

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公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



China Cinda Asset Management Co., Ltd.

中國信達資產管理股份有限公司

(在中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：01359)

公告 未上市類債轉股資產之計算價值

茲提述中國信達資產管理股份有限公司(「本公司」)於2013年11月28日刊發的招股書(「招股書」)。除另有指明外，招股書已界定詞語與本通告具有相同涵義。

如招股書中所披露，本公司會在合理情況下盡力每年披露可供出售非上市股權投資計算結果的有用資料。本公告列載獨立估值專家美國評值有限公司就招股書附錄三的計算價值報告內按2013年6月30日之賬面價值排名之前20大未上市類債轉股資產(「未上市類債轉股資產」)於2014年12月31日之計算價值而編製的函件全文。截至2014年12月31日，本公司應佔未上市類債轉股資產股權總計算價值區間中位值為人民幣416億元，詳情請見附件的函件全文。

本公告所載計算價值並非根據國際財務報告準則評估的公允價值，因此該計算價值不應過度倚賴。

承董事會命
中國信達資產管理股份有限公司
侯建杭
董事長

中國，北京
2015年7月21日

於本公告日期，本公司董事會成員包括執行董事侯建杭先生及臧景范先生；非執行董事李洪輝先生、宋立忠先生、肖玉萍女士、袁弘女士及盧聖亮先生；獨立非執行董事李錫奎先生、邱東先生、張祖同先生及許定波先生。

以下為貴公司獨立估值專家美國評值有限公司就按 2013 年 6 月 30 日之帳面價值排名之前 19 大未上市類債轉股資產於 2014 年 12 月 31 日的計算價值只供作為公司披露用途而編制的函件全文。根據我們所知，我們並無理由認為本節資訊在任何重大方面存在錯誤或誤導，或遺漏任何事實致使該等資訊於任何重大方面存在錯誤或誤導。貴公司，我們各自的董事、高級職員或代表並無單獨核實資訊，亦無就資訊是否準確發表任何聲明。本節所載計算價值並非根據國際財務報告準則評估的公允價值。非上市債轉股企業股權的計算價值並非依據國際財務報告準則做出的公允價值，因此任何獨立第三方不應過度倚賴該計算價值。

報告

計算價值報告 GS13/0512

應占 19 家投資組合公司之股權值計算分析

計算價值基準日：2014 年 12 月 31 日

客戶：中國信達資產管理股份有限公司

敬啟者：

應占 19 家投資組合公司之股權值計算分析

根據中國信達資產管理股份有限公司（「貴公司」）與美國評值中國有限公司（「美國評值」）於 2013 年 8 月 21 日訂立之委聘協定及後續服務確認函（「委聘協定」）之條款、條件及目的，吾等已履行若干計算程式（「計算分析」）以推算於 2014 年 12 月 31 日（「計量日」）所持 19 家投資組合公司（「投資組合公司」）之非控股股權的價值。

此計算委聘工作按美國註冊會計師協會(American Institute of Certified Public Accountants)發佈之評估服務標準 1 號聲明(Statement on Standards for Valuation Services No. 1)進行。此計算分析依據本函件「工作範圍及主要假設」一節所載協定程式、途徑及方法而進行。

計算委聘工作不包括估值委聘工作所要求的全部程序。基於貴公司所持有的未上市可供出售股權投資屬非控股股權，並無參與相關公司的管理及營運，故目前無法取得該等公司的預測，亦無法獲該等公司同意披露預測以採用收入法。因此，貴公司與吾等同意採用市場法計算未上市可供出售股權投資公司的價值。此計算工作並不包括按收入法進行估值委聘工作所需的相關程式，例如審閱財務預測和預期的資料、隨時與管理層接觸和查閱投資組合公司的資料，以及計算現金流現值分析所需的折現率。倘進行估值委聘工作，與估值委聘工作所得出的結果或會不同。所持投資組合公司股權的計算價值受多項假設的影響。倘有關假設或事實出現變化，吾等的計算價值結果或會不同。

取得吾等同意後，貴公司可根據香港聯合交易所有限公司（「聯交所」）證券上市規則（「上市規則」）向聯交所披露本函件。

本函件載列所計算之股權投資、工作範圍、計算價值基準、主要輸入參數及假設、所使用之計算方法，以及呈列吾等之計算價值結論。本函件載列之討論深度視貴公司之特定需求而定，作為下文所述之擬定用途。該等事宜之支援文件已在吾等之工作文件內和貴公司存案。任何第三方均無權依賴本函件，任何第三方接獲或持有本函件亦不直接或間接表明第三方實益權利。

計算分析目的

遵照貴公司的指示及批准，及根據委聘協定的規定，由於並無投資組合公司的前瞻性資訊、礦產儲量及資源的最新獨立技術評估（「技術報告」）與其他重要資訊，吾等計算貴公司應占投資組合公司非控股股權之價值時，依賴 貴公司及投資組合公司所提供營運及財務資訊的準確性。

此計算分析的擬定用途為協助 貴公司遵守上市規則及履行自願披露責任。吾等之計算分析結果不應視作公允意見或投資建議。除擬定用途外，吾等之報告不應用作其他用途，亦不應被第三方使用。第三方應自行調查及獨立評估財務預測及相關假設。

計算價值的標準及定義

計算分析結果呈列為計算價值。按美國註冊會計師協會發佈之評估服務準則第 1 號所界定，計算價值即「應用與委託人協定之計算程式，再基於該等程式就價值或價值範圍作出專業判斷，從而得出的企業、企業擁有權、抵押品或無形資產之估計價值」。

