

A. 業務估值報告



仲量聯行

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

敬啟者：

吾等遵照齊魯高速公路股份有限公司（「貴公司」）之指示，經已進行需要仲量聯行企業評估及諮詢有限公司發表獨立估值意見，當中涉及評估齊魯高速公路股份有限公司（「目標公司」）的公路業務（「估值對象」）於2017年11月30日（「估值日期」）之市值。隨附報告編製日期為2018年1月25日（「報告日期」）。是項估值旨在發表獨立估值意見以作披露目的。

吾等之估值基於市值進行。市值的定義為「在進行適當的市場推廣後，由自願買方及自願賣方在知情、審慎及不受脅迫的情況下就資產或負債於估值日期達成交易的公平交易估計金額」。

緒言

目標公司擁有獨家30年權利營運山東省修建及運行濟荷高速公路（「濟荷高速公路」）。濟荷高速公路連接濟南市至荷澤市，途經四市九區縣，全長153.6公里，濟荷高速公路連接多處重要工業地區及旅遊勝地，並與國家高速公路網連接，連通長江三角洲，直達珠江三角洲地區。全線為雙向四車道，設計最高時速120公里。濟荷高速公路於2004年12月動工建設，於2007年9月28日建成通車。目標公司在中華人民共和國（「中國」）山東省成立。

估值方法

為達致估值，吾等已考慮三項公認方法，即市場法、成本法及收入法。

附錄四

業務估值

市場法計及近期就相同資產購買的價格，並就市價作出調整以反映所評估資產相對於市場同類資產的狀況及效用。有成熟使用市場的資產可採用此方法估值。

成本法計及依據相同資產當前市價複製或全新替換所評估資產的成本，並就因物理、功能或經濟原因引致的應計折舊或過時外觀計提撥備。成本法可為並無已知使用市場的資產提供估值指標。

收入法是將資產擁有者的預計定期利益轉換為估值指標，原則是知情買方不會就項目支付超過具相同風險狀況之相同或大致相同項目預期未來利益(收入)之現值的金額。

基於估值對象性質，採用市場法及成本法評估相關資產價值有諸多限制。首先，市場法需要可比資產的市場交易作為估值指標，並需要運營資料以得出估值指標。其次，成本法並不直接計入有關估值對象業務所貢獻經濟利益的資料。

由於上文所述，吾等採納收入法進行估值。根據該方法，價值基於預測通行費收入的未來經濟利益現值而估計。估值指標透過將可供支付擁有人權益的估計未來現金流量，按吾等認為適用於業務風險的貼現率貼現至現值而得出。考慮採用適用的貼現率時，吾等已計及多項因素，包括當前融資成本及業務固有的相關風險。

意見基準

吾等參考國際評估準則委員會發出的國際估值標準進行估值。吾等所採用的估值程序包括審查估值對象的法律地位及經濟狀況，評估運營者所作的主要假設、估計及聲明。所有對妥善了解估值屬重要的事項已於本估值報告披露。

下列因素屬意見基準不可或缺的一部分：

- 整體經濟前景；
- 業務性質及有關營運的歷史；

附錄四

業務估值

- 估值對象的財務狀況；
- 預測維修、營運成本及管理費用；
- 偉博諮詢國際有限公司（「交通專家」）提供的預測車流量及通行費收入；
- 從事同類業務公司的市場衍生投資回報；
- 該業務的財務及業務風險，包括收益的持續性及預測未來業績；
- 考慮及分析微觀及宏觀經濟對估值對象業務的影響；
- 分析估值對象的實際計劃、管理水平及協同作用；及
- 評核目標公司的槓桿比率。

為獲得充足證據以達致吾等之意見，吾等已在計劃和執行估值時，取得吾等認為必要的全部資料和說明。

估值假設

釐定估值對象的市場價值時，吾等已採用以下主要假設：

- 吾等假設目標公司無論何時都維持保守及有效的管理政策，這對於維持評估資產的性質和完整是必要的；
- 吾等假設現時的政治、法律、技術、財務或經濟狀況不會出現可能對估值對象業務有不利影響的重大變動；
- 吾等假設相關合同及協議所列具操作性及契約性條款會得到履行；
- 吾等已獲提供營業執照及公司成立文件副本。吾等假設該等資料均真確合法。吾等達致估值意見時，在一定程度上依賴該等資料；

