
此 乃 要 件 請 即 處 理

閣下如對本通函各方面或對應採取的行動有任何疑問，應諮詢閣下的持牌證券交易商、註冊證券機構、銀行經理、律師、註冊會計師或其他專業顧問。

閣下如已售出或轉讓名下所有中國天元醫療集團有限公司的股份，應立即將本通函送交買主或承讓人或經手買賣或轉讓的銀行、持牌證券交易商、註冊證券機構或其他代理商，以便轉交買主或承讓人。

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本通函的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本通函全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



TIAN YUAN HEALTHCARE

天 元 醫 療

CHINA TIAN YUAN HEALTHCARE GROUP LIMITED

中國天元醫療集團有限公司

(於開曼群島註冊成立之有限公司)

(股份代號：557)

主要及關連交易 —
出售一家附屬公司的51%股權

本封面所用的專有詞彙與本通函所界定者具有相同涵義。董事會函件載於本通函第3至12頁。

二零一九年十二月二十日

目 錄

	頁次
釋義	1
董事會函件	3
附錄一 — 本集團的財務資料	I-1
附錄二 — 獨立核數師報告	II-1
附錄三 — 董事會信函	III-1
附錄四 — 估值報告	IV-1
附錄五 — 一般資料	V-1

釋 義

在本通函內，除文義另有所指外，下列詞彙具有下列涵義：

「該等公告」	指	本公司日期分別為二零一九年六月二十六日、二零一九年六月二十八日及二零一九年七月六日的公告
「董事會」	指	本公司董事會
「本公司」	指	中國天元醫療集團有限公司，一家於開曼群島註冊成立的有限公司，其股份於聯交所主板上市（股份代號：557）
「完成」	指	出售事項根據買賣協議的條款及條件完成，已於二零一九年七月六日落實
「完成日期」	指	二零一九年七月六日，即落實完成當日
「關連人士」	指	具有上市規則賦予該詞的涵義
「董事」	指	本公司董事
「出售事項」	指	賣方根據買賣協議向買方出售SHR的51%股權
「本集團」	指	本公司及其附屬公司
「最後實際可行日期」	指	二零一九年十二月十七日，即本通函付印前確定其所載若干資料的最後實際可行日期
「上市規則」	指	聯交所證券上市規則
「截止日期」	指	自買賣協議日期起計兩(2)個月期間屆滿當日或賣方與買方可能書面協定的其他日期
「標準守則」	指	上市規則附錄十所載的《上市發行人董事進行證券交易的標準守則》
「買方」	指	Whiteboard Labs, LLC.，一家在美國成立的公司

釋 義

「買賣協議」	指	SWAN USA (作為出售事項的賣方) 與買方 (作為出售事項的買方) 訂立日期為二零一九年六月二十六日的買賣協議
「證券及期貨條例」	指	香港法例第571章證券及期貨條例
「股份」	指	本公司已發行股本中每股面值1港元的普通股
「股東」	指	股份持有人
「SWAN USA」或「賣方」	指	SWAN USA Inc.，一家於美國成立的有限公司，並為本公司的間接附屬公司
「SHR」	指	Sceptre Hospitality Resources, LLC，一家於美國成立的有限公司，於出售事項完成前為本公司的間接附屬公司
「SHR集團」	指	SHR及其附屬公司
「聯交所」	指	香港聯合交易所有限公司
「美國」	指	美利堅合眾國
「美元」	指	美國法定貨幣
「估值師」	指	一名於香港註冊的合資格獨立估值師
「%」	指	百分比

美元乃按1美元兌7.84港元的匯率換算為港元，僅供說明用途。該換算不應詮釋為表示任何美元或港元金額已經、可能已經或可能按上述匯率或任何其他匯率兌換。



TIAN YUAN HEALTHCARE

天元医疗

CHINA TIAN YUAN HEALTHCARE GROUP LIMITED

中國天元醫療集團有限公司

(於開曼群島註冊成立之有限公司)

(股份代號：557)

執行董事：

蔣玉林先生(主席)

張嫻女士(行政總裁)

獨立非執行董事：

胡柏和先生

阮國權先生

郭景彬先生

非執行董事：

賀梅女士

張宇鵬先生

周園先生

敬啟者：

香港主要辦事處：

香港

灣仔

港灣道30號

新鴻基中心

11樓1120至1126室

註冊辦事處：

c/o Maples and Calder

P.O. Box 309

Grand Cayman

Cayman Islands

British West Indies

主要及關連交易 —
出售一家附屬公司的51%股權

緒言

謹此提述該等公告。

董事會宣佈，於二零一九年六月二十六日，本公司的間接附屬公司SWAN USA (作為賣方)與買方訂立買賣協議，據此，賣方已同意出售而買方已同意購買SHR的51%股權。

董事會函件

據董事作出一切合理查詢後所知、所悉及所信，概無股東於出售事項中擁有任何重大權益。因此，倘本公司將就批准出售事項召開股東大會，概無股東須放棄投票。根據上市規則第14.44條，本公司已於二零一九年六月二十七日向天元錳業有限公司（前稱中國天元錳業有限公司）取得股東書面批准，以代替舉行股東大會批准買賣協議及其項下擬進行的交易。該公司為一名直接持有並實益擁有249,539,294股股份（相當於最後實際可行日期本公司已發行股本的約62.54%）的控股股東。因此，本公司毋須就出售事項召開股東大會。

本通函的主要目的是向閣下提供有關出售事項的進一步詳情及上市規則規定的其他資料。

買賣協議

於二零一九年六月二十六日，本公司的間接附屬公司SWAN USA（作為賣方）與買方訂立買賣協議，據此，賣方已同意出售而買方已同意購買SHR的51%股權。買賣協議主要條款的詳情載列如下：

日期

二零一九年六月二十六日

訂約方

- a) SWAN USA Inc.，本公司的間接附屬公司（作為賣方）；及
- b) 買方（作為買方）。

買方擁有SHR的49%股權。因此，根據上市規則第十四A章的規定，買方被視為本公司於附屬公司層面的關連人士。

據董事所悉及所信，買方的最終實益擁有人為Rodrigo Jimenez先生（SHR的行政總裁，彼於最後實際可行日期持有買方的24.79%權益）及其他14名少數股東（彼等均為獨立於本公司的第三方）。

將予出售的資產

SHR的51%股權。於完成後，本公司不再擁有SHR的任何權益。SHR不再是本公司的間接附屬公司，因此，SHR的財務業績、資產、負債及現金流量將不再綜合併入本公司綜合財務報表。

有關SHR的進一步詳情載於下文「有關SHR的資料」一節。

代價及付款條款

根據買賣協議，總代價約3,277,000美元將由買方以現金按下列方式支付予賣方：

- (i) 買賣協議日期起計10個營業日內，支付現金款額150,000美元（「按金」）；及
- (ii) 於完成時支付現金款額3,127,000美元（「最終付款」）。

代價乃由有關訂約方經參考（其中包括）下列各項後經公平磋商釐定：(i)由美國註冊合資格獨立估值師採用收入基準法（具體為指引公眾公司法及貼現現金流量法（已計及SHR集團的貼現現金流量預測））進行評估的SHR集團100%權益於二零一八年八月三十一日（即估值基準日期）的公平市值3,800,000美元；(ii) SHR集團的歷史經營業績（SHR Group多年來一直錄得持續虧損）；及(iii) SHR Group所從事業務的前景。

鑒於(i)出售事項代價3,277,000美元較SHR集團51%權益於二零一八年八月三十一日的評估公平市值1,938,000美元大幅溢價約69%；及(ii) SHR集團的經營業績及表現於估值後仍然未如理想。由於證據顯示在估值基準日期後九個月期間錄得進一步經營虧損842,000美元，導致SHR集團於二零一九年五月三十一日的未經審核負債淨額錄得481,000美元，故此董事認為代價屬公平合理。

條件

完成須待（其中包括）下列條件獲達成及／或豁免，方可作實：

- (A) 股東已通過決議案（如有需要）批准買賣協議及其項下擬進行的交易；

- (B) 概無任何相關政府實體在完成之前已發行或作出的命令或判決（無論暫時、初步或永久），且該等命令或判決具有令將SHR的股份轉讓予買方或買賣協議項下擬進行的任何交易構成非法的效力，或以其他方式禁止或限制或約束將SHR的股份轉讓予買方或買賣協議項下擬進行的任何交易的效力；
- (C) 自買賣協議日期至完成日期並無發生其後果會對SHR集團於買賣協議日期至完成期間的財務狀況、業務或財產、經營業績或資產產生重大不利影響的任何事件；及
- (D) 訂約方作出的保證及聲明在所有重大方面仍為真實及準確。

倘買賣協議規定的完成的任何條件於截止日期或之前並無達成（或獲書面豁免），買賣協議將按照其條款及條件終止。

完成

完成已於二零一九年七月六日賣方完成將SHR的51%股權轉讓予買方時發生，即於截止日期之前。

出售事項的財務影響

根據現有資料，本集團估計從出售事項確認未經審核收益約3.5百萬美元，此乃(i)本集團自出售事項的應收代價與(ii)摘錄自其管理賬目的本集團於二零一九年五月三十一日應佔SHR的未經審核負債淨額之間的差額。

於出售事項完成後，SHR不再是本公司的附屬公司，故SHR的財務業績將不再綜合併入本集團財務報表。於出售事項完成後，預期本集團的總資產將減少約8.9百萬美元，而本集團的總負債將減少約11.9百萬美元。如上文所述，出售事項的預期收益約3.5百萬美元將對本集團的盈利產生即時正面影響。此外，鑒於SHR集團的虧損狀況，有見出售SHR集團後其虧損將不再於本集團的收益表內綜合入賬，預期本集團的盈利能力將於完成後得到提升。

本集團因出售事項將錄得的實際收益有待本公司核數師的最終審核。

務請股東注意，上述數字僅作說明用途。出售事項的實際收益或虧損或會有別於上述數字及將基於完成日期SHR集團的財務狀況釐定，且將於本集團綜合財務報表落實後由本集團核數師審閱。

有關本集團及SWAN USA的資料

本集團主要從事投資控股及提供酒店預訂及酒店業相關服務、證券及基金投資、放債及相關業務以及醫療業務。

SWAN USA主要從事投資控股。

有關SHR的資料

SHR於美國成立，主要從事提供酒店預訂服務。於二零一九年七月六日出售事項完成前，SHR的權益由SWAN USA擁有51%及由買方擁有49%。根據SHR集團的管理賬目，其於截至二零一八年及二零一七年十二月三十一日止兩個財政年度的綜合財務資料載列如下：

	截至十二月三十一日止年度	
	二零一八年	二零一七年
	美元	美元
收益	11,574,686	9,407,057
除稅前虧損	(2,747,468)	(3,406,258)
除稅後虧損	(2,747,468)	(3,406,258)

於二零一九年五月三十一日，摘錄自其綜合管理賬目的SHR集團未經審核負債淨額約為481,000美元。

SHR集團盈利預測

SHR集團51%權益於二零一九年六月二十六日（即估值基準日期）的公平市值3,088,000美元即指估值師採用公眾上市可資比較公司法（市場法）及貼現現金流量法（收入法）作為指引進行估值的平均值。由於貼現現金流量法已計及SHR集團的貼現現金流量預測（「SHR集團盈利預測」或「SHR集團貼現現金流量」），因此SHR集團盈利預測構成上市規則第14.61條下的盈利預測。

下文載列有關SHR集團盈利預測的資料：

(A) 主要基準及假設

截至二零二三年十二月三十一日止五個財政年度，SHR集團盈利預測所依據的主要基準及假設（包括商業假設）包括：

- (a) 行業需求及／或市況、現時的政治、法律、商業及銀行法規、財務政策、海外貿易及經濟狀況將不會有重大不利變動；SHR集團現時營運所在的國家／地區及可能具有拓展潛力的新市場的現行稅務法律將不會有任何重大不利變動；
- (b) 假設SHR集團按一般商業過程展開營運前已取得所有相關法律批准、營業證書、貿易及進口許可證、銀行信貸批准，且狀況良好；
- (c) 假設SHR集團將可挽留現有及適任的管理層、主要人員及技術人員以在各方面支持營運中業務及未來營運；假設SHR集團營運所需的所有必要許可（包括商標、專利、技術、版權及其他寶貴的技术及管理知識）將不會被侵犯；
- (d) 估值工作乃基於SHR集團提供的預測而作出，而SHR集團的未來收益增長將不會嚴重偏離其行業；
- (e) 最終價值基於永續增長率2.2%得出，乃參照國際貨幣基金組織世界經濟展望資料庫於二零一九年四月對美國的長期通脹預測。基於預計自身增長及最近收購或合併的新業務線，所應用的預計收益增長率如下：－

