

此乃要件 請即處理

閣下如對本通函任何方面或應採取之行動有任何疑問，應諮詢閣下之持牌證券交易商、銀行經理、律師、專業會計師或其他專業顧問。

閣下如已售出或轉讓所有名下大自然家居控股有限公司(「本公司」)之股份，應立即將本通函及隨附代表委任表格送交買主或承讓人，或經手買賣或轉讓之銀行、持牌證券交易商或其他代理商，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之內容概不負責，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倚賴該等內容而引致之任何損失承擔任何責任。



**Nature Home Holding Company Limited**

**大自然家居控股有限公司**

(於開曼群島註冊成立之有限公司)

(股份代號：2083)

**出售DYNAMIC MIGHT LIMITED**

(其構成關連交易)、  
建議從股份溢價賬  
宣派及派付特別股息  
及  
股東特別大會通告

獨立董事委員會及獨立股東之

獨立財務顧問

**SUNWAH KINGSWAY**

**新華滙富**

獨立董事委員會函件載於本通函第16至17頁，當中載有其就出售事項致獨立股東之推薦建議。獨立財務顧問函件載於本通函第18至37頁，當中載有其就出售事項致獨立董事委員會及獨立股東之意見及推薦建議。

本公司謹訂於二零一六年六月三十日下午二時三十分假座香港九龍尖沙咀廣東道33號中港城皇家太平洋酒店海景翼9樓太平洋廳II舉行股東特別大會，召開大會之通告載於本通函第EGM-1至EGM-3頁。不論閣下能否出席股東特別大會，謹請按照隨附之代表委任表格所印指示填妥表格，並盡快交回本公司之香港股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17M樓，惟無論如何必須於股東特別大會或其任何續會指定舉行時間48小時前送達。閣下填妥及交回代表委任表格後，仍可依願親身出席股東特別大會或其任何續會並於會上投票。

二零一六年六月十四日

# 目 錄

	頁次
釋義 .....	1
<b>董事會函件</b>	
緒言 .....	4
出售Dynamic Might .....	5
建議從股份溢價賬宣派及派付特別股息 .....	11
暫停辦理股份過戶登記 .....	13
股東特別大會 .....	13
將採取之行動 .....	14
以按股數投票方式表決 .....	14
推薦意見 .....	14
其他資料 .....	15
獨立董事委員會函件 .....	16
獨立財務顧問函件 .....	18
附錄一 – 森林資產估值報告 .....	I-1
附錄二 – 一般資料 .....	II-1
股東特別大會通告 .....	EGM-1

## 釋 義

於本通函內，除文義另有所指外，下列詞語具有以下涵義：

「該公告」	指	本公司日期為二零一六年五月十九日的公告，內容有關(其中包括)出售事項
「組織章程細則」	指	本公司的組織章程細則
「聯繫人士」	指	具有上市規則第14A章賦予該詞的涵義
「董事會」	指	董事會
「開曼群島公司法」	指	開曼群島法例第22章公司法(一九六一年法例三，經綜合及修訂)
「本公司」	指	大自然家居控股有限公司，一間於開曼群島註冊成立的有限公司，其已發行股份在聯交所主板上市
「關連人士」	指	具有上市規則第14A章賦予該詞的涵義
「控股股東」	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	本公司根據Dynamic Might買賣協議向余先生出售Dynamic Might全部已發行股本
「Dynamic Might」	指	Dynamic Might Limited
「Dynamic Might集團」	指	Dynamic Might及其附屬公司
「Dynamic Might集團重組」	指	Dynamic Might集團於出售事項完成前就理順Dynamic Might集團的架構、業務及資產組合進行重組
「Dynamic Might買賣協議」	指	本公司(作為賣方)與余先生(作為買方)就出售事項訂立日期為二零一六年五月十九日的買賣協議

## 釋 義

「股東特別大會」	指	本公司將於二零一六年六月三十日下午二時三十分假座香港九龍尖沙咀廣東道33號中港城皇家太平洋酒店海景翼9樓太平洋廳II舉行之股東特別大會
「森林資產」	指	Dynamic Might集團的成員公司所擁有位於中國及秘魯四個自然森林的特許權
「本集團」	指	本公司及其附屬公司
「港元」	指	港元，香港法定貨幣
「香港」	指	中國香港特別行政區
「國際財務報告準則」	指	國際財務報告準則
「獨立董事委員會」	指	由均為獨立非執行董事的李國章教授、張森林先生、陳兆榮先生及何敬豐先生組成的董事委員會，以就出售事項的條款向獨立股東提供意見
「獨立財務顧問」或「滙富」	指	滙富融資有限公司，根據證券及期貨條例從事第1類(證券交易)及第6類(就機構融資提供意見)受規管活動之持牌法團，為獨立董事委員會及獨立股東有關出售事項之獨立財務顧問
「獨立股東」	指	除余先生及其聯繫人士以外的股東
「最後可行日期」	指	二零一六年六月十日，即本通函付印前為確定當中所載若干資料的最後實際可行日期
「上市規則」	指	香港聯合交易所有限公司證券上市規則

## 釋 義

「余先生」	指	本公司主席及控股股東以及執行董事余學彬先生，為Dynamic Might買賣協議項下的買方
「袁女士」	指	本公司執行董事及控股股東袁順意女士，為余先生的配偶
「中國」	指	中華人民共和國，就本通函而言，不包括香港特別行政區、澳門特別行政區及台灣
「人民幣」	指	人民幣，中國法定貨幣
「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	本公司股本中每股面值0.001美元的股份
「股份溢價賬」	指	本公司之股份溢價賬
「股東」	指	股份持有人
「特別股息」	指	董事會建議之擬派特別股息每股股份0.12港元
「聯交所」	指	香港聯合交易所有限公司
「美元」	指	美元，美利堅合眾國法定貨幣

本通函內港元及人民幣金額已按匯率1.00港元=人民幣0.84577元兌換，而美元及人民幣金額已按匯率1.00美元=人民幣6.51053元兌換。該兌換並不表示任何港元及人民幣金額以及美元及人民幣金額可或應已按上述匯率或任何其他匯率兌換。



**Nature Home Holding Company Limited**

**大自然家居控股有限公司**

(於開曼群島註冊成立之有限公司)

(股份代號：2083)

**執行董事：**

余學彬先生(主席)

梁志華先生(總裁)

袁順意女士

余建彬先生

**註冊辦事處：**

Cricket Square

Hutchins Drive

P.O. Box 2681

Grand Cayman KY1-1111

Cayman Islands

**非執行董事：**

孫弘先生

(羅永祥先生作為其替任董事)

張振明先生

**香港主要營業地點：**

香港

九龍

尖沙咀

海港城

港威大廈2座

26樓2601室

**獨立非執行董事：**

李國章教授

張森林先生

陳兆榮先生

何敬豐先生

敬啟者：

**出售DYNAMIC MIGHT LIMITED**

(其構成關連交易)、

建議從股份溢價賬

宣派及派付特別股息

及

股東特別大會通告

**緒言**

茲提述本公司日期為二零一六年五月十九日之公告，當中，本公司宣佈，於二零一六年五月十九日，本公司與余先生訂立Dynamic Might買賣協議，據此，本公司有條件同意出售而余先生有條件同意購買Dynamic Might全部已發行股本，總現金代價為人民幣134,500,000元。

## 董事會函件

另提述本公司日期為二零一六年五月二十七日之公告，當中，本公司宣佈，董事會建議從股份溢價賬向股東宣派及派付特別股息每股股份0.12港元。

本通函旨在向閣下提供(其中包括)(i)出售事項進一步詳情；(ii)獨立財務顧問函件，當中載有其就出售事項致獨立董事委員會及獨立股東之意見及推薦建議；(iii)獨立董事委員會有關出售事項之推薦建議函件；(iv)森林資產估值報告；(v)有關建議從股份溢價賬宣派及派付特別股息之進一步資料；及(vi)股東特別大會通告。

### 出售DYNAMIC MIGHT

#### Dynamic Might買賣協議

##### 日期

二零一六年五月十九日

##### 訂約方

賣方：本公司

買方：余先生

余先生為本公司執行董事、主席及控股股東。因此，余先生為本公司的關連人士。

##### 將予出售之資產

根據Dynamic Might買賣協議，本公司有條件同意出售而余先生有條件同意購買Dynamic Might全部已發行股本。

##### 代價

出售事項的總代價為人民幣134,500,000元，包括支付初始代價人民幣75,000,000元及遞延代價人民幣59,500,000元。

初始代價將由余先生於出售事項完成後以向本公司支付現金的方式償付。遞延代價為免息，並須待出售事項完成後由余先生於出售事項完成當日後一個月內以向本公司支付現金的方式償付。

## 董事會函件

余先生可全權酌情決定以人民幣或港元結付初始代價及／或遞延代價。倘以港元付款，已付金額將以中國人民銀行於Dynamic Might買賣協議之最後一項先決條件獲達成或(如適用)豁免當日(或倘該日並非營業日，則為緊隨該日後的營業日)所報匯率釐定。

出售事項的代價由訂約方經參考本公司於二零一五年十二月三十一日的經審核綜合財務報表所示的本集團生物資產賬面值人民幣134,432,000元(亦為本集團於中國及秘魯四項森林資產於二零一五年十二月三十一日根據由本集團委聘以就森林資產於二零一五年十二月三十一日進行市場估值的獨立估值師Indufor Asia Pacific Limited(「估值師」)進行之市場估值得出之公允價值)後公平磋商釐定及協定。森林資產的估值報告載於本通函附錄一的估值報告(「估值報告」)。

估值師於森林估值擁有超過30年經驗，並於超過20個國家完成500項以上的估值委聘。估值師於大洋洲、非洲、中南美洲及中國承接森林資產建模及估值項目。經仔細考慮估值師的經驗及資歷後，董事信納估值師合資格釐定森林資產的估值。

估值師已就估值於貼現現金流量框架下結合採用收益法及可資比較銷售法。誠如估值師所確認，於貼現現金流量框架下就森林估值結合採用兩種做法乃十分常見，且亦符合市場慣例。估值師於二零一五年十一月及二零一四年十月分別就位於秘魯Sepahua以及秘魯Yurimaguas及Sepahua之森林特許權資產進行現場視察。該等現場視察包括勘驗森林狀況及檢討相關基建。估值師亦視察本集團之加工工廠。就位於中國雲南省之森林而言，估值師已於二零一五年十二月及二零一四年十一月進行現場視察。該等現場視察包括呈現主要樹種的林塊實證及地形狀況實證。估值師亦到訪當地林業局及森林所在地的加工工廠。