附錄四

業務估值

- 吾等假設 貴公司所提供的財務及營運資料(例如管理賬目、合約協議及製造能力)準確，並在達致吾等的估值意見時，在一定程度上依賴該等資料；
- 吾等假設估值對象的資本架構跟相同行業可比公司的平均資本架構沒有重大差異，並於預測期間不會變動；
- 吾等假設並無與所評估資產有關的隱藏或意外情況可能對報告價值有不利影響。此外，吾等假設毋須就估值日期後的市況變動負責；
- 吾等假設濟荷高速公路會於30年內的特許經營權期間管運，而吾等的預測年期為2018年1月至2034年9月；
- 濟荷高速公路的車流量及通行費收入將符合交通專家預測的基本方案水平。吾等相信交通專家就交通增長率及收費增長率作出的預測合理，因此，吾等就濟荷高速公路採納該等結果。有關車流量及通行費收入的預測詳情，請參閱附錄五；
- 根據管理層的意見，經營及管理開支主要包括維修費用、管理開支及其他經營開支(包括人力成本、工程成本及水電費)。每年該等開支將分別佔通行費收入約1-20%、4-6%及5-17%；及
- 預期企業所得稅、城建稅、教育費附加、地方教育附加稅、水利建設基金、房產稅、土地使用稅、印花稅及車船使用稅的稅率於預測期內維持不變。

貼現率

採用貼現現金流量法估計估值對象的價值時，有必要釐定適當的加權平均資本成本（「加權平均資本成本」）以釐定貼現率。加權平均資本成本是股權和債權持有人對投資於與目標公司業務相似的業務所預期的估計回報率的加權平均值。加權平均資本成本涉及感知風險。吾等選擇適當貼現率所相關的風險因素包括：

- 整體利率水平變動引致的利率風險，衡量回報的可變率；
- 購買力風險，衡量因通貨膨脹而導致的購買力隨時間流失；
- 市場風險，衡量整體市場對證券價格行為的影響；及
- 業務風險，衡量營業收入預測固有的不確定性。

考量風險亦涉及管理質量、流動性程度等元素及影響個別投資者於具體投資可接受之回報率的其他因素。通過貼現率以對投資所涉及之風險作出調整增量。

加權平均資本成本

加權平均資本成本按各個資本組成部分的成本乘以權重，再將所有小計相加：

$$\text{加權平均資本成本} = \frac{E}{V} \times R_e + \frac{D}{V} \times R_d \times (1-T_c)$$

其中：

- R_e = 預期股權回報率
- R_d = 預期債權回報率
- E = 公司股權的公允價值
- D = 公司債權的公允價值
- V = E + D
- E/V = 股權融資百分比
- D/V = 債權融資百分比
- T_c = 企業稅率

預期股本回報率

吾等採用資本資產定價模型（「資本資產定價模型」）評估預期股本回報率。

附錄四

業務估值

資本資產定價模型為現代投資組合理論的基本原則，是股本市場估值的公認基準。資本資產定價模型技術在投資及財務分析界中被廣泛接受用於評估公司的預期股本回報率。

資本資產定價模型的方程式如下：

股權成本或預期股權回報率

= 無風險率 + 再槓桿 β 系數 X 市場風險溢價 + 規模溢價 + 特有風險

公司的預期股權回報率代表投資者預期以股息及資本增值的綜合方式賺取的總回報率，作為承擔風險的回報。

資本資產定價模型之參數

釐定估值對象的股權貼現率時，已採用下列參數：

參數	2017年11月30日	參考
無風險率	3.91%	十年期中國政府債券固定利率(資料來源：彭博)
市場風險溢價	10.50%	十年預期中國市場風險溢價(資料來源：彭博)
再槓桿 β 系數	0.837	再槓桿可比公司的平均 β 系數(資料來源：彭博)
規模溢價	3.67%	以調整目標公司跟可比公司的規模差異(資料來源：道衡的「2017年估值手冊」)
特有風險溢價	1.00%	預計得出以反映相比可比公司，目標公司較短的歷史經營年期，繼而承受較大風險
股權成本	17.37%	根據以上資本資產定價模型的方程式而計算得出

附錄四

業務估值

加權平均資本成本

採用上文概述的資本資產定價模型及加權平均資本成本得出以下貼現率，吾等認為是估值對象公平合理的預期回報率。

參數	2017年11月30日	參考
D/E比率	55.37%	可比公司債務與市值的平均比率(資料來源：彭博)
債務成本	4.90%	中國五年以上貸款基準利率(資料來源：彭博)
所得稅稅率	25.00%	中國的所得稅稅率
稅後加權平均資本成本	12.49%	

