來五年間出口額將會緩慢增長。預計行業產品的出口額將會以每年4.2%的速度增長，到2019年達到32億美元，佔行業總收入的4.0%。中國的電冰箱製造商正尋求借助飛速發展的技術擴大高端產品產能。越來越多的國外進口商將會購買中國生產的低成本對開門和多開門冰箱。高端產品出口量的增長亦會提升電冰箱的均價，並降低國外反傾銷政策的風險。預計到2019年，競爭性進口總額將達106.5百萬美元，佔國內需求的0.1%。隨着中國企業持續擴大對開門和多開門冰箱的產能，技術方面會更加完善，而產品產量也會持續增長。國內企業亦會通過建立第三、四級市場加大營銷渠道的資本投入，以及投放更多適應市場需求的產品提升銷量。隨着城鎮市場趨於飽和，預期製造商將會更多地把目光投向農村地區。產品的市場劃分有望在未來幾年改變。容量在100至150公升的冰箱曾經足以滿足眾多家庭的需求，然而，隨着經濟的發展以及消費方式的轉變，大容量的產品會越來越受歡迎，尤其是容量在200公升以上且攜帶獨立控溫功能的冰箱。隨着家庭可支配收

附錄三

計算價值報告

入的增加，IBISWorld預測在未來五年間，國內電冰箱市場上的高端產品銷售額將會以每年超過20.0%的速度增長。

該行業產品分為三類：電冰箱、冷櫃及冷凍箱。電冰箱為該行業的主要產品分部，佔行業收入總額的約83.0%。中低端產品佔該分部的最大份額，佔行業收入的49.0%。冷櫃及冷凍箱的收入總額佔行業收入的11.5%。中國製造的多數冷櫃及冷凍箱用於出口。該行業的其他產品包括冰淇淋製作設備、國產製冰機及其他製冷產品，佔行業收入的5.5%。



中國是世界最大的製造中心之一，以及電冰箱及冷櫃的最大消費市場之一。隨着內需及出口的快速增長，未來行業參與者(尤其是本地生產商)將持續從中獲益。

	收益	IVA	機構	企業	僱員	出口	進口	工資	資產	家用電冰箱 產量 (百萬件)
2005年	10,610.2	2,339.4	589	155	83,886	1,606.6	27.9	245.5	10,055.1	30
2006年	19,338.2	3,937.8	692	182	105,998	2,317.3	23.1	402.7	14,330.2	35
2007年	23,345.3	5,382.4	815	209	116,590	2,447.4	25.4	589.4	14,584.0	44
2008年	27,078.1	6,227.9	874	264	154,293	1,850.6	25.9	1,057.6	18,021.2	48
2009年	31,412.1	7,143.1	891	280	166,387	1,632.9	29.7	1,554.5	20,208.0	61
2010年	38,264.4	8,224.6	925	291	201,470	2,038.6	29.4	1,758.6	26,470.9	76
2011年	42,702.5	9,540.2	958	301	220,695	2,009.5	36.5	2,469.7	29,084.9	106
2012年	46,169.9	10,470.5	990	312	238,862	2,362.2	59.9	2,811.4	32,837.8	114
2013年	53,009.8	11,724.0	1,033	327	260,694	2,437.3	68.8	3,150.4	38,362.3	123
2014年	57,597.3	12,825.7	1,075	341	279,595	2,566.8	75.7	3,469.8	42,388.4	—
2015年	61,890.7	13,870.2	1,113	355	297,476	2,701.2	82.9	3,804.2	46,775.9	—
2016年	66,323.3	14,979.0	1,149	369	314,262	2,826.3	90.1	4,156.1	50,349.4	—
2017年	70,615.5	16,204.3	1,179	382	328,676	2,946.4	97.1	4,485.7	53,307.8	—
2018年	74,694.6	17,466.1	1,204	392	341,377	3,052.1	102.0	4,773.1	55,388.3	—
2019年	78,981.3	18,766.3	1,226	401	350,257	3,150.5	106.5	4,992.1	57,369.8	—

絲織品及服裝製造業

該行業近年來的表現令人滿意，到2014年的過去五年，中國的絲織品及服裝製造行業

以每年13.6%的速度增長，預計產值達75億美元。IBISWorld預測該行業的收入將以每年8.1%的速度緩慢增長，在2019年達到110.5億美元。

中國排名前四的絲織品及服裝製造商們創造了約佔整個行業收入6.0%的價值，而此種低集中程度則歸因於行業中大量中小型企業的存在。然而，由於製造成本的持續增長及競爭的加劇，該行業的眾多小型及出口型公司不得不與大型的公司合併。因此，該行業的集中程度將日益提高。