## 董事會函件

下文載列根據估值報告各森林資產的公允價值：

位於以下各地的森林資產	根據估值報告的 公允價值
中國雲南省寧蒗	人民幣2,740,000元
中國雲南省盈江	人民幣316,000元
秘魯Yurimaguas	410,000美元 (相當於約人民幣 2,669,000元)
秘魯Sepahua	19,769,000美元 (相當於約人民幣 128,707,000元)
森林資產公允價值總額	人民幣134,432,000元

於本公司賬目中，森林資產的呈列方式乃參考就呈報生物資產而編製的國際會計準則第41號後作出。

鑒於上文所述，董事信納，估值師所編製的森林資產估值屬公平合理。由於出售事項代價乃經訂約方參考本公司截至二零一五年十二月三十一日之經審核綜合財務報表所呈列之森林資產賬面值(亦為於二零一五年十二月三十一日根據估值師進行市場估值所得之森林資產公允價值)後釐定及協定，董事(除余先生、袁順意女士及余建彬先生(彼等已放棄投票)，以及梁志華先生(彼並無出席批准出售事項之相關董事會會議)外)均認為代價屬公平合理。

### 先決條件

出售事項的完成須待下列先決條件獲達成或豁免後，方告作實：

- (a) 獨立股東於股東特別大會上通過普通決議案以批准出售事項；
- (b) 取得就實行出售事項及使其生效而言屬必要或合適的所有批准、同意、許可及授權，而有關批准、同意、許可及授權仍具有十足效力及作用；

## 董事會函件

- (c) 本公司作出的所有聲明及保證於出售事項完成時在各重大方面仍屬真實準確，並於任何方面均不具誤導成分；
- (d) 余先生作出的所有聲明及保證於本公司完成時在各重大方面仍屬真實準確，並於任何方面均不具誤導成分；及
- (e) Dynamic Might集團重組完成。

除余先生可豁免的先決條件(c)及本公司可豁免的先決條件(d)外，上述條件概不得由Dynamic Might買賣協議的任何訂約方豁免。

倘任何上述先決條件於二零一六年七月三十一日下午十一時五十九分(香港時間)或之前未獲達成或(如適用)豁免，任何一方將有權(附加於及無損其可獲得的所有其他權利或補救，包括申索賠償的權利)透過向另一方發出書面通知終止Dynamic Might買賣協議，且任何一方均不得向另一方提出任何申索，惟先前違反除外。

### 出售事項之完成

出售事項完成將於最後一項先決條件獲達成或(如適用)豁免後第三個營業日或之前(或訂約方可能同意的較後日期)發生。

於出售事項完成後，本公司將不再持有Dynamic Might及其附屬公司的任何權益，而Dynamic Might及其附屬公司將不再為本公司的附屬公司。於出售事項完成後，本集團將不再擁有任何生物資產(即四個中國及秘魯自然森林的特許權)。四個中國及秘魯自然森林的詳情於下文「有關Dynamic Might之資料」一段詳細載述。

### 有關Dynamic Might之資料

Dynamic Might為於英屬處女群島註冊成立的公司。Dynamic Might為投資控股公司，而Dynamic Might的附屬公司主要從事中國及秘魯的種植業務及木製品貿易。由於預計進行出售事項，Dynamic Might集團正進行Dynamic Might集團重組，以理順其架構、業務及資產組合。於實施Dynamic Might集團重組前，除森林資產外，Dynamic Might及其附屬公司亦擁有若干廠房及機器、汽車以及存貨。根據

## 董事會函件

Dynamic Might集團重組，Dynamic Might及其附屬公司將向本集團轉讓其他資產並轉讓其應收賬款及應付賬款，因此，於Dynamic Might集團重組完成後，Dynamic Might及其附屬公司的主要資產將為下列四個中國及秘魯自然森林的特許權：

- (i) 採伐中國雲南省寧蒗4,436公頃自然森林立木的特許權，期限至二零六零年或二零七八年（「寧蒗森林」）；
- (ii) 採伐中國雲南省盈江3,705公頃自然森林立木的特許權，期限至二零四一年或二零四二年（「盈江森林」）；
- (iii) 採伐秘魯Yurimaguas 46,345公頃自然森林立木的特許權，期限至二零四五年（「Yurimaguas森林」）；及
- (iv) 採伐秘魯Sepahua 91,157公頃自然森林立木的特許權，期限至二零四二年（「Sepahua森林」）。

Yurimaguas森林、寧蒗森林、盈江森林及Sepahua森林的特許權分別由本集團於二零零九年、二零一零年、二零一一年及二零一二年收購。

Dynamic Might及其附屬公司現時入賬作為本公司的附屬公司。根據Dynamic Might按照國際財務報告準則編製的截至二零一四年十二月三十一日及二零一五年十二月三十一日止兩個財政年度未經審核綜合財務報表，未經審核綜合除稅前及除稅後虧損淨額如下：

	截至十二月三十一日止年度	
	二零一五年	二零一四年
	(人民幣千元)	(人民幣千元)
綜合除稅前虧損淨額	282,308	167,175
綜合除稅後虧損淨額	275,065	164,925

根據Dynamic Might於二零一五年十二月三十一日的未經審核綜合財務報表，Dynamic Might於二零一五年十二月三十一日的未經審核綜合負債淨額為人民幣109,331,000元。

Dynamic Might集團現正進行Dynamic Might集團重組。於Dynamic Might集團重組完成後，Dynamic Might及其附屬公司的主要資產將為四個中國及秘魯自然森林的特許權。本公司於二零一五年十二月三十一日的經審核綜合財務報表所示的有關自然森林的賬面值為人民幣134,432,000元。由於Dynamic Might集團重組完成成為出售事項完成之先決條件，訂約方已根據上述四個自然森林之賬面值釐定並協定出售事項之代價。

### 進行出售事項之理由及裨益

由於中國及秘魯之多項監管限制變動，採伐規模於過去兩個財政年度一直減少。於截至二零一四年十二月三十一日止財政年度，秘魯及中國自然森林的採伐規模分別約為38,659立方米及16,394立方米的木材。於截至二零一五年十二月三十一日止財政年度，秘魯及中國自然森林的採伐規模分別大幅減少至約16,807立方米及零立方米的木材。

除自中國及秘魯的自然森林採伐的木材外，本集團亦自其他供應商採購木材。於過往兩個財政年度內，自中國及秘魯的自然森林採伐的木材僅佔本集團製造木製品所需木材的一小部分。誠如本公司年報所示，本集團於截至二零一四年十二月三十一日及二零一五年十二月三十一日止年度之林業管理分部的分部間收入分別為約人民幣3,064,000元及約人民幣9,929,000元。因此，本公司並不認為出售事項將對本集團的經營造成任何重大不利影響。

截至二零一四年及二零一五年十二月三十一日止兩個財政年度，本集團分別錄得虧損淨額人民幣73,242,000元及人民幣269,267,000元，主要由於本集團生物資產的公允價值於截至二零一四年及二零一五年十二月三十一日止兩個財政年度分別大幅減少人民幣144,349,000元及人民幣225,928,000元。本集團生物資產的公允價值減幅屬非現金性質，且並無對本集團現金流量造成影響。

董事會認為，由於出售事項一方面可減少本集團經營及維護森林的開支，而另一方面則可排除日後本集團生物資產公允價值的任何變動對本集團業績造成影響。

基於以上所述，董事(除已放棄投票的余先生、袁順意女士及余建彬先生以及並無出席相關董事會會議之梁志華先生外)認為，Dynamic Might買賣協議乃經訂約方公平磋商後訂立，反映正常商業條款，且屬公平合理並符合本公司及股東的整體利益。

除余先生(為Dynamic Might買賣協議的訂約方)、梁志華先生(為余先生的妹夫)、袁女士(為余先生的配偶)及余建彬先生(為余先生的胞兄)外，概無其他董事於Dynamic Might買賣協議項下擬進行的交易中擁有重大權益，或須就相關董事會決議案放棄表決。余先生、袁女士及余建彬先生已就批准Dynamic Might買賣協議及其項下擬進行的交易的董事會決議案放棄表決。梁志華先生並無出席相關董事會會議，因此並無表決。

## 董事會函件

### 出售事項所得款項用途

經扣除與出售事項直接相關之開支後，所得款項淨額將約為人民幣133,600,000元，而本集團擬將所得款項淨額用作本集團一般營運資金。

### 出售事項對本集團之潛在財務影響

於出售事項完成後，本公司將不再於Dynamic Might及其附屬公司擁有任何權益，因此，Dynamic Might及其附屬公司之財務業績、資產及負債將不再於本公司之綜合財務報表綜合入賬。

本公司預期，本集團將於計及與出售事項直接相關之開支後，就出售事項變現估計虧損約900,000港元。出售事項之估計虧損乃經參考出售事項代價、本公司於二零一五年十二月三十一日的經審核綜合財務報表中Dynamic Might集團之賬面值及Dynamic Might集團將根據Dynamic Might集團重組轉讓予本集團的資產賬面值後計算得出。出售事項之實際虧損(其將根據Dynamic Might集團於出售事項完成日期之賬面值計算得出)可能有所不同，並有待釐定。

### 有關本公司之資料

本公司為一間投資控股公司。本集團之主要業務為生產及銷售木製品、提供商標及分銷網絡、木材及木製品貿易以及林業管理。

### 上市規則涵義

余先生為本公司執行董事、主席及控股股東。因此，余先生為本公司之關連人士，而根據上市規則第14A章，出售事項構成本公司之關連交易。由於載於上市規則第14.07條有關出售事項之一項或多項適用百分比率為5%或以上，故出售事項須遵守上市規則第14A章項下之年度申報、公告及獨立股東批准規定。根據上市規則第14章，出售事項亦構成本公司之須予披露交易。

### 建議從股份溢價賬宣派及派付特別股息

誠如本公司日期為二零一六年五月二十七日之公告所宣佈，董事會建議從股份溢價賬宣派及派付特別股息。於最後可行日期，本公司的已發行股份為1,468,237,990股。根據於最後可行日期之已發行股份數目，倘宣派及派付特別股息，則金額將合共約為176,189,000港元(相當於約人民幣149,015,000元)。