計算分析該投資組合公司之股權值時，吾等採用 貴公司及投資組合公司的管理層（「管理層」）提供的資訊、公開市場資料及符合投資界慣例之其他合理假設。美國評值未被要求亦不會就管理層所提供之營運及財務資訊是否相對合理、準確或適當性提供任何意見、分析或考慮。吾等並未以執業會計師之身份審核、審閱或編制財務資訊。吾等的工作不能作為查明錯誤、違規或非法行為之依據。

管理層已審閱吾等計算分析所用的相關資訊，表示就彼等所知及所信，有關資訊並無重大事實的失實陳述，亦無遺漏澄清可引致本函件所載陳述（在作出陳述當時的情況下）不具誤導成分的必要重大事實。

投資組合公司業務企業之計算價值代表持續業務之所有有形資產（樓宇、機器及設備）、長期投資、營運資金淨額及無形資產之總和。換言之，業務企業價值相當於業務之已投資資本，即股東權益、股東貸款、計息債項及少數股東權益之價值總和。股權價值按業務企業價值減計息淨債項再減少數股東權益計算。

目標股權投資概況

美國評值按指示對投資組合公司（即 2014 年 12 月 31 日）貴公司的 19 大投資。此計算分析所涉投資組合公司、貴公司於計量日所持彼等股權百分比及彼等的主要業務活動概述如下：

編號	投資組合公司名稱	本公司於 計量日所 持股權 百分比	主要業務活動
1	神華准格爾能源有限責任公司	42.24%	煤炭生產及發電
2	大同煤礦集團有限責任公司	30.12%	煤炭生產及發電
3	淮南礦業（集團）有限責任公司	24.84%	煤炭生產及發電
4	西山煤電（集團）有限責任公司	35.47%	煤炭生產及發電
5	陽泉煤業（集團）有限責任公司	42.18%	煤炭生產及發電
6	甕福（集團）有限責任公司	47.16%	磷複肥銷售與生產
7	山西晉城無煙煤礦業集團有限責任公司	16.45%	煤炭生產及發電
8	鐵法煤業（集團）有限責任公司	30.46%	煤炭生產及發電
9	霍州煤電集團有限責任公司	36.97%	煤炭生產及發電
10	山西汾西礦業（集團）有限責任公司	36.02%	煤炭生產及發電
11	中國中材股份有限公司	8.96%	水泥技術裝備與工程服 務、水泥銷售與生產
12	山東中興能源有限責任公司	20.74%	煤炭生產及發電
13	寧夏寧東鐵路股份有限公司	25.90%	鐵路建設與管理
14	白銀有色集團股份有限公司	5.97%	有色金屬銷售與生產
15	寧夏靈信煤業有限責任公司	52.46%	煤炭生產及發電
16	天津鋼管集團股份有限公司	6.11%	鋼管銷售與生產
17	中國核工業建設股份有限公司	14.85%	核電站設計與建設
18	貴州水城礦業股份有限公司	20.23%	煤炭生產及發電
19	淮北礦業股份有限公司	6.79%	煤炭生產及發電

經濟前景

業務或業務權益的恰當評估必須考慮國家當前及未來的經濟狀況。評估國家整體經濟狀況所審查的主要變數包括本地生產總值、匯率及通脹率的當前水準及變動。總覽中國國民經濟對預計前景至關重要。以下經濟討論摘自 2014 年 12 月經濟學人智庫(Economic Intelligence Unit)「最新國家視野(Country View Update)」。

經濟增長

基於將11月份的降息視為貨幣政策的調整而非轉為寬鬆的貨幣政策的前提下，經濟學人智庫對經濟增長的預期保持不變。2015年的實際GDP預計將從今年預計的7.3%降至7%。截止2019年經濟增速將緩慢降至5.5%。預期的經濟緩慢增長是結構性調整的表現而不是週期性的轉換。

通貨膨脹：

儘管通貨緊縮壓力上升，經濟學人智庫仍預計從 2015 到 2019 年的 CPI 為 2.9%。2014 年的全球油價下跌將在未來五年對物價起到遏制作用，同時伴隨著供應方獲利，比如在運輸型交通物流之行業會有改善。然而，內需增長的加速和國內價格改革將會產生通貨膨脹壓力，確保 CPI 增長。

匯率：

經濟學人智庫預計人民幣在 2015 年到 2017 年兌美元將緩慢升值，2018 年到 2019 年由於中國外部因素影響的減弱，人民幣將貶值。中國的財政機關仍長期致力於減少對匯率的干預，這也與經濟再平衡和人民幣國際化等政策目標相一致。

行業概覽

中國煤炭生產和發電行業

以下行業討論摘錄自市場線上 2015 年 3 月和 2014 年 7 月出版的「中國煤炭」及「中國發電」行業報告。

2014 年中國煤炭市場總收入為 3,896 億美金, 代表 2010 年至 2014 年間之收入複合年增長率為 8%。2010 年至 2014 年市場消費量的複合年增長率為 3.7%, 且在 2014 年達到總量為 4,265.6 百萬短噸。市場的總量預計在 2019 年底達到 4,679.8 百萬短噸, 代表其 2014 年至 2019 年的複合年增長率為 1.9%。從 2014 年到 2019 年, 預計市場整體將以複合年增長率 5.3% 的速度緩慢增長, 且將在 2019 年底達到市場總值為 5,041 億美金。