可比公司

在計算再槓桿 β 系數時，吾等根據以下條件尋找可比公司：

- 可比公司股份在香港聯合交易所有限公司公開上市；
- 可比公司大部分收入來自於中國的收費公路業務；
- 於估值日期，過去12個月的淨利潤率為正數；和
- 可比公司可在彭博搜索得到。

由彭博提供的資料，盡最大可能以滿足上述條件的可比公司的詳盡清單及詳情為：

股號	公司名字
177.HK	江蘇寧滬高速公路股份有限公司
548.HK	深圳高速公路股份有限公司
576.HK	浙江滬杭甬高速公路股份有限公司
995.HK	安徽皖通高速公路股份有限公司
1052.HK	越秀交通基建有限公司

附錄四

業務估值

敏感性分析

吾等按貼現率、通行費收入及營運成本變動進行敏感性分析。

下表概述按貼現率變動計算的估值對象的估值結果：

貼現率(%)	市值(人民幣百萬元)
14.49	5,923
13.49	6,262
12.49	6,635
11.49	7,045
10.49	7,498

下表概述按通行費收入變動計算的估值對象的估值結果：

通行費收入變動(%)	市值(人民幣百萬元)
+2	6,799
+1	6,717
0	6,635
-1	6,552
-2	6,470

下表概述按營運成本變動計算的估值對象的估值結果：

營運成本變動(%)	市值(人民幣百萬元)
+2	6,578
+1	6,607
0	6,635
-1	6,663
-2	6,691

估值意見

估值的結論乃按照認可的估值程序及慣例進行，當中依賴多項假設及考慮多項不確定因素，而該等假設及因素並非全部均可輕易量化或確定。此外，儘管吾等認為該等假設及其他相關因素合理，惟受業務、經濟及競爭方面的重大不確定及或然因素所影響，其中很多並非目標公司、貴公司及仲量聯行企業評估及諮詢有限公司所能控制。

附錄四

業務估值

吾等不會就需要法律或其他專業技術或知識的事項(超越估值師一般的專業知識)提供任何意見。總之，吾等假設估值對象將維持謹慎的管理，在任何時間合理及有必要地維護所評估資產的特點及完整性。

根據吾等調查及分析的結果，吾等認為估值對象於2017年11月30日的市值可合理呈列為人民幣6,635百萬元。

此 致

齊魯高速公路股份有限公司
中國山東省濟南市
高新區經十東路7000號
漢峪金融商務中心三區4號樓2301室
董事會 台照

代表
仲量聯行企業評估及諮詢有限公司
區域董事
陳銘杰
謹啟

2018年1月25日

附註： 陳銘杰是香港會計師公會及澳洲會計師公會之資深會員及特許估值分析師，彼有豐富的評估及企業諮詢業務經驗。彼曾為中國內地及香港不同行業(包括基礎設施建設行業)之眾多上市公司及私人公司提供廣泛的估值及諮詢服務逾20年。

限制條件

1. 編製本報告時，吾等依賴 貴公司及／或其代表所提供的準確、完整及合理的財務資料、預測、假設以及其他數據。吾等並無進行任何審計類工作，亦毋須發表審計或可行性意見。吾等對相關資料的準確性不承擔任何責任。吾等的報告為 貴公司達致估值結論所作之分析的一部分。基於上述原因，對象物業衍生價值的最終責任仍屬 貴公司。
2. 吾等已按照履職程序說明，董事須負責確保相關賬簿紀錄妥善存置，財務資料和預測真實公允並根據相關標準和公司條例編製。
3. 吾等從視為知名的來源獲得公開信息及行業統計信息，但吾等對該等信息的準確性和完整性不發表任何意見，接納該等信息時也並無進行任何校驗。

