

## A. 合資格估價師報告

### **Gaffney, Cline & Associates**

Gaffney, Cline & Associates  
(Consultants) Pte. Ltd.  
80 Anson Road  
#31-01C Fuji Xerox Towers  
Singapore 079907  
電話：+65 6225 6951

[www.gaffney-cline.com](http://www.gaffney-cline.com)

敬啟者：

### 中國陸上烏里雅斯太凹陷帶212區塊之估值報告

#### 緒言

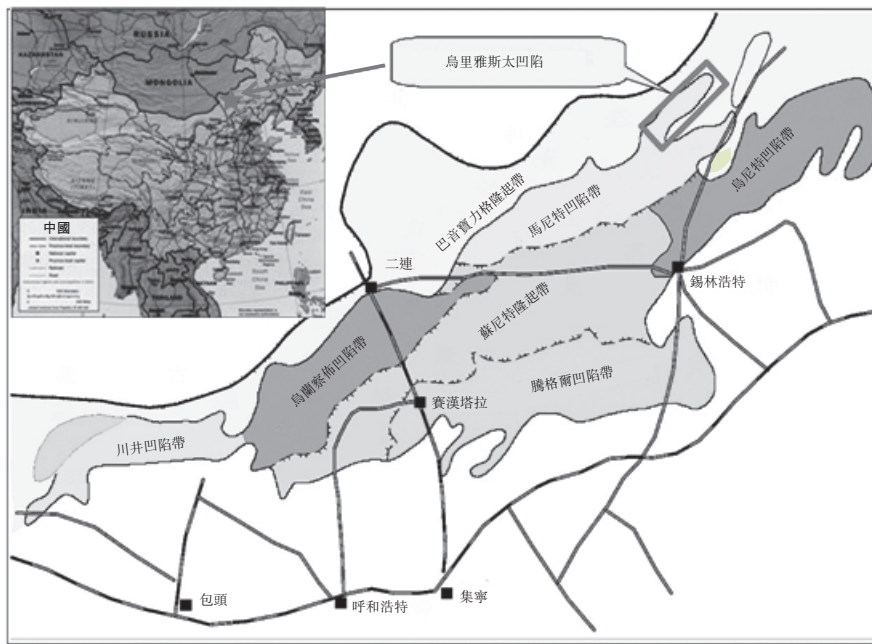
應順昌集團有限公司(「順昌」或「客戶」)之要求及根據GCA委聘函(YDH/dyn/PS-15-2043.07/L0053、YDH/jbi/PS-15-2043.05/L0346及YDH/jbi/PS-15-2043.02/L0187)，Gaffney, Cline & Associates(「GCA」)已編製截至二零一五年十二月三十一日內蒙古二連盆地烏里雅斯太凹陷帶212區塊之錫林郭勒盟宏博礦業開發有限公司(「宏博」)應佔石油儲量之80%收入權益(「收入權益」)之潛在價值之審閱報告(「估值報告」)。

212區塊之面積約為212.9平方公里，位於中國內蒙古二連盆地之烏里雅斯太凹陷帶(圖1)。陝西省國有企業延長石油集團(「延長石油」)於二零零九年取得區塊權利。其後，延長石油與宏博簽訂油氣資源勘探開發合作協議(「合作協議」)。根據合作協議，宏博成為區塊的作業者，享有80%收入權益並負責開展全部勘探及開發作業。延長石油持有其餘之20%收入權益。

順昌乃一家於香港聯合交易所有限公司(「聯交所」)上市的公司(股份代號：00650)，其於二零一五年六月二十二日訂立一份協議收購宏博100%股權(「收購事項」)。為進行建議收購，Titan Gas Technology Investment Limited(「Titan Gas」)將連同其他認購方投資於順昌並成為順昌的控股股東。根據聯交所證券上市規則(「上市規則」)，建議收購事項構成順昌的一項反向收購(「反向收購」)。本估值報告乃根據上市規則第18章之適用規定而編製。

GCA已就212區塊為順昌編製並向其發出生效日期為二零一五年十二月三十一日之合資格人士報告(「合資格人士報告」)。本估值報告乃基於上述報告內的儲量及資源量估計並與之相關，儘管其基於截至本報告日期的油價及未來油價認知。

圖1：212區塊位置圖



(資料來源：根據宏博修編)

本估值報告乃為載入寄發予順昌股東之通函而編製，惟載入之形式及內容須事先取得GCA批准。未經GCA事先知悉並書面同意，其不得(無論全部或部分)分發或提供予任何其他公司或人士或以任何其他方式或摘要形式分發。

## 估值意見

GCA認為，截至二零一五年十二月三十一及在本文所概列的多項關鍵假設或先決條件獲達成之前提下，宏博所持212區塊之石油儲量80%收入權益之價值為1.2億美元至1.3億美元。

儘管存在規管宏博有權分享收益之起始日的生效日期，但估值已考慮本應由二零一六年一月一日至二零一六年三月二十四日收取的實際油價以及截至該較後日期的市況及當前市場情緒。儘管於二零一六年三月二十四日的油價水平回升至其於二零一五年末的相若水平，鑒於二零一六年一月及二月的價格出現顯著下跌，對未來油價前景而言，市場情緒大概較其年初稍微降低。然而，儘管此可能對較低水平形成偏見，但就前述估值範圍而言並不構成重大影響。

此情形為在明顯下行壓力及頗為震蕩情況下的油價。雖然已考慮日後石油價格可能大幅波動的後果，現行市況意味著任何估值需要考慮到更廣範圍的結果，且通常為此情況。另外，倘完全銷售或其他交易需要即時確認全額價值或未有計及若干形式的或然付款架構，則可能極難實現。倘若出現與區塊相關的交易，第2節強調主要考慮方面及可能應考慮的風險。

該項價值之預測亦基於取得開採許可證規定的開採權，這是充分開發212區塊的前提。擬定開發將包括於未來五年對92口油井進行修井及新鑽99口產油井以及29口注水井，如合資格人士報告的最佳情形所述。由於該區塊截至目前已鑽探合共135口井，因此，此項開發的各個部分在技術上難度並不太大。然而取得開採權之任何延誤可能會影響修井及鑽井計劃之實現或進度，並直接影響212區塊之價值。