中國的絲織品及服裝製造業仍須同使用棉花、羊毛、亞麻來製造織品及服裝等其他材料的工廠競爭，而該等替代品的發展壯大會制約對該行業的需求增長。至於國外競爭者，IBISWorld預測來自勞動力成本低廉的其他發展中國家的競爭將對該行業產生長遠重大影響。因此，該行業將在未來的幾年內面臨結構重組以及增加研發投入，以便能夠提高生產效率及開發出更多的附加值產品。

為實現行業的持續發展，行業製造商將繼續開拓國內外市場。出口型的製造商們則會通過開發出高品質及高附加值的產品來同國外企業以及替代品製造商競爭。此外，製造工藝的發展將會提高產品產能及終端品質。因此，絲織品及服裝製造行業的參與者們將技術提升作為重中之重。

絲織品及服裝製造業主要有三個部門。2014年，服裝製造商購買絲織品以製作衣服，來自該市場的收入預計佔整個行業的40.6%。日用商品、服裝及配飾的批發商在2014年創造了佔整個行業34.5%的收入。紡織品、服裝及日用商品的零售商，包括百貨公司、超市、服裝店、線上商店及嬰童店大概創造了整個行業收入的18.7%。

投資及資產管理

自加入世界貿易組織以來，中國經濟迅猛發展，這成為投資管理及風險投資需求不斷上升的主要原因。因此，自2009年起，中國投資及資產管理行業一直以每年11.9%的比率增長，直至2014年的合共105.1億美元。IBISWorld預測，未來五年間行業收入將以每年9.2%的比率增至2019年的163.0億美元。

該行業集中於中國的經濟中心：北京、上海、廣東、浙江及江蘇。2014年，該行業排名前四的企業均為國有企業，為行業收入總額貢獻52.2%。然而，近年來隨着市場導向型產品及服務的流行，眾多提供定制化及靈活服務的私營企業快速發展。總體而言，該行業的集中程度屬中等並持續上升。

除行業內競爭外，投資及資產管理行業亦與其他相關行業競爭，如從事股票、債券、基金、期貨及其他金融證券投資活動的中國證券投資行業。

該行業需求的決定因素主要包括以下四點：第一，經濟發展水平與行業發展密切相關；第二，中國蓬勃發展的商業環境催生多項需要投資及資產管理服務的業務活動，提升

附錄三

計算價值報告

了對行業服務的需求；第三，技術改進提升了服務質量及行業需求；第四，政府啟動多項新政策鼓勵發展多樣化的資產管理方式，而非局限於四大主要國有資產管理企業所提供者。

該市場主要包括四大板塊，各板塊收入基本持平。國有企業佔行業收入的30.2%，主要提供的服務為國有資本管理；金融公司，包括銀行、中央銀行、商業銀行及政策性銀行，佔行業收入的25.6%。國有基金項目管理佔行業收入的約21.0%；國有基金項目包括：公積金、社保基金及養老基金；投資項目，包括風險投資項目、投資管理項目及短期回報項目，為行業收入貢獻約17.6%。

計算方式及方法

為計算於參考日期非上市股本權益的價值，我們考慮三種公認的方法，即市場法、成本法及收入法。

市場法

市場法考慮近期就類似資產支付的價格，並對市場價格作出調整，以反映所評估資產相對於市場上可資比較市場項目的狀況及用途。存在成熟二級市場的資產可使用該方法進行估值。

採用該方法的裨益包括：簡單、清晰、快捷，無需或較少用到假設。由於使用公開獲得的輸入數據，因而亦確保了該方法的客觀性。

然而，須注意的是，用於比較的資產價值所附有的內在假設將使得所使用的資料包含一些隱含的假設。找到可資比較的資產亦存在一定難度。此外，該方法亦完全倚賴於有效的市場假設。

成本法

成本法是根據類似資產的現行市價，考慮所評估資產在新狀況下重置或更換的成本，並考慮其狀況或陳舊現況的累計折舊（不論是否由實體、功能或經濟因素引起）。成本法一般對並無已知二級市場的資產提供可靠的價值指標。