中國能源需求巨大, 因此中國擁有世界最大發電規模, 根據 2013 年的統計, 規模已經超過了美國並且是排名第三位日本的四倍。展望 2018 年, 發電量及市場規模仍預期有較強的增長。中國煤炭市場已經經歷了強勁的增長。2013 年中國發電行業總收入達到 3,751 億美元, 代表 2009 至 2013 年的複合增長率為 16.6%。2013 年供行業電量達到 4,752.5 萬億瓦時, 代表 2009 至 2013 年的複合增長率為 8.4%。預計 2013 年至 2018 年的行業電量複合增長率為 5.5%, 使得 2018 年的用電量預計達到 6,212.1 萬億瓦時。

2013 年中國發電行業中傳統化石燃料發電占比最高, 達到 3,950.3 萬億瓦時, 等同於總量的 83.1%。與之對比, 同期新能源發電達到 676.4 萬億瓦時, 等同於總量的 14.2%。整個行業預計未來五年的複合增長率為 11.9%, 到 2018 年行業規模到達 6,584 億美元。

中國磷複肥和化肥行業

以下行業討論摘錄自市場線上 2014 年 10 月出版的「中國化肥市場」行業報告。

過去幾年裡中國肥料市場整體經歷了輕微的緊縮，然而成交量一直在適當擴大。2013 年成交量下降伴隨著巨大的價格下降，致使市場總值大幅收縮。市場總值在 2018 年預計以適度速度增長，然而成交量預計以緩慢速度增長。

由於國際化肥市場上兩個同業聯盟解體和北美天然氣價格下降，導致 2013 年全球肥料價格下跌。另外，由於中國國內供大於求，已經出現常能過剩，致使價格的進一步下降。儘管交易量增加，價格下降仍導致整體市場價值的下降。

2013 年中國肥料市場總收入為 95,639.1 百萬美元，2009 年至 2013 年的複合年增長率變化為-0.2%。2009 年至 2013 年間，市場消費量以 1.3%的複合年增長率增加，在 2013 年達到 68,685.7 百萬噸的總量。市場總量在 2013 年至 2018 年預計以 1.3%的複合年增長率增長，且在 2018 年底增長至 73,305.8 百萬噸。

2013 年裡，氮肥是利潤最大的市場，總收入為 55,601.4 百萬美元，相當於整個市場價值的 58.1%。2013 年磷肥(P₂O₅)市場收入為 28,249 百萬美元，相當於整個市場價值的 29.5%。預計 2013 年至 2018 年市場將以複合年增長率 2.1%的速度加速增長，且在 2018 年底達到 106,304.2 百萬美金的市場價值。

中國建築材料工業

以下行業討論摘錄自市場線上 2014 年 11 月出版的「中國建築材料市場」行業報告。

近幾年來中國建材市場整體保持著兩位數的增長率。從目前為止至 2019 年的預測期間市場都將預計以很強勁的速度增長。

中國當前的五年計劃，截止 2015 年，計畫包括建造 25,000 千米長的鐵路和 390,000 千米長的公路和 50 個飛機場。

中國建材市場預計在 2014 年創造總收入 415,453.3 百萬美元，代表著 2010 年至 2014 年期間的複合年增長率為 10%。建材市場在很大一定程度上依賴建築行業，中國建築行業在 2013 年市場價值約為 2.3 萬億美元。

2014 年裡，水泥市場預計為利潤最大的市場，總收入為 163,444.5 百萬美元，相當於市場總值的 39.3%。沙子、礫石和其他市場 2014 年的總收入為 148,513.9 百萬美元，相當於市場總值的 35.7%。

2014 年到 2019 年的預測期間，預計整體市場的增長速度將減緩，以複合年增長率 8.8% 的速度增長，且將在 2019 年底達到市場總值為 633,990.5 百萬美金。

中國公路鐵路行業

以下行業討論摘錄自市場線上 2015 年 1 月出版的「中國鐵路」行業報告。

2014 年內，由於中國政府對鐵路建設的持續投資使得中國鐵路市場平穩增長，鐵路市場預計在預測期內（截止 2019 年）加速擴張。

中國鐵路市場 2014 年總收入為 578 億美元，2010 至 2014 年複合年增長率為 6.5%。2014 年內，鐵路貨運市場是利潤最大的市場，總收入為 298 億美元相當於市場總值的 51.4%。客運鐵路 2014 年的總收入為 281 億美元，相當於是市場總值的 48.6%。

2014 年到 2019 年的預測期間，市場預計以複合年增長率 8.4% 的速度加速增長，且將在 2019 年底達到市場總值為 864 億美金。

中國有色金屬工業

以下行業討論摘錄自中國有色金屬公司 2014 年年報。

二零一四年中國有色金屬發展：根據中國工業和資訊化部（「工信部」）所發表文章，中國十大有色金屬（包括鉛及鋅）本年度之出產量攀升至約 44,170,000 噸，產出率較上個年度增加約 9.6%。鉛產出量下跌約 5.6%至 4,220,000 噸，但鋅產出量則攀升約 10%至 5,830,000 噸。與去年相比，中國有色行業的總盈利能力減少約 0.1%至約人民幣 2,053 億元。

中國有色金屬之供應乃受第十二個五年規劃下之工業重組及技術水準提升所影響。面對產能過剩之困境，尤其是有色金屬行業，此規劃旨在減少落後產能及專注於環境保護，以加速中國有色金屬行業之發展。於二零一四年度，中國工信部大幅提高其減少產能過剩之目標，包括減少鉛冶煉廠產能 115,000 噸，而湖南省亦宣佈其計畫，以減少銅及鉛落後產能至少 300,000 噸，加上嚴格限制進入高耗能高污染行業。此等措施將予以加強及繼續，原因為工信部已宣佈，籌備工作已啟動，以便為接下來的第十三個五年規劃之推出鋪路。