另外，宏博的管理層已表示其目前擬繼續進行原有規劃的開發計劃。倘若現有低水平油價再持續幾個月，則其可能延遲或調整規劃。GCA已於估值時考慮到相關延遲的風險。

本意見亦應與GCA就212區塊發出之日期為二零一六年三月二十四日的合資格人士報告當中所載或所提述的考慮因素及假設一併閱讀並以之為條件，該等考慮因素及假設已被視為納入本估值報告。

<sup>1</sup> 指由澳大利亞採礦冶金學會(The Australasian Institute of Mining and Metallurgy)及澳洲地質學家協會所組成的聯合委員會—VALMIN委員會編製的《對礦產和油氣資產及證券進行技術評估與估值的獨立專家報告的規則》。VALMIN規則的最新版本為二零零五年版，但是目前仍有待審閱以作進一步更新。

## 意見之基準

本報告乃根據上市規則第18章第18.34條項下所列石氣資產的估值報告之報告準則編製。根據上述規定，本報告將符合VALMIN規則<sup>1</sup>，並包含GCA就有關資產(於本報告內，乃指宏博於212區塊中持有之無產權負擔的80%收入權益以及運營商身份)的公平市場價值(公平市值)發表之意見。

同時，謹請注意，上游油氣資產的潛在價值視乎估值師的專業判斷而定。閣下須注意，即於評估資產的潛在價值時，由於須計及多種考慮因素，因此並不存在任何單一的精確價值可視為排除所有其他價值。資產的潛在價值不應與對有關資產之投資建議的價值混淆，後者需考慮投資建議的具體細節。此外，上述價值還須進一步考慮本報告內強調的特定風險及不明朗因素，以及是項投資最終應對該等風險及不明朗因素之方法。

在進行價值評估時，本報告內的原始淨現值(淨現值)本身並不代表權益的價值，但須在具備多項其他因素的情況下予以考慮。評估一項可能的潛在價值亦需考慮多項因素，如儲量風險(即證實及／或概略未必能全部實現或可能會按有別於目前開發所預期的時間期限或成本予以實現)；經濟風險之不同理解(包括日後油氣價格及通脹因素對日後資本及營運成本的影響)；對主權風險之理解；可能與權益相關的其他裨益、產權負擔或抵押；以及屆時市場整體競爭狀況。

此外，於編製GCA有關截至二零一五年十二月三十一日的公平市值的意見時已計及若干資料，包括二零一五年十二月三十一日至二零一六年三月二十四日期間可供使用或已更新之計劃。這主要影響到對獲取開採年期及油價假設之理解。

## 資料來源

於達致其意見時，GCA依賴以下資料來源：

1. GCA的合資格人士報告(及就編製該報告由宏博提供的所有資料)。
2. 其他可公開獲得的數據及資料。

## 討論

### 1. 212 區塊概覽

GCA之合資格人士報告內載有關於212區塊之技術及商業分析及資料。然而，概言之，212區塊證實加概略儲量之實際80%收入權益將由表1及表2組成(截至二零一五年十二月三十一日)：

表1：212 區塊的證實及概略儲量  
截至二零一五年十二月三十一日宏博80%收入權益淨額

212 區塊 單元2及19	石油儲量(百萬油罐桶)	
	證實 證實(IP)	證實 加概略(2P)
80%收入權益應佔	8.1	11.4

表2：截至二零一五年十二月三十一日212 區塊之概要

項目	說明
生產	<ul style="list-style-type: none"><li>• 每天石油1,180桶或每天約188立方米</li><li>• 單元2及單元19斷層封隔區域目前仍處於開發階段之生產</li><li>• 81口活躍油井及14口活躍注水井</li><li>• 累計產量為2.3百萬油罐桶</li></ul>
未來生產計劃	根據GCA的最低至最高生產預測，二零一九年達到產油峰值約每天3,000至5,000桶或500至800立方米，隨後逐步遞減。
未來資本投資	<ul style="list-style-type: none"><li>• 僅單元2及單元19 根據GCA於其1P、2P及3P資本支出四年發展計劃(二零一六年至二零一九年)之估計，總計資本支出為7千萬美元至1億美元，用於在國土資源部頒發開採許可證後鑽探新的油井、注水井及修井以及其相聯額外設施</li><li>• 小斷層封隔 日後進行評估鑽探，以落實向國土資源部呈交「探明儲量報告」，有關金額有待確認。</li></ul>

## 2 主要考慮因素及風險

於審閱資產以釐定其潛在價值時，GCA已考慮多項因素，如上游資產之當前市場情況、資產之地點、性質及狀況、儲量與資源之相對值、開採許可證申請情況、建議發展之性質以及作業者的經驗。

可能影響日後價值之一些主要考慮因素或風險包括但不限於以下各項：

### a. 作業者的能力

潛在交易僅會改變宏博的擁有權，即由一間私人有限公司變為一間控股公司順昌之附屬公司。Titan Gas及其他認購人將投資順昌，因此Titan Gas將成為順昌的控股股東。

宏博於212區塊已進行並處理98平方公里的三維地震勘探測量、鑽探135口井，包括106口開發井(生產井及注水井)以及29口勘探／評估井。計劃於二零一六年至二零一九年著手鑽探69至124口新井以及26至35口新注水井以及平均每年修井23口。

考慮到迄今為止宏博於212區塊營運及管理鑽井活動的經驗，GCA認為沒有理由質疑宏博日後進行類似規模之計劃鑽井及修井活動之能力。

宏博的母公司將為順昌(一間財務實力將更雄厚的聯交所上市公司)。這或會影響投資決策的性質及作出決策的期限，但宏博或能取用更多未來開發所需之資金。

### b. 設施及環境責任

GCA實地考察212區塊以檢查設施及營運，以及評估其操作條件及狀態。儘管油田區較偏僻，但有公路可到達。營運及設備對所涉類型業務而言屬適當，發現一些小的維護問題，看似運轉良好。並無發現重大問題區域。GCA的工作範圍並不包括評估是否遵守有關標準、評級、健康、安全及環境方面的任何適用法規。

c. 取得開採許可證之風險

根據合作協議的條款，212區塊目前進行現有勘查許可證允許之開發階段之生產。212區塊之生產乃來自5個主要斷塊(Y2、Y19、Y19-10、Y29、Y32及Y8)，涵蓋目前稱作單元2及單元19之區域。212區塊勘查許可證將於二零一七年三月五日期滿。