	二零一九年	二零二零年	二零二一年	二零二二年	二零二三年
增長	24.6%	18.7%	22.3%	15.0%	10.0%

預期自身增長率乃參照歷史增長率，並假設於二零二一年增長率因新業務線而上升，並於五年財務預測期間穩步下降；及

- (f) 當可資比較公司的資本架構相差甚遠時，企業價值指標被視為更為穩健。達致估值結論的基準時已採用企業價值與EBITDA的比率而非企業價值與收益的比率，原因是(i)企業價值與EBITDA的比率在9.98倍至13.94倍之間形成相對較窄的四分位數範圍；及(ii)企業價值與EBITDA的比率產生更低的變異系數。

(B) 有關計算SHR集團貼現未來估計現金流量的獨立核數師報告（「獨立核數師報告」）

大信梁學濂（香港）會計師事務所有限公司（執業會計師）已審閱SHR集團貼現未來估計現金流量的計算並作出報告，並認為，就計算而言，SHR集團貼現未來估計現金流量已在所有重大方面遵照所採納基準及假設妥為編製。SHR集團貼現未來估計現金流量並不涉及採納任何會計政策。

(C) 董事會信函

董事會已審閱及審議SHR集團盈利預測，包括SHR集團盈利預測所依據的基準及假設。董事會亦已審議獨立核數師報告。基於上文所述，董事會認為估值師採納的SHR集團盈利預測乃經審慎周詳查詢後作出，且董事會已向聯交所發出相應信函（「董事會信函」）。

就上市規則第14.58(6)條而言，日期為二零一九年十二月二十日的獨立核數師報告載於本通函附錄二。本公司已遵守上市規則第14.62(2)及(3)條，向聯交所呈遞獨立核數師報告及董事會信函。

(D) 專家及同意書

於本通函內表達意見及建議的專家的資歷如下：

名稱	資歷
大信梁學濂（香港） 會計師事務所有限公司	執業會計師
方程評估有限公司	獨立估值師

經董事作出一切合理查詢後，所知、所悉及所信，各專家均為獨立於本集團及其關連人士的第三方。

於最後實際可行日期，各專家均並無擁有本集團任何成員公司任何股權或可認購或提名他人認購本集團任何成員公司證券的權利（無論可依法強制執行與否）。

各專家已就刊發本通函發出書面同意，表示同意按本通函所載形式及涵義轉載其意見及建議，以及引述其名稱，且迄今並無撤回其書面同意。

有關買方的資料

買方於美國成立，主要業務為提供旅遊業網站及應用軟件開發服務。於買賣協議日期，買方擁有本公司當時間接非全資附屬公司SHR的49%股權。因此，根據上市規則第十四A章的規定，買方被視為本公司於附屬公司層面的關連人士。

訂立買賣協議的理由及裨益

董事觀察到，SHR集團近年來一直產生持續虧損。通過出售事項，本集團將能夠收回其於SHR的投資，並將出售事項所得款項淨額應用於其主要業務運營（如放債及相關業務、酒店以及醫療業務）中有利可圖的項目，而長遠來看這有利於本集團的未來發展。

除酒店分部外，本集團的主要業務營運包括證券及基金投資、放債及相關業務以及醫療服務。於二零一八財政年度，放債及相關業務分部及醫療服務分部分別錄得分部溢利28,534,000港元及4,417,000港元。

就醫療服務分部而言，本公司於二零一七年認購及收購PRIP Communications Limited全部已發行股本51%（「認購及收購」）及其關聯交易，包括但不限於收購Korean DA商標及向DA Plastic Surgery Clinic（「DA Clinic」）提供若干採購、營銷及管理服務以及商標許可服務，均顯示與本集團進軍高增長醫療相關行業（自二零一七年起成為本集團的新業務分部）的興趣及付出保持高度一致。與DA Clinic進行的上述交易後，本集團與DA Clinic的LEE Sang Woo博士及其專業團隊（其為韓國整形外科及醫療美容行業的知名診所及團隊）建立了合作夥伴關係。這為將來引入韓國頂級醫生及專業人員至中國大陸奠定了基礎。本集團對中國醫療美容行業的未來發展抱持樂觀態度，並認為醫療美容行業的發展前景十分廣闊。

誠如本公司分別於二零一七年五月三十日及二零一七年八月十七日就認購事項及收購事項而刊發的公告所披露，本公司將探討在大中華區整形外科及醫療美容行業與LEE博士進一步合作的可能性。目前本集團正在中國聯絡收購將以「DA」品牌營運的若干整形外科診所或醫院，並預期將動用出售事項所得款項淨額為該等收購事項提供資金。本集團亦預期將利用其在管理及營運診所及醫院方面的專業知識在營運將收購的國內整形外科診所或醫院方面與LEE博士合作，包括為該等診所或醫院引入專業合資格及經驗豐富的醫生及其他相關人力資源，提供持續技術培訓及管理該等診所或醫院所提供服務的質量控制。董事深信在醫療美容行業的該等潛在項目有利於本集團業務表現，並與其長遠發展策略保持一致。於最後實際可行日期，本公司尚未就建議在中國收購整形外科診所或醫院訂立任何協議、安排或諒解備忘錄。預期有關上述在中國收購整形外科診所或醫院的協議或諒解備忘錄將於二零一九年下半年訂立。倘本集團未有按預期進行上述收購計劃，所得款項淨額可用作發展其他酒店相關業務及提升本集團的整體持續競爭力，方式為通過增強本集團的營運資金狀況及／或在董事會經考慮本集團當時的相關情況後認為適當的情況下，在其他市場或以其他方式擴大其在醫療業務領域的業務規模。

基於上述情況，董事（包括獨立非執行董事）認為，買賣協議的條款、其項下擬進行的交易及出售事項乃按正常商業條款訂立，屬公平合理，且符合本公司及其股東整體利益。

概無董事於買賣協議、其項下擬進行的交易及出售事項中擁有任何重大權益，因此彼等毋須就批准買賣協議及其項下擬進行的交易的相關董事會決議案放棄投票。

上市規則涵義

本集團並無就買賣協議項下擬進行的交易訂立任何根據上市規則第14.22條或第14A.81條須另行合併計算的先前交易。

由於有關出售事項的一個或以上適用百分比率（定義見上市規則）超過25%但低於75%，出售事項構成上市規則第十四章項下本公司的主要交易。由於於買賣協議日期及於完成前，買方擁有SHR（當時為本公司的間接非全資附屬公司）的49%股權，故買方被視為本公司於附屬公司層面的關連人士，因此出售事項構成本公司的一項關連交易。

董事會函件

根據上市規則第14A.101條，由於(i)董事會已批准出售事項及其項下擬進行的交易；及(ii)獨立非執行董事已確認，買賣協議的條款及其項下擬進行的交易屬公平合理，交易乃按正常商業條款訂立及符合本公司及股東的整體利益，出售事項獲豁免遵守上市規則第十四章項下的通函、獨立財務意見及股東批准規定。

然而，由於出售事項構成本公司的一項主要交易，故仍須遵守上市規則第十四章項下的申報、公告及股東批准規定。

本公司已於二零一九年六月二十七日向天元錳業有限公司(前稱中國天元錳業有限公司)取得股東書面批准，以根據上市規則第14.44條代替舉行本公司股東大會批准買賣協議及其項下擬進行的交易。該公司為一名直接持有並實益擁有249,539,294股股份(相當於最後實際可行日期本公司已發行股本的約62.54%)的控股股東。因此，本公司不會舉行股東大會以批准買賣協議及其項下擬進行的交易。

推薦意見

董事(包括獨立非執行董事)認為買賣協議的條款屬公平合理，符合本公司及其股東的整體利益。倘本公司將召開股東大會以批准出售事項及買賣協議項下擬進行的交易，董事會應會建議股東在該股東大會上投票贊成批准出售事項及買賣協議項下擬進行交易的決議案。

其他資料

閣下亦敬請垂注本通函附錄所載的其他資料。

此致

本公司列位股東 台照

承董事會命
中國天元醫療集團有限公司
主席
蔣玉林

二零一九年十二月二十日

1. 本集團財務資料

本集團截至二零一九年六月三十日止六個月的未經審核綜合財務報表及本集團截至二零一八年、二零一七年及二零一六年十二月三十一日止年度的經審核綜合財務報表連同其相關附註，載於本公司截至二零一九年六月三十日止六個月中期報告第11至38頁、本公司截至二零一八年十二月三十一日止年度年報第41至143頁、本公司截至二零一七年十二月三十一日止年度年報第41至127頁及本公司截至二零一六年十二月三十一日止年度年報第36至104頁，特此提述以載入本通函，並構成本通函的一部分。

本公司截至二零一九年六月三十日止六個月的中期報告及本公司截至二零一八年、二零一七年及二零一六年十二月三十一日止年度的年報已於本公司網站(<http://www.merrillifn.com/IR/company.php?ref=13>)及聯交所網站(<http://www.hkex.com.hk>)刊登及可供查閱，詳情如下：

- 本公司截至二零一六年十二月三十一日止年度的二零一六年年報（可於https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2017/0428/ltn20170428102_c.pdf查閱）；
- 本公司截至二零一七年十二月三十一日止年度的二零一七年年報（可於https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2018/0430/ltn20180430475_c.pdf查閱）；
- 本公司截至二零一八年十二月三十一日止年度的二零一八年年報（可於https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2019/0430/ltn201904301702_c.pdf查閱）；
- 本公司截至二零一九年六月三十日止期間的二零一九年中期報告（可於https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2019/0930/2019093000460_c.pdf查閱）。

2. 本集團債務

於二零一九年十月三十一日（即本通函付印前編製本債務聲明的最後實際可行日期），本集團並無任何其他已發行及未償還、已授權或以其他方式設立但未發行的債務證券，或者任何未償還貸款資本、任何其他借貸或屬借款性質的債務（包括定期貸款、銀行透支及承兌負債（集團內的負債及一般貿易票據除外））或其他類似債務、債權證、按揭、抵押、貸款、承兌信貸、融資租賃、租購承擔（不論為有擔保、無擔保、已抵押或無抵押）、擔保、已發行及未償還債務證券或其他或然負債。

3. 營運資金

經計及本集團的可用財務資源及其內部所得資金以及出售事項的影響，董事認為，本集團擁有充裕營運資金可應付其自本通函日期起至少未來十二個月的現時需求。

4. 重大不利變動

於最後實際可行日期，董事會並不知悉自二零一八年十二月三十一日（即本集團編製最近期公佈經審核綜合財務報表日期）以來本集團的財務或交易狀況或展望有任何重大不利變動。

5. 財務及業務展望

醫療業務

於出售事項完成後，本集團將繼續進一步發展及擴展其核心業務，包括但不限於在中國及其他亞洲市場提供整形外科與醫療美容服務以及輔助生殖體外受精服務的醫院。本集團致力大幅增加來自醫療及相關業務的收益佔比，同時增加本集團其他主要業務（即提供酒店服務、證券及基金投資、放債業務及相關業務以及投資控股）所得收入的絕對金額。有關該業務分部潛在發展的更多詳情，請參閱本通函所載董事會函件「訂立買賣協議的理由及裨益」一節。

放債及相關業務

於二零一九年，本集團將繼續經營放債及相關業務，包括放債人或借款人轉介業務、資金配對、資金安排及／或資金參與，惟不包括任何香港法例第571章證券及期貨條例項下的受規管活動。

本集團將繼續發揮及有效利用兩名執行董事於銀行及金融業的資源及網絡，發展放債及相關業務。本公司全資附屬公司愉悅醫美投資有限公司根據香港法例第163章《放債人條例》取得放債人牌照。鑒於中華人民共和國與美國之間的貿易糾紛及談判預

期對全球經濟環境持續造成不利影響，本集團對放債及相關業務客戶的信貸評估及接納變得更加謹慎。為在擴展放債及相關業務分部與風險控制之間達成平衡，本集團日後將在接納放債業務客戶方面採用更加審慎的信貸評估及程序。

投資控股

本集團將繼續持有若干交易證券，並將不時監察及對投資組合作出適當變動，以適應經濟環境。

此外，本集團將會開拓不同的短期投資計劃，以使用手頭上不同貨幣的現金儲備改善其投資回報。並且會不時因應本集團交易證券公允值計量產生的未變現盈虧及重估外幣現金存款產生的未變現盈虧而繼續調整。

酒店分部

於二零一九年，本集團已完成出售酒店分部的若干業務，包括於SHR集團的51%股權及於Sheraton Chapel Hill Hotel的資產，有關詳情分別於本公司日期為二零一九年七月六日及二零一九年八月六日的公告中披露。