## 董事會函件

待下文「從股份溢價賬派付特別股息之條件」一段所載的條件獲達成後，本公司擬根據組織章程細則第134條及按照開曼公司法從股份溢價賬派付特別股息。

根據本公司於二零一五年十二月三十一日的經審核綜合財務報表，股份溢價賬之進賬金額約為人民幣1,110,296,000元。於派付特別股息後，股份溢價賬進賬金額之餘下結餘約為人民幣961,281,000元。

### 從股份溢價賬派付特別股息之條件

從股份溢價賬派付特別股息須待下列條件獲達成後，方告作實：

- (a) 根據組織章程細則第134條，股東通過宣派及批准從股份溢價賬派付特別股息之普通決議案；及
- (b) 董事信納，概無合理理由令人相信本公司於緊隨派付特別股息當日後，未能償還在日常業務過程中到期的債務。

待上述條件獲達成後，預期特別股息將於二零一六年七月二十一日或前後以現金派付予於二零一六年七月十一日(即釐定可享有特別股息資格之記錄日期)營業時間結束時名列本公司股東名冊之股東。

上文所載的條件不得豁免。倘未能達成上文所載的條件，則將不會派付特別股息。

### 從股份溢價賬派付特別股息之理由及影響

截至二零一五年十二月三十一日止年度，本集團的業務及營運產生正面盈利及現金流量。此外，本公司預期將就出售事項實現估計現金流入淨額約133,600,000港元。董事會認為，分派特別股息以肯定股東支持乃屬恰當。

本公司為控股公司，而本集團之大部分業務乃透過本公司經營附屬公司進行，而盈利乃在該等經營附屬公司的層面保留。因此，於作為控股公司之層面而言，本公司未必有足夠保留盈利派付特別股息。此外，儘管本公司於截至二零一五年十二月三十一日止年度錄得虧損，惟該虧損主要由於確認性質屬非現金且對本集團的現金流量並無影響的本集團生物資產公允價值之淨減少所致。

## 董事會函件

經考慮本公司的現金流量及財務狀況等多項因素，董事會認為按照組織章程細則第134條及開曼公司法從股份溢價賬派付特別股息乃屬恰當，並建議如此行事。董事會認為有關安排符合本公司及其股東的整體利益。

董事會相信派付特別股息將不會對本集團的財務狀況造成任何重大不利影響，亦不會涉及削減本公司的法定或已發行股本或削減股份面值或導致有關股份的買賣安排出現任何變動。

### 暫停辦理股份過戶登記

為釐定股東享有特別股息的資格，本公司將於二零一六年七月七日至二零一六年七月十一日(包括首尾兩日)暫停辦理股份過戶登記，期間概不辦理股份過戶登記手續。為符合資格獲派建議特別股息，所有過戶表格連同相關股票必須於二零一六年七月六日下午四時三十分前送達本公司之香港股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17樓1712-1716號舖。

### 股東特別大會

本公司謹訂於二零一六年六月三十日下午二時三十分假座香港九龍尖沙咀廣東道33號中港城皇家太平洋酒店海景翼9樓太平洋廳II舉行股東特別大會，召開大會之通告載於本通函第EGM-1至EGM-3頁。股東特別大會上將提呈一項普通決議案，以批准(i)出售事項以及(ii)從股份溢價賬宣派及派付特別股息。

余先生及其聯繫人士(包括持有678,768,000股股份之Freewings Development Limited、持有400,000股股份之Loyal Winner Limited及持有73,300,000股股份之永濠投資有限公司)須就有關批准出售事項之普通決議案放棄表決。概無股東須就將於股東特別大會上提呈之普通決議案放棄投票，以批准從股份溢價賬宣派及派付特別股息。

Freewings Development Limited為於英屬處女群島註冊成立之公司，分別由Team One Investments Limited及Trader World Limited擁有60.19%及39.81%權益。Team One Investments Limited及Trader World Limited分別由余先生及袁女士全資擁有。Loyal Winner Limited為於英屬處女群島註冊成立之公司，分別由余先生及袁女士擁有50%權益。袁女士為余先生之配偶。

永濠投資有限公司為於中國澳門特別行政區註冊成立之公司，分別由余先生及袁女士之四名子女按等額比例擁有。

## 將採取之行動

隨本通函附奉於股東特別大會適用之代表委任表格。不論閣下能否出席股東特別大會，謹請按照隨附之代表委任表格所印指示填妥表格，並盡快交回本公司之香港股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17M樓，惟無論如何必須於股東特別大會或其任何續會指定舉行時間48小時前送達。

閣下填妥及交回代表委任表格後，仍可依願親身出席股東特別大會或其任何續會並於會上投票。

## 以按股數投票方式表決

根據上市規則第13.39(4)條，股東特別大會上所有表決均將以按股數投票方式進行，本公司將按照上市規則第13.39(5)條指定之方式公佈按股數投票表決結果。

## 推薦意見

滙富融資有限公司已獲委任為獨立財務顧問，以就出售事項向獨立董事委員會及獨立股東提供意見。

務請閣下垂注載於本通函第16至17頁之獨立董事委員會推薦建議函件，及載於本通函第18至37頁之獨立財務顧問函件，當中載有(其中包括)其就出售事項致獨立董事委員會及獨立股東之意見及推薦建議以及其達致該等意見及推薦建議之主要考慮因素及理由。

獨立董事委員會經考慮獨立財務顧問之意見及推薦建議後認為，出售事項之條款屬公平合理，並符合本公司及股東的整體利益。因此，獨立董事委員會建議獨立股東投票贊成將於股東特別大會提呈之普通決議案，以批准出售事項。

董事認為，建議從股份溢價賬宣派及派付特別股息符合本公司及其股東之整體利益。因此，董事建議股東投票贊成將於股東特別大會上提呈之普通決議案概無股東須就將於股東特別大會上提呈之普通決議案放棄投票，以批准建議從股份溢價賬宣派及派付特別股息。

董事會函件

其他資料

務請閣下垂注本通函各附錄載列之其他資料。

此致

列位股東 台照

代表董事會  
大自然家居控股有限公司  
主席兼執行董事  
余學彬  
謹啟

二零一六年六月十四日



**Nature Home Holding Company Limited**  
**大自然家居控股有限公司**  
(於開曼群島註冊成立之有限公司)  
(股份代號：2083)

敬啟者：

**關連交易**

**出售DYNAMIC MIGHT LIMITED**

吾等提述本公司向其股東刊發日期為二零一六年六月十四日之通函(「**通函**」)，本函件構成其中部分。除非文義另有所指，否則本函件所用詞彙與通函所界定者具有相同涵義。

於二零一六年五月十九日，董事會宣佈，本公司於同日就出售事項訂立Dynamic Might買賣協議。

吾等已獲董事會委任，以就出售事項之條款是否屬公平合理及是否符合本公司及股東之整體利益向閣下提供意見。出售事項詳情載於通函「董事會函件」一節。

滙富已獲委任為獨立財務顧問，以就出售事項之條款向獨立董事委員會及獨立股東提供意見。滙富之意見函件全文載於通函第18至37頁，當中載有其意見及推薦建議以及其達致該等意見及推薦建議之主要考慮因素及理由。

獨立董事委員會函件

吾等於考慮滙富之意見及推薦建議後，認同滙富之見解，認為出售事項之條款屬公平合理並符合本公司及股東之整體利益。因此，吾等建議獨立股東投票贊成將於股東特別大會上提呈之普通決議案(於通函第EGM-1至EGM-3頁所載股東特別大會通告詳述)，以批准出售事項。

此 致

列位獨立股東 台照

大自然家居控股有限公司之  
獨立董事委員會  
獨立非執行董事

李國章

張森林

陳兆榮

何敬豐

謹啟

二零一六年六月十四日

## 獨立財務顧問函件

以下為獨立財務顧問就出售事項向獨立董事委員會及獨立股東提供意見之函件全文，以供載入本通函。

### SUNWAH KINGSWAY 新華滙富

香港

金鐘道89號

力寶中心一座7樓

電話：(852) 2283-7000

傳真：(852) 2283-7722

敬啟者：

#### 出售 DYNAMIC MIGHT LIMITED (其構成關連交易)

#### 緒言

謹此提述吾等獲委任為獨立財務顧問，以就出售事項向獨立董事委員會及獨立股東提供意見，有關詳情載於大自然家居控股有限公司向股東刊發日期為二零一六年六月十四日之通函內，本函件為其中一部分。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。

謹此提述 貴公司日期為二零一六年五月十九日之公告。於二零一六年五月十九日， 貴公司與余先生訂立Dynamic Might買賣協議，據此， 貴公司有條件同意出售而余先生有條件同意購買Dynamic Might全部已發行股本，總現金代價為人民幣134,500,000元。

Dynamic Might集團目前正進行Dynamic Might集團重組，以理順其架構、業務及資產組合。出售事項的完成須待Dynamic Might集團重組完成後，方告作實。於Dynamic Might集團重組完成後，Dynamic Might集團的主要資產將為四個中國及秘魯自然森林的特許權，該等森林為Dynamic Might集團的生物資產。Dynamic Might集團將不再為 貴公司的附屬公司，而Dynamic Might集團之業績將不再於 貴集團之財務報表綜合入賬。因此，出售事項後， 貴集團將不再擁有任何生物資產(即四個中國及秘魯自然森林的特許權)。

## 獨立財務顧問函件

由於有關出售事項及Dynamic Might買賣協議之適用百分比率(定義見上市規則)超過5%但低於25%，故根據上市規則第14章，出售事項及Dynamic Might買賣協議構成 貴公司之須予披露交易，並須遵守上市規則項下之申報及公告規定。

余先生為 貴公司主席、執行董事及控股股東，故根據上市規則第14A章，彼為 貴公司之關連人士。因此，出售事項及Dynamic Might買賣協議亦構成 貴公司之關連交易，須遵守(其中包括)上市規則第14A章項下之獨立股東批准規定。

由全體獨立非執行董事組成的獨立董事委員會已告成立，以考慮出售事項及就此向獨立股東提供意見。吾等作為獨立董事委員會及獨立股東的獨立財務顧問，吾等之職責為就出售事項之條款是否按正常商業條款訂立、是否屬公平合理及是否符合 貴公司及股東之整體利益向獨立董事委員會及獨立股東提供獨立意見及推薦建議。