212區塊之首個開採許可證(涵蓋單元2及單元19)目前處於申請過程之中。該等區域之探明儲量報告作為申請開採許可證之一項前提，已於二零一四年八月十三日獲國土資源部批准。一旦獲頒發開採許可證，將會展開單元2及單元19之全面油田開發。

除單元2及單元19目前進行試驗性生產外，現時還自其他斷塊(Y13、Y14、Y3及Y4)生產少量石油。其後申請額外開採許可證仍需要該等小斷塊區域的探明儲量報告，以便進一步開發212區塊的該等小斷塊區域。

延長石油現正向國土資源部申請單元2及單元19斷塊區域開採許可證。為使資源量(超出現時根據勘查許可證生產之少量石油之外者)獲分類為儲量，須要(其中包括)對獲頒發涵蓋單元2及單元19之必要開採許可證有合理預期。順昌之中國法律顧問已告知，其不知悉存在任何情形，其中勘查許可證持有人於接獲國土資源部對儲量報告之批復後未能取得相同區塊之開採許可證。基於上述意見，GCA認為存在將會獲頒發必要開採許可證之合理預期，並因此已將來自該等區域之可採收量歸類為「開發論證」子類別項下的儲量。假設獲頒發之開採許可證有效期最多為20年(自申請起)，於二零三五年到期，延長石油已同意延長與宏博之間合作協議之期限，以便與開採許可證之到期日一致。

頒發開採許可證之時點將會影響宏博日後於單元2及單元19進行鑽井及修井計劃之能力。就212區塊取得首個開採許可證，應可對日後將會就其他斷層封隔取得後續開採許可證提供告慰。

d. 開發及生產風險

基於其性質使然，上游油氣活動具備若干程度之風險。作業者可憑藉採集更多數據(例如地震、新井或深入研究數據)或利用其經驗減低該等風險，但卻可能永遠無法消除該等風險。對儲量及資源之估計乃基於專業工



程判斷，並可因日後經營或有額外資料可供使用而予以上調或下調，不應被視為對業績之保證或預測。

日後直至二零一九年對單元2及單元19進行之鑽井及修井計劃將會主要針對產油區塊；因此，增產之表現預期會與過往生產之開發方式相類似。

除此之外，日後鑽井大多為加密井及／或現有產油井之擴邊井。只有部分(不到10%)之日後鑽井乃針對估計距現有油井200至300米之其他相鄰未封閉斷塊。儘管該等其他斷塊尚未進行流動測試，但是彼等在地質及岩石物理特徵方面看起來與產油區塊類似。因此，GCA認為與該等儲層之表現及流動性相關之風險相對較低。

e. 成本

由於中國陸上的其他油田作業者鑒於當前低油價環境而縮減生產活動，宏博212區塊項目之服務供應商之間競爭加大，因此預計成本不會為一項主要風險。宏博至今已鑽135口井，為更準確地對新井進行規劃及成本估算提供一套良好的歷史數據，並為更高效之鑽探作業提供學習曲線。所規劃新井多為加密井或現有井之擴邊井，其設計及完工相對簡單，這亦有助盡量降低成本超支風險。

向GCA提供的費用乃按人民幣(「人民幣」)計。由於該貨幣近期貶值，故令減少美元等值金額。費用存有最終倚賴美元輸入值的風險因素，可能於適時面臨更大通脹壓力。

f. 商品(石油)價格

原油定價乃基於多項因素，包括供需、政治事件及預期、原油品質、市場運輸成本以及所銷往市場之性質。

截至目前有兩個主要因素已對212區塊原油售價產生影響。其一為全球油價，其於二零一四年六月至二零一五年一月期間下跌超過一半，其當時交易價格低於每桶50美元。儘管於二零一五年年中布倫特原油之全球價格一度回升至約每桶65美元，但於二零一五年九月底再次回落至低於每桶50美元，及截至二零一六年第一季度中旬已跌至低於每桶30美元。於本估值報告日期，布倫特油價再次升至約每桶40美元。

油價在直接影響價值(就預期從銷售所生產石油而能賺取之收入而言)之同時，還有另一項影響。油價大跌已致使幾乎所有的油氣公司削減先前規劃之資本開支。當前，市場認為未來原油價格極不明朗，進而限制公司撥付重大新投資之承擔的意願，尤其是涉及可持續數年的承擔。儘管這絕非意味著地下石油已消失，但這對該等資源最終變現為資金的時間安排有潛在重大影響。任何潛在買家預先支付價值的意向取決於開發活動，因此可能面臨延遲或縮減的風險。宏博的管理層已表示其目前擬繼續進行原有規劃的開發計劃。倘若現有低水平油價再持續幾個月，則其可能延遲或調整規劃。

影響212區塊原油售價之第二個主要因素乃該售價與全球市場價格(如布倫特原油)之關係。二零一二年七月至二零一四年六月期間，212區塊原油之售價較布倫特原油當時約每桶100美元之價格折讓約10%。隨著布倫特原油跌至約每桶50美元至60美元，212區塊原油之價格曾與布倫特原油持平或稍高。現階段，212區塊原油之售價是否已與布倫特原油確立一種新的長期關係或不久之後是否會恢復到先前執行的折讓水平均不明朗。上述不明朗因素亦對212區塊原油可獲得之價格帶來風險。

影響油價的第三因素為212區塊的原油乃按人民幣出售。於評估80%收入權益的價值時，GCA已假設212區塊原油價格將追隨石油的美元價格。然而，日後於某一時間點存有風險，即原油地方售價及國際交易價之間可能出現暫時或長期未能銜接。

*g. 時點調整*

評估乃假設石油生產、稅項付款及發票開支金額付款之現金流均於變現利益或引致成本之年度中期發生。在實際運營中，由於原油銷售、支付稅款及發票付款條款之實際時點，該等現金流發生之時點將存在有差異。

*h. 訴訟*

根據順昌的中國法律顧問意見，212區塊的早期勘探及開發作業可能被認為會導致法律問題，儘管法律顧問認為此等情況均不會帶來重大風險。該等風險或順昌可能面臨的任何其他法律風險均未於估值中考慮。

### 3 估值方法

若存在適當數據，評估資產(如本報告之評估對象)潛在價值之典型方法乃透過分析風險調整折現現金流(折現現金流)來考量未來盈利潛力，並將之與來自相關基於市場之資產交易(可資比較交易)之價值指標相比較。最終估值意見乃自兩者全部輸入數值得出之一項均衡結論。