本集團酒店分部下的經營活動包括聯繫人S-R Burlington Partners, LLC.的業務經營，本集團於S-R Burlington Partners, LLC.擁有27%實際權益。本集團將繼續運營由S-R Burlington Partners, LLC.在伯靈頓經營的酒店。本集團亦將發展其他酒店業務，把握可能出現的機遇進行併購活動，務求帶來自身增長以外的增長，以及建立可行的地區據點。



香港
銅鑼灣
威菲路道18號
萬國寶通中心26樓

獨立核數師就與SCEPTRE HOSPITALITY RESOURCES, LLC及其附屬公司 (「出售集團」)業務估值有關的貼現未來估計現金流量的計算而發出的鑒證報告

致中國天元醫療集團有限公司董事

我們已就方程評估有限公司於二零一九年十二月十七日所編製的有關評估二零一九年六月二十六日出售集團的51%股權的公平值之業務估值(「估值」)所依據的貼現未來估計現金流量的計算完成鑒證工作並作出報告。誠如中國天元醫療集團有限公司(「貴公司」)日期為二零一九年十二月二十日的通函(「通函」)所載,估值與貴公司出售於出售集團的51%股權有關。該估值乃依據貼現未來估計現金流量作出,被視為根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則(「上市規則」)第14.61條下的盈利預測。

董事對貼現未來估計現金流量的責任

貴公司董事負責根據董事釐定的基準及假設(「假設」)編製貼現未來估計現金流量。該責任包括執行與就估值編製貼現未來估計現金流量有關的適當程序,並應用適當的編製基準;及根據情況作出合理估計。

我們的獨立性及質量控制

我們已遵守由香港會計師公會(「香港會計師公會」)頒佈的《專業會計師道德守則》對獨立性及其他道德要求,有關要求乃基於誠信、客觀、專業能力及應有審慎態度、保密及專業行為的基本原則為基礎。

本所應用由香港會計師公會頒佈的《香港質量控制準則》第1號，因此保持一個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及程序守則。

核數師的責任

我們的責任為根據上市規則第14.62(2)條所規定，就估值所依據的貼現未來估計現金流量的計算作出報告。我們不會就貼現未來估計現金流量所依據的基準及假設的適當性及有效性作出報告，而且我們的工作並不構成對出售集團進行任何估值。

我們已根據由香港會計師公會頒佈的《香港鑒證業務準則》第3000號(經修訂)「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。此準則要求我們須計劃及執行鑒證工作以合理確定就計算而言，貼現未來估計現金流量是否按照估值所載的基準及假設適當編製。我們已根據該等基準及假設審閱貼現未來估計現金流量的數學計算及編製。

貼現未來估計現金流量並無涉及採納任何會計政策。貼現未來估計現金流量乃取決於未來事項及多項假設，而此等事項及假設均不可能以過往結果相同的方式予以確認及核實，而且並非所有事項及假設均可在整段期間內維持有效。我們執行的工作乃就根據上市規則第14.62(2)條僅向閣下作出報告，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，或因我們的工作所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，基於上文所述，就計算而言，貼現未來現金流量已在各重大方面根據貴公司董事所採納的假設適當擬備。

大信梁學濂(香港)會計師事務所有限公司

執業會計師

香港，二零一九年十二月二十日

敬啟者：

關於：主要及關連交易－出售一家附屬公司的51%股權

吾等茲提述方程評估有限公司（「**方程**」）就Sceptre Hospitality Resources, LLC（「**SHR**」）於二零一九年六月二十六日的估值（「**估值**」）而於二零一九年十二月十七日編製釐定SHR市值的估值報告（「**估值報告**」）。估值按收入法及市場法進行，並計及SHR集團的貼現現金流量預測（「**SHR集團預測**」），因而根據上市規則第14.61條構成盈利預測。

吾等已審閱及考慮SHR集團預測，包括SHR集團預測所依據的基準及假設，並審閱及考慮方程負責的估值。吾等亦已考慮大信梁學濂（香港）會計師事務所有限公司日期為二零一九年十二月二十日的報告，就計算而言考慮SHR集團預測是否已在所有重大方面妥為按照估值所載由方程採納的基準及假設。吾等注意到估值中的SHR集團預測的計算準確無誤。

基於上文所述，吾等認為，方程編製的SHR集團預測乃經審慎周詳查詢後作出。

此致

香港聯合交易所有限公司 台照
香港中環
港景街1號
國際金融中心一期11樓

承董事會命
中國天元醫療集團有限公司

行政總裁
張嫻
謹啟

二零一九年十二月二十日

以下為獨立估值師方程評估有限公司就其對估值標於二零一九年六月二十六日的估值發出的估值報告全文，乃為載入本文件而編製。



方程評估有限公司

香港九龍觀塘巧明街111-113號

富利廣場21樓2106室

T:+852 2388 9262

F:+852 2388 2727

www.valtech-valuation.com

敬啟者：

SCEPTRE HOSPITALITY RESOURCES, LLC

51% 股權的市值

方程評估有限公司（「方程評估」）已獲中國天元醫療集團有限公司（「貴公司」）委聘以釐定Sceptre Hospitality Resources, LLC（「SHR, LLC」或「目標公司」）及其全資附屬公司（統稱「SHR集團」）的51%股權（「估值標的」）於二零一九年六月二十六日（「估值日」）的市值，以供管理層評估一項磋商交易及供 貴公司作公開披露。

吾等對價值及相關假設的結論頗大程度上以SHR集團及 貴公司管理層（統稱「管理層」）提供予吾等的資料提供支持。吾等了解到，吾等對價值及相關分析的結論將僅供 貴公司就所述用途作參考。未經吾等進一步書面同意， 貴公司或任何使用者不得因所述用途以外的理由而引用吾等對價值及相關分析的結論。

吾等對價值及相關估值工作的結論受本報告第15節－限制條件聲明所規限。吾等對價值的結論乃遵循《國際估值標準(2017)》中所規定市值的定義，前提是估值標的乃用作最高及最佳用途。

吾等依賴管理層、其代表或代理所提供的各種營運及財務資料。由於並無受委聘及指示以編製、審閱或調查屬審計及鑑證專業知識的所述資料，吾等並無就過往及未來財務資料是否根據公認會計原則及國際標準建立而進行調查及發表意見或任何形式的鑑證。因此，吾等概不就針對估值標的有關各營運及財務資料的準確性承擔任何責任、所有權或負債。

吾等對價值的結論並不構成亦不應詮釋為一項投資建議或投資要約。有意投資者在作出任何投資的任何決定前，應獨立諮詢其本身的投資、會計、法律及稅務顧問的意見，以嚴格評估該項投資的風險、後果及適當性。吾等對價值的結論應僅適用於本報告所述用途。吾等不會承擔因任何未經授權使用吾等報告而引起的任何責任。

1. 委聘目的

方程評估已獲 貴公司委聘以釐定於估值日SHR集團51%股權的市值，以供管理層評估一項磋商交易及供 貴公司作公開披露。

2. 價值的標準及基準

是項估值乃按市值基準編製。根據國際估值標準委員會發布的《國際估值標準(2017)》，市值是指經過適當推銷後自願買方與自願賣方於估值日在各自均知情及審慎行事且無受強逼的公平交易中買賣資產或負債的估計金額。

3. 價值的前提

價值或假定用途的前提描述一項資產或負債如何使用的情況。不同價值基準可能需要特定的價值前提或容許考慮多個價值前提。一些普遍的價值前提是：

- **最高及最佳用途**：是指該用途可以使一項資產達到最高及最佳用途，且其必須是財務上可行、法律允許並產生最高價值；
- **當前用途／現有用途**：是一項資產、負債或一組資產及／或負債的當前使用方式，然而可能未必是最高及最佳用途；

- **有序清算**：描述在給予一段合理時期物色買方而賣方被迫按現況、在原地基準出售的情況下於一項清算出售中可實現的一組資產的價值；及
- **強制出售**：是指在賣方被迫出售而因此不可能有適當的銷售期且買方未必能夠進行充分盡職調查的情況。

經閱審所有背景及財務資料並考慮所有相關事實後，估值標的應以最高及最佳用途的前提進行估值。

鑑於估值標的佔SHR集團的51%控股權益，吾等已從控股股東的角度為SHR集團估值，其中相關業務的潛在價值可以整體評估，而按比例分佔的51%權益可以全面計入其現有或潛在持有人，無須因缺乏控制而進一步折讓。

4. 資料來源

通過與管理層持續討論並從管理層收到以下相關文件，吾等已收到SHR集團的以下資料：

- 取得截至估值日SHR集團的5年財務預測（「財務預測」）；
- 取得目標公司及其全資附屬公司截至二零一六年十二月三十一日、二零一七年十二月三十一日及二零一八年十二月三十一日止年度以及截至二零一九年六月三十日止六個月的未經審核財務報表；
- 取得目標公司的公司及業務概覽。

吾等已進一步取得構成吾等專業判斷基準的公開可得資料，包括但不限於若干著名資本市場數據庫、行業報告、上市公司財務數據。

5. SHR集團

SHR集團總部位於德克薩斯州休斯頓，在歐洲及亞太地區設有辦事處，是協助酒店優化其產生收益策略的領先技術提供商。憑藉始於Windsurfer®CRS的創新歷史，SHR集團利用CRS、預訂引擎以及收益管理技術與服務，為全球數千個物業提供服務。這包括一套不斷演變的人工智能(AI)驅動解決方案，由高級分銷至複雜的客人管理。

自SHR, LLC於二零一二年成立以來，經過合併先前的Sceptre, Inc.及Whiteboard Labs, LLC的營運和業務，SHR, LLC及其全資附屬公司錄得顯著增長。SHR集團的收益已由二零一二年的3.7百萬美元增至二零一八年的11.6百萬美元。截至二零一九年六月三十日止六個月，SHR集團的半年收益已升至7.2百萬美元。

於二零一九年六月二十六日，SHR, LLC持有以下4家附屬公司。

- 於Sceptre Hospitality Resources, Pte Ltd. (新加坡) 的100%股權
- 於Sceptre Hospitality Resources Europe, S.L. (歐洲) 的100%股權
- 於Kootae Labs, S.L. (歐洲) 的100%股權
- 於Cross-Tinental S.L. (歐洲) 的100%股權

為進一步明確於我們得出估值結論時SHR集團的持股架構，SHR, LLC的51%市值應剛好相等於SHR集團的51%市值。

6. 經濟概覽

SHR集團的收入主要來自美國(「美國」)。在下一節中，吾等分析了美國目前的經濟狀況及其對我們得出價值結論的潛在影響。

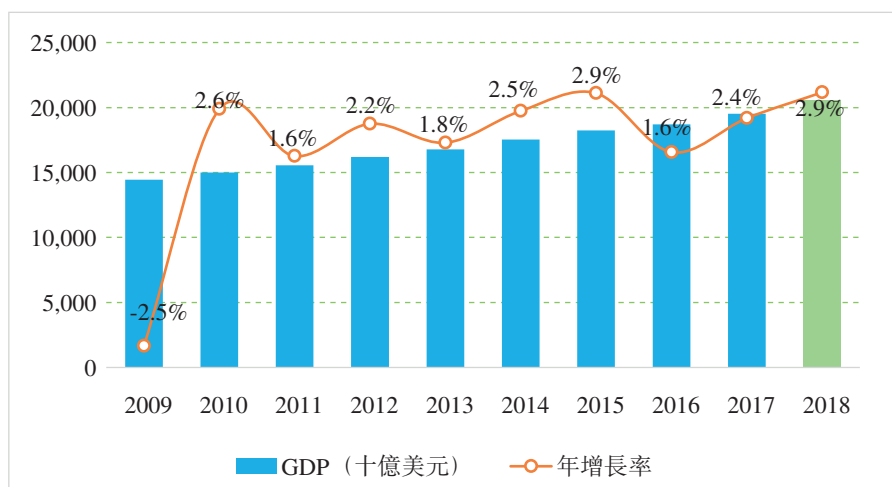
儘管在國內層面面臨挑戰，加上全球格局也在迅速變化，但是美國仍然是世界上最大及最重要的經濟體。美國經濟佔全球總產值約20%，具有高度發達和技術先進的服務業，佔其產值約80%。在技術、金融服務、醫療保健及零售等領域，美國經濟由服務型公司主導。大型美國公司亦在全球舞台上擔當重要角色，財富全球500強公司中超過五分一公司來自美國。儘管服務業是經濟的主要引擎，但美國也擁有重要的製造基地，約佔產出的15%。美國是世界第二大製造商，也是汽車、航空航天、機械、電信和化學等高價值產業的領導者。持續的創新、研發和資本投資不斷推動著美國的經濟增長。