該方法儘管簡單易明，但是無法直接反映所評估資產可以產生的經濟效益。

收益法

收益法是將擁有權的預期定期利益轉換為價值指標。此乃基於知情買方將不會就有關資產支付超過相等於具有類似風險的相同或相若資產的預期未來利益（收入）的現值金額

附錄三

計算價值報告

為原則。該方法考慮了未來收益，並有大量的經驗數值或者理論解析用於進行未來現金流的現值計算。但是，此方法依賴於大量的長期假設，評估結果亦有可能會對其中若干因素較為敏感，並且僅呈現單一的結果情形。

權益估值方法的選擇

根據吾等與 貴公司管理層的討論結果，吾等獲悉 貴公司僅持有非上市股本權益的非控股權益，且不參與管理及日常運營；因此， 貴公司無法取得估值委聘所需的所有必要資料，尤其是收益法將使用的資料。因此，吾等將於本次非上市股本權益的計算委聘中採用市場法中的上市公司比較法（不包括遵義鈦業股份有限公司及津杉華融（天津）產業投資基金合夥企業（有限合夥））。上市公司比較法需要研究可資比較公司的基準倍數，並適當選用合適的倍數，得出非上市股本權益的計算價值。

吾等審閱可資比較公司財務報表時重點關注2014年及2013年的財務表現。

為計及各項非上市股本權益的獨特性，本次計算委聘中考慮多項倍數，具體如下：

- 企業價值比息稅折舊攤銷前盈利（「EBITDA」）倍數（「企業價值倍數」）；
- 價格比每股收益倍數（「市盈率倍數」）；
- 價格比每股賬面價值倍數（「市賬率倍數」）；及
- 價格比每股銷售額倍數（「市銷率倍數」）

就最重要資產為上市證券的非上市股本權益而言，吾等將對其資產及負債應用市場法，以得出單項非上市股本權益的計算價值。

根據成本法的計算

根據吾等與 貴公司管理層的討論結果，吾等獲悉遵義鈦業股份有限公司最近已停止生產，而津杉華融（天津）產業投資基金合夥企業（有限合夥）為從事私募股權基金管理及營運業務的公司。因此，就該兩間公司而言，收益法及市場法均不適用，吾等在本次計算委聘中將採取成本法。

假設

吾等在釐定非上市股本權益的計算價值時採用下列主要假設：

- 吾等假設現時的政治、法律、技術、財政或經濟狀況並無可能對非上市股本權益的業務構成不利影響的重大變動；

附錄三

計算價值報告

- 吾等假設相關合約及協議所訂明的操作性及合約性條款將會得到履行；
- 吾等假設 貴公司所提供的財務及營運資料準確，並在達致計算價值時在相當大程度上依賴該等資料；
- 吾等假設非上市股本權益的資本架構不會有變動；及
- 吾等假設並無隱藏或意外的情況將可能對報告價值構成不利影響。此外，吾等不會為參考日期之後所產生的市況變動承擔任何責任。

市場倍數

吾等在釐定最合適的市場倍數時，已物色多家可資比較公司，甄選標準如下：

1. 公司的大部分收入(如非全部)來自與非上市股本權益相同的行業；
2. 所選定的同類公司之主要市場或營運地點與非上市股本權益一致，均位於中國；
3. 可資比較公司為公眾上市公司；及
4. 可獲得有關公司的充足數據(包括但不限於企業價值倍數、市盈率倍數、市賬率倍數及市銷率倍數)。

符合上述標準的可資比較公司已於附錄呈列。

其他考慮因素

缺乏市場流動性折讓(「DLOM」)

市場流動性概念乃指所有權權益的流通性，即擁有人如選擇出售時可轉換為現金的速度及難度。缺乏市場流動性折讓(「DLOM」)反映私營公司的股份並無現成市場。私營公司所有權權益與上市公司類似權益比較時，通常缺乏可銷性。因此，私營公司的股票一般亦較上市公司同類股票之價值為低。

在本次計算實踐中，吾等採用的DLOM為40%。

資料來源

吾等編製本計算報告所採用的調查程序包括與 貴公司管理層及負責各非上市股本權益投資的項目經理對非上市股本權益的歷史、營運、過往及現時情況以及前景、若干財務數據概況進行討論並交換意見，分析相關行業及競爭格局。吾等亦對同類公司／交易進行分析，審閱過往銷售交易及其他相關文件。