#### 212 區塊儲量

於折現現金流分析中，根據適用的石油合約／財政制度並採用一套基於市場之假設(包括原油價格、成本提高及折現率)，從與不同儲量類別相對應之一系列不同的生產及成本情形中得出淨現值。

對已發現油氣資產價值之基礎評估乃通常圍繞證實及概略(2P)儲量(通常稱作「很有可能」或「P50」情形，其中假設實際產量高於或低於估計之可能性均等)之感知未來盈利潛力展開。視乎風險及上升潛力，價值範圍可予以擴大／縮窄，以計及該等其他因素。

通常會透過評估市場過往就類似性質資產願意支付之價格，對折現現金流分析得出之估值範圍之合理性進行檢查。然而，在此情況下，GCA未能識別反映當前油價環境的適當的類似交易。

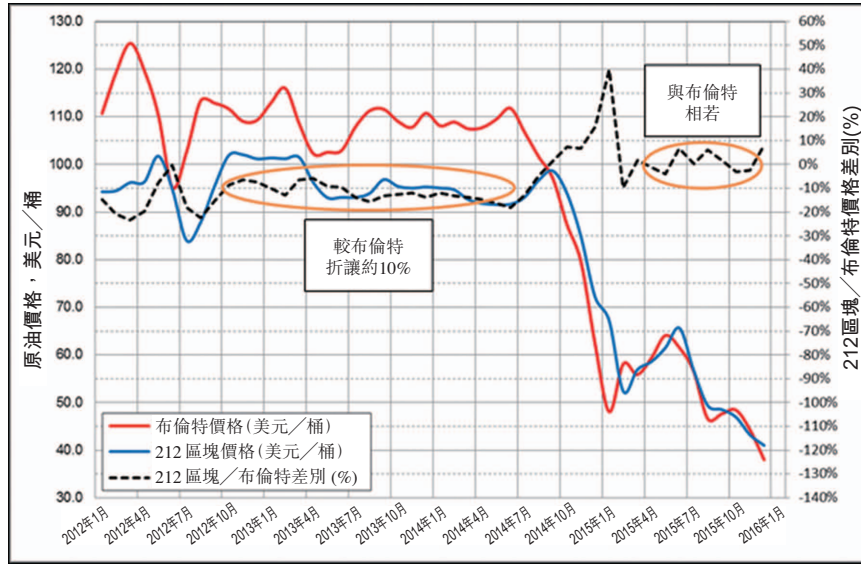
#### 市場及財務假設

##### 油價

目前並無市場參與者所採用油價假設之「速查表」可供使用，且在估值時油價假設具有一定程度之主觀性。透過評估過往價格走勢以及已刊發之石油公司及分析師評論及展望所反映之感知市場情緒並根據期貨市場之遠期油價取得指引，同時注意到期貨曲線本身並非未來油價之預測。

中國使用布倫特原油價格作為市場原油價格。分析中使用布倫特原油價格作為基準。於二零一四年年中之前，212 區塊產出之原油售價較布倫特油價折讓約 10%。然而，二零一四年年末布倫特原油價格下跌後，212 區塊之原油售價則於大致與布倫特油價持平至較布倫特油價小幅溢價的窄幅範圍內釐定(略有滯後)。儘管日後二者關係之性質仍不明朗，但 GCA 就估值目的而言乃假設 212 區塊原油售價於每桶 60 美元或以下將與布倫特原油價格持平，但在高於該價格水平時將會再次出現折讓，並且一旦布倫特原油漲至每桶 100 美元，折讓水平將達(並維持在) 10%。212 區塊原油價格與布倫特原油價格之歷史關係如圖 2 所示。

圖2：布倫特原油價格對比212區塊原油價格



由於油價假設乃一項主要估值因素，因此於估值分析中已假設各種油價敏感度(如圖3所示)。

圖3：評估布倫特石油價格情況

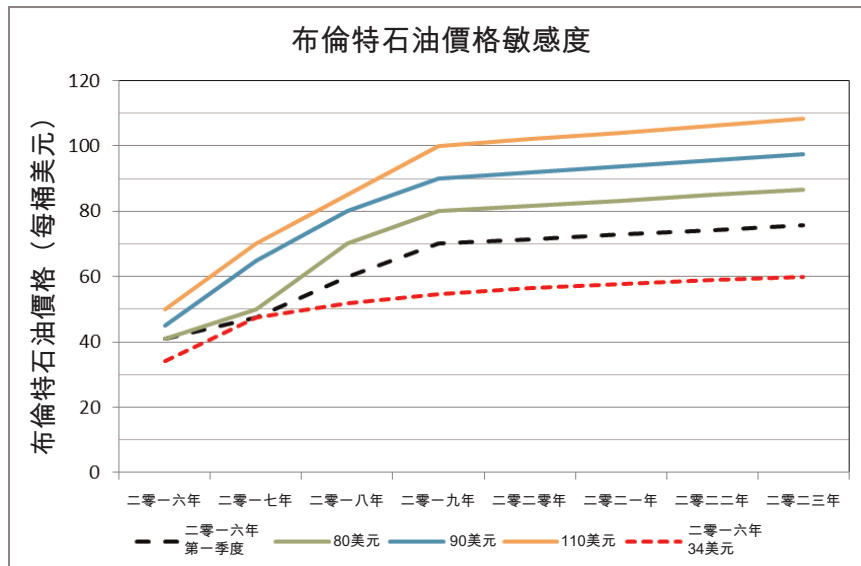


表3顯示兩組經評估的價格。GCA二零一六年第一季度為GCA就二零一六年第一季度儲量評估採用的情況。每桶90美元情況假設布倫特石油於二零一九年前達到每桶90美元。其他情況包括根據於二零一六年三月二十二日的布倫特期貨價格帶以及其他情況，倘布倫特於二零一九年前達到每桶80美元及每桶100美元。

此外，應順昌管理層的要求，GCA已評估兩種油價情境的影響。其第一種情境反映出GCA已告知之212區域原油最低價已於二零一六年按每桶34美元買賣(假設其後於二零一七年至二零二零年依循布倫特遠期油價)，及於其後按每年2%的幅度升高。每桶34美元已告知作為212區域原油於二零一六年買賣的最低價。第二種情境反映出布倫特原油自二零一六年一月一日以來的最低售價，其於二零一六年一月二十日錄得每桶26.01美元。此情境已透過假設持續布倫特原油價每桶26美元進行評估，全部預測週期並無增加成本。