國內生產總值

美國經濟增長在上半年保持勢頭。儘管投資仍然低迷，但就業和消費依然活躍。在最近十年中，國內生產總值(「GDP」)增長率自二零一五年達到2.95%的峰值下降。根據國際貨幣基金組織(「IMF」)於二零一九年十月發布的《世界經濟展望數據庫》，

二零一八年GDP增速為2.9%，預計於二零一九年及二零二零年將分別放緩至2.4%及2.1%。預計二零一九年及其後放緩是貿易戰的副作用，而貿易戰是特朗普經濟政策的關鍵組成部分。

二零零九年至二零一八美國GDP增長



資料來源：IMF《世界經濟展望數據庫》，二零一九年十月

二零一九年至二零二四美國GDP增長預測

	二零一九年 (預測)	二零二零年 (預測)	二零二一年 (預測)	二零二二年 (預測)	二零二三年 (預測)	二零二四年 (預測)
GDP (十億美元)	21,439.5	22,321.8	23,180.3	24,013.8	24,881.4	25,793.4
GDP年增長率(%)	2.35	2.09	1.75	1.56	1.58	1.62

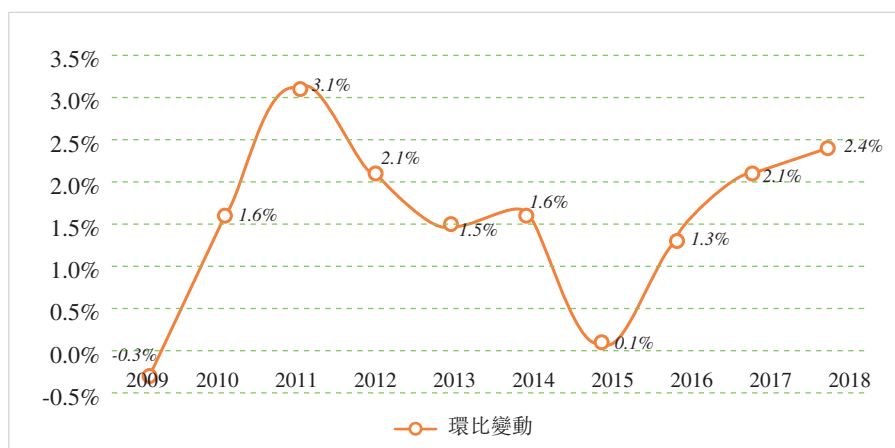
資料來源：IMF《世界經濟展望數據庫》，二零一九年十月

自二零零九年經濟衰退觸底以來，經濟一直在緩慢而不均衡地復蘇，擴張性貨幣政策亦提供了進一步支援。這不僅包括將利率維持在較低水準，還包括政府購買大量金融資產以增加貨幣供應和壓低長期利率的非常規做法，即「定量寬鬆」。

通脹與貨幣政策

消費者價格指數(按個人消費支出價格指數十二個月變化幅度計)從去年年中略高於美聯儲2%的目標，降至5月份的1.5%。未計食品和能源項目的十二個月通脹指標(核心通脹)過往一直是優於未來通脹總體數字的更好指標，五月數值為1.6%，低於去年同期的2%。

二零零九年至二零一八年美國通脹演變



資料來源：IMF《世界經濟展望數據庫》，二零一九年十月

二零一九年至二零二四年美國通脹預測

	二零一九年 (預測)	二零二零年 (預測)	二零二一年 (預測)	二零二二年 (預測)	二零二三年 (預測)	二零二四年 (預測)
通脹同比變化%	1.82%	2.27%	2.43%	2.34%	2.30%	2.29%

資料來源：IMF《世界經濟展望數據庫》，二零一九年十月

美國國會已確定美聯儲的貨幣政策目標為促進最大化就業和價格穩定的「雙重使命」。美國聯邦公開市場委員會（「FOMC」）是美聯儲的貨幣政策決定機構。FOMC每年召開約八次會議，討論美國經濟發展和前景，並探討不同的政策選擇（包括利率水平）。聯邦基金利率，即美聯儲管理的主要利率，是存款銀行同業之間維持準備金餘額要求的隔夜拆借利率。聯邦基金利率是美國經濟最重要的利率之一，對所有其他短期利率均有影響。鑒於全球發展對經濟前景的影響以及通脹壓力的減弱，委員會最近在十月舉行的會議上決定將聯邦基金利率的目標範圍降至1-1/2至1-3/4%。此舉支持委員會的觀點，即經濟活動的持續擴張、強勁的就業市場狀況以及接近委員會均衡的2%目標的通貨膨脹是最有可能的結果，但這一前景的不確定性依然存在。委員會將繼續基於所獲資料監測對經濟前景的影響，評估實現聯邦基金利率目標範圍的適當途徑。

美元通常被稱為世界貨幣，是迄今為止國際交易中最常用的貨幣，亦是各國最主要的儲備貨幣。全球近三分之二的外匯儲備為美元。美國財政部雖擁有監督國際金融事宜的主要權力，但其有關外匯的決定乃與美聯儲協商後作出。不過，美國干預外匯市場的頻次日益降低。美國當局通常任由開放的外匯市場和國內貨幣政策決定利率。

二零零八年至二零一九年美元指數變化



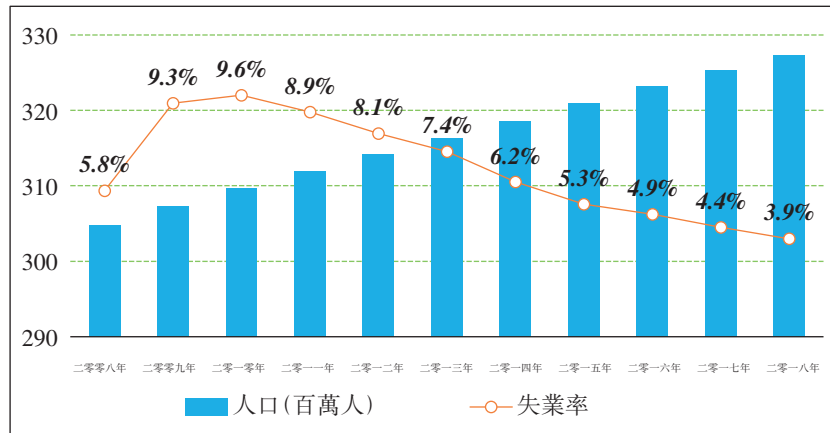
資料來源：彭博資訊

人口與失業

美國人口從二零零八年的305百萬人穩步增長至二零一八年的327百萬人，複合年增長率為0.7%，失業率在二零一零年達到9.6%的峰值，二零一八年已放緩至3.9%。根據美國勞工統計局（「BLS」）最新發佈的資料，美國就業市場持續走強。二零一九年前五個月，受薪人數（指就業人數）平均每月增加165,000人，低於二零一八年223,000人的平均增速，但較新增就業崗位所需條件的增速為快。失業率從十二月的3.9%下降至五月的3.6%；與此同時，工資增長仍然溫和。

BLS每十年發佈一份職業展望，詳細介紹每個行業和職業。總體而言，BLS預期，二零一零年至二零二零年間，總就業人數將增加20.5百萬人。88%的職業均會有所增長，其中增長最快的是醫療保健、個人護理和社會援助以及建築行業。BLS認為，到二零二零年，經濟將完全從衰退中復甦，並重新實現失業率為4%至5%。隨著美國人口老齡化，預期受薪人數最顯著的增長將發生在醫療保健和其他形式的社會援助行業，預計將新增5.7百萬個就業崗位。

二零零八年至二零一八年美國人口及失業率



資料來源：IMF《世界經濟展望數據庫》，二零一九年十月

二零一九年至二零二四年美國人口及失業率預測

	二零一九年 (預測)	二零二零年 (預測)	二零二一年 (預測)	二零二二年 (預測)	二零二三年 (預測)	二零二四年 (預測)
人口(百萬人)	329.3	331.1	332.8	334.6	336.4	338.3
失業率	3.7	3.5	3.5	3.6	3.7	3.9

資料來源：IMF《世界經濟展望數據庫》，二零一九年十月

經濟挑戰

短期內，雖然就業市場已顯著復甦，就業已恢復至經濟危機前的水平，但關於美國經濟健康與否仍存在廣泛的爭論。此外，儘管經濟衰退的最壞影響正在消退，但今後的經濟發展仍面臨各種重大挑戰。基礎設施惡化、工資停滯、收入不平等加劇、養老金和醫療費用上漲，以及近期與中國的貿易關係緊張、巨額經常賬和政府預算赤字，都是美國經濟面臨的問題。

7. 行業概覽

SHR集團的收益主要來源於在美國提供酒店和酒店管理軟件。我們在下一節中分析了行業現狀及其對我們價值結論的潛在影響。

酒店管理軟件(「HMS」)是一項有助於酒店運營商和所有者簡化管理工作及增加短期和長期預訂量的技術。消費者行為和技術的快速轉變趨勢預計將開闢新的市場和機會。HMS為酒店的日常運營提供協助，如管理預訂、銷售點交易、辦理房客入住、

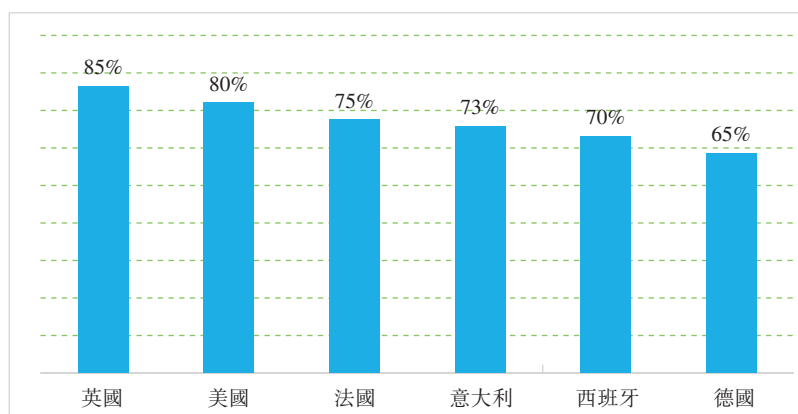
協調客房服務，以及運用客戶關係管理（「CRM」）提升房客體驗。目前，對於酒店業而言，改善對旅遊業的服務已成為重中之重。旅遊業和酒店業的快速增長在推動酒店管理軟件市場發展方面發揮了重要作用。由於需要減少支出和營運成本，預計未來數年將有更多酒店管理軟件獲採用。根據Zion Research發佈的一份報告，預計全球酒店管理軟件市場到二零二二年¹將達致約4,300百萬美元，二零一七年至二零二二年的複合年均增長率將超過6.5%。

二零一八年酒店科技市場按產品分部劃分的市場規模

酒店科技市場產品	市場規模 (百萬美元)
數字營銷服務	1,700
全面服務物業管理系統（「PMS」）	1,100
分銷	900
CRM	700
有限服務PMS	500
商業智能	300

資料來源：Phocuswright's US Online Travel Overview Seventeenth Edition – Hotel & Lodging

二零一八年估計全球酒店PMS滲透率



資料來源：Grant Thornton

酒店管理軟件市場可按產品類型、酒店類型、部署模式及服務系統劃分。

¹ 資料來源：<https://www.researchandmarkets.com>

按產品類型，酒店管理軟件市場劃分為中央預訂系統（「CRS」）、渠道經理、預訂引擎、數字服務、物業管理及其他等分部。酒店CRS由多個模塊組成，包括預訂、概況、團組規劃、房價及庫存控制、管理、報告、全球分銷界面及PMS界面。由於技術不斷進步，大數據及智能算法技術令CRS能夠體現地域定價及個性化，如向個人旅客提供獨特一對一定價。

按酒店類型，該市場劃分為商務酒店、度假村、精品酒店及其他等分部。該等酒店易於訪問、提供Wi-Fi及快速入住／退房手續、贈送報紙及免費本地通話。酒店管理軟件提供優質服務以滿足當今企業旅客的需求。酒店管理軟件實現入住與退房的無縫對接，便於導覽，為商務旅客提供企業快速登陸、升級及忠誠選擇。酒店管理軟件提供解決方案以滿足度假村業務的具體需要。

按部署模式，酒店管理軟件市場分為預設及雲端兩部分。預設軟件一般根據以用戶數量及組織規模為基礎的一次性許可費用定價，需要硬件資本投資及軟件支持、培訓及升級預付許可費用。然而，預設酒店軟件可實現高度定制化，對數據進行更高程度的控制。