在進行本次計算時，吾等已審閱來自多個來源的資料，包括但不限於：

- 貴公司提供的非上市股本權益的背景資料；
- 與非上市股本權益相關的公開資料(例如來自非上市股本權益官方網站的資料)；
- 貴公司提供的2014年及2013年財政年度的財務報表；
- 非上市股本權益之上市附屬公司或母公司之年報；
- 與非上市股本權益的業務有關的其他運營及市場資料；及
- 同類上市公司之年度報告。

吾等在達致計算價值時在相當大的程度上倚賴於 貴公司提供的資料。

計算意見

非上市股本權益計算價值的計算需考慮影響非上市股本權益相關業務營運及產生未來投資回報能力的各項相關因素。本次計算中考慮的因素包括但不限於以下各項：

- 非上市股本權益的業務性質；
- 非上市股本權益業務的財務狀況及整體經濟前景；及
- 企業的財務及業務風險，包括收益的持續性及預測未來業績。

吾等基於獲認可的計算程序得出價值結論，有關程序極其倚賴使用多種假設及考慮多項不確定因素，並非所有的假設及考慮均能夠輕易量化或確定。此外，該等假設及考慮因素本身在業務、經濟及競爭方面仍存在重大不確定因素及或然因素，而多數該等不確定因素及或然因素並非 貴公司及仲量聯行企業評估及諮詢有限公司所能控制。

風險因素

• 市場競爭

由於近年來該市場出現發展機遇，越來越多的企業正涌入該行業。這可能會對非上市股本權益的經營表現造成不利影響，因而影響業務價值。

• 經濟考慮因素

吾等無法保證預期經濟發展將會實現，亦無法保證未來的社會及經濟變動將對非上市股本權益有利。

附錄三

計算價值報告

• 政治、經濟及監管環境的變動

非上市股本權益受多項監管其營運的法律法規的規管。政治及法律的未來變動可能會對非上市股本權益產生有利或不利影響。

計算價值

根據本報告所概述之吾等的調查及分析結果，於參考日期，非上市股本權益的計算價值為：

行業	計算價值 (人民幣百萬元)
能源.....	887
工業.....	1,620
原材料.....	11,501
信息技術.....	2,589
其他.....	3,407
合計.....	20,004

限制條件

此計算價值結論乃根據經協定的計算程序、有限的資料及方法，相當倚賴多項假設並考慮眾多不確定因素，並非全部假設及不確定因素可易於量化或確定。

此外，儘管吾等認為該等假設及其他相關因素合理，惟其本質受商業、經濟及競爭等各方面的重大不確定因素及突發事件所左右，其中多項因素並非 貴公司及仲量聯行企業評估及諮詢有限公司可以控制。

吾等不會就通常超出估值師範圍而須具備法律或其他特殊專業資格或知識之事項發表任何意見。吾等之結論乃基於對維持被評估資產之特性及完整性而言屬合理及必要之任何時間內，一直維持審慎管理非上市股本權益。

此致

中國華融資產管理股份有限公司
北京市西城區金融大街8號A座
董事會 台照

代表
仲量聯行
企業評估及諮詢有限公司
區域總監
Simon M.K. Chan
謹啟

2015年[●]月[●]日

註：Simon M.K. Chan先生身兼香港會計師公會資深會員及澳洲會計師公會資深會員，亦為註冊估值分析師及國際顧問鑑價師及分析師協會(IACVA)會員。Simon M.K. Chan先生負責監察仲量聯行的商務估值服務，有逾15年會計、核數、企業顧問及估值經驗，曾為中國、香港、新加坡及美國多間不同行業的上市公司及擬上市公司提供各式估值服務。