表3：布倫特原油價格假設(美元/桶)

年份	GCA二零一六年 第一季度	90美元/桶 的情況
二零一六年	40.90	45.00
二零一七年	47.58	65.00
二零一八年	60.00	80.00
二零一九年	70.00	90.00
二零二零年	每年遞增2%	每年遞增2%

合資格人士報告所使用有關未來油價的假設反映有關儲量估計的指引，並設定為與截至生效日期(在此情況下，為二零一五年十二月三十一日)可能被公司用於儲量規劃的價格一致。尤其在價格波動時，估值時通常會預期市場考慮範圍更為廣泛的價格認知。本估值報告所使用兩種未來油價假設乃基於GCA對該範圍的認知，儘管在任何情況下均不會減損實際結果可能在短時間或長時間內在該範圍之外的可能性。

#### 資本及營運成本

GCA使用合資格人士報告內就不同儲量類別呈報之成本及增加假設，其已考慮成本削減，而宏博管理層已表示相信能夠實現低油價環境。GCA亦已審核持續削減成本的影響，指出另行削減10%的成本會將淨現值增加約2百萬美元至8百萬美元。

然而，雖然成本已大幅降低以應對低油價，但預期其會隨油價升高再度增加。儘管近期成本節約的一項因素或會因更高效的經營架構而得以保留，但GCA仍從整體上假設一旦油價達致每桶90美元，則成本將反彈恢復至油價崩潰之前的10%以下的水平。

#### 折現率

根據油氣資產估值活動通常使用之折現率及勘探及生產公司之典型加權平均資本成本，涉及此類資產之交易的折現率通常介乎8%至12%（就產油及已發現資產而言）及12%至15%（或以上）（就勘探資產而言）。

油氣公司本身鮮有發佈其於油氣交易中使用之折現率。個別上市公司之加權平均資本成本可從彼等於各個國際股票市場之交易價格觀察得到。加權平均資本成本體現公司資產組合、槓桿、管理及增長表現之影響。加權平均資本成本並非公司持有之不同資產類別（產油資產、未開發資產、勘探資產）之直接讀數。因此，GCA基於其經驗獲進行此類交易之各間油氣公司整體使用情況，於該範圍內選擇折現率。就本情況而言，折現率的價值範圍及影響顯著低於未來石油價格不確定因素所產生的範圍及影響。

#### 匯率

212區塊之原油以本地貨幣銷售，及人民幣長期走勢將會對資產價值產生影響。於本估值中，GCA假設於合作協議存續期間按匯率人民幣6.58元兌1美元保持不變。整體而言，GCA的經濟分析顯示，倘無其他因素因此出現變動，自交易最初協定（當時匯率約為人民幣6.2元兌1美元）以來發生的人民幣兌美元貶值已經對估值產生約10%的正面影響。

#### 淨現金／債務及營運資金調整

GCA對212區塊儲量之80%收入權益進行估值，且並未就日後或須進行對賬調整的任何淨現金／債務或營運資金狀況作出任何調整。

#### 4 不同估值方法所得結果之比較及討論

##### 212 區塊儲量

##### 折現現金流分析

下文表4及表5列示在就本估值考慮的兩種油價情況下212區塊80%收入權益的儲量在不同折現率情況下於二零一五年十二月三十一日之淨現值；GCA二零一六年第一季度情況及每桶90美元情況。

表4：截至二零一五年十二月三十一日的  
212區塊證實及概略儲量80%收入權益的淨現值  
百萬美元—GCA二零一六年第一季度PRMS預測情況

折現率	8%	10%	12%	15%
PDP	40	36	33	29
1P	89	78	69	57
2P	135	117	103	83

表5：截至二零一五年十二月三十一日的  
212區塊證實及可能儲量80%收入權益的淨現值  
百萬美元—每桶90美元布倫特情況

折現率	8%	10%	12%	15%
PDP	58	53	48	42
1P	133	117	104	87
2P	194	169	149	124

GC亦檢驗低位油價造成鑽探延遲情況的影響，計劃於二零一六年及其後的鑽探延遲至二零一八年及往後。因此，GCA二零一六年第一季度油價情況的結果如表6所列示，根據儲量類別及所假設的貼現率將淨現值減少1百萬美元至10百萬美元。

表6：截至二零一五年十二月三十一日的  
212區塊證實及概略儲量80%收入權益的淨現值  
百萬美元—GCA二零一六年第一季度PRMS預測情況(延遲鑽探情況)

折現率	8%	10%	12%	15%
PDP	38	35	32	28
1P	85	73	64	52
2P	126	108	93	74

應順昌管理層的要求，GCA亦已進行若干多次敏感度分析。

其首次分析認為，宏博管理層已說明的進一步成本削減能於低油價環境中實現。GCA的分析(表7)表明，自當前水平削減10%的成本或將淨現值增加約2百萬美元至8百萬美元。

表7：截至二零一五年十二月三十一日的  
212區塊證實及概略儲量80%收入權益的淨現值  
百萬美元—GCA二零一六年第一季度PRMS預測情況  
(10%成本削減及延遲鑽探情況)

折現率	8%	10%	12%	15%
PDP	38	35	32	28
1P	87	76	67	55
2P	133	115	100	82

進一步的敏感度分析已應順昌管理層要求採用每桶26美元及每桶34美元的布倫特油價情境。GCA已評估計劃在二零一六年及其後推遲至二零一八年的鑽探時每桶34美元情況的經濟性及於其後採用當前成本，但亦假設成本進一步削減10%。所假設的發展計劃並無作出任何其他調整。每桶26美元情況亦已假設成本削減至額外10%而進行評估，但概無應用成本增加或價格升高及鑽探並未推遲。

結果顯示於表8、9及10，顯示就每桶34美元情況而言，雖然淨現值存在大幅降低，但持續發展仍具可行性。另行削減10%的影響於此油價水平較GCA二零一六年第一季度情境更為劇烈，令淨現值增加至15百萬美元(視乎儲量情況及所假設的貼現率而定)。

然而，於每桶26美元的情況下，結果顯示212區域預測不具經濟可行性，油價不足以判斷持續資本開支，及會從時間上令現有產量大幅提前達致其經濟限制點。

表8：截至二零一五年十二月三十一日的  
212區塊證實及概略儲量80%收入權益的淨現值  
百萬美元—每桶34美元現行價格情況(推遲且並無成本削減情況)