此外，工信部已發佈首批及第二批於二零一三年七月及二零一四年八月關閉之產能過時企業之名單。根據第二批名單，該等被點名企業之生產線及設備（包括鉛供應商）須完全拆除。預期減少過時產能將有利於供需關係之改善以及中國有色金屬行業之競爭環境。

根據第十二個五年規劃，中國竭力透過加速工業化、鼓勵內部消費及發展新興行業維持經濟穩定增長。此導致於近幾年，中國乃全球最大鉛及鋅生產及使用國。然而，儘管於本年度表現穩定，惟中國經濟正面對多種國內及國際挑戰。為解決此等問題，預期中央政府將繼續執行穩定宏觀經濟政策及採納靈活微觀經濟政策。儘管減少落後產能措施於短期內不可避免影響鋅及鉛之供應，惟預期第十二個五年規劃所設定之目標將進一步提高開採及加工技術水準之發展，以符合國際標準。從長遠看，此舉將有利於有色金屬之使用，並為有色金屬行業之穩定發展創造良好氛圍。

中國鋼管業

以下行業討論摘錄自勝利油氣管道控股有限公司 2014 年年報。

在二零一四年十一月十九日，國務院辦公廳下發了能源發展戰略行動計畫（二零一四年-二零二零年）通知指出，從現在到二零二零年，是中國全面建成小康社會的關鍵時期，是能源發軔轉型的重要戰略機遇期。為貫徹落實黨的十八大精神，推動能源生產和消費革命，打造中國能源升級版，必須加強全域謀劃，明確今後一段時期中國能源發展的總體方略和行動綱領，推動能源創新發展、安全發展、科學發展，特制定本行動計畫。按照西氣東輸、北氣南下、海氣登陸的供氣格局，加快天然氣管道及儲氣設施建設，形成進口通道、主要生產區和消費區相連接的全國天然氣主幹管網。

目前包括俄羅斯及中亞、中東、非洲和拉美地區在內的諸多油氣生產國正在加快產能建設及外輸通道建設。中國和印度等能源消費大國也在持續推進油氣骨幹管網和配套液化天然氣、油氣儲備庫的建設，世界油氣儲運設施和油氣田地面工程建設行業處於上升週期。預計到二零二零年，中國長輸油氣管道總里程將達到 16 萬公里。

二零一四年，中國天然氣市場供需保持緊平衡，天然氣表觀消費量為 1,800 億立方米，同比增長 7.4%，其中進口天然氣 580 億立方米，對外依存度達 32.2%。與此同時，二零一四年建成國家投產管道長度達到 8.3 萬公里，新增管道長度 5,013 公里，主要投產的管道包括西氣東輸三線西段、中貴聯絡線隴南支線、中緬天然氣管道支線等。

二零一四年，中石油和俄羅斯天然氣公司簽署了《中俄東線供氣購銷合同》。雙方商定，從二零一八年起，俄羅斯每年對華供氣 380 億立方米，累計 30 年，總價 4,000 億美元。這一協議一定程度上為因烏克蘭問題被西方制裁的俄羅斯緩解了困局，而對急需資源的中國經濟則提供了新一個天然氣供應來源，而中俄項目也將成為二零一五年國家管道建設的重點專案。

中國核電產業

以下行業討論摘錄自市場線上 2014 年 11 月出版的「中國核能」行業報告。

中國核電行業在 2009 年至 2013 年期間經歷了異常強勁的市場價值和總量的增長，預測表明由於新反應堆的投入使用該行業在 2013 年至 2018 年期間仍將持續強勁增長。

中國核電行業 2013 年總收入為 11,308.1 百萬美金，2009 年至 2013 年期間複合年增長率為 19.8%。2009 年至 2013 年期間的行業產量以複合年增長率 12.5% 的速度增加，在 2013 年達到 105,174.5 GWh。截止到 2018 年底行業總量預計增至 262,696.7 GWh, 2013 年至 2018 年的複合年增長率為 20.1%。

中國大陸投入使用的核電反應堆有 21 個，其中 6 個是在 2009 年至 2013 年期間投入使用，因此此期間產生價值和能源增長。隨著其他 27 個反應堆的建造和其他剛起建發展專案，中國能源行業正迎來核革命。中國正在計畫中的反應堆將是世界上最先進的，同時，隨著政府計畫至 2030 年將容量增加 8 倍，並至 2050 年將容量增加更多。

中國政府對核能使用比重的增加主要源於燃煤工廠造成的空氣污染，世界銀行估算中國由於污染所造成的經濟損失相當於 GDP 的 6%。

中國已經將其發展和建造和反應堆縱向整合，其在反應堆設計，建造和其他燃料迴圈方面能夠自給自足，同時採用和改善西方技術，這種自給自足的能力已經為中國核能增長做出了巨大的貢獻。2013 年到 2018 年的預測期間，市場整體預計以複合年增長率 25.8% 的速度加速增長，且將在 2018 年底達到市場總值為 35,689 百萬美金。

工作範圍及主要假設

考慮到 貴公司所持投資組合公司之非控制性權益，吾等與投資組合公司之管理層之接觸有限。吾等無法獲得投資組合公司之預測財務資料或最新技術報告。在此計算分析該投資組合公司之股權價值時，吾等利用公開資料及該等投資組合公司所編制並由 貴公司提供予吾等之內部財務及營運資料。