### 吾等意見之基準

在制定吾等就出售事項向獨立董事委員會及獨立股東提供之意見及推薦建議時，吾等已依賴 貴公司向吾等提供 貴公司認為屬完整及相關的資料及陳述。

吾等亦依賴通函內董事會函件(「**董事會函件**」)所載的資料及陳述，並假設董事於通函中所信、意見及意向之所有聲明於作出時為真實、準確及完整，且直至通函日期仍為真實及準確。吾等假設董事於通函內董事會函件中所信、意見及意向之所有聲明乃經詳細查詢後合理作出。吾等認為吾等已審閱足夠資料以達致知情見解，且並無合理懷疑 貴公司向吾等提供的資料及陳述的真確性、準確性及完整性。吾等獲 貴公司告知，通函所提供及所述之資料並無隱瞞或遺漏任何重大事實。

## 獨立財務顧問函件

除Indufor Asia Pacific Limited (「估值師」)就四個自然森林的市值編製之估值報告(「估值報告」)外，吾等並無就Dynamic Might集團的資產及負債作出任何獨立評估或估值，亦無接獲任何有關評估或估值。由於吾等並非估值專家，就於二零一五年十二月三十一日四個自然森林的市值而言，吾等完全依賴估值報告(「估值」)。股東務請注意，估值涉及不同基準及假設，倘若該等基準及假設被修改，估值可能會出現變化。

然而，吾等並無對 貴公司管理層及董事提供之資料進行任何獨立核實，亦無對Dynamic Might集團、 貴公司及余先生或彼等各自之任何附屬公司、受控制實體、共同受控制實體或聯營公司之業務及事務進行任何獨立調查。

獨立股東務請注意，於直至最後可行日期前過去兩年內，吾等(即滙富)曾一度獲 貴公司委聘為收購廣西大自然壁高高新裝飾材料有限公司之獨立財務顧問，有關詳情載於 貴公司日期為二零一六年五月十九日之公告。鑒於(i)吾等在該委聘中擔當獨立角色；及(ii)吾等與該委聘中相關之費用佔吾等母公司集團收益之比例甚微，吾等認為該過往委聘不會影響吾等就出售事項提供意見的獨立性。

除上述之過往委聘外，於最後可行日期，吾等與 貴公司、余先生及Dynamic Might或彼等各自的核心關連人士、緊密聯繫人士或聯繫人士概無關連，故被認為合資格為上述事宜提供獨立意見。除吾等就本次委聘作為獨立財務顧問而已付或應付予吾等之一般專業費用外，概無存在使吾等將從中自 貴公司、余先生及Dynamic Might或彼等各自的核心關連人士、緊密聯繫人士或聯繫人士收取任何費用或利益之安排。

### 主要考慮理由及因素

於達致吾等就出售事項向獨立董事委員會及獨立股東提供之推薦建議時，吾等已考慮以下主要理由及因素：

#### 1. 出售事項之背景及進行出售事項之理由

##### *貴集團之業務回顧*

貴集團主要從事生產及銷售木製品、提供商標及分銷網絡、木材及木製品貿易以及林業管理。

## 獨立財務顧問函件

下文載列為摘錄自 貴公司截至二零一五年十二月三十一日止年度之年報(「二零一五年年報」) 貴集團截至二零一五年十二月三十一日止兩個年度各年之財務資料：

	截至 二零一五年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (經審核)	截至 二零一四年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (經審核)	二零一四年至 二零一五年的 按年變動 %
收入	<u>2,012,092</u>	<u>1,979,285</u>	<u>1.7%</u>
毛利	<u>568,458</u>	<u>619,623</u>	<u>-8.3%</u>
貴公司擁有人 應佔年內虧損	<u>(269,267)</u>	<u>(73,242)</u>	<u>267.6%</u>

貴集團截至二零一五年十二月三十一日止年度之收入為約人民幣2,012,000,000元，當中包括：

	截至 二零一五年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (經審核)	截至 二零一四年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (經審核)	二零一四年至 二零一五年的 按年變動 %
生產及銷售木製品	1,371,540	1,408,479	-2.6%
提供商標及分銷網絡	203,177	199,466	1.9%
木材及木製品貿易	431,166	362,672	18.9%
林業管理	<u>6,209</u>	<u>8,668</u>	<u>-28.4%</u>
總計	<u>2,012,092</u>	<u>1,979,285</u>	<u>1.7%</u>

生產及銷售木製品為 貴集團的最大收入來源，分別佔其截至二零一五年及二零一四年十二月三十一日止年度的總收入約68%及71%。根據二零一五年年報，生產及銷售木製品由約人民幣1,408,500,000元減少約2.6%至截至二零一五年十二月三十一日止年度的約人民幣1,371,500,000元，原因為 貴集

## 獨立財務顧問函件

團地板產品銷售額下降及 貴集團木門及櫥衣櫃銷售額增加的共同影響。提供商標及分銷網絡的收入主要指來自獲授權製造商的商標費及分銷網絡使用費，其由截至二零一四年十二月三十一日止年度的約人民幣199,500,000元增加約1.9%至截至二零一五年十二月三十一日止年度的約人民幣203,200,000元。截至二零一五年十二月三十一日止年度，木材及木製品貿易的收入為約人民幣431,200,000元，截至二零一四年十二月三十一日止年度則為約人民幣362,700,000元，上升約18.9%。林業管理截至二零一五年十二月三十一日止年度的收入為約人民幣6,200,000元，較截至二零一四年十二月三十一日止年度的約人民幣8,700,000元下跌約28.4%。該下跌乃主要由於森林資產營運下採伐的木材及製造的木製品減少所致。據 貴公司所確認，林業管理的收入由出售項目的主體Dynamic Might集團貢獻。因此，林業管理的收入於出售事項完成後將不再持續。管理層認為，林業管理收入中斷的影響並不重大，原因為該分部僅分別佔 貴集團二零一四年及二零一五年的總收入約0.44%及0.31%。

由於毛利率相對較高的地板產品減少， 貴集團應佔毛利由約人民幣619,600,000元減少約8.3%至截至二零一五年十二月三十一日止年度的約人民幣568,500,000元。 貴公司擁有人應佔年內虧損由截至二零一四年十二月三十一日止年度的約人民幣73,200,000元增加至截至二零一五年十二月三十一日止年度的約人民幣269,300,000元，乃主要由於(1)截至二零一五年十二月三十一日止年度員工成本、廣告及推廣開支增加以及新零售店舖數目增加導致向分銷商提供的裝修津貼增加所致；(2) 貴集團生物資產之公允價值大幅下降所致。吾等注意到，生物資產(即Dynamic Might集團就四個中國及秘魯自然森林的特許權持有的生物資產)價值下降很大程度上導致 貴集團截至二零一四年十二月三十一日及二零一五年十二月三十一日兩個年度的虧損。

	於 二零一五年 十二月三十一日 人民幣千元 (經審核)	於 二零一四年 十二月三十一日 人民幣千元 (經審核)	二零一四年至 二零一五年的 按年變動 %
生物資產	134,432	361,258	-62.8%
資產總值	3,345,012	3,388,025	-1.3%
負債總額	1,132,299	968,342	16.9%
權益總額	2,212,713	2,419,683	-8.6%

於二零一五年十二月三十一日，貴集團的生物資產為約人民幣134,400,000元，較二零一四年十二月三十一日的約人民幣361,300,000元下跌約62.8%。該下跌主要由於(i)公允價值變動淨額約人民幣225,900,000元；及(ii)轉撥至存貨之已採伐木材約人民幣11,200,000元，當中被匯率變動的影響約人民幣10,200,000元部分抵銷。此外，於二零一五年十二月三十一日，貴集團的資產總值、負債總額及權益總額分別為約人民幣3,345,000,000元、約人民幣1,132,300,000元及約人民幣2,212,700,000元。

### 中國林業概況

中國擁有由中華人民共和國國家林業局發出嚴格的國家森林採伐年度配額，稱為每年可砍伐限額(「每年可砍伐限額」)。每年可砍伐限額為確保可持續發展的森林管理。此配額每五年釐定一次，並涵蓋所有種類的砍伐樹木。根據中國十三五採伐配額，二零一六年至二零二零年的採伐配額乃設定為約254,000,000立方米，或較二零一零年至二零一五年的配額下跌約6.3%。此亦表明採伐禁令已有效實施，亦無國家自然森林的商業採伐配額。

### 秘魯林業概況

根據國際熱帶木材組織(「國際熱帶木材組織」)(由聯合國成立的組織以推廣保育及可持續發展管理及熱帶森林資源的使用及貿易)，秘魯大幅發展森林業，包括於近年設立獨立森林控制制度及新的林業及野生生物法例。秘魯政府的目標為透過保育其自然森林達致零森林砍伐。預期秘魯政府日後將繼續於森林業實施更多監控措施，並降低採伐水平。

### 有關Dynamic Might集團之資料

Dynamic Might為於英屬處女群島註冊成立的投資控股有限公司。其持有20間全資附屬公司，其中(i)六間根據英屬處女群島法例註冊成立；(ii)七間根據香港法例註冊成立；(iii)一間根據中國法例註冊成立；(iv)四間根據秘魯法例註冊成立；及(v)兩間根據澳門法例註冊成立。Dynamic Might集團的附屬公司主要在中國及秘魯從事種植業務及木製品貿易。由於預計進行出售事項，Dynamic Might集團正進行Dynamic Might集團重組，以理順其架構、業務及資產組合。於Dynamic Might集團重組完成後，Dynamic Might集團的主要資產將為四個中國及秘魯自然森林的特許權。

自然森林

Dynamic Might集團擁有的自然森林的詳情載列如下：

- (i) 於雲南省寧蒗的自然森林(「寧蒗森林」)

地點：雲南省寧蒗

有效期：直至二零六零年或二零七八年

面積：採伐4,436公頃立木

- (ii) 於雲南省盈江的自然森林(「盈江森林」)

地點：雲南省盈江

有效期：直至二零四一年或二零四二年

面積：於3,705公頃內採伐立木

- (iii) 於Yurimaguas省的天然森林(「Yurimaguas森林」)

地點：秘魯Yurimaguas省

有效期：直至二零四五年

面積：於46,345公頃內採伐立木

- (iv) 於Sepahua省的天然森林(「Sepahua森林」)

地點：秘魯Sepahua省

有效期：直至二零四二年

面積：於91,157公頃內採伐立木

## 獨立財務顧問函件

下文載列 貴公司提供截至二零一五年十二月三十一日及二零一四年十二月三十一日止兩個財政年度，Dynamic Might集團根據國際財務報告準則編製若干未經審核綜合財務資料之概要：