按服務系統，酒店管理軟件市場分為系統集成、專業服務、託管服務、其他。酒店物業管理系統集成為酒店經營者提供便捷方式利用系統收集的全部數據，並令彼等能夠根據需求處理定價、推廣、分部事宜。此外，通過集成其他解決方案，酒店經營者可訪問報告、分析、客戶評論及評分，令彼等能夠提升酒店服務並吸引更多客戶。專業服務解決方案提高經營效率，提升客戶體驗並為酒店帶來更高收益。其支持從銷售點（「POS」）活動到中央辦事處經營、從菜單菜譜製備到跟蹤訂單狀態的各類流程。託管服務持續監控酒店IT網絡的穩定性與安全性，實現所有位置的運營時間最大化，而無需增加內部IT人員。

鑒於未來前景，預期若干酒店趨勢會推動酒店公司的技術創新並塑造該行業：

- **大數據及CRM**。如今的客戶從大量聯絡點與酒店進行互動，如評論網站、社交媒體、通訊應用程序等。CRM將須處理來自各個來源的數據，為每名客戶呈現有用的概況。有關數據將不僅限於少數銷售及營銷人員使用，而是會在各個部門傳播，以提升客戶的旅行體驗。

- **手機及預測應用程序**。該等應用程序共同為客戶提供位置感知、定制化推薦意見。手機並不新奇，但設備的功能（如增強現實）與預測算法相結合，將明顯提升客戶體驗，原因在於其不僅是在探索酒店，而是整個目的地。
- **AI及對話營銷**。我們與數據驅動應用程序的互動方式不斷變化，而酒店預訂領域十分適合在預訂或全旅程的各個環節與客戶或潛在客戶開展機器人及AI驅動自動化「對話」。在預訂領域，聊天機器人可與CRS集成，以幫助有住宿需求者獲得即時回應、預訂房間或管理現有預訂。
- **區塊鏈**。於二零一八年，該行業可能未受區塊鏈影響，但該項技術確實具備創造更多直接機會的潛力，實現酒店與顧客交易或個人與其他個人直接交易。目前尚屬初期階段，而吾等會繼續監察該領域。
- **用戶重新獲得其個人資料的控制權**。歐洲通過立法批准新的私隱標準，在使用個人資料方面將會向個人方面傾斜。**General Data Protection Regulation**（「GDPR」）重新界定科技公司處理用戶資料的方式及授權用戶按其認為適當的情況向賣方提供個人資料的方式。這給資料管理帶來新一層的複雜性。

8. 估值方法

根據國際估值準則（二零一七年版），任何商業權益的價值均可按以下三種常用方法進行估值。為確保適當選擇方法，吾等已檢討全部三種方法，並根據實際情況選擇最相關及最可靠的方法。

8.1 成本法

成本法乃採用買方不會就某項資產支付多於獲得具有相同效用的資產的成本（不論是經購買或建造方式獲得，除非需要過多時間、造成不便、涉及風險或其他因素）的經濟原則以提供價值指標。此方法透過計算資產現行重置或重造成本並減去實質損耗及所有其他相關形式的報廢後提供價值指標。

吾等已檢討但不採用成本法，原因如下：

- 市場參與者不能夠在不受監管或法律限制的情況下，重建效用與標的資產大致相同的資產，而有關資產不可快速重建，足以令參與者願就能夠即時使用該標的資產而支付大量溢價；及
- 有關資產能直接產生收入，而有關資產的獨有性質使運用收入法或市場法可行。

8.2 收入法

收入法透過將未來現金流量轉換為單一現值以反映價值。根據收入法，資產價值乃參照資產所產生的收入價值、現金流量或成本節約而釐定。

吾等已檢討並採用收入法，原因如下：

- 從參與者角度而言，有關資產的收入產生能力乃影響價值的至關重要因素；及
- 能夠合理預測標的資產可獲得的未來收入金額及時間。

8.3 市場法

市場法透過將資產與可獲取價格資料的相同或可資比較（相似）資產比較以提供價值指標。市場法可按兩種常用方法（即指引公開買賣可資比較法及可資比較交易法）進行。

指引公開買賣可資比較法利用與標的資產相同或相似的可資比較資產公開買賣資料，以達致價值指標。可比較交易法進行估值，亦稱為指引交易法，利用與標的資產相同或相似的涉及資產的交易的資料，以達致價值指標。

吾等已檢討並採用市場法，原因如下：

- 標的資產或大致相似的資產正積極公開交易；及
- 大致相似的資產有頻繁及／或近期可觀察交易。

8.4 選擇的方法

基於上述考慮，吾等已接受收入法及市場法作為主要方法進行吾等的估值分析及價值結論。下表蓋概述吾等有關三種常用方法的選定及拒絕原因：

選擇的方法及原因概述

方法	採用與否	原因概述
成本法	不採用	不可快速重建大致等效的估值標的。有關資產能直接產生收入。
收入法	採用	有關資產的收入產生能力乃影響價值的重要因素。能夠合理預測估值標的可獲得的未來收入金額及時間。
市場法	採用	估值標的的相似資產正積極公開交易。有關相似資產有頻繁及／或近期可觀察交易。

9. 一般假設

已作出以下一般假設以充分支持估值分析及價值結論。

- 於SHR集團目前經營所在國家／地區及管理層建議SHR集團可能進軍的新市場的現有政治、法律、商業及銀行法規、財務政策、外貿及經濟狀況概無重大不利變動；
- 行業需求及／或市況概無重大不利變動；
- 任何國家的利率或貨幣匯率波動（其將被視為對SHR集團有負面影響或可能妨礙其現有及／或潛在未來營運）概無重大不利變動；
- SHR集團經營所在或SHR集團可能有潛力於當地經營的該等國家的目前稅務法例概無重大不利變動；

- 於SHR集團按一般業務過程開始營運前已取得所有相關法律批准、營業證書、貿易及進口許可證、銀行信貸批准，且狀況良好；
- 產生自SHR集團的收益預測及未來業務潛力預期將於很大程度上符合管理層的預測，而SHR集團的未來收益增長不會大幅偏離其行業範圍；
- SHR集團將可挽留現有及有能力的管理層、主要人員及技術人員以在各方面支持營運中業務及未來營運；及
- SHR集團於所在或將進行業務的國家／地區的商標、專利、技術、版權及其他寶貴技術及管理知識將不會被侵犯。

10. 運用收入法

10.1 貼現現金流量的原則

估值標的按收入法的估值乃採用貼現現金流量（「貼現現金流量」）法進行。估值標的的現金流量淨額首先根據各項假設的輸入數據進行估計，包括但不限於預計收益及成本、營運資金及資本開支需求。貼現率乃根據風險及不確定因素將預計現金流量淨額折算為其現值釐定。

$$PV = \frac{E_1}{(1+k)} + \frac{E_2}{(1+k)^2} + \frac{E_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{E_n}{(1+k)^n}$$

PV = 預期經濟收入於估值日的現值總額

E_1 、 E_2 、 E_3 等 = 第一期、第二期、第三期等的預期經濟收入

E_n = 最後一期的預期經濟收入

k = 貼現率

貼現現金流量的現值指企業價值（「企業價值」）或估值標的的股權價值。

吾等的分析中所包含的財務預測及相關假設由SHR集團管理層編製。吾等已審閱財務預測的有效性及其合理性，並直接採納了財務預測且並無對分析作出重大調整。下文將討論財務預測的性質及基本原理。

10.1.1 收益

吾等已經採用SHR集團五年綜合財務預測。於預測期之後，最終價值基於2.2%（即美國長期通脹預測）的永續增長率得出。收益預測乃基於預計有機增長及最近收購或合併的新業務線得出。於二零一九年上半年，SHR集團的收益較二零一八年上半年增長35.9%。在收益組成方面，SHR, LLC過往貢獻SHR集團收益的95%左右。

(千美元)	二零一八年 實際	二零一九年 上半年	二零一九年 預測	二零二零年 預測	二零二一年 預測	二零二二年 預測	二零二三年 預測
收益	11,575	7,208	14,417	17,119	20,933	24,072	26,480

SHR集團的歷史及預計收益增長率如下。預計增長率是從SHR集團的高歷史增長率推斷而來。

	二零一八年 實際	二零一九年 上半年	二零一九年 預測	二零二零年 預測	二零二一年 預測	二零二二年 預測	二零二三年 預測
增長率	23.0%	35.9%	24.6%	18.7%	22.3%	15.0%	10.0%

10.1.2 銷售成本

銷售成本及經營開支主要包括酒店資源軟件的開發及維護成本。銷售成本預測乃基於成本加成率並參考歷史趨勢得出。

(千美元)	二零一八年 實際	二零一九年 上半年	二零一九年 預測	二零二零年 預測	二零二一年 預測	二零二二年 預測	二零二三年 預測
銷售成本	(1,703)	(984)	(1,968)	(2,739)	(3,500)	(4,092)	(4,502)

SHR集團的歷史及預測毛利率如下：

(千美元)	二零一八年 實際	二零一九年 上半年	二零一九年 預測	二零二零年 預測	二零二一年 預測	二零二二年 預測	二零二三年 預測
毛利	9,872	6,225	12,449	14,380	17,433	19,980	21,978
毛利率	85.3%	86.4%	86.4%	84.0%	83.3%	83.0%	83.0%

10.1.3 經營開支

經營開支主要是工資及相關、銷售及市場推廣以及其他經營開支。經營開支預測由管理層參考歷史趨勢估計作出。

(千美元)	二零一八年 實際	二零一九年 上半年	二零一九年 預測	二零二零年 預測	二零二一年 預測	二零二二年 預測	二零二三年 預測
工資	(8,683)	(4,319)	(8,638)	(10,450)	(10,916)	(12,553)	(13,809)
銷售及市場 推廣	(144)	(52)	(104)	(300)	(350)	(403)	(443)
其他經營 開支	(2,913)	(1,622)	(3,244)	(3,063)	(3,526)	(4,054)	(4,460)
總計	<u>(11,740)</u>	<u>(5,993)</u>	<u>(11,986)</u>	<u>(13,813)</u>	<u>(14,792)</u>	<u>(17,010)</u>	<u>(18,712)</u>

SHR集團的歷史及預測EBITDA如下：

(千美元)	二零一八年 實際	二零一九年 上半年	二零一九年 預測	二零二零年 預測	二零二一年 預測	二零二二年 預測	二零二三年 預測
EBITDA	(1,867)	231*	463	567	2,641	2,970	3,267
%EBITDA	(16.1%)	3.2%	3.2%	3.3%	12.6%	12.3%	12.3%

* 於二零一九年上半年，SHR, LLC單獨貢獻正EBITDA 407,791美元，而餘下4間附屬公司於各自的初創成長階段貢獻負EBITDA 176,509美元。

10.1.4 企業所得稅稅率

經參考美國的企業所得稅稅率，已採用21%的實際稅率。

10.1.5 折舊及攤銷開支

折舊及攤銷開支指物業、廠房及設備以及無形資產的年度費用。年度開支乃基於資產5年左右的剩餘可使用年期釐定。購買價分配產生的攤銷開支乃基於無形資產（綜合水平）的預計可使用年期單獨預測。

(千美元)	二零一八年 實際	二零一九年 上半年	二零一九年 預測	二零二零年 預測	二零二一年 預測	二零二二年 預測	二零二三年 預測
折舊及攤銷	(274)	(203)	(394)	(581)	(662)	(759)	(524)
來自PPA*	(595)	(307)	(575)	(535)	(535)	(268)	—
總計	<u>(869)</u>	<u>(511)</u>	<u>(969)</u>	<u>(1,116)</u>	<u>(1,197)</u>	<u>(1,027)</u>	<u>(524)</u>

* 購買價分配產生的。

10.1.6 資本開支

預測資本開支（「資本開支」）的目的是為恢復、保留及擴大公司的生產能力。根據SHR集團近幾年資本開支的歷史平均水平，自二零二零年起的資本開支預測為收益的2.1%。目前在建工程估計亦將在二零一九年底轉撥至固定資產。

	二零一八年	二零一九年	二零一九年	二零二零年	二零二一年	二零二二年	二零二三年
(千美元)	實際	上半年	預測	預測	預測	預測	預測
資本開支	182	195	195	366	447	514	566

10.1.7 營運資金淨額增加

營運資金投資增加指於應收賬款、存貨及在建工程以及應付賬款的額外投資，分別按70天、0天及239天的周轉天數進行預測。

其他營運資產指對其他流動資產及其他流動負債的投資，預計將在整個預測期內保持穩定。

	二零一九年	二零二零年	二零二一年	二零二二年	二零二三年
(千美元)	預測	預測	預測	預測	預測
營運資金淨額增加	-	13	238	219	197

10.2 貼現率假設

我們已基於以下假設得出貼現率（即資本的加權平均成本）。

10.2.1 股權成本

股權成本（「 R_e 」）（公司股東要求之回報以決定股權投資是否符合資本回報要求）已由吾等透過參考可用數據以及SHR集團所從事經濟和行業相關因素而得出。已採納經修訂資本資產定價模式（「經修訂資本資產定價模式」）用於計算股權成本。