折現率	8%	10%	12%	15%
PDP	24	22	21	19
1P	52	45	39	31
2P	82	69	59	47



表9：截至二零一五年十二月三十一日的  
212區塊證實及概略儲量80%收入權益的淨現值  
百萬美元—每桶34美元最低現行價格情況(推遲及10%成本削減情況)

折現率	8%	10%	12%	15%
PDP	29	27	25	23
1P	64	56	48	40
2P	97	83	71	57

表10：截至二零一五年十二月三十一日的  
212區塊證實及概略儲量80%收入權益的淨現值  
百萬美元—每桶26美元固定價格情況(10%成本削減情況)

折現率	8%	10%	12%	15%
PDP	(6)	(5)	(5)	(4)
1P	(24)	(23)	(22)	(21)
2P	(22)	(22)	(22)	(22)

#### 估值分析

基於折現現金流分析，212區塊通常根據淨現值(按8%至12%之折現率予以折現)進行估值。

鑒於市況及假設敏感度高，GCA已根據GCA二零一六年第一季度油價假設及各種不同的高油價情況(其中每桶90美元布倫特情況具代表性)的淨現值加權評估價值範圍。由於油價持續低位，延遲開發風險的價值影響假設由同一環境的削減成本抵銷。亦已對圖3所示計及多種價格情形的總體結果進行檢驗，得出的估值與本報告結論一致。雖然每桶34美元的敏感度情形顯示淨現值大幅低於估值範圍的下限，及每桶26美元的敏感度將造成負淨現值，於該情況下，不太可能考慮交易，GCA認為任一情形並不代表公平市值情形，因為GCA認為市場假設的未來油價高於此等情況所載列者。

GCA亦認為，儘管中國法律顧問已向順昌提供保證，仍有可能就與開採許可證批復有關之風險作出市場調整。這反映涉及宏博權益之任何交易均有可能將開採許可證批復作為先決條件。

### 可資比較交易

GCA已識別並審閱二零一四年第三季度發生之三項涉及中國油氣資產之交易(見附錄一)，旨在與上文得出之淨現值進行比較。就本估值而言，由於該等交易不僅於不同油價環境進行，亦因涉及很小的儲量基礎或者所涉及資產包括位於中國境外及其他國家之資產，GCA認為該等交易均屬不合適。

### 公平市值

GCA認為，截至二零一五年十二月三十一日及在本文所概列的多項關鍵假設或先決條件獲達成之前提下，宏博所持212區塊之80%收入權益之價值為1.2億美元至1.3億美元。

儘管存在規管宏博有權分享收益之起始日的生效日期，但估值已考慮本應由二零一六年一月一日至二零一六年三月二十四日起收取的實際油價以及截至該較後日期的市況及當前市場情緒。

此情形為在明顯下行壓力及頗為震蕩情況下的油價。雖然已考慮日後石油價格可能大幅波動的後果，現行市況意味著任何估值需要考慮到更廣範圍的結果，且通常為此情況。

宏博的管理層已表示其目前擬繼續進行原有規劃的開發計劃，且其可自目前市況產生的成本削減中獲得重大利益，但倘若現有低水平油價再持續幾個月，則其可能延遲或調整規劃。GCA已於估值時考慮相關成本削減的益處及相關延遲風險。

### 資格

於進行本項研究時，GCA並不知悉存在任何利益衝突。GCA作為一間獨立顧問公司公正地提供能源領域之技術、商業及策略意見。GCA之酬金未曾以任何方式取決於本報告之內容。

於編製本文件時，GCA與順昌一直及繼續保持嚴格獨立的顧問—客戶關係。此外，GCA之管理層及僱員概無於任何評估資產或與本報告所進行分析有關連之資產內擁有任何權益。

本報告乃經Stephen Lane先生指導或於其指導下編製，並由GCA副總裁Robert George先生批准。Lane先生持有地球科學學位，而George先生持有地球科學學位及工商碩士學位。彼等均於經濟分析及公眾報告編製方面擁有逾40年行業經驗。

## 告示

本文件乃供載入寄發予順昌股東之通函而編製，惟納入之形式及涵義須事先取得GCA批准。本文件(無論全部或部分)不得分發或提供作任何其他用途。與此類工作的標準合約條件一致，順昌已向GCA、其聯屬實體及參與編製本報告的人士就順昌或第三方因任何其他目的使用或倚賴本報告可能提起的任何申索提供彌償保證。

此 致

香港  
干諾道中111號  
永安中心2302室  
順昌集團有限公司

董事會 台照

### **Gaffney, Cline & Associates**

項目經理

技術總監

**Stephen Lane**

80 Anson Road, 31-01C Fuji Xerox Towers, Singapore 079907  
石油工程師學會(成員編號3416400)

審核人：

副總裁

**Robert George**

5555 San Felipe St., Suite 550, Houston, TX 77056, USA  
美國石油地質師協會(會員編號：137671)、石油工程師學會(會員編號：0528182)、  
國際石油談判者協會(會員編號：1171)

二零一六年三月二十四日

謹啟

## 附錄

1. 於中國之交易(二零一四年八月至二零一五年末)

附錄八

合資格估價師報告

於中國之交易(二零一四年八月至二零一五年末)

公佈日期	目標	收購方	交易類別	交易價值 (百萬美元)	2P淨儲量 (百萬桶油 當量)	隱含2P 美元/桶油 當量
二零一四年 八月三日	Roc Oil	復星國際	公司	442	17.2	26
二零一四年 八月二十一日	MIE—河北孔南 區塊	華油惠博普	資產	83	5.1	16
二零一四年 九月二十六日	MIE—吉林廟 3區塊	未披露	資產	25	0.5	46

附註：

1. 資料來源：Titan Gas 及 GCA。
2. 復星國際—Roc Oil交易涉及中國、馬來西亞、澳洲及英國之海上資產。交易不涉及陸上資產。
3. MIE/孔南區塊交易之2P淨儲量不足宏博80%收入權益之2P儲量(11.6百萬桶)的一半。
4. MIE/廟3區塊交易之2P淨儲量極小，每桶油當量的隱含價值遠高於其他兩項交易中的任何一項。