	截至 二零一五年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (未經審核)	截至 二零一四年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (未經審核)	自二零一四年起 至二零一五年之 按年變動 %
收益	6,209	8,668	-28.4%
毛損	1,478	15,205	-90.3%
貴公司擁有人應佔虧損	275,065	164,925	66.8%
 (負債)/資產淨額	 (116,145)	 167,691	 -169.3%

Dynamic Might集團於中國雲南省及秘魯洛雷托省分別擁有8,141公頃及137,502公頃森林資產的相關土地使用權及林業特許權。該等森林資產包括用作生產高端實木地板之若干樹木品種。

Dynamic Might集團截至二零一五年十二月三十一日止年度之綜合收益總額減少至約人民幣6,200,000元，較截至二零一四年十二月三十一日止年度減少約28.4%。根據與Dynamic Might集團管理層之討論，該減幅主要由於二零一五年縮減採伐規模所致。截至二零一五年十二月三十一日止兩個年度，Dynamic Might集團均錄得虧損，並計入毛損及 貴公司擁有人應佔虧損。儘管截至二零一五年十二月三十一日止年度之整體毛損較截至二零一四年十二月三十一日止年度之約人民幣15,200,000元減少至約人民幣1,500,000元，Dynamic Might集團股東截至二零一五年十二月三十一日止年度應佔除稅後綜合虧損淨額由約人民幣164,900,000元大幅增加至約人民幣275,100,000元。誠如 貴公司管理層所告知，虧損淨額之增幅主要歸因於生物資產之公允價值減少，其已於上文論述之 貴公司財務報表中反映，並由秘魯及中國特許權之原有近期採伐水平減少所致。

## 獨立財務顧問函件

截至二零一五年及二零一四年十二月三十一日止年度，Dynamic Might 集團之(負債)/資產淨值約為人民幣116,100,000元及人民幣167,700,000元，包括：

	於二零一五年 十二月三十一日 人民幣千元 (未經審核)	於二零一四年 十二月三十一日 人民幣千元 (未經審核)
物業、廠房及設備	27,676	46,656
生物資產	134,432	361,258
存貨	21,371	31,043
應收貿易賬款	1,693	137
按金、預付款項及其他應收款項	14,255	16,742
現金及現金等價物	<u>1,852</u>	<u>825</u>
<b>資產總值</b>	<u>201,279</u>	<u>456,661</u>
應付集團內公司間款項	302,668	274,496
應付貿易賬款	1,409	1,843
已收按金、應計費用及其他應付款項	8,491	942
遞延稅項負債	<u>4,856</u>	<u>11,689</u>
<b>資產總值</b>	<u>317,424</u>	<u>288,970</u>
<b>(負債)/資產淨值</b>	<u><u>(116,145)</u></u>	<u><u>167,691</u></u>

於二零一五年十二月三十一日，Dynamic Might集團之資產總值約為人民幣201,300,000元，主要包括物業、廠房及設備約人民幣27,700,000元、生物資產約人民幣134,400,000元、存貨約人民幣21,400,000元以及貿易及其他應收款項約人民幣15,900,000元。於二零一五年十二月三十一日，負債總值約為人民幣317,400,000元，主要包括應付集團內公司間款項約人民幣302,700,000元以及貿易及其他應付款項約人民幣9,900,000元。

於二零一五年十二月三十一日，Dynamic Might集團之未經審核綜合負債淨值約為人民幣116,100,000元。截至二零一五年十二月三十一日止年度，資產淨值大幅減少乃主要由於生物資產之公允價值由截至二零一四年十二月三十一日止年度之約人民幣361,300,000元減少至截至二零一五年十二月三十一日止年度之約人民幣134,400,000元。

## 獨立財務顧問函件

於重組後，Dynamic Might集團及其附屬公司之資產總額僅包括於中國及秘魯四個天然森林之特許權。Dynamic Might集團之餘下資產及負債將保留於 貴集團。

### 進行出售事項之理由及裨益

貴公司管理層認為，由於中國及秘魯之若干監管限制出現變動，植樹業務面臨艱難的經營環境。根據二零一五年年報，採伐規模於過去兩年已一直縮減。於截至二零一四年十二月三十一日止財政年度，於秘魯及中國天然森林林木之採伐規模分別約為38,659立方米及16,394立方米。於截至二零一五年十二月三十一日止財政年度，於秘魯及中國天然森林林木之採伐規模已大幅減少至分別約為16,807立方米及零。

貴集團生物資產之公允價值亦持續減少。 貴集團生物資產之公允價值由二零一四年十二月三十一日的約人民幣361,300,000元大幅減少至二零一五年十二月三十一日的約人民幣134,400,000元。公允價值減少主要由於近期對秘魯及中國特許權森林擬定的採伐水平下降。

貴公司一直持續評估 貴集團之現有業務策略，旨在精簡其業務、增加其整體表現及前景，以及其對市場投資者的吸引力。 貴公司認為：

- (i) Dynamic Might集團之林業業務之業務及財務表現於過去兩年未如理想。Dynamic Might集團一直虧損，故拖累 貴公司的整體財務表現。林業業務成為行政及營運負擔，並對 貴集團的營造資金構成不利影響。鑒於Dynamic Might集團業務的財務表現未如理想，令 貴公司更改Dynamic Might集團進一步發展的意向，故 貴公司決定出售Dynamic Might集團，而出售事項預期讓 貴公司重新分配資源，以專注於木製品生產及銷售及提供商標及分銷網絡；及

- (ii) 貴集團在中國及秘魯的種植業務一直受到多項監管的限制。由於中國政府近年實際更嚴格的環境政府以保護森林，每年可砍伐限額以及採伐天然森林或天然森林內具商業價值資源之限制有所增加，故導致該等業務的前景充滿不確定性。

此外，貴公司認為，出售事項為貴集團重組其戰略業務定位的良機，並專注其資源於捕捉發展機會，包括但不限於現有業務，例如木製品生產及銷售、提供商標及分銷網絡及木材及木製品貿易。

預期出售事項完成後，透過減少在中國及秘魯經營及維護森林的開支及排除日後生物資產公允價值變動的影響，貴集團的整體盈利能力狀況將大幅提升。出售事項亦將讓貴集團就貴集團的未來投資取得現金資源。

鑒於上述理由及裨益，吾等認同貴集團管理層之意見，訂立Dynamic Might買賣協議符合貴公司及其股東之整體利益。

## 2. Dynamic Might買賣協議之主要條款

根據Dynamic Might買賣協議，貴公司有條件同意出售而余先生有條件同意購買Dynamic Might全部已發行股本。

### 代價

出售事項的總代價為人民幣134,500,000元。Dynamic Might買賣協議項下之代價須按下列方式以現金支付：

- a) 人民幣75,000,000元(「初始代價」)將由余先生於出售事項完成後償付；及
- b) 人民幣59,500,000元(「遞延代價」)須待出售事項完成後由余先生於出售事項完成當日後一個月內以向貴公司支付現金的方式償付。

## 獨立財務顧問函件

余先生可全權酌情決定以人民幣或港元結付初始代價及／或遞延代價。倘以港元付款，已付金額將以中國人民銀行於Dynamic Might買賣協議之最後一項先決條件獲達成或(如適用)豁免當日(或倘該日並非營業日，則為緊隨該日後的營業日)所報匯率釐定。

出售事項的代價由訂約方經參考 貴公司於二零一五年十二月三十一日的經審核綜合財務報表所示的 貴集團生物資產賬面值約人民幣134,400,000元(亦為 貴集團森林資產於二零一五年十二月三十一日根據估值師進行之市場估值得出之公允價值)後公平磋商釐定及協定。

吾等認為，由於代價須以現金支付並於出售事項完成後一個月內全數支付，故代價之付款條款屬公平合理；亦概無股東股權的攤薄影響，原因為概無代價股份將予發行。

### 先決條件

出售事項的完成須待下列先決條件獲達成或豁免後，方告作實：

- a) 獨立股東於股東特別大會上通過普通決議案以批准出售事項；
- b) 取得就實行出售事項及使其生效而言屬必要或合適的所有批准、同意、許可及授權，而有關批准、同意、許可及授權仍具有十足效力及作用；
- c) 貴公司作出的所有聲明及保證於出售事項完成時在各重大方面仍屬真實準確，並於任何方面均不具誤導成分；
- d) 余先生作出的所有聲明及保證於出售事項完成時在各重大方面仍屬真實準確，並於任何方面均不具誤導成分；及
- e) Dynamic Might集團重組完成。

除余先生可豁免的先決條件(c)及 貴公司可豁免的先決條件(d)外，上述條件概不得由Dynamic Might買賣協議的任何訂約方豁免。

## 獨立財務顧問函件

倘任何上述先決條件於二零一六年七月三十一日下午十一時五十九分(香港時間)或之前未獲達成或(如適用)豁免，任何一方將有權(附加於及無損其可獲得的所有其他權利或補救，包括申索賠償的權利)透過向另一方發出書面通知終止Dynamic Might買賣協議，且任何一方均不得向另一方提出任何申索，惟先前違反除外。

於最後可行日期，概無上述Dynamic Might買賣協議的先決條件已獲豁免或達成。

完成

出售事項完成將於最後一項先決條件獲達成或(如適用)豁免後第三個營業日或之前(或訂約方可能同意的較後日期)發生。

於出售事項完成後，貴公司將不再持有Dynamic Might集團的任何權益，而Dynamic Might集團將不再為貴公司的附屬公司。

於出售事項完成後，貴集團將不再擁有任何生物資產(即四個中國及秘魯自然森林的特許權)。

吾等已審閱Dynamic Might買賣協議的條款，吾等認為該等條款屬一般商業條款。

### 3. 代價基準

誠如貴公司所告知，出售事項為數人民幣134,500,000元的總代價由訂約方經參考貴公司於二零一五年十二月三十一日的經審核綜合財務報表所示的貴集團生物資產賬面值約人民幣134,400,000元(亦為Dynamic Might集團的森林資產於二零一五年十二月三十一日根據估值師進行之市場估值得出之公允價值)後公平磋商釐定及協定。

#### 估值報告

估值師進行的估值之結果載列於通函。根據估值報告，Dynamic Might集團森林資產於二零一五年十二月三十一日的總市值約人民幣134,400,000元。吾等已審閱(其中包括)Dynamic Might集團的森林資產之估值(於估值師編製的估值報告中詳述)，報告全文載列於通函附錄一。吾等亦已於估值師就Dynamic Might集團的森林資產之估值所採用的方法以及主要基準及假設進行討論。