附錄四

業務估值

4. 貴公司的管理層及董事會已審閱並同意本報告，並確認所用基準、假設、計算方法及結果適當合理。
5. 仲量聯行企業評估及諮詢有限公司毋須出席與本次評估工作有關的法院或任何政府機關的聆訊或作證。
6. 吾等不會就需要法律或其他超出估值師能力範疇的專業知識相關事項發表意見。
7. 報告的使用及／或效力需依照委任函／議案的條款並以結算所有費用及開支為前提。
8. 由於事件和情況通常未必按預測所發生，故概不保證能達致 貴公司預測的結果，實際結果與預測結果可能存在重大差異，能否達致預測結果取決於管理行動、計劃及假設。
9. 除非本報告另有描述，本報告僅為內部使用目的而編製。吾等在任何情況下均毋須對任何第三方承擔任何責任。
10. 本報告僅提供予客戶，所列示的估值計算方法僅適用於估值日期／參考日期委任函／或議案所示目的。根據標準慣例，吾等必須聲明本報告及本次評估工作僅供相關委託人使用。吾等不會就全部或任何部分內容對任何第三方承擔任何責任。
11. 吾等有權依賴所評估資產利益相關方提供的明確清晰聲明，而毋須進一步調查核實相關聲明的準確性。
12. 閣下同意賠償並確保吾等及吾等的員工免於因本次委聘工作而成為相關事件對象引致的全部損失、索償、訴訟、賠償、費用或責任(包括合理的律師費)。吾等根據本次委聘所提供的服務承擔的最大責任(無論以何種行為方式，不論是否以合約、隨意或其他方式進行)僅限於相關服務或工作成果中吾等獲支付費用的部分。吾等在任何情況下都毋須對間接性、特殊性、附帶性或懲罰性損失、賠償或支出(包括但不限於損失利潤、機會成本等)負責，即使已獲告知可能存在上述情況。

附錄四

業務估值

13. 吾等並非環境、結構或工程顧問或審計師，概不承擔任何相關實際或潛在責任，亦鼓勵就資產估值的效力獲取專業評估。吾等並無進行或提供相關評估，亦無考慮對標的物業的潛在影響。
14. 本次評估工作部分基於 貴公司及／或其代表管理層提供的歷史財務資料和未來預測。吾等計算估值時已假設所提供資料準確合理並相當依賴該等資料。由於預測涉及未來，預測與實際結果之間通常存在差異，在某些情況下可能出現重大差異。因此，如任何上述資料需進行調整，最後估值結果可能存在重大差異。
15. 本報告以及其中所達致的估值結論僅用於本報告所示的客戶特殊使用目的。此外，本報告及估值結論並非筆者的投資建議，讀者不應以任何方式用作投融資或交易參考。估值結論考慮 貴公司和其他來源提供的信息。涉及標的資產／業務的實際交易可能以較高或較低價值進行，取決於交易和業務狀況，以及買方和賣方對當時交易的了解和動機。
16. 貴公司及／或其代表的管理層或員工已向吾等確認，本次交易、彼等本身或資產或交易涉及方於本次估值或計算工作中獨立於本所及JLL。倘存在任何利益衝突或潛在獨立性問題而可能影響吾等工作的獨立性， 貴公司及／或其代表應立即告知吾等，吾等可能需要中止工作並按完工進度或保留或涉及的人力收取費用。

B. 業務估值的經貼現未來估計現金流量的報告

以下為羅兵咸永道會計師事務所(香港執業會計師)發出的報告全文，以供載入本文件內。

[羅兵咸永道會計師事務所信箋]

[草稿版]

獨立申報會計師就和齊魯高速公路股份有限公司業務估值有關的折現未來估計現金流量的計算而發出的鑒證報告

致齊魯高速公路股份有限公司董事會

本所已就對仲量聯行企業評估及諮詢有限公司於[日期]發佈的有關評估齊魯高速公路股份有限公司(「公司」)的市場價值之業務估值報告(「該估值」)所依據的折現未來估計現金流量的計算完成鑒證工作並作出報告。該估值載於齊魯高速公路股份有限公司(「貴公司」)於[日期]就H股計劃於香港聯合交易所有限公司主板首次[編纂]刊發的文件(「文件」)附錄四內。該估值所依據的折現未來估計現金流量根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則(「上市規則」)第11.17條被視為盈利預測。

董事對折現未來估計現金流量的責任

貴公司董事須負責根據文件第IV-2至IV-4頁所載由董事釐定的基準和假設編製折現未來估計現金流量。該責任包括執行與編製折現未來估計現金流量相關的適當程序並應用適當的編製基準；以及在有關情況下作出合理的估計。

我們的獨立性和質量控制

我們已遵守香港會計師公會(「會計師公會」)頒佈的職業會計師道德守則中對獨立性及其他道德的要求，有關要求是基於誠信、客觀、專業勝任能力和應有的審慎、保密及專業行為的基本原則而制定的。

附錄四

業務估值

本所應用會計師公會頒佈的香港質量控制準則第1號，因此維持全面的質量控制制度，包括將有關遵守道德要求、專業準則以及適用的法律及監管要求的政策和程序記錄為書面文件。

申報會計師的責任

我們的責任為根據上市規則第11.17條的規定，就該估值所依據的折現未來估計現金流量的計算作出報告。我們不會就折現未來估計現金流量所依據的基準和假設的適當性和有效性作出報告，而且我們的工作也不構成對公司進行任何估值。