10.2.1.1 經修訂資本資產定價模式

經修訂資本資產定價模式(已應用於是次估值分析)可概述如下：

$$R_e = R_f + \text{Beta} \times \text{ERP} + \text{RP}_s + \text{RP}_u$$

當中： R_e ： 股權成本；
 R_f ： 無風險利率；
 Beta： 系統性風險衡量基準；
 ERP： 股權風險溢價；
 RP_s ： 規模溢價；及
 RP_u ： 特定公司調整

10.2.1.2 無風險利率

無風險利率(「 R_f 」，無風險投資之理論回報率)乃經參考SHR集團目前營運的交易市場的政府債券的目前收益率而釐定。於理想情況下，用作無風險利率指標的證券的年期應符合將予貼現的預測現金流量的年期(假設對SHR集團屬永續性)。吾等已採用30年期美國國債收益率(30年期美國國債指數)作為 R_f 。

10.2.1.3 股權風險溢價

股權風險溢價(「ERP」)為股權投資者要求的超額回報，以作為其承擔高於零風險的較高股權風險的補償。吾等已參考紐約大學知名教授Aswath Damodaran所發佈的一般方法計算的類似公司ERP，Aswath Damodaran為若干廣泛使用有關估值、企業金融及投資管理的學術性及從業文章的知名及著名作者。吾等已採用美國ERP 5.96%。

10.2.1.4 選擇可資比較公司

吾等選擇了下列10家可資比較公司，以便計算beta及釐定 R_e 。選擇的可資比較公司各自的整體概況載列如下。可資比較公司從事提供酒店相關軟件解決方案或經營承受相似行業風險及宏觀經濟風險的可資比較業務。

1. Agilysys Inc

Agilysys, Inc.開發應用軟件。該公司專注於銷售點、物業管理、存貨、採購、移動及無線解決方案。Agilysys服務全球的酒店及零售行業。

2. NCR Corporation

NCR Corporation製造金融交易機及其他產品。該公司生產自動櫃員機、自助結賬及自助式便利站、銷售點工作站及掃描儀以及製造打印機耗材產品及管理ATM及便利站網絡及服務器。

3. Pegasystems Inc

Pegasystems Inc.開發客戶關係管理軟件。該公司將事務密集企業的客戶互動自動化。Pegasystems將其產品提供予銀行業、共同基金及證券、抵押服務、卡服務、保險、醫療保健管理及通訊行業的客戶。

4. PFSweb Inc

PFSweb Inc.向傳統商務及電子商務公司提供管理服務。該公司提供訂單管理、客戶服務、賬單、信息管理及分銷服務。PFSweb向服裝、電子及電腦產品等眾多市場的客戶提供其管理服務。

5. Sabre Corp

Sabre Corporation向全球旅行及旅遊行業提供技術解決方案。該公司提供旅遊及旅行服務以及為航空公司、酒店、郵輪、租車公司網上預訂及度假套餐。

6. Amadeus IT Group SA

Amadeus IT Group SA為全球旅行及旅遊行業處理交易。該公司為航空公司、酒店、鐵路、郵輪及渡輪運營商、租車公司及旅遊公司提供交易。

7. Eagle Eye Solutions Group PL

Eagle Eye Solutions Group PLC在電子商業行業經營業務。該公司提供一個使零售商能夠連接其客戶以提供可兌換的贈品、獎勵及服務的數字平台。

8. 中國民航信息網絡股份有限公司-H

中國民航信息網絡股份有限公司為中國的航空旅行及旅遊行業提供信息技術解決方案。該公司在中國提供電子旅行分銷(ETD)系統、開發機場旅客處理及航空貨運系統、擁有並為中國民航業運營實時網絡以及運營基於互聯網的旅行平台。

9. Alliance Data Systems Corp

Alliance Data Systems Corporation提供數據驅動及基於交易的營銷及客戶忠誠度解決方案。該公司提供綜合外包營銷解決方案組合，包括客戶忠誠度計劃、數據庫營銷、諮詢、分析及創意、電郵營銷、自有品牌及聯名信用卡。

10. MoneyOnMobile Inc

MoneyOnMobile, Inc.提供電子支付處理解決方案。該公司提供轉賬、手機充值、賬單支付、火車票預訂及網購支付服務。MoneyOnMobile服務全球客戶。

資料來源：彭博

10.2.1.5 Beta及系統性風險

Beta系數是一種證券或一個組合系統性及不可分散風險的量度。在資本資產定價模式中使用時，beta用於根據資產的beta值及預期市場回報率計算其預期回報率。吾等已獲得可資比較公司的beta值。測定的beta值已去槓桿，以剔除財務槓桿的影響，然後將去槓桿的beta中間值再槓桿。

#	可資比較公司	測定的 Beta值	去槓桿的 Beta值
1	Agilysys Inc	0.95	0.95
2	NCR Corporation	1.44	0.86
3	Pegasystems Inc	1.17	1.17
4	PFSweb Inc	1.06	0.72
5	Sabre Corporation	1.19	0.83
6	Amadeus IT Group	0.80	0.73
7	Eagle Eyes Solution Group	0.95	0.95
8	中國民航信息網絡股份有限公司	1.11	1.11
9	Alliance Data Systems Corporation*	1.27	不適用
10	MoneyOnMobile Inc*	0.46	不適用
	中間值	<u>1.0877</u>	<u>0.9061</u>

* 因槓桿或過度槓桿方面的資料不足而剔除。

資料來源：彭博

以市場槓桿率將去槓桿的beta中間值再槓桿後，再槓桿beta值釐定為1.0992。與SHR集團較高槓桿有關的風險將在後文以公司特定溢價體現。

10.2.1.6 規模溢價

較市場風險溢價的規模溢價（「 RP_s 」）可通過從超過公司無風險率的已實現回報率減去超過無風險率的估計回報率計算。在本估值中，吾等運用超過美國分類為第九至第十分位微型股公司的資本資產定價模式的規模溢價。採用的規模溢價為5.68%。

10.2.1.7 公司特定溢價

公司特定溢價（「 RP_u 」）指歸因於特定公司的非系統性風險，旨在計及特定於本估值的任何額外風險因素。公司特定風險因素可能包括異常競爭、客戶集中、難以獲取資本、管理薄弱、業務欠缺多元化、潛在環境問題、潛在訴訟、分銷渠道狹窄、技術過時及公司前景暗淡。針對SHR集團的高槓桿性、其回報波動及美國及全球酒店業的競爭性質，吾等採用5.00%的公司特定溢價。

10.2.1.8 股權成本結論

因此，吾等繼續運用經修訂資本資產定價模式公式得出 R_e 的結論。

股權成本結論

無風險利率	2.57%
Beta	1.0992
股權風險溢價	5.96%
規模溢價	5.68%
公司特定溢價	5.00%
	<hr/>
股權成本	<u>19.80%</u>

10.2.2 債務成本

為估計 R_d ，吾等已參照SHR, LLC的實際短期融資成本約5.00%就流動資金及代價調整1.00%，以達致6.00%的債務成本。

10.2.3 加權平均資本成本

加權平均資本成本是計量一家商業企業資本成本的一個量度，其中每類資本按比例進行加權處理。釐定的加權平均資本成本已計及10家可資比較公司的平均槓桿。吾等假設，隨著時間的推移及為保持競爭力，SHR集團的財務槓桿率將接近及達到可資比較公司一表所列公司的平均槓桿率（及加權平均資本成本）。釐定 R_e 及 R_d 後，該公司加權平均資本成本或貼現率的計算如下。加權平均資本成本將作為收入法下採用的貼現率採用。

加權資本成本結論

計息債務比例	26.96%
債務成本	6.00%
邊際稅率	21.00%
加權債務成本(a)	1.28%
股權比例	73.04%
股權成本	19.80%
加權股權成本(b)	14.46%
加權平均資本成本(a) + (b)	15.74%
加權平均資本成本(湊整)	16.00%

10.3 企業價值及其他調整

估值標的之企業價值為按5年財務預測釐定的公司自由現金流的現值與終值的現值之和。企業價值釐定為11,709,709美元，隱含EV/EBITDA倍數為25.3倍（SHR集團）或14.4倍（僅SHR, LLC，不包括其附屬公司）。該隱含EV/EBITDA倍數經考慮控制權後處於其同業的範圍內，故被視為合理。在加上非經營性資產現金及現金等價物的同時，減去外部債務及非經營性負債，計算SHR集團的股權。

10.4 基於收入法的價值結論

根據以下計算表，於估值日SHR集團51%股權的市值為**3,110,742美元**。

收入法結論

SHR集團51%股權的市值(美元計)	於二零一九年 六月二十六日
SHR集團的企業價值(控股基準)	11,709,709
減：計息債務	(5,648,815)
減：撥備及非經營性負債	(463,492)
加：SHR集團旗下現金及現金等價物	56,183
加：超額及非經營性資產	445,909
	<hr/>
SHR集團100%股權的市值	6,099,494
SHR集團51%股權的市值	3,110,742

11. 運用市場法

11.1 市場法的原則

根據市場法，估值標的之價值可根據其(i)最近期買賣或交易價，(ii)指引公開買賣可資比較公司的買賣倍數，及(iii)可資比較交易的倍數釐定。市場法下的三種估值方法進一步討論及節選如下。

11.1.1 近期買賣或交易價

完全相同標的資產的近期買賣或交易價可對標的資產的價值或估值倍數進行最客觀的反映。依據近期價格是通常情況下市場上價格發現的最直觀方式。該方法通常用於對近期按公平基準進行幾輪融資的公開買賣公司及私人公司進行估值。除觀察買賣及交易價格外，還須對市場活動作進一步分析，以確定標的資產是否可以現有市場上觀察到的買賣及交易相同的方式購買或出售。

11.1.2 指引公開買賣可資比較法

指引公開買賣可資比較(「指引公開買賣可資比較」)法從觀察一組充足的可資比較指引公開買賣可資比較公司(「指引公開買賣可資比較公司」)計算價值。指引公開買賣可資比較公司乃根據是否接近類似的業務模式、地域風險、風險及未來前景選擇。

買賣倍數乃以截至估值日部分識別的價值驅動財務或行業特定指標（如收益、除利息、稅、折舊及攤銷前盈利（「EBITDA」）、純利、賬面價值）除以指引公開買賣可資比較公司的市值（或企業價值）釐定。

11.1.3 可資比較交易法

可資比較交易法（「可資比較交易法」）從觀察獨立及知情自願買方與賣方之間交易相似公司的大量股權的收購倍數計算價值。與指引公開買賣可資比較法相似，可資比較交易法以相關價值驅動財務或行業特定指標除以可資比較收購中轉讓的代價釐定收購倍數。可資比較交易法的運用通常受到進一步的局限：

- 近期發生的可資比較交易有限；
- 私人投資者間的交易公開披露的可獲得性及質素；及
- 交易的公平性資料有限。

11.1.4 市場法結論

鑒於上述考慮因素，吾等僅接受指引公開買賣可資比較法。下表闡述吾等對市場法下的三種方法的選擇及拒絕原因。

選擇的方法及原因概要

市場法下的方法	採用與否	原因
近期買賣或交易價格	不採用	未識別到可靠的近期買賣及交易。
指引公開買賣可資比較法	採用	識別到一組可靠且已披露充足及可靠財務數據的指引公開買賣可資比較公司。
可資比較交易法	不採用	未識別到一組可靠且已披露充足及可靠財務數據的可資比較交易。

11.2 選擇指引公開買賣可資比較公司

吾等在選擇潛在指引公開買賣可資比較公司時已採取應有的審慎措施，使用倍數篩選標準決定指引公開買賣可資比較公司的業務模式是否相關。吾等的選擇標準及選擇的10家指引公開買賣可資比較公司列表已於上節收入法中討論。

11.3 選擇估值指標

估值指標通常按市值或企業價值比若干指引公開買賣可資比較公司的經營或財務業績呈列。一經選擇估值指標及根據指引公開買賣可資比較公司進行計算，則股權的市值其後可透過以下公式計算：

$$\text{市值} = \frac{\text{選擇估值指標倍數} \times \text{選定經營} / \text{財務業績}}{\text{調整}}$$