## 獨立財務顧問函件

於盡職審查過程中，吾等已審閱估值師就其獲委聘為Dynamic Might集團的森林資產的獨立專業估值師之資歷及經驗。吾等注意到估值師於森林估值擁持有超過30年經驗，並已於超過20個國家多於500項委聘。吾等認為，估值師具備足夠經驗以進行估值。

吾等亦已與估值師進行討論，並確認i)其獨立於 貴公司；ii) 貴公司提供的**所有重要資料**已載入估值報告；及iii)彼等並不知悉存在任何嚴重損毀或其他事項，而令彼等質疑 貴公司所提供資料之真實性及合理性。根據 貴公司與估值師的委聘函件及吾等就估值師的委聘條款(特別是其工作範圍)與彼等進行的訪談，吾等注意到，由於有關工作範圍並無可能對彼等於其報告中作出之保證程度造成不利影響之限制，故此吾等認為彼等之工作範圍就規定提供的意見而言誠屬適當。

誠如估值報告所述，有關估值已根據美國資產評估基金會制定之專業評估慣例之統一標準(「USPAP」)編製。根據吾等與估值師的訪談，確認所採用的主要準則與國際估值準則委員會出版之國際估值準則相同。

根據估值報告，估值師已就估值於貼現現金流量法的框架下結合採用收益法及可資比較銷售法。誠如估值師所確認，於貼現現金流量法的框架下結合採用兩種方法在森林估值中普遍採納，並與一般市場慣例一致。估值的基準及假設之進一步詳情載於通函附錄一的估值報告內。根據吾等與估值師就其所進行工作的訪談，吾等已進行盡職審查以評估估值報告所採納的假設、基準及方法是否公平合理。經估值師確認，已貼現現金流量評估之主要變量包括但不限於：

- i) 收益；
- ii) 經營開支；
- iii) 貼現率；
- iv) 行業背景；及
- v) 未來管理計劃。

## 獨立財務顧問函件

吾等已就上述各項變量進行多種盡職審查，包括但不限於：

- i) 比較中華人民共和國林業局、國際熱帶木材組織及彭博的歷史財務數字及數據；
- ii) 對行業背景進行網上調查；
- iii) 與管理層討論及確認未來計劃；及
- iv) 與估值師訪談以瞭解各項假設及預測的基準

根據吾等之盡職審查工作，吾等發現估值師所用假設及基準可與調查及瞭解相比較。然而，獨立董事委員會及獨立股東應注意到，由於估值涉及基準及假設，其未必能準確反映Dynamic Might集團之森林資產市值。

根據吾等與估值師的討論及吾等對估值師進行的工作之瞭解，吾等認為，估值報告採用的基準及方法屬公平合理。

經計及1) Dynamic Might集團於Dynamic Might集團重組完成後及於出售事項完成前的主要資產將為四個中國及秘魯自然森林的特許權；及2)估值報告中有關Dynamic Might集團的森林資產之總市值估值約人民幣134,400,000元，吾等認為，出售事項的總代價訂於人民幣134,500,000元屬公平合理。

### 可資比較分析

除估值報告外，吾等亦已挑選於香港上市的可資比較公司，就吾等深知、盡悉及確信，該等公司主要於中國從事林業營運。吾等已使用兩種不同方法比較代價與該等可資比較公司的估值：

#### (a) 市盈率法

吾等注意到Dynamic Might集團於過往年度錄得擁有人應佔未經審核虧損，因此，市盈率的分析並不適用。

(b) 資產淨值法

吾等已挑選三間於聯交所上市的可資比較公司(「行業可資比較公司」)，該等公司i)從事林業管理以及木材及木料產品銷售及ii)於聯交所主板上市。吾等認為就本出售事項而言，該等公司適宜用作比較市賬率。吾等認為，該列表屬詳盡，而行業可資比較公司對 貴公司而言屬公平及具代表性的可資比較公司。股東應注意 貴公司的業務、營運及前景與行業可資比較公司並非完全一樣，且除上述甄選標準外，吾等並無對行業可資比較公司的業務及營運進行任何深入調查。然而，行業可資比較公司仍可作為評估代價公平及合理性的有意義參考。有關行業可資比較公司的市值及市賬率乃以有關公司近期已刊發的年度／中期報告及／或年度／中期業績公告內披露，於最後可行日期各自的股價、已發行股份總額及股東應佔各自最近的資產淨值為依據。

於Dynamic Might集團重組完成後，Dynamic Might集團的主要資產將為四個中國及秘魯自然森林的特許權。誠如 貴公司所確認，Dynamic Might集團於Dynamic Might集團重組後的資產淨值應與Dynamic Might集團的生物資

## 獨立財務顧問函件

產賬面值約人民幣134,400,000元相等，以供比較之用。下表列出市值對行業可資比較公司及Dynamic Might集團最近期公佈的資產淨值之比率：

公司(股份代號) (附註1)	主要業務	森林資產 收益佔總 收益的 百分比 (附註4)	森林資產 佔總資產 的百分比 (附註5)	於最後 可行日期前 最近期 公佈的 資產淨值		市值對 最近期 公佈的 資產淨值 之比率 (「市賬率」) 倍
				於最後 可行日期 的市值 (附註2) 人民幣百萬元	最近期 公佈的 資產淨值 (附註2) 人民幣百萬元	
中國農林低碳控股有限公司(1069.HK)	林業管理；銷售及研發木材加工及農林廢料等生物質材料生產的生物質燃料及借貸	5.99%	68%	864.2	198.5	4.35
綠心集團有限公司(94.HK)	木材採伐、原木加工、木材及原木產品之市場推廣及銷售	100%	64%	817.4	381.5	2.14
永保林業控股有限公司(723.HK)	可持續森林管理；天然森林投資及租賃；製造及銷售木材產品；物業租賃；持牌旅行代理業務及貸款業務	0%	0% (巴西森林已獲悉數減值)	839.2	105	7.99
				所有行業可資比較公司*		
				最高		7.99
				最低		2.14
				平均		4.83
				出售事項之 代價		
出售事項				134.5 (附註3)	134.4	1.00

資料來源：聯交所網站(www.hkex.com.hk)  
彭博

附註：

- 吾等已撇除中國森林控股有限公司(930.HK)，原因為其於最後可行日期處於正式清盤階段。
- 港元乃按匯率1.20港元兌人民幣1.00元換算為人民幣，僅供說明用途。

## 獨立財務顧問函件

3. 就上文分析而言，出售事項代價乃作為市值。
4. 該百分比按森林業務產生之分部收益除以總收益並乘以100%計算得出。
5. 該百分比按森林資產除以總資產並乘以100%計算得出。

由於業務性質獨特，吾等難以識別出純粹從事林業管理及銷售木材或木製品且總資產僅由森林資產組成的任何上市公司。為能夠進行比較，吾等已篩選出其部分業務為林業管理及銷售木材或木製品且森林資產構成其部分資產基礎的公司。

上表列示可資比較公司於最後可行日期及其最近完整財政年度的最近已刊發財務報表日期基於各自股價計算的相關比率。儘管可資比較公司之分析可提供行業內現有市況參考，但其並無計及當地規定、經營環境、業務模式、稅項及各間公司的其他獨有特性。此外，鑒於可資比較公司經營的森林資產位於不同於貴公司的位置，例如中國不同省份、紐西蘭及巴西，因而地理位置差異亦對森林價值產生影響。

經參考上表後，吾等注意到，Dynamic Might集團之市賬率低於可資比較公司之市賬率範圍。然而，吾等亦已就出售事項考慮以下因素，並認為可資比較公司之市賬率不應與Dynamic Might集團之市賬率直接比較：

- (i) 僅為中國農林低碳控股有限公司(1069.HK)及永保林業控股有限公司(723.HK)之森林業務產生的最小收益，而Dynamic Might集團的全部收益均來自森林業務；
- (ii) 就永保林業控股有限公司(723.HK)而言，其巴西森林已獲悉數減值。至於其他兩間可資比較公司而言，森林資產僅佔其資產基礎約65%。另一方面，Dynamic Might集團的大部分資產由森林資產組成；及
- (iii) 可資比較公司的股份於聯交所公開買賣，而據貴公司表示，並無已確認作為買賣森林資產(僅為Dynamic Might集團所持資產)的公開市場。採用較大貼現以出售低流通率且無公開市場的資產實屬必要。

鑒於(i)根據中國及秘魯林地的獨立第三方發出的估值報告，代價高於估值；(ii) Dynamic Might集團的財務表現不佳；及(iii)本公司於完成後的財務狀況得到較大改善，吾等認為代價屬公平合理並符合 貴集團及股東之整體利益。

#### 4. 出售事項可能對 貴公司造成之財務影響

於出售事項完成後， 貴公司將不再於Dynamic Might集團擁有任何權益，因此，Dynamic Might集團的財務業績以及資產及負債將不再綜合入賬至 貴公司的綜合財務報表。

##### 盈利

誠如於二零一六年五月十九日所公佈，經計及直接與出售事項相關的開支後， 貴公司預期 貴集團將因出售事項產生約900,000港元的估計虧損。值得注意的是Dynamic Might集團於截至二零一五年及二零一四年十二月三十一日止年度分別產生約人民幣282,000,000元及約人民幣167,000,000元的未經審核綜合除稅前虧損，而倘 貴集團並無出售Dynamic Might集團，將需要額外資金維持其營運。預期出售事項可i)緩和 貴集團的虧損壓力；ii)減低 貴集團經營及維護森林的開支；及iii)排除日後 貴集團生物資產公允價值的任何變動對 貴集團造成影響。

##### 資產淨值

誠如前文所述，經計及直接與出售事項相關的開支後， 貴公司預期 貴集團將因出售事項產生約900,000港元的估計虧損。於此基準下， 貴公司估計 貴集團的綜合資產淨值將下跌約900,000港元。 貴集團將予確認的出售事項實際虧損金額將須經最終審核及可能作出審核調整，其可能與上述數字有所出入，惟如 貴公司所告知，並不預期出現重大差異。

##### 現金流量

根據二零一五年年報， 貴集團的現金及現金等價物於二零一五年十二月三十一日約為人民幣602,000,000元。出售事項為數約人民幣134,000,000元的所得款項淨額將由 貴集團用作一般營運資金，預期出售事項將對 貴集團的現金流量構成正面影響。