附錄三

計算價值報告

附錄一—可資比較公司

股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱
1088 HK 股權	中國神華	600031 CH 股權	三一重工	002097 CH 股權	山河智能	601727 CH 股權	上海電氣
1898 HK 股權	中煤能源	000157 CH 股權	中聯重科	002532 CH 股權	新界泵業	600875 CH 股權	東方電氣
1171 HK 股權	兗州煤業	600582 CH 股權	天地科技	600765 CH 股權	中航重機	002531 CH 股權	天順風能
601699 CH 股權	潞安環能	000425 CH 股權	徐工機械	601100 CH 股權	恒立油缸	1133 HK 股權	哈爾濱電氣
000983 CH 股權	西山煤電	000528 CH 股權	柳工			1072 HK 股權	東方電氣
600348 CH 股權	陽泉煤業					2727 HK 股權	上海電氣
000937 CH 股權	冀中能源					200771 CH 股權	上汽輪 B
600395 CH 股權	龍江股份					002630 CH 股權	華西能源
601001 CH 股權	大同煤業						
002128 CH 股權	露天煤業						
1393 HK 股權	恆鼎實業						
3948 HK 股權	伊泰						
000159 CH 股權	國際實業						
000552 CH 股權	靖遠煤電						
000723 CH 股權	美錦能源						
000780 CH 股權	平莊能源						
000933 CH 股權	神火股份						
000968 CH 股權	煤氣化						
600121 CH 股權	鄭州煤電						
600123 CH 股權	蘭花科創						
600157 CH 股權	永泰能源						
600188 CH 股權	兗州煤業						
600397 CH 股權	安源股份						
600403 CH 股權	大有能源						
600508 CH 股權	上海能源						
600546 CH 股權	山煤國際						
600652 CH 股權	愛使股份						
600714 CH 股權	金瑞礦業						
600740 CH 股權	山西焦化						
600971 CH 股權	恒源煤電						
600997 CH 股權	開灤股份						
601011 CH 股權	寶泰隆						
601088 CH 股權	中國神華						
601101 CH 股權	昊華能源						
601666 CH 股權	平煤股份						
601699 CH 股權	潞安環能						
601898 CH 股權	中煤能源						
601918 CH 股權	國投新集						

附錄三

計算價值報告

附錄一—可資比較公司(續)

行業分類	2014年	2013年	2014年	2014年	2014年	2014年
能源—煤與消耗性燃料						
企業價值倍數	62.2	135.7	30.8	50.5	2014年	29.5
最大值	6.0	5.7	14.8	50.5	最大值	29.5
最小值	16.5	13.1	27.9	21.7	最小值	5.9
中位數	20.5	19.8	25.5	43.0	中位數	8.3
平均數				39.5	平均數	13.7
市賬率倍數					市賬率倍數	
最大值	8.9	10.2	3.2	5.7	最大值	4.1
最小值	0.3	0.2	1.3	2.7	最小值	0.4
中位數	1.7	1.7	1.6	3.5	中位數	1.9
平均數	2.2	2.2	2.1	3.9	平均數	2.2
工業—工業機械						
企業價值倍數					企業價值倍數	
最大值					最大值	
最小值					最小值	
中位數					中位數	
平均數					平均數	
市賬率倍數					市賬率倍數	
最大值					最大值	
最小值					最小值	
中位數					中位數	
平均數					平均數	
工業—重型電氣設備						
企業價值倍數					企業價值倍數	
最大值					最大值	
最小值					最小值	
中位數					中位數	
平均數					平均數	
市賬率倍數					市賬率倍數	
最大值					最大值	
最小值					最小值	
中位數					中位數	
平均數					平均數	

附錄三

計算價值報告

附錄一—可資比較公司(續)

股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱
600019 CH 股權	寶鋼股份	300150 CH 股權	世紀瑞爾	600060 CH 股權	海信電器	3355 HK 股權	先進半導體
600010 CH 股權	包鋼股份	300044 CH 股權	賽為智能	200016 CH 股權	康佳集團	981 HK 股權	中芯國際
000898 CH 股權	鞍鋼股份	300270 CH 股權	中威電子	002429 CH 股權	兆馳股份	85 HK 股權	中國電子
000709 CH 股權	河北鋼鐵	002312 CH 股權	三泰控股	000909 CH 股權	數源科技	002185 CH 股權	華天科技
600005 CH 股權	武鋼股份	002528 CH 股權	英飛拓	300389 CH 股權	艾比森	601012 CH 股權	西安隆基
000825 CH 股權	太鋼不銹	1708 HK 股權	南京三寶科技	300256 CH 股權	星星科技	600584 CH 股權	長電科技
600808 CH 股權	馬鋼股份	8051 HK 股權	千里眼	903 HK 股權	冠捷科技		
000778 CH 股權	新興鐵管	002052 CH 股權	同洲電子	1070 HK 股權	TCL 多媒體		
600022 CH 股權	山東鋼鐵	300211 CH 股權	德通科技	751 HK 股權	創維數碼		
200761 CH 股權	本鋼板材	002519 CH 股權	銀河電子	710 HK 股權	精電		
600399 CH 股權	撫順特鋼	482 HK 股權	聖馬丁	259 HK 股權	億都(國際控股)		
000932 CH 股權	華菱鋼鐵	002236 CH 股權	大華股份	2358 HK 股權	久謙控股		
601003 CH 股權	柳鋼股份		167 HK 股權	萬威國際			
002318 CH 股權	久立特材						
600782 CH 股權	新鋼股份						
行業分類							
原材料—鋼鐵				行業分類			
企業價值倍數				信息技術—電子設備和儀器			
最大值				2014年			
最小值				企業價值倍數			
中位數				最大值			
平均數				最小值			
				中位數			
				平均數			
市賬率倍數				市賬率倍數			
最大值				最大值			
最小值				最小值			
中位數				中位數			
平均數				平均數			
				2014年			
				企業價值倍數			
				最大值			
				最小值			
				中位數			
				平均數			
				市賬率倍數			
				最大值			
				最小值			
				中位數			
				平均數			
				2014年			
				企業價值倍數			
				最大值			
				最小值			
				中位數			
				平均數			
				市賬率倍數			
				最大值			
				最小值			
				中位數			
				平均數			
				2014年			
				企業價值倍數			
				最大值			
				最小值			
				中位數			
				平均數			
				市賬率倍數			
				最大值			
				最小值			
				中位數			
				平均數			
				2014年			
				企業價值倍數			
				最大值			
				最小值			
				中位數			
				平均數			
				市賬率倍數			
				最大值			
				最小值			
				中位數			
				平均數			