鑒於指引公開買賣可資比較公司存在較大差異的資本結構，吾等僅考慮企業價值倍數及放棄使用股權倍數，以提供可靠的倍數估計。為選擇最相關及可靠的企業價值倍數，吾等首先選出企業價值／EBITDA與企業價值／收益倍數作為潛在候選指標。吾等已計算及於下文呈列10家指引公開買賣可資比較公司的企業價值／EBITDA與企業價值／收益倍數（基於其於截至估值日最後12個月的最佳可用歷史EBITDA及收益）。

11.4 估值倍數的統計數據概要

對於企業價值／EBITDA，吾等已考慮4項觀測值為離群值，原因為1) 極大的正業績與2) 負觀測值。吾等已將上述4項觀測值從最終樣本中排除。最終樣本保留一列6項觀測值。對於企業價值／收益，吾等已於最終樣本計入全部10項觀測值。

指引公開買賣可資比較公司的估值倍數

#	公司名稱	股份代號	企業價值／ EBITDA	企業價值／ 收益
1	AGILYSYS INC	AGYS US	99.52 (離群值)	3.25
2	NCR CORPORATION	NCR US	14.59	1.23
3	PEGASYSTEMS INC	PEGA US	(354.97) (離群值)	6.20
4	PFSWEB INC	PFSW US	7.28	0.43
5	SABRE CORP	SABR US	9.85	2.33
6	AMADEUS IT GROUP SA	AMS SM	15.49	6.49
7	EAGLE EYE SOLUTIONS GROUP PL	EYE LN	(19.54) (離群值)	2.86
8	中國民航信息網絡股份 有限公司－H	696 HK	10.39	4.19
9	ALLIANCE DATA SYSTEMS CORP	ADS US	12.02	4.46
10	MONEYONMOBILE INC	MOMT US	(0.8) (離群值)	1.42

吾等已分別於以下表格計算企業價值／EBITDA與企業價值／收益倍數的統計數據概要。根據結果，吾等認為企業價值／EBITDA比企業價值／收益可靠得多，原因為1) 企業價值／EBITDA倍數構成介乎9.98倍至13.94倍之間的較小四分位距，及2) 企業價值／EBITDA倍數得出低得多的變異系數。因此，吾等已採納企業價值／EBITDA倍數構成吾等價值結論的基準。然而，企業價值／收益倍數被放棄用於價值結論。

統計數據概要

	企業價值／ EBITDA	企業價值／ 收益
有效樣本數目	6	10
高值	15.49	6.49
上四分位數	13.94	4.39
平均值(已採納)	11.60	3.28
中間值	11.20	3.06
下四分位數	9.98	1.64
低值	7.28	0.43
標準偏差	3.08	2.05
變異系數	0.27	0.62

吾等已進行重新檢查，企業價值／收益倍數的範圍是否仍可用於合理性檢查的目的(而不是用於得出價值結論的目的)。回到企業價值／收益的原則及基礎，其傾向於與EBITDA百分比呈正相關(即EBITDA比率或EBITDA按佔收益百分比表示)。直觀而言，具有較高EBITDA百分比的公司自然會以較高的企業價值／收益進行交易。

SHR, LLC的歷史EBITDA百分比於二零一七財年及二零一八年上半年為負數，而其於二零一八年下半年轉為較小的正數及於二零一九年上半年達6.1%。與同期10家指引公開買賣可資比較公司的EBITDA百分比相比，SHR, LLC於二零一七財年及二零一八財年呈現於低端。因此，吾等已完全放棄將企業價值／收益倍數用於得出價值結論以及進一步合理性檢查目的，原因為接受任何單一低端估計值會產生較大的估計誤差，乃由於企業價值／收益僅能根據一或兩項觀測值得出結論(例如，採用最低的0.43倍或第二低的1.23倍)，故無法自統計數據集中趨勢原則受益。

企業價值／收益對EBITDA比率百分比

#	公司名稱	企業價值／ 收益	二零一六／	二零一七／	二零一八／	3年 EBITDA 百分比
			一七財年 EBITDA 百分比	一八財年 EBITDA 百分比	一九財年 EBITDA 百分比	
1	AGILYSYS INC	3.25	0.3%	1.9%	3.3%	1.8%
2	NCR CORPORATION	1.23	14.4%	16.0%	8.1%	12.9%
3	PEGASYS INC	6.20	10.1%	13.4%	1.1%	8.2%
4	PFSWEB INC	0.43	3.7%	4.7%	5.5%	4.7%
5	SABRE CORP	2.33	25.9%	24.9%	25.2%	25.3%
6	AMADEUS IT GROUP SA	6.49	38.3%	40.4%	41.1%	39.9%
7	EAGLE EYE SOLUTIONS GROUP PL	2.86	(19.9%)	(23.3%)	(0.6%)	(14.6%)
8	中國民航信息網絡股份有限公司－H	4.19	42.7%	45.3%	40.4%	42.8%
9	ALLIANCE DATA SYSTEMS CORP	4.46	24.9%	27.8%	30.6%	27.7%
10	MONEYONMOBILE INC	1.42	(251.8%)	不適用	不適用	不適用
	上四分位數	4.39	25.6%	27.8%	30.6%	27.1%
	中間值	3.06	12.2%	16.0%	8.1%	10.5%
	下四分位數	1.64	1.2%	4.7%	3.3%	2.5%

基於上文所述，吾等已完全放棄使用企業價值／收益及僅接受將企業價值／EBITDA用於估值分析。吾等已進展至採用平均企業價值／EBITDA（即11.60倍）作為吾等作出結論的基準，及會就債務淨額、過剩資產、控制權及市場流通性問題的影響作出調整。

11.5 基於市場法的價值結論

基於以下計算，於估值日SHR集團51%股權的市值為**3,065,431**美元。

收入法結論

		於二零一九年 六月二十六日
SHR集團51%股權的市值(以美元計)		
		企業價值／
選定估值指標		EBITDA
已採用倍數(約整至2位小數)	平均值	11.60倍
SHR, LLC的年化EBITDA (附註1)		<u>815,582</u>
SHR, LLC按可銷售非控股基準計算的企業價值		9,460,751
減：SHR, LLC項下的計息外部債務		(5,648,815)
加：SHR, LLC項下單獨的超額現金及現金等價物		2,046
加：其他全資附屬公司項下的資產淨值(附註2)		<u>937,895</u>
SHR集團按可銷售非控股基準計算的股權價值		4,751,877
加：控制權溢價(附註3)	39.0%	<u>1,853,232</u>
SHR集團按可銷售控股基準計算的股權價值		6,605,109
減：缺乏市場流通性折扣(附註4)	9.0%	<u>(594,460)</u>
SHR集團於缺乏市場流通性折扣後		
按控股基準計算的股權		6,010,649
SHR集團51%股權的市值	51.0%	3,065,431

附註1: 基於SHR LLC於截至二零一九年六月三十日止最近期6個月產生的EBITDA 407,791美元計算。

附註2: 其他全資附屬公司包括Sceptre Hospitality Resources, Pte Ltd (新加坡)、Sceptre Hospitality Resources Europe, S.L. (歐洲)、Kootae Labs, S.L. (歐洲)及Cross-Tinental S.L. (歐洲)，均由SHR集團直接或間接擁有100%股權。

附註3: 採用39.0%控制權溢價的基準將於下文第12節－控制權溢價進行討論。

附註4: 採用9.0%缺乏市場流通性折扣的基準將於下文第13節－缺乏市場流通性折扣進行討論。

12. 控制權溢價

與非控制權益相比，控制權溢價是控制權益附帶的附加價值。附加價值反映了控制權益持有人唯一可利用的經濟潛力。控制權溢價可通過觀察在證券交易所上市的少數股份的交易價與同一公司的已公佈交易價之間的價差憑經驗確定。每股價差（即收購價與上市股份交易價的差異）反映了買家為控制經濟實體而願意支付的溢價。

經參考自二零一九年《Mergerstat Review》摘錄的技術服務領域的5年平均收購溢價，吾等已採納39%的控制權溢價。

吾等已通過衡量控制SHR集團的潛在利益，檢討上述39.0%控制權溢價的合理性。SHR集團於二零一七財年、二零一八財年及截至二零一九年六月三十日止六個月的收益增長率分別為14.6%、23.0%及35.9%。該等歷史增長率為同期10家指引公開買賣可資比較公司的較高水平。假設SHR集團的高增長可合理地維持並延續至不久的將來，控股權益的內在價值應按遠高於吾等按非控股基準在SHR集團的權益價值推算時所採用的11.60倍的平均倍數進行估值。39.0%的控制權溢價可有效地捕捉此內在價值，透過有效的管理將歷史高增長維持至未來。

6個有效觀察的歷史收益增長

#	公司名稱	二零一六/ 一七財年增長	二零一七/ 一八財年增長	二零一八/ 一九財年增長	3年複合年 增長率%
1	AGILYSYS INC		(不採用)		
2	NCR CORPORATION	2.7%	(0.4%)	(1.7%)	0.2%
3	PEGASYSTEMS INC		(不採用)		
4	PFSWEB INC	16.1%	(2.3%)	(0.2%)	4.2%
5	SABRE CORP	13.9%	6.7%	7.5%	9.3%
6	AMADEUS IT GROUP SA	14.3%	3.7%	6.4%	8.0%
7	EAGLE EYE SOLUTIONS GROUP PL		(不採用)		
8	中國民航信息網絡股份有限公司-H	13.7%	8.2%	11.0%	10.9%
9	ALLIANCE DATA SYSTEMS CORP	10.8%	8.1%	0.9%	6.6%
10	MONEYONMOBILE INC		(不採用)		
	上四分位數	14.2%	7.8%	7.2%	9.0%
	中位數	13.8%	5.2%	3.7%	7.3%
	下四分位數	11.6%	0.6%	0.1%	4.8%

13. 缺乏市場流通性折扣

缺乏市場流通性折扣（「DLOM」）是一種反映證券未公開發行或在特定時期內受法律限制出售情況下定價劣勢的調整。具市場流通性的證券比不具市場流通性的證券具有更高的價值，因為普通認為具有市場流通性的證券可進行買賣並可在較短的時間內出售予下一個潛在買方。例如，公開交易的證券幾乎可即時進行買賣，而私人公司的股份可能需要大量的時間才能確定潛在買家及完成交易。

吾等採用Black-Scholes期權定價模型得出DLOM。主要假設概述如下：

- 歷史波動率為33.61%，即指引公開買賣可資比較公司的中位數。
- 無風險利率為2.11%，即美國通用政府6個月債券的收益率。
- 成熟時間為0.5年，即成熟的美國公司上市的常見時間。

因此，DLOM被釐定為9.0%。

14. 敏感度分析

吾等對根據收入法及市場法得出的估值結論進行了兩組敏感度分析。

根據收入法，吾等將加權平均資本成本及最終增長率確定為進一步敏感度分析的兩個主要輸入數據。市值對兩個主要輸入數據的敏感度分析如下：

SHR集團51%股權的市值 (以美元計)	最終增長率				
	1.2%	1.7%	2.2%	2.7%	3.2%
15.00%	3,258,894	3,434,654	3,624,145	3,829,043	4,051,304
15.50%	3,022,843	3,184,189	3,357,666	3,544,695	3,746,931
加權平均資本成本 16.00%	2,802,985	2,951,483	3,110,742	3,281,975	3,466,586
16.50%	2,597,730	2,734,734	2,881,320	3,038,527	3,207,555
17.00%	2,405,687	2,532,374	2,667,622	2,812,327	2,967,519

根據市場法，吾等將控制權溢價及EBITDA倍數確定為進一步敏感度分析的兩個主要輸入數據。市值對兩個主要輸入數據的敏感度分析如下。

SHR集團51%股權的市值 (以美元計)	EBITDA倍數					
	10.6倍	11.1倍	11.6倍	12.1倍	12.6倍	
29.00%	2,356,617	2,600,757	2,844,897	3,089,037	3,333,177	
34.00%	2,447,958	2,701,561	2,955,164	3,208,767	3,462,369	
控制權溢價	39.00%	2,539,300	2,802,366	3,065,431	3,328,497	3,591,562
	44.00%	2,630,642	2,903,170	3,175,699	3,448,227	3,720,755
	49.00%	2,721,984	3,003,975	3,285,966	3,567,957	3,849,948