## 獨立財務顧問函件

雖然出售事項將出現虧損，而 貴公司的資產淨值將因出售事項輕微下降，惟 貴公司將出現正現金流量。此外，預期出售事項可 i) 緩和 貴集團的虧損壓力；ii) 減低 貴集團經營及維護森林的開支；及 iii) 排除日後 貴集團生物資產公允價值的任何變動對 貴集團造成影響。因此，吾等認為，出售事項的整體財務影響對 貴公司有利。

### 結論及推薦建議

吾等已考慮進行出售事項之上述主要因素及理由，吾等認為，Dynamic Might 買賣協議之條款屬正常商業條款，屬公平合理及符合 貴公司及其股東之整體利益。因此，吾等建議獨立董事委員會建議，且吾等亦建議，獨立股東投票贊成將於股東特別大會上所提呈之決議案以批准 Dynamic Might 買賣協議及其項下擬進行之出售事項。

此致

大自然家居控股有限公司  
獨立董事委員會及列位獨立股東 台照

代表  
滙富融資有限公司  
廖錦賢  
董事  
謹啟

二零一六年六月十四日

附註： 廖錦賢女士自二零零八年起為證券及期貨條例項下第6類(就機構融資提供意見)受規管活動之負責人員。彼曾參與為涉及香港上市公司之各類關連交易提供獨立財務顧問服務。

以下為林業顧問Indufor Asia Pacific Limited對森林資產進行估值而編製的報告全文，以供載入本通函。

## A. 中國雲南省寧蒗林業特許權之森林資產估值報告

傳遞函件

大自然家居控股有限公司  
於二零一五年十二月三十一日的  
中國雲南省寧蒗森林特許權估值

敬啟者：

Indufor Asia Pacific Limited (「**Indufor**」) 已編製此報告，當中載列Indufor就位於中國雲南省寧蒗縣以當地公司名稱「江西盈然林業發展有限公司」(「**江西林業**」) 登記的特許土地上立木於二零一五年十二月三十一日的價值發表的意見，以供載入大自然家居控股有限公司(「**大自然家居**」) 刊發日期為二零一六年六月十四日的通函。

相關產業的總價值乃基於吾等並無偏頗的個人專業分析、意見及結論得出，且只受到所報告假設、限制條件及有關市場與相關產業的有關事實所限。吾等對於林木公允價值的估值符合國際會計準則第41號。

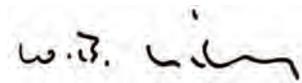
### 免責聲明

Indufor 盡竭誠努力提供準確完備的資料，同時執行委派工作。Indufor 概不就委派工作的任何結果承擔任何債項或責任。

此 致

香港  
九龍尖沙咀  
海港城港威大廈2座  
26樓2601室  
大自然家居控股有限公司  
列位董事 台照

**Indufor Asia Pacific**



董事總經理  
W B Liley



林木資源顧問  
楊晨

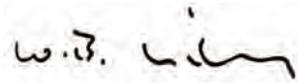
二零一六年六月十四日

## 證明

Indufor謹此據吾等所深知及確信證明下列聲明：

- 本報告所載事實聲明屬真實準確。
- 所報告分析、意見及結論只受到所報告假設及限制條件所限，且為吾等持平、並無偏頗的個人專業分析、意見及結論。
- Indufor於相關產業中並無任何目前或未來權益，就所牽涉各方亦概無個人權益或偏見。
- Indufor應聘執行委派工作時所開發或報告的預定結果並非偶然。
- Indufor完成此項委派工作的報酬就下列各項並非或然：
  - 開發或報告有利於客戶的預定價值或價值取向
  - 價值意見金額
  - 達致指定結果
  - 出現與此項評估擬定用途直接相關的其後事項。

有關報告由Indufor Asia Pacific Limited的顧問員工編製。



董事總經理  
W B Liley



林木資源顧問  
楊晨

**假設及限制條件**

本報告乃應客戶**大自然家居**之要求編製，以供載入公司致其股東的通函。概無其他第三方有權就任何目的使用或依賴此項評估。

本報告不得用作其編製目的以外的用途。其只限於用作考慮其全部內容。

與相關產業地點及基本實質特點有關的詳情已按江西林業多名經理及林業顧問提供的數據為依據作出。

Indufor已採用視為具權威性的資料來源的法律說明，但概不會就此承擔或建議承擔任何責任。Indufor並無對林木產業展開調查。本報告內呈列的地圖、圖表及照片只用作協助讀者瞭解內容。

本報告涵蓋的範圍不包括法律事宜。

除非本報告另有指明，Indufor概無留意，而有關顧問於檢視時亦並無發現任何有害物料或其他不利環境狀況(不一定於有關產業呈現)。

未經Indufor事先書面同意及批准，本報告全部或任何部分內容(特別是關於價值、顧問或Indufor身份的結論)概不會透過廣告媒體或任何其他公共通訊方式向公眾發佈。

聯絡人

Bill Liley  
Indufor Asia Pacific  
7th Floor 55 Shortland St, P O Box 105 039  
Auckland City 1143, New Zealand  
Office +64 9 281 4750  
bill.liley@indufor-ap.com

## 1. 緒言

此項全面論述評估涵蓋大自然家居於中國雲南省寧蒗縣擁有及管理的立木。此企業由當地名為江西盈然林業發展有限公司的公司管理。

評估日期為二零一五年十二月三十一日。

根據相關森林資源轉讓協議，大自然家居已就其雲南森林取得林地使用權、林木所有權及林木使用權。該等權利的有效期分別至二零六零年或二零七八年。就林地所有權而言，中國的全部林地均由國家或集體組織擁有，且不可轉讓。

### 1.1 價值估計的性質

評估師的價值估計為其對在並無異常影響的市場上可取得的可能價格的意見。任何評估均存在基本限制，即評估為對價值的意見，因此並不保證產業將會以所評估價值出售。

## 2. 估值方法

### 2.1 估值定義

#### 目的及最高效與最佳用途

評估之目的為估計森林資產的市場價值。

Indufor認為大自然家居資產的整體最高效與最佳用途為林業，不論是作木材生產或保育用途。

中國有關土地用途的政策現時積極阻止於陡峭地形及國家森林保護項目地區以及三江源頭自然保護區的森林進行採伐。過去的災禍已證實下游損失遠大於試圖將農業活動擴展至國內山坡所帶來的任何經濟收益。除政府法令施加的限制外，周邊土地的狀況亦已證實最高效與最佳用途。倘陡坡並非用作建造人工林，則大部分會用作重新種植自然樹種的林木。

#### 評估生效日期

二零一五年十二月三十一日

### 2.2 估值過程

一般認為資產評估必須從三種方法著手進行：

- **銷售比較法**—應用涉及可資比較資產的交易所證明的價值(連同適當銷售調整)。
- **收入法**—評估該等資產的未來現金流現值。
- **評估重置成本**。

認可的評估慣例要求同時考慮三種方法。倘所有方法均提供有用及相關的結果，則評估師會應用其專業意見衡量各種方法的比重。倘一種或兩種方法被視為無參考價值，則評估師須解釋並無進一步考慮有關方法的原因。

#### 銷售比較法

### 2.3 寧蒞資源的採伐權

於應用折現現金流分析時，可針對兩大方面的風險。一方面為得出未來現金流的風險，另一方面則為選擇折現率的風險。

普遍建議財務報告應在任何切實可行的情況下明確指出現金流中的風險。就此而言，折現率被視為一個過於粗略的機制。儘管如此，森林面對各類不易於量化的風險。儘管於預測現金流中提述有關風險一直並不容易，有一種做法可將有關風險計入折現率。第14節論述就此資產選擇折現率的依據。

除了非生物及生物風險外，亦存在有關產量表可靠程度、市場不確定因素及生產成本潛在變動的問題。

寧蒞資源亦存在進一步商業風險。此涉及資產的可能採伐的比率。大自然家居尚未自寧蒞縣林業局獲得任何年度允許採伐量配額。經過最近與當局官員會面<sup>1</sup>，吾等瞭解到當局

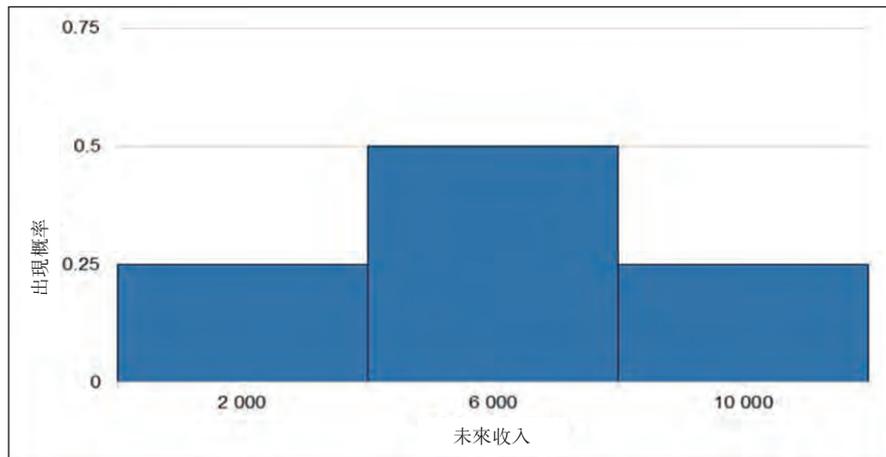
短期內不大可能發出任何於該區天然森林的商業部分進行採伐的許可證。自收購有關資源以來，尚未進行任何採伐，且吾等亦知悉有關資源所在地區訂有保育規定。

大自然家居的寧蒞森林大致為成熟或接近成熟及「已適合」採伐。儘管如此，現時概不保證將進行採伐。Indufor於此等情況下採用的方法乃基於Klemperer<sup>2</sup>所述的方法。例2-1載述一個簡單示例。

#### 例2-1：具風險收入

作為具風險收入的示例，圖1顯示一項假定投資於五年期後的可能收益。收入將為人民幣0元至人民幣4,000元的概率為0.25，可詮釋為獲得中間值人民幣2,000元的概率為25%。其他中間值亦可同樣地詮釋。倘閣下進行此項投資數百次，則有25%的次數會獲得人民幣2,000元；50%的次數會獲得人民幣6,000元；及25%的次數會獲得人民幣10,000元……

圖1：概率直方圖



重複進行多次上述的投資將產生以下預期收入值

$$E(R) = 0.25 \times 2,000 + 0.5 \times 6,000 + 0.25 \times 10,000 = \text{人民幣 } 6,000 \text{ 元}$$