吾等對計算分析之協定程式的調查工作包括與管理層討論投資組合公司之歷史、營運、現狀及前景、對若干財務資料之概覽、分析行業及競爭環境、分析可資比較公司／交易，以及審閱過往買賣交易、營運資料及其他相關檔。吾等已參考或審閱下列主要檔及資料：

- 根據中國會計準則所編制截至 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年 12 月 31 日止財政年度之財務報表；
- 已發行境內債券之投資組合公司的境內債券發售披露檔、向公眾發佈之季度財務報表及信用分析；
- 管理層按主要業務單位所編制的過往財務資料及主要收益／銷售成本／營業支出分析；
- 投資組合公司之上市子公司或母公司的年報；
- 投資組合公司擁有的可采儲量及礦產數量；
- 投資組合公司管理層編制的產量資料；
- 於煤炭生產及發電行業之投資組合公司採礦許可證副本；及
- 投資組合公司之類比上市公司的年報。

吾等假設於計算委聘工作中取得之資料以及 貴公司提供予吾等之意見及聲明乃真實準確，並採用該等資料於計算工作中，除本函件明確說明外，並無作獨立核實。基於公開資料及吾等認為來源可靠的有限研究，吾等概無任何理由懷疑任何重要事實遭遺漏，且就吾等所知，並無任何事實或情況致使提供予吾等之資料、意見及聲明失實、不確或產生誤導。于達致吾等之計算價值結果時，吾等已考慮下列主要因素：

- 投資組合公司之發展階段；
- 投資組合公司之過往成本及當前財務狀況；
- 中國經濟前景及影響投資組合公司經營所在行業之特定競爭環境；

- 投資組合公司經營所在行業之法律及監管問題以及與投資組合公司相關的其他特定法律意見；
- 類比公司之交易價格；
- 投資組合公司之風險；及
- 投資組合公司管理團隊之經驗。

由於投資組合公司經營所在地的環境不斷改變，于達致吾等計算價值時須作出多項假設。以下為本計算委聘工作所採用之主要假設：

- 中國之政治、法律及經濟情況預期並無重大變化；
- 投資組合公司經營所在行業之監管環境及市場狀況將根據當前市場預期發展；
- 中國現行稅法將不會有重大變化；
- 投資組合公司將不會受資金之可獲得性限制；
- 匯率及利率之日後變動將不會與當前市場預期有重大差異；及
- 投資組合公司將留聘具有能力之管理人員、主要人員及技術人員，以支持其持續經營。

方法概覽

計算分析業務之股權價值或資產淨值有三種基本方法：成本法、收入法及市場法。

成本法乃按重建或重置財產之成本減實質損耗及功能與經濟陳舊所引致之折舊（倘存在及可計量）而確定價值。當所評估資產缺乏既有次級市場或可獨立識別現金流量予所評估資產時，成本法可能視為顯示該等資產最持續可靠估值之指標。

收入法將所有權之預計定期利益轉換為價值指針。此乃基於一項原則，即知情買家就財產所支付之金額不會高於在相若風險下同一或等值財產預計未來利益（收入）之現時價值。

市場法考慮近期就類似資產所支付之價格，並就所示市價作出調整，以反映所評估資產相對於可資比較市場之狀況及用途。具備既有次級市場之資產可以此方法進行估值。

由於成本法並無反映業務之日後潛在收益，因此視為不適用於本計算委聘工作。由於考慮到 貴公司所持未上市投資組合公司之非控制性權益，吾等與投資組合公司之管理層接觸有限，無法獲得預測財務資料及最新儲備報告，因此吾等並無於本計算分析中使用收入法。吾等於本委聘工作中採用市場法作為主要方法，並使用目標股權投資之過往近期交易價格得出計算價值（如可行）。

按市場法計算分析 19 家投資組合公司之股權價值

市場法：模擬公司法

模擬公司法是市場法中所用的方法之一，此方法分析模擬公司之財務及經營比率以厘定目標財產之價值。此方法亦使用從事與目標財產相同或類似業務之企業的股票市價資料。此等企業之股票于公眾、自由及公開市場（交易所及場外交易）上活躍買賣。

為了描述經挑選之模擬公司、價格倍數範圍、計算分析所用的主要參數及計算價值範圍，吾等根據投資組合公司之主要業務活動將該等公司分成兩組：(1) 13 家從事煤炭生產用作銷售及發電的實體（「13 家煤炭企業」）；及(2) 6 家其他行業實體（「6 家非煤企業」）。

我們將六家非煤企業大致分成三個子組（i）礦物加工及貿易行業；（ii）建築材料行業；及（iii）基礎設施行業，分組披露所選價格倍數，該組企業受相似的宏觀經濟因素和市場力量影響，如非煤材料下游加工技術要求、建築行業週期和政府公共開支。

煤炭生產用作銷售及發電

吾等已基於以下標準識別及挑選從事煤炭生產用作銷售及發電之模擬公司：

- 該等模擬公司之主營業務均為生產煤炭用作銷售及/或發電；
- 該等模擬公司主要在中國營運或其產品主要銷售至中國；
- 該等類比公司之淨資產規模與該投資組合公司相近。