15. 限制條件聲明

- 吾等對法律事宜(包括但不限於法律或所有權事項)並不承擔責任。假設所有標的業務資產的所有權狀況良好且可銷售。
- 除另有說明外，業務權益及標的業務資產乃於不受任何留置權或產權負擔所限情況下進行估值。概無假設存在有關標的業務資產或其所有權的隱含或明示條件。
- 客戶及其他各方提供的一切資料被視為準確。然而，吾等概不保證其準確性。
- 除本報告另有說明外，吾等假設已符合適用當地法律及法規。
- 在並無相反聲明情況下，吾等已假設並無存在可能對標的業務或其資產構成影響的危險性條件或資料。然而，吾等並不符合資格確定是否不存在該等條件或資料，亦不對發現有關條件或資料承擔責任。
- 本報告或未能全面披露達致估值結論所使用的所有資料來源、討論及業務估值方法。吾等已就與本報告相關的證明資料存檔。
- 報告中呈列的估值分析及估計結論僅供是次委聘用途，不得基於任何其他理由、任何其他情況或由任何其他人士使用，惟接收本報告的客戶除外。
- 本報告所述估值意見並無約定吾等就標的業務資產、物業或業務權益出席聆訊，惟先前作出的有關安排除外。

- 擁有本報告並不表示允許刊發本報告或當中任何部分。未經吾等事先書面同意及批准，本報告任何部分不得以廣告、新聞稿、銷售及推廣或任何其他媒體形式用於公眾溝通。
- 本報告僅於其指定日期有效。

16. 估值結論

方程評估有限公司獲中國天元醫療集團有限公司委聘釐定SHR集團51%股權於二零一九年六月二十六日的市值。基於吾等對SHR集團了解、管理層所提供的其歷史及預測財務報表，吾等的估值結論如下：

估值標的	SHR集團51%股權的市值
收入法結論	3,110,742美元
市場法結論	3,065,431美元
估值結論 (附註1)	3,088,000美元

附註1：吾等的結論乃根據兩種公認的方法所得平均值得出，並四捨五入至最接近的千美元。

吾等的估值結論已遵循《國際估值準則》(二零一七年)訂明的市值定義，前提是估值標的得到最大限度且最佳的使用。

吾等的估值結論乃根據公認的估值程序及慣例編製。吾等大量使用假設及參考。該等假設及參考無法明確量化或確定。

吾等謹此確認，方程評估、其董事、僱員及委聘團隊於SHR集團及貴公司中並無持有任何權益。接納本評估報告，即表示貴公司同意受吾等的一般服務條件約束。

此致

中國天元醫療集團有限公司
董事會 台照
香港灣仔港灣道30號
新鴻基中心
11樓1120室

代表
方程評估有限公司
謹啟

二零一九年十二月十七日

本估值報告由下列委聘團隊編製及分析：

王少劭，CPA, CFA, FRM, MFin，方程評估董事
呂源基，CFA, FRM，方程評估高級經理

17. 團隊履歷

王少劼，*CPA, CFA, FRM, MFin* (投資管理)

王先生自二零一零年以來一直為企業客戶提供專業估值、策略及轉讓定價服務。於投身企業估值行業前，彼效力於其中一間四大會計師事務所。彼諮詢經驗包括為私人資本投資基金、上市及私人公司及國有企業就財務報告、組合估值、國際財務報告準則第9號合規、首次公開發售、交易、策略性重組、籌集資金、訴訟及稅項合規提供廣泛估值服務。

彼亦參與多個跨國集團及國有企業的大型項目，在這些項目中，彼參與客戶亞太及全球戰略的財務、估值及轉讓定價方面的規劃及建模。彼の業務範圍主要涵蓋科技及社會媒體、清潔能源、財務服務、消費者及工業、公共設施及基礎建設、林業及農業以及礦業。王先生已獲授國際商學榮譽學會的終身會員。

呂源基，*CFA, FRM*

呂先生持有大學計量金融及風險管理科學理學士學位，自二零一三年起任職於專業估值行業。畢業後，呂先生曾為私人及上市公司就財務報告、首次公開發售、併購及融資進行業務估值。服務範圍包括業務估值、無形資產估值及金融工具估值。

他曾參與多項具有代表性的項目，如中國金屬礦開採及加工、美國及加拿大石油及天然氣開採、新加坡物流樞紐、巴西集裝箱港口及英國家用清潔產品的估值。彼為香港及中國私募基金提供估值諮詢服務，內容有關用作估值控制及財務申報目的(包括遵守國際財務報告準則第9號)之普通合夥人權益及投資組合的市值評估。投資組合包括中國的著名互聯網及技術公司。

A. 責任聲明

本通函載有遵守上市規則提供的資料，旨在提供有關本公司的資料。董事願就本通函共同及個別承擔全部責任，並在作出一切合理查詢後，確認就彼等所知及所信，本通函所載資料在所有重大方面均屬準確完整及無誤導及欺詐成分，亦無遺漏任何其他事項，致令本通函或當中所載任何陳述產生誤導。

B. 權益披露

(a) 董事及最高行政人員於股份的權益

於最後實際可行日期，本公司董事及最高行政人員於本公司或其任何相聯法團（定義見證券及期貨條例第XV部）的股份或相關股份中擁有根據證券及期貨條例第XV部第7及第8分部須知會本公司及聯交所的權益或淡倉（包括根據證券及期貨條例有關條文彼等被當作或視為擁有的權益及淡倉），或根據證券及期貨條例第352條須記入所規定存置的登記冊，或根據標準守則須知會本公司及聯交所的權益或淡倉如下：

董事名稱	身份／權益性質	獎勵股份數目	所持本公司 股份百分比
蔣玉林	實益擁有人／ 實益權益	30,290,000股 普通股(附註)	7.59%

附註：董事會於二零一六年十二月九日議決向董事會主席兼執行董事蔣玉林先生獎勵合共37,862,500股股份。上述蔣玉林先生的獎勵已於二零一八年三月二十九日舉行的股東特別大會上獲批准。分六批向蔣玉林先生發行及配發股份（惟須滿足本公司截至二零一八年十二月三十一日止年度年報第25至26頁所討論的歸屬條件），首個歸屬日期為二零一八年九月三十日及第二個歸屬日期為二零一九年三月三十一日。鑑於第一批及第二批獎勵的歸屬條件尚未滿足，故第一批及第二批獎勵尚未發行及配發予蔣玉林先生，並已沒收及失效。

除本通函所披露者外，於最後實際可行日期，概無本公司董事、監事及最高行政人員或彼等的聯繫人於本公司或其任何相聯法團（定義見證券及期貨條例第XV部）的股份或相關股份中擁有根據證券及期貨條例第XV部第7及第8分部須知會本公司及聯交所的權益或淡倉（包括根據證券及期貨條例有關條文彼等被當作或視為擁有的權益及淡

倉)，或根據證券及期貨條例第352條須記入所規定存置的登記冊，或根據標準守則須知會本公司及聯交所的權益或淡倉。

(b) 主要股東於股份的權益

於最後實際可行日期，據本公司董事或最高行政人員所知，以下人士（本公司董事及最高行政人員除外）於本公司股份或相關股份中擁有根據證券及期貨條例第XV部第2及第3分部條文須向本公司及聯交所披露的權益或淡倉，或直接或間接擁有附帶權利可在任何情況下於本公司任何其他成員公司（如有）股東大會上投票的已發行股份總數10%或以上的權益，或擁有有關股份的任何購股權：

董事名稱	身份／權益性質	所持股份數目	所持本公司股份百分比
信誠證券有限公司	對股份持有保證 權益的人	249,539,294	62.54%
東菊鳳 (附註)	配偶權益／家族權益	266,069,294	66.69%
賈天將 (附註)	於受控制法團的 權益／企業權益	266,069,294	66.69%
天元錳業有限 公司(前稱 中國天元錳業 有限公司) (附註)	實益擁有人／ 實益權益	249,539,294	62.54%
	對股份持有保證 權益的人	16,530,000	4.14%
寧夏天元錳業 有限公司 (附註)	於受控制法團的 權益／企業權益	266,069,294	66.69%

附註：天元錳業有限公司（前稱中國天元錳業有限公司）為寧夏天元錳業有限公司（由賈天將先生控制的企業）的全資附屬公司。根據證券及期貨條例，寧夏天元錳業有限公司、賈天將先生及其配偶東菊鳳女士被當作於天元錳業有限公司（前稱中國天元錳業有限公司）擁有權益的本公司266,069,294股股份中擁有權益。

除上述者外，於最後實際可行日期，據董事所知，概無人士於本公司的股份或相關股份中擁有根據證券及期貨條例第XV部第2及第3分部條文須向本公司及聯交所披露的權益或淡倉，或直接或間接擁有附帶權利可在任何情況下於本公司任何其他成員公司（如有）股東大會上投票的已發行股份總數10%或以上的權益，或擁有有關股份的任何購股權。

C. 服務合約

概無董事與本集團任何成員公司訂有或擬訂立任何服務合約，惟於一(1)年內屆滿或僱主可於一(1)年內免付補償(法定補償除外)而終止的服務合約除外。

D. 競爭權益

董事或彼等各自的聯繫人概無於與本集團業務構成或可能構成直接或間接競爭的業務擁有任何權益。

E. 董事的其他權益

自二零一八年十二月三十一日(即本集團編製最近期刊發的經審核財務報表的結算日期)起，概無董事或候任董事於本集團任何成員公司所購入、出售或租賃或擬購入、出售或租賃的任何資產中擁有或曾經擁有任何直接或間接權益。

此外，概無董事在本集團任何成員公司所訂立且於最後實際可行日期仍生效，且對本集團整體業務有重大影響的任何合約或安排中，擁有重大權益。

F. 訴訟

於最後實際可行日期，本公司或本集團任何成員公司概無牽涉任何重大訴訟、仲裁或索償，而據董事所知，本集團任何成員公司並無尚未了結或面臨威脅。或針對本集團任何成員公司的重大訴訟、仲裁或索償。

G. 重大合約

於緊接最後實際可行日期前兩年內，以下合約（並非由本公司或其任何附屬公司在進行或擬進行日常業務過程中訂立的合約）已由本集團訂立且屬重大或可能屬重大：

- (i) 由本公司間接附屬公司SWAN Carolina Investor, LLC及Whiteboard Investments LLC（作為賣方）與Atma Hotel Group Inc.（作為買方）訂立的日期為二零一九年四月二日的買賣協議，據此，SWAN Carolina Investor及Whiteboard Investments LLC已同意向Atma Hotel Group Inc.出售Sheraton Chapel Hill Hotel的若干資產。本集團應收的總代價為約4,625,000美元；及
- (ii) 買賣協議；及
- (iii) 本公司（作為貸款人）、領龍有限公司（作為借款人）、李明先生及張士宏先生（作為擔保人）就按補充契據訂明延長償還日期（二零一九年十一月十二日）至經延長償還日期（二零二零年二月十二日）及修訂日期為二零一八年十一月十二日的新融資協議的若干條款及條件訂立日期為二零一九年十一月十二日的補充契據。

H. 一般事項

本公司的註冊辦事處位於Maples and Calder, P.O. Box 309, Grand Cayman, Cayman Islands, British West Indies，而本公司的香港主要辦事處位於香港灣仔港灣道30號新鴻基中心11樓1120至1126室。

本公司香港股份過戶登記分處為香港中央證券登記有限公司，地址為香港皇后大道東183號合和中心17樓1712至1716室。

本公司之公司秘書為周偉雄先生，彼為香港會計師公會會員。

本通函之中、英文版如有任何歧異，概以英文本為準。

I. 備查文件

下列文件的副本由本通函日期起計14日(包括該日)的期間內一般辦公時間內，在本公司於香港主要營業地點(地址為香港灣仔港灣道30號新鴻基中心11樓1120至1126室)可供查閱：

- (i) 本公司組織章程大綱及細則；
- (ii) 由本公司間接附屬公司SWAN Carolina Investor, LLC及Whiteboard Investments LLC(作為賣方)與Atma Hotel Group Inc.(作為買方)訂立的日期為二零一九年四月二日的買賣協議，據此，SWAN Carolina Investor及Whiteboard Investments LLC已同意向Atma Hotel Group Inc.出售Sheraton Chapel Hill Hotel的若干資產；
- (iii) 本公司截至二零一八年十二月三十一日止三個年度的年報；
- (iv) 本公司截至二零一九年六月三十日止六個月的中期報告；
- (v) 買賣協議的副本；
- (vi) 獨立核數師報告，其全文載於本通函附錄二；
- (vii) 方程評估有限公司發出有關SHR集團51%股權的市值的估值報告，其全文載於本通函附錄四；
- (viii) 本公司(作為貸款人)、領龍有限公司(作為借款人)、李明先生及張士宏先生(作為擔保人)就按補充契據訂明延長償還日期(二零一九年十一月十二日)至經延長償還日期(二零二零年二月十二日)及修訂日期為二零一八年十一月十二日的新融資協議的若干條款及條件訂立日期為二零一九年十一月十二日的補充契據；及
- (ix) 本通函。