附錄三

計算價值報告

附錄一 可資比較公司 (續)

股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱	股票代碼	公司名稱
200550 CH 股權	江鈴汽車	000988 CH 股權	華工科技	200521 CH 股權	美菱電器	000726 CH 股權	魯泰	1812 HK 股權	農鳴紙業
600166 CH 股權	福田汽車	000917 CH 股權	電廣傳媒	600336 CH 股權	澳柯瑪	601339 CH 股權	百隆東方	2314 HK 股權	理文造紙
600418 CH 股權	江淮汽車	000016 CH 股權	康佳集團	300279 CH 股權	和晶科技	600851 CH 股權	海欣股份	2689 HK 股權	玖龍紙業
000800 CH 股權	一汽轎車	000100 CH 股權	TCL集團	002668 CH 股權	奧馬電器	600177 CH 股權	雅戈爾	600567 CH 股權	山鷹紙業
200625 CH 股權	長安汽車	600207 CH 股權	安彩高科	921 HK 股權	海信科龍	002269 CH 股權	美邦服飾	002078 CH 股權	太陽紙業
000550 CH 股權	江鈴汽車	002238 CH 股權	天威視訊	000921 CH 股權	海信科龍	002503 CH 股權	搜于特	600966 CH 股權	博匯紙業
1114 HK 股權	華晨中國汽車	600832 CH 股權	東方明珠			002563 CH 股權	森馬服飾	600308 CH 股權	華泰股份
3808 HK 股權	中國重汽	600839 CH 股權	四川長虹			601566 CH 股權	九牧王		
1122 HK 股權	慶鈴汽車	002052 CH 股權	同洲電子			603555 CH 股權	貴人鳥		
		600100 CH 股權	同方股份			002293 CH 股權	羅萊家紡		
		600076 CH 股權	青島華光			2313 HK 股權	申洲國際集團控股有限公司		
		600690 CH 股權	青島海爾						
		002369 CH 股權	卓翼科技						
		000727 CH 股權	華東科技						
		000909 CH 股權	數源科技						
		600122 CH 股權	宏圖高科						
		600060 CH 股權	海信電器						
		600747 CH 股權	大連控股						

行業分類	其他一汽車製造商	行業分類	其他一紡織品	行業分類	其他一紙製品
企業價值倍數	2014年	企業價值倍數	2014年	企業價值倍數	2014年
最大值	73.6	最大值	62.3	最大值	61.4
最小值	2.3	最小值	8.2	最小值	8.6
中位數	17.0	中位數	12.2	中位數	23.3
平均數	30.4	平均數	21.3	平均數	28.2
市賬率倍數	4.4	市賬率倍數	8.4	市賬率倍數	9.4
最大值	0.7	最大值	10.8	最大值	1.9
最小值	2.7	最小值	1.4	最小值	3.7
中位數	2.6	中位數	4.3	中位數	3.9
平均數	2.6	平均數	4.7	平均數	3.9