我們已根據會計師公會頒佈的香港鑒證業務準則第3000號(修訂)「歷史財務資料審核或審閱以外之鑒證工作」執行我們的工作。此準則要求我們計劃和執行鑒證工作以合理確定就計算而言，折現未來估計現金流量是否按照文件第IV-2至IV-4頁所載的基準和假設適當編製。我們已根據此等基準和假設審閱折現未來估計現金流量的數學計算和編製。

折現現金流量不涉及採納任何會計政策。折現現金流量取決於未來事項和多項假設，而此等事項和假設不可能以與過往結果相同的方法予以確定和核實，而且並非所有事項和假設均可在整個期間內維持有效。我們所執行的工作是僅為了根據上市規則第11.17條向閣下作出報告，除此之外別無其他目的。我們不會對任何其他人士就我們的工作，或因我們的工作而產生或與我們的工作有關的事宜，而承擔任何責任。

意見

我們認為，基於以上所述，就計算而言，折現未來估計現金流量已在各重大方面根據文件第IV-2至IV-4頁所載由貴公司董事作出的基準和假設適當編製。

羅兵咸永道會計師事務所

執業會計師

香港，[日期]

(C) 聯席保薦人函件

以下為我們其中一名聯席保薦人中泰國際融資有限公司就仲量聯行企業評估及諮詢有限公司對本公司企業市價之評估進行的業務估值所編製的函件，以供載入本文件。



敬啟者，

吾等謹此提述齊魯高速公路股份有限公司（「貴公司」）委聘之獨立業務估值師仲量聯行企業評估及諮詢有限公司（「仲量聯行」）就齊魯高速公路股份有限公司旗下企業的市價於2017年11月30日之評估（「業務估值」）所發出的報告。

根據估值報告，仲量聯行基於其專業判斷作出的多項相關基準及假設，採用收入法進行業務估值。吾等亦知悉，羅兵咸永道會計師事務所已就業務估值所用相關經貼現未來估計現金流量的計算方法發出函件，全文載於 貴公司於2018年[•]刊發的文件第IV-1至IV-13頁。

吾等已審閱有關經貼現未來估計現金流量並就業務估值的相關基準及假設與 貴公司董事、仲量聯行及 貴公司的交通顧問偉博諮詢國際有限公司進行討論，亦已審閱上述羅兵咸永道會計師事務所發出的函件。吾等認為，仲量聯行根據業務估值對 貴公司的企業所評估之市價乃經周詳審慎查詢及考慮後得出。

此 致

齊魯高速公路股份有限公司
中國
山東省濟南市
高新區經十東路7000號
漢峪金融商務中心
三區4號樓2301室
董事 台照

代表
中泰國際融資有限公司
企業融資部
董事總經理
甄文星
謹啟

2018年[•]

附錄四

業務估值

以下為我們其中一名聯席保薦人中信建投(國際)融資有限公司就仲量聯行企業評估及諮詢有限公司對本公司企業市值之評估進行的業務估值所編製的函件，以供載入本文件。



敬啟者，

吾等謹此提述齊魯高速公路股份有限公司(「貴公司」)委聘之獨立業務估值師仲量聯行企業評估及諮詢有限公司(「仲量聯行」)就齊魯高速公路股份有限公司旗下企業的市值於2017年11月30日之評估(「業務估值」)所發出的報告。

根據估值報告，仲量聯行基於其專業判斷作出的多項相關基準及假設，採用收入法進行業務估值。吾等亦知悉，羅兵咸永道會計師事務所已就業務估值所用相關經貼現未來估計現金流量的計算方法發出函件，全文載於 貴公司於2018年[•]刊發的文件第IV-1至IV-13頁。

吾等已審閱有關經貼現未來估計現金流量並就業務估值的相關基準及假設與 貴公司董事、仲量聯行及 貴公司的交通顧問偉博諮詢國際有限公司進行討論，亦已審閱上述羅兵咸永道會計師事務所發出的函件。吾等認為，仲量聯行根據業務估值對 貴公司的企業所評估之市值乃經周詳審慎查詢及考慮後得出。

此 致

齊魯高速公路股份有限公司

中國

山東省濟南市

高新區經十東路7000號

漢峪金融商務中心

三區4號樓2301室

董事 台照

代表

中信建投(國際)融資有限公司

企業融資部

董事總經理

歐鳳蘭

企業融資部

董事總經理

王威

謹啟

2018年[•]