經挑選之模擬公司如下：

模擬公司	彭博代碼		於 2014 年 12 月底 或最近交易日的市 值
中國神華能源股份有限公司	1088 HK	人民幣百萬元	397,044
中國中煤能源股份有限公司	1898 HK	人民幣百萬元	79,310
兗州煤業股份有限公司	1171 HK	人民幣百萬元	49,313
山西潞安環保能源開發股份有限公司	601699 CH	人民幣百萬元	26,555
山西西山煤電股份有限公司	000983 CH	人民幣百萬元	25,903
陽泉煤業（集團）有限責任公司	600348 CH	人民幣百萬元	21,332
冀中能源股份有限公司	000937 CH	人民幣百萬元	22,669
貴州盤江精煤股份有限公司	600395 CH	人民幣百萬元	19,728
大同煤業股份有限公司	601001 CH	人民幣百萬元	14,511
內蒙古霍林河露天煤業股份有限公司	002128 CH	人民幣百萬元	15,249
首鋼福山資源集團有限公司	639 HK	港幣百萬元	8,960
Mongolian Mining Corporation	975 HK	百萬美元	406
恒鼎實業國際發展有限公司	1393 HK	人民幣百萬元	1,146
內蒙古伊泰煤炭股份有限公司	3948 HK	人民幣百萬元	27,776

如下表所示，吾等計算上述 14 家煤炭生產用作銷售及發電模擬公司的企業價值（「EV」）對未計利息、稅項、折舊及攤銷前盈利（「EBITDA」）、EV／投入資本及 EV／產量之倍數。對於採掘行業，EV／儲量也是衡量礦業早期開採的普遍價值指針。但由於只有九家可比上市公司披露其近期可采儲量，並且所披露的可采儲量資料是依據不同的報告標準，因此我們選取 EV／EBITDA、EV／投入資本及 EV／產量之倍數作為主要計算倍數，而將 EV／儲量作為合理性覆核之參考指標。

作為模擬公司價格倍數分子的 EV，是計量日期市值、淨債務及少數股東權益帳面值的總和。EBITDA 與產量倍率的分母是基於最近的 2014 財政年度全年總額計算。投入資本倍率的分母是 2014 年 12 月 31 日的結餘，以匹配投資組合公司需減除於 2014 年 12 月 31 日淨負債及少數股東權益之帳面值，從而計算投資組合公司之股權計算價值。我們針對每家煤炭企業，通過特定篩選標準選取合適價格倍數計算出 EV 計算價值，匯總每家煤炭企業的 EV 計算價值中位值得到 13 家煤炭企業 EV 計算價值結果。關於合適價格倍數的選取，我們以篩選標準(i)過往三年的平均總資產回報及(ii)每單位原煤產量的 EBITDA 貢獻（「業績資料」）為類比公司排序，而根據回歸分析，上述的業績資料與相應的價格倍率相關。

我們基於以下有相若業績資料的組合為 13 家煤炭企業選定不同價格倍數，分別計算出相應 EV 計算價值：

價格倍數	煤炭生產用作銷售及發電類				13 家煤炭企業的倍數選擇範圍 (及整個組合推算加權平均倍數)
	最高	最低	中位數	平均數	
EV / 2014 年 EBITDA	120.32	4.78	14.15	22.38	6.33–12.20 (加權平均為 11.60)
EV / 2014 年 12 月底投入資本	3.04	0.37	1.21	1.28	0.80–1.30 (加權平均為 0.82)
EV / 2014 年產量	5,922	404	1,204	1,720	794.48–1,134.98 (加權平均為 946.99)

根據 貴公司要求，我們不在本報告中披露針對每家煤炭企業的計算價值。根據上述的分析程式，13 家煤炭企業合併計算價值中位值的結論為人民幣 5,582 億元。

此外，我們用了三個加權平均價格倍數應用到 13 家煤炭企業於 2014 年全年及截至 2014 年 12 月 31 日結餘的合併財務表現及經營表現，作為整個投資組合的合理性檢查如下：

	(a)13 家煤炭企業的總額	(b)推算選擇加權平均倍數	(a)財務表現及經營資料與(b)推算選擇加權平均倍數的乘積之和 (人民幣百萬元)
2014 年 EBITDA	人民幣 510.71 億元	11.61	592,695
2014 年 12 月底投入資本	人民幣 6,704.39 億元	0.8152	546,540
2014 年產量	560.69 百萬噸	人民幣 946.98 元/噸	530,963

13 個煤炭企業計算價值為人民幣 5,582 億元的結論可以與上述三個混合價格倍數推算 EV 相互符合，並且基於公司提供的 297 億噸可采儲量，EV/儲量之比率為人民幣 18.79 元/噸亦處於行業長期範圍內。

對於 13 家煤炭企業，貴公司應占股權計算值的總結論如下：

企業計算值以不同價格倍數中位值總和	人民幣 5,582 億元
淨負債之帳面值總和	人民幣 4,230 億元
少數股東權益之計算價值總和	<u>人民幣 412 億元</u>
100% 股權計算值總和	人民幣 940 億元
貴公司應占股權計算價值總和	人民幣 310 億元

其他行業

6 家非煤企業分別從事(i)磷酸鹽化合物及化肥銷售及生產；(ii)水泥設備及工程服務供應、水泥生產及銷售；(iii)鐵路建設及管理；(iv)有色金屬銷售及生產；(v)鋼管銷售及生產；及(vi)核電廠及其他基建專案的工程及施工。吾等已基於以下標準識別及挑選其他行業分組的模擬公司：