## B. 申報會計師關於貼現未來現金流量發出之報告

以下為申報會計師香港執業會計師畢馬威會計師事務所所發出之報告全文，其載於本通函。



香港  
中環  
遮打道10號  
太子大廈8樓

有關位於內蒙古二連盆地之烏里雅斯太凹陷帶之212區塊之錫林郭勒盟宏博礦業開發有限公司應佔石油儲量之80%收入權益估值之貼現未來現金流量報告

致順昌集團有限公司董事會

吾等茲提述Gaffney, Cline & Associates (Consultants) Pte. Ltd. (「GCA」)編製日期為●年●月●日有關於二零一五年十二月三十一日位於內蒙古二連盆地之烏里雅斯太凹陷帶之212區塊之錫林郭勒盟宏博礦業開發有限公司應佔石油儲量之80%收入權益(「收入權益」)之估值(「估值」)所依據之貼現未來現金流量。估值部分根據貼現未來現金流量編製，被視為香港聯合交易所有限公司證券上市規則(「上市規則」)第14.61段及證券及期貨事務監察委員會發佈之公司收購及合併守則(「收購守則」)第11.1(a)條項下的溢利預測。

### 董事的責任

順昌集團有限公司董事(「董事」)負責根據董事確定及評估所載之基礎及假設編製貼現未來現金流量。此項責任包括執行與就評估編製之貼現未來現金流量有關之適當程序，並應用適當編製基準；及在各種情況下作出合理估計。

## 吾等的獨立性及質量控制

吾等已遵守香港會計師公會（「香港會計師公會」）發佈的「專業會計師道德守則」所規定的獨立性及其他道德規範，該等規範以誠信、客觀、專業能力以及應有謹慎、保密性及專業行為作為基本原則。

吾等應用香港質量控制準則第1號，因此設有一套全面的質量控制制度，包括有關遵從道德規範、專業標準及適用法律法規的文件紀錄政策及程序。

## 申報會計師的責任

吾等的責任為根據上市規則第14.62(2)段及收購守則10.3(b)條的要求就評估中所用之貼現未來現金流量之計算作出報告。貼現未來現金流量並無涉及採用會計政策。

## 意見的基準

吾等按照香港會計師公會頒佈之香港核證委聘準則第3000號（經修正）「審核或審閱過往財務資料以外之核證委聘」執行工作。該準則要求吾等計劃及執行工作，以合理確定就計算而言董事是否根據估值所載之基礎及假設妥為編製貼現未來現金流量。吾等已對貼現未來現金流量按照基礎及假設的算術計算及編製執行情序。吾等的工作範圍遠較根據香港會計師公會頒佈之香港核數準則進行的審核為小。因此，吾等不發表審核意見。

## 意見

吾等認為就計算而言，貼現未來現金流量於所有重大方面已按照評估所載董事採納之基礎及假設妥為編製。

### 其他事宜

在毋須作出保留意見之情況下，吾等謹請閣下注意，吾等並非對貼現未來現金流量所依據之基礎及假設的適當性及有效性作出報告，及吾等的工作並不構成收入權益之任何估值或對評估發表審核或審閱意見。

貼現未來現金流量取決於未來事件及多項無法如過往業績般進行確認及核實之假設，且並非全部假設於整段時間內一直有效。吾等的工作旨在根據上市規則第14.62(2)段及收購守則第10.3(b)條僅向閣下報告，而不作其他用途。吾等不會向任何其他人士承擔委聘工作所涉及、產生或相關之任何責任。

畢馬威會計師事務所  
執業會計師  
香港  
謹啟

●年●月●日

### C. 瑞東金融市場有限公司有關合資格估價師報告發出的報告

以下為本公司財務顧問瑞東金融市場有限公司所發出的報告全文，其載於本通函。



敬啟者：

順昌集團有限公司(「貴公司」，連同其附屬公司，統稱「貴集團」)

GAFFNEY、CLINE & ASSOCIATES(「合資格估價師」)所編製日期為二零一六年●的合資格估價師報告，載於日期為二零一六年●的 貴公司通函(「通函」)

吾等茲提述日期為二零一六年●有關截至二零一五年十二月三十一日錫林郭勒盟宏博礦業開發有限公司(「中國目標公司」)位於中國內蒙古二連盆地烏里雅斯太凹陷帶212區塊單元2及單元19的80%收入權益(「收入權益」)的潛在價值估值(估值範圍)，載於通函附錄八。根據日期為二零一五年六月二十二日的收購協議(經日期為二零一五年十一月二十日、二零一六年一月二十八日及二零一六年三月二十三日的協議修訂)，貴公司有條件同意收購中國目標公司的全部股權。除另有界定外，本函件所用詞彙與通函所界定者具有相同涵義。

吾等的工作並不構成對中國目標公司股權或中國目標公司任何資產、負債或權益的任何估值。吾等明白估值範圍乃由合資格估價師基於(其中包括)以下各項獨立編製：(1)其根據中國目標公司開發計劃對212區塊單元2及單元19的未來油產量預測，於獨立技術報告已作修改，當中認為在涵蓋以下不同情形及情況下屬適當：(i)證實已開發儲量、(ii)證實儲量及(iii)證實+概略儲量；(2)其對未來石油價格以及各種假設情況下212區塊單元2及單元19出產的任何原油售價的市場展望洞察；(3)有關各種情形下開發及生產計劃的資本、經營及其他成本及開支，涵蓋以下情況(i)證實已開發儲量、(ii)證實儲量及(iii)證實+概略儲量；



及(4)反映各種儲量類別的不同風險特點的不同貼現率。估值基準及假設的詳情載於合資格估價師報告。合資格估價師報告應與獨立技術報告(如通函附錄七所載)一併閱讀，載有合資格人士對212區塊單元2及單元19的估計儲量及資源的獨立評估(包括各種情形下預測生產水平)和中國目標公司開發計劃及相關預計成本及開支的詳情。獨立技術報告已使用石油資源管理系統的定義編製及估值報告已根據上市規則規定使用VALMIN規則(二零零五年版本)編製。