因此，任何一組收益的預期值為可能收益的總和乘以發生概率。

透過遵從Klemperer的方法，Indufor已就大自然家居寧蒞資產考慮各項個別情況。各項情況的可能性於第15節論述：

**情況1**：大自然家居並不獲准採伐寧蒞森林。

**情況2**：自二零一八年起計約三年內，大自然家居能夠實行其管理計劃，規模最多為30,000立方米。此將取決於縣級政府會否獲得省級政府分配的配額。

**情況3**：大自然家居自二零一六年起能實行其計劃，而採伐量自二零二一年起能增加至每年20,000立方米，並於二零二六年前增加至每年30,000立方米。此亦取決於縣級政府／省級政府的配額。

<sup>1</sup> 詳情請參閱與寧蒞縣林業局的最終會議記錄及與麗江市林業局的會議記錄

<sup>2</sup> Klemperer D. W. (二零零零年) Forest Resource Economics and Finance。McGraw-Hill：紐約

**情況4**：大自然家居獲得高於其管理計劃規模、為數50,000立方米年度配額。

第11.1節就上述各項情況概述林業資產模型所採用的限定條件。第14節按照各項情況及其指定概率計算林木價值。

#### 2.4 大自然家居估值的選定方法

吾等認為，可比銷售法及收入法均與寧蒗資產最為相關。

應用可比銷售法的第一步為採用人民幣／公頃參數作為比較單位，研究可能獲提供的當地憑證(見第13節)。在參照更廣泛的憑證時，吾等改用隱含折現率作為比較單位。

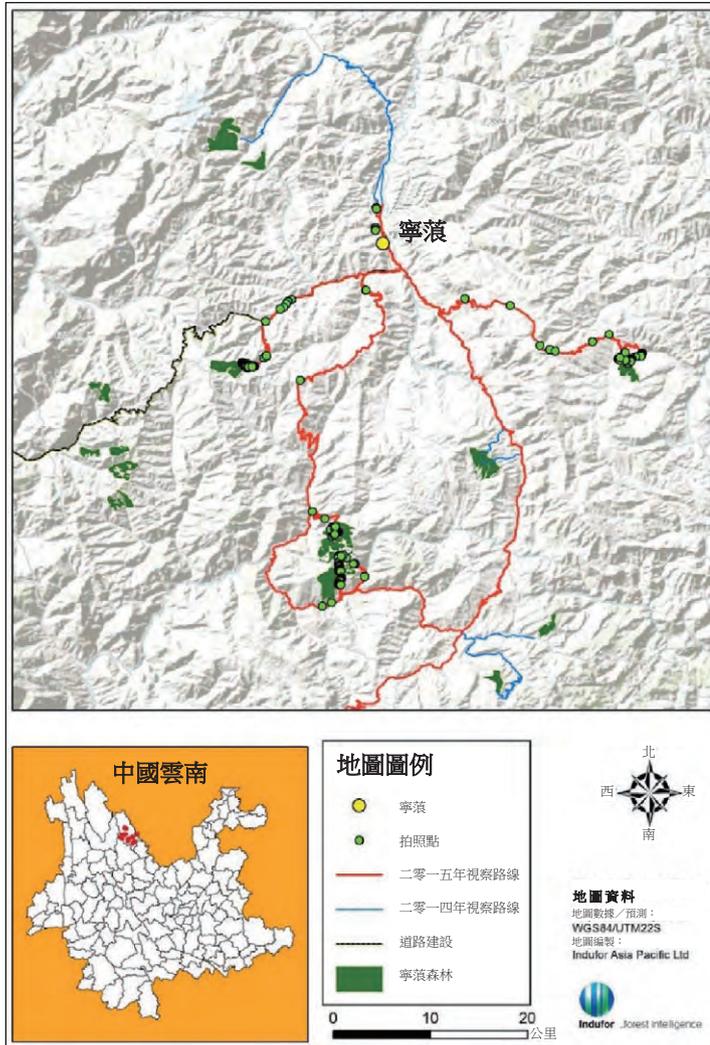
就收入法而言，吾等考慮以加權平均資本成本計算折現率。此過程於第14.1節論述。

已對上述各情況產生的現金流應用同時承認隱含折現率及加權平均資本成本來源的單一折現率。各情況的淨現值乘以其各自的比重，以得出單一估計價值。

### 3. 現場視察

Indufor於二零一五年十二月七日及十三日對大自然家居寧蒗資產進行地面視察。有關資產連同Indufor現場視察路線的地圖於圖3-1呈列。

圖3-1：大自然家居寧蒗資產現場視察路線



Indufor的現場視察目標包括：

- 深入審視森林資產的管理狀況。
- 綜觀大自然家居森林資源的整體健康及質素。
- 熟悉應用的造林管理技術。
- 識別任何其他可能影響森林立木管理或資源描述數據準確性的具體問題。
- 瞭解政府全面禁止於天然森林及／或天然森林的商業森林部分進行商業採伐的新政策及措施、其對寧蒗地區分配予公司層面的年度允許採伐量配額的影響、改造低產量森林的政策及規例以及對公司的相應影響。

- 瞭解採伐限定條件及成本、道路交通及道路狀況。
- 熟悉潛在森林產品銷售的現有市場以及與承辦商及客戶的採伐協議(如有)。

委聘範圍不包括詳盡的盡職視察。概無建立任何存量記錄圖以驗證產量或邊界，亦無拍下精確程度足以用作驗證面積報表的全球定位系統圖像。

Indufor確實已採用衛星圖像進行深入面積驗證，以增加面積報表準確性的可靠程度。此項評估的結果於第6節論述。

視察結果於本報告各相關章節論述。

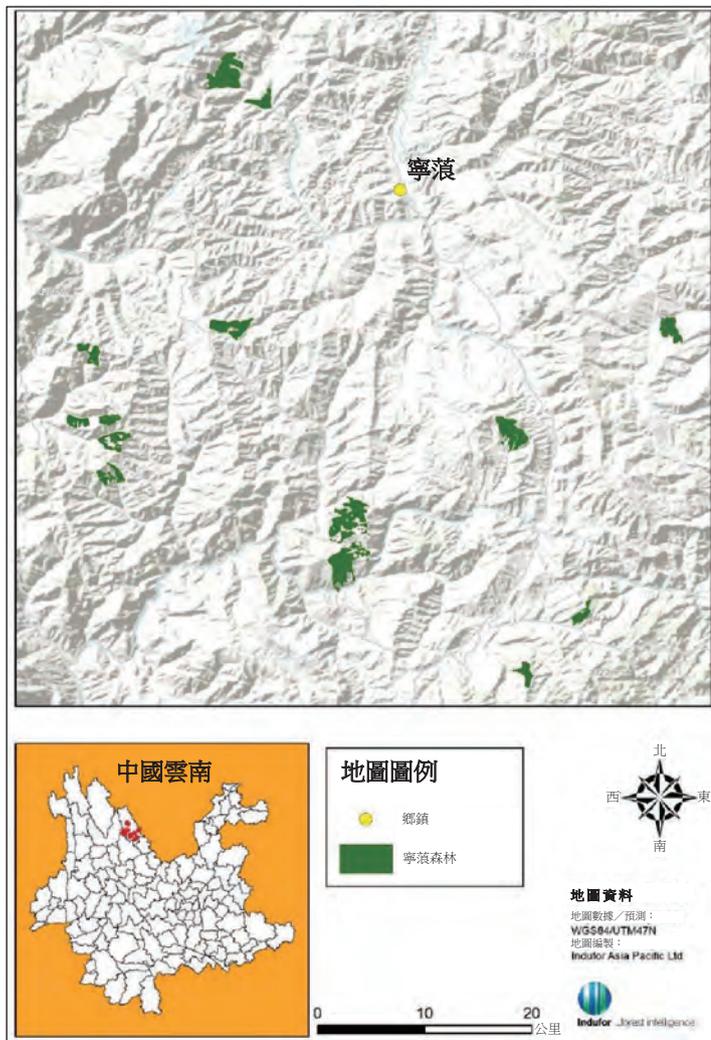
#### 4. 資源位置

##### 4.1 位置及背景

大自然家居的寧蒗森林資源位於寧蒗地區的西南方。大自然家居估計總註冊面積為4,335.6公頃(66,534畝)，其中3,942.7公頃(59,140.0畝)被視為可生產及堆積面積(圖4-1)。

該產業由大自然家居的員工管理，並由林業顧問提供諮詢。

圖4-1：大自然家居寧蒗特許權的位置



##### 4.2 森林健康及風險

人工及天然森林為生物資產，並承受此資產類別的固有風險。

可能會影響大自然家居寧蒗森林的森林生產力之部分主要風險因素包括：

- 致病風險
- 火災損失

- 採脂造成破壞

#### 致病風險

Indufor並無發現任何特殊的蟲害及疾病問題或明顯的損害證據。

#### 火災風險

旱季存在火災風險，尤其是可透過鄰近產業的火災蔓延而來。森林管理員透過部分火控塔監視，同時僱用兼職森林安全巡查員監控火災，而當地村民就此獲僱用為巡查員。五年管理計劃設定明確目標將火災損害限制在總面積的2%以內。

寧蒗鎮於二零一四年曾發生嚴重火災，波及範圍約達987畝。大自然家居估計該地區的產量可能減少約30%。Indufor已就遭火災損害的立木制定經修訂產量表。在現場視察中亦於西布河鄉及爛泥箐鄉發現若干面積較小的火災區域。Indufor尚未就該等面積較小的火災損害區域的產量表作出調整。

寧蒗森林資源須強制承購森林保險。由於更換保險公司，保險費已由每年人民幣335,000元減至人民幣244,000元。

#### 採脂活動

當地農民在未經大自然家居事先允許下進入森林資產採集樹脂。Indufor在現場視察中發現，該等農民並無嚴格遵守國家採脂技術標準，其剖面大小及剖面數量均違反標準。該等農民使用斧頭或刀具切割樹木，造成損害，更嚴重影響樹木的健康和生長，令該等受損樹木在雪天或強風天氣更易被吹倒或折損。

## 5. 森林租期及採伐權

### 5.1 特許權年期

大自然家居提供的森林管理概要表明於二零一三年十二月三十日的林權證總面積為66,533.8畝，其中森林及其他植被覆蓋其中約90%。表5-1概述按土地覆蓋類型及木