- 該等模擬公司之主營業務與投資組合公司相似；
- 該等模擬公司主要在中國營運。由於鐵路建設及管理業在缺少在中國營運之上市公司，我們將挑選條件擴充至海外營運之鐵路貨運上市公司。

經挑選之模擬公司如下：

模擬公司	彭博代碼		於 2014 年 12 月底 的市值
(i) 磷酸鹽化合物及化肥銷售及生產			
江蘇澄星磷化工股份有限公司	600078 CG	人民幣百萬元	4,525
湖北興發化工集團股份有限公司	600141 CG	人民幣百萬元	8,088
安徽六國化工股份有限公司	600470 CG	人民幣百萬元	3,458
山東金正大生態工程股份有限公司	002470 CH	人民幣百萬元	21,020
湖北宜化化工股份有限公司	000422 CS	人民幣百萬元	6,725
四川瀘天化股份有限公司	000912 CS	人民幣百萬元	3,884
深圳市芭田生態工程股份有限公司	002170 CS	人民幣百萬元	7,664
魯西化工集團股份有限公司	000830 CH	人民幣百萬元	7,910
(ii) 水泥設備及工程服務供應、水泥生產及銷售			
安徽海螺水泥股份有限公司	914 HK	人民幣百萬元	118,537
亞洲水泥（中國）控股公司	743 HK	人民幣百萬元	5,682
中國山水水泥集團有限公司	691 HK	人民幣百萬元	10,063
中國西部水泥有限公司	2233 HK	人民幣百萬元	2,965
東吳水泥國際有限公司	695 HK	人民幣百萬元	488
台泥國際集團有限公司	1136 HK	港幣百萬元	9,920
華潤水泥控股有限公司	1313 HK	港幣百萬元	32,795
中國天瑞集團水泥有限公司	1252 HK	人民幣百萬元	4,709
中國建材股份有限公司	3323 HK	人民幣百萬元	32,589
中國中材股份有限公司	1893 HK	人民幣百萬元	6,690

(iii)鐵路建設及管理			
大秦鐵路股份有限公司	601006 CH	人民幣百萬元	158,480
中鐵鐵龍集裝箱物流股份有限公司	600125 CH	人民幣百萬元	11,567
Aurizon Holdings Ltd	AZJ AU	百萬澳元	9,813
Asciano Ltd	AIO AU	百萬澳元	5,901
CSX Corp	CSX US	百萬美元	36,215
Genesee & Wyoming Inc.	GWR US	百萬美元	4,845
Norfolk Southern Corp.	NSC US	百萬美元	33,918
Canadian Pacific Railway Ltd	CP US	百萬加元	37,885
Canadian National Railway Ltd	CNR CN	百萬加元	64,790
Union Pacific Corporation	UNP US	百萬美元	105,918
Kansas City Southern	KSU US	百萬美元	13,467
Providence and Worcester Railroad Co	PWX US	百萬美元	88
(iv)有色金屬銷售及生產			
江西銅業股份有限公司	358 HK	人民幣百萬元	53,041
新疆新鑫礦業股份有限公司	3833 HK	人民幣百萬元	2,477
五礦資源有限公司	1208 HK	百萬美元	1,637
中國有色礦業有限公司	1258 HK	百萬美元	945
中國大冶有色金屬礦業有限公司	661 HK	人民幣百萬元	1,817
雲南銅業股份有限公司	000878 CH	人民幣百萬元	20,226
盛達礦業股份有限公司	000603 CH	人民幣百萬元	6,191
銅陵有色金屬集團股份有限公司	000630 CH	人民幣百萬元	29,600
四川西部資源控股股份有限公司	600139 CH	人民幣百萬元	8,055
西部礦業股份有限公司	601168 CH	人民幣百萬元	22,019
盛屯礦業集團股份有限公司	600711 CH	人民幣百萬元	10,120

(v)鋼管銷售及生產			
山東墨龍石油機械股份有限公司	568 HK	人民幣百萬元	5,311
浙江久立特材科技股份有限公司	002318 CH	人民幣百萬元	9,323
浙江金洲管道科技股份有限公司	002443 CH	人民幣百萬元	3,352
江蘇常寶鋼管股份有限公司	002478 CH	人民幣百萬元	4,481
內蒙古包鋼鋼聯股份有限公司	600010 CH	人民幣百萬元	65,301
珠江石油天然氣鋼管控股有限公司	1938 HK	人民幣百萬元	1,784
勝利油氣管道控股有限公司	1080 HK	人民幣百萬元	854
安徽天大石油管材股份有限公司	839 HK	人民幣百萬元	1,051
(vi)核電廠及其他基建專案的工程及施工			
中國交通建設股份有限公司	1800 HK	人民幣百萬元	196,239
中國水利水電建設股份有限公司	601669 CH	人民幣百萬元	80,928
中國中鐵股份有限公司	390 HK	人民幣百萬元	180,450
中國鐵建股份有限公司	1186 HK	人民幣百萬元	173,009
中國化學工程股份有限公司	601117 CH	人民幣百萬元	46,617
中國葛洲壩集團股份有限公司	600068 CH	人民幣百萬元	42,963
中國建築股份有限公司	601668 CH	人民幣百萬元	218,400

按下表所示，我們計算 6 個行業的可資比較公司的 EV/EBITDA 的比率及 EV/投入資本的比率。作為價格倍率分子的模擬公司的 EV，是計量日期市值與最近期的臨時結算日淨債務及少數股東權益帳面值的總和。EV/EBITDA 倍率的分母是最近 2014 年財政年度全年總額，而 EV/投入資本的分母則為 2014 年 12 月的結算數額。