合資格估價師已於合資格估價師報告中列出關於中國目標公司位於212區塊單元2及單元19的80%收入權益估計淨現值的各種分析，包括(1)油價假設情況下的分析，其假設每桶布倫特原油價格均值從二零一六年的40.90美元升至二零一九年的每桶70.00美元，之後進一步按每年2%幅度上升(「**GCA二零一六年第一季度情形**」)、(2)上漲情形下的分析，其假設每桶布倫特原油價格均值從二零一六年的45.00美元升至二零一九年的每桶90.00美元，之後進一步按每年2%幅度上升(「**90美元情形**」)、(3)下跌情形下的分析，其假設二零一六年每桶布倫特原油價格均值為34.00美元，隨後是基於二零一七年直至二零二零年布倫特期貨帶狀圖的變化，之後按每年2%幅度上升(「**34美元情形**」)及(4)進一步下跌情形下的分析，其假設二零一六年及整個預測期間每桶布倫特原油價格均值為26.00美元(「**26美元情形**」)。吾等明白該等淨現值分析單獨而言均非合資格估價師關於中國目標公司於212區塊權益的市場價值的意見。

吾等從合資格估價師獲悉，當其考慮估值範圍時，其已基本上衡量了其有關未來油價將更加反映GCA二零一六年第一季度情形下價格假設的觀點，但也確認了更高原油價格情況下收入權益的潛在上行價值(如90美元情形所說明)，調整了其上行估值意見以反映發生該情形的可能性。合資格估價師報告內陳述，雖然34美元情形顯示淨現值大幅低於估值範圍的下限，合資格估價師相信其並不代表公平市價情形，乃因其認為未來市場將具有較此情形下內含價格更高的油價。同樣地，合資格人士認為26美元情形並無代表公平市價情形。吾等並非石油行業專家及對未來油價不發表觀點。吾等注意到，GCA二零一六年第一季度及90美元情形下合資格估價師的價格假設與吾等可使用彭博識別的二零一六年其他市場油價預測相一致。

吾等注意到，合資格估價師在達致估值範圍時已計及上述淨現值分析，並考慮了其他主觀因素，如合資格估價師有關潛在延遲、進一步成本削減、觀察

到的競爭性質及市場情況／情緒的影響的專業判斷。因此，最終估值範圍並不同於合資格估價師報告內所列任何情形下的任何特別淨現值。

由於GCA二零一六年第一季度情形及90美元情形下的淨現值分析在釐定估值範圍的過程中起了重要作用且該等淨現值已根據貼現現金流量法編製，故按收購守則第11.1(a)條它們被視作溢利預測且吾等須按收購守則對此作出報告(見下文)。

此外，按收購守則第11.1(b)條吾等亦須在編製合資格估價師報告時報告合資格估價師的資格及經驗，而本函件亦構成吾等的相關報告。

吾等已審閱合資格估價師報告並與合資格人士討論了獨立技術報告及與合資格估價師討論了合資格估價師報告，包括當中的資格、基準及假設。吾等也與 貴公司討論了合資格人士的資格和GCA二零一六年第一季度情形及90美元情形下淨現值分析所使用的貼現現金流量的基準及假設。吾等也已審議了畢馬威會計師事務所致 貴公司的日期為二零一六年●有關GCA二零一六年第一季度情形及90美元情形下淨現值分析所使用貼現現金流量計算的函件(如通函附錄八所載)，並注意到，畢馬威會計師事務所認為就相關計算而言，它們已在所有重大方面按相關基準及假設妥為編纂。

吾等於達致意見時倚賴 貴公司、中國目標公司及合資格估價師提供的資料及材料，及 貴集團、中國目標公司及合資格估價師管理層發表的意見及聲明，吾等假設該等資料及意見乃屬真實、準確、完整且無誤導，且於本函件發出日期仍屬真實、準確、完整及無誤導成份，而其中亦無遺漏任何重要事實或資料。吾等於發出本函件時若得悉過往可能出現或日後可能出現的情況，均可能影響吾等對估值範圍的評估及意見。

就合資格估價師的資格及經驗，吾等已進行合理檢查以評估其相關資格及經驗(包括審閱有關簽署合資格估價師報告的合資格估價師員工成員資格及經驗的支援文件)。

吾等就該等交易擔任 貴公司的財務顧問。吾等及吾等各自董事及聯屬人士概不會共同或個別負責向 貴公司以外任何人士就有關該等交易提供意見，吾等、吾等各董事及聯屬人士亦概不會共同或個別向 貴公司以外的任何人士負責。本函件任何內容均不應被解釋為就如何對該等交易進行投票向任何人士提供意見或推薦建議。

基於上述情況及組成合資格估價師的資料以及吾等與合資格估價師進行討論及諒解，吾等認為合資格估價師報告所載有關淨現值分析GCA二零一六年第一季度情形及90美元情形，其乃由合資格估價師編製及經 貴公司正式審閱及接納(及被 貴公司董事考慮決定用於本報告)，已經審慎周詳作出及考慮作為整體用於釐定估值範圍。吾等亦信納合資格估價師具備適當的資質及經驗及勝任釐定估值範圍。

吾等並非石油及天然氣項目發展或投資的專家。本函件並不代表吾等有關212區塊單元2及單元19、中國目標公司或 貴集團任何未來生產及銷售水平、未來發展水平及生產成本以及盈利能力的意見。此外，吾等謹此強調，估值範圍的相關基礎及假設(其中包括)儲量及資源估計以及未來生產、開發開支、經營開支及現金流量預測)內在地受限於有關營商環境、整體經濟水平、市場競爭以及地球科學及工程數據解釋的潛在重大不確定因素及或然事件，而有關情況超出 貴公司、中國目標公司、合資格估價師及吾等的控制。因此，獨立技術報告及合資格估價師報告均不得被理解為業績保證或預測，且概無暗示或明示保證實際結果將與有關報告所示的結果一致。務請注意獨立技術報告及合資格估價師報告所解釋的風險因素及限制。

誠如通函所示，吾等概不就上述資料的法律詮釋作出任何聲明。

本函件僅提供予 貴公司使用。未經吾等的事先書面同意，通函或任何其他文件(不論全部或部份內容)均不得提供予任何其他方或呈交或作參考或以其他方式引述、傳閱或用作任何其他用途，惟吾等了解本函件的副本將呈交聯交所及執行人員並載入 貴公司將寄發的通函，則另作別論。為免生疑問，謹此特別聲明，吾等對任何第三方並不承擔任何責任或法律責任(包括但不限於因疏忽而導致者)，惟吾等在收購守則、上市規則或其他適用法律及法規項下的責任不得免除。

此 致

香港  
干諾道中111號  
永安中心2302室  
順昌集團有限公司董事會 台照

代表  
瑞東金融市場有限公司  
Allen Tze  
董事總經理  
謹啟

二零一六年 ●