一如對 13 家煤炭企業的價格倍數選取需考慮過往三年資產回報，我們針對每家非煤企業，通過特定篩選標準選取合適價格倍數計算出 EV 計算價值，匯總每家非煤企業的 EV 計算價值中位值得 6 六家非煤企業的 EV 計算價值結果。

我們按以下三個子組為 6 家非煤企業選定不同價格倍數，分別計算出相應 EV 計算價值。

模擬公司的價格倍數		2 家礦物加工及貿易行業非煤企業 所選價格倍數
(i)磷酸鹽化合物及 化肥銷售及生產	(iv)有色金屬銷售 及生產	
<u>EV / 2014 年 EBITDA</u>		17.00 - 19.91
最高	28.95	34.42
最低	9.81	10.73
中位數	17.04	16.98
平均數	18.03	19.91
<u>EV / 2014 年 12 月底投入資本</u>		1.20 - 1.52
最高	2.95	2.55
最低	1.21	0.87
中位數	1.30	1.52
平均數	1.69	1.56
模擬公司的價格倍數		2 家建材行業非煤企業 所選價格倍數
(ii) 水泥設備及工程 服務,水泥生產及銷售	(v)鋼管銷售及生 產	
<u>EV / 2014 年 EBITDA</u>		6.40 - 12.07
最高	16.01	26.96
最低	4.59	3.52
中位數	6.48	23.47
平均數	7.54	19.09
<u>EV / 2014 年 12 月底投入資本</u>		0.87 - 1.01
最高	1.70	3.72
最低	0.69	0.39
中位數	0.92	1.57
平均數	1.01	1.52
模擬公司的價格倍數		2 家基建行業非煤企業 所選價格倍數
(iii)鐵路建設及管理	(vi)核電廠及其他 基建專案的工程 及施工	
<u>EV / 2014 年 EBITDA</u>		7.08 - 13.34
最高	19.37	10.73

最低	7.31	5.24	
中位數	10.97	7.34	
平均數	11.83	7.34	
<u>EV / 2014年12月底投入資本</u>			1.46 – 1.78
最高	3.89	2.14	
最低	1.12	1.43	
中位數	2.14	1.83	
平均數	2.29	1.80	

根據貴公司要求，我們不在本報告中披露針對每家非煤企業的計算價值。根據上述的分析程式，6家非煤企業合併計算價值中位值的結論為人民幣1,586億元。

此外，我們用了兩個加權平均價格倍數應用到六家非煤企業於2014年全年及截至2014年12月31日結餘的合併財務表現及狀況，作為整個投資組合的合理性檢查如下：

	(a)六家非煤企業的總額	(b)推算選擇加權平均倍數	(a)財務表現及經營資料與 (b)推算選擇加權平均倍數的乘積之和
			人民幣百萬元
2014年EBITDA	人民幣160.16億元	9.91	158,696
2014年12月底投入資本	人民幣1,401.15億元	1.13	158,435

6家非煤企業計算價值為人民幣1,586億元的結論可以與上述2個混合價格倍數推算EV相互符合。

對於6家非煤企業，貴公司應占股權計算值的總結論如下：

企業計算值以不同價格倍數中位值總和	人民幣1,586億元
淨負債之帳面值總和	人民幣708億元
少數股東權益之計算價值總和	<u>人民幣251億元</u>
100%股權計算值總和	人民幣627億元
貴公司應占股權計算價值總和	人民幣106億元

計算價值之結論

根據本報告中所描述之協定程式進行之計算分析，貴公司應占投資組合公司股權總計算價值區間中位值於 2014 年 12 月 31 日為人民幣肆佰壹拾陸億元整（人民幣 416 億元）。

此計算價值結論乃根據經協定計算程式、限定資料及方法作出，當中廣泛倚賴對多項假設的運用並考慮眾多不確定因素，惟並非全部假設及不確定因素均能輕易量化或確定。

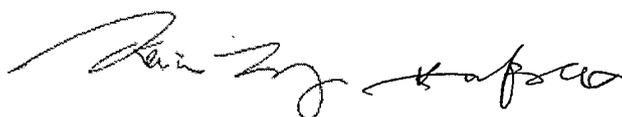
吾等無責任根據本報告日期之後獲悉的資料更新本報告或價值計算結果。由於事件及情況經常與預期不符，故吾等不保證貴公司的估計財務業績會否實現；實際業績與預期業績可能大相徑庭；且預測業績會否實現乃取決於管理層之行動、計畫及假設。

吾等並無調查所估算財產之所有權或任何負債。

吾等謹此證明，吾等並無擁有 貴公司或所呈報計算價值主體的現時及潛在權益。

此致

中國信達資產管理股份有限公司
中國北京市
西城區
鬧市口大街 9 號院 1 號樓



梁國恩
董事總經理

李成安
董事總經理

代表美國評值中國有限公司謹啟

二〇一五年七月十七日

附注：李成安先生在合營企業、並購及公開上市方面擁有逾十五年業務估值經驗及逾十年礦業資產估值經驗。彼為英國特許公認會計師公會之資深會員、美國評估師協會之認可高級估值師及美國特許財務分析師。

梁國恩先生在合營企業、並購及公開上市方面擁有逾十年業務估值經驗。彼為英國特許公認會計師公會之資深會員、香港特許會計師公會之會員及美國特許財務分析師。

本計算委聘工作乃于李先生和梁先生（作為專案負責人）之監察下編制，並獲得 10 至 20 位之重要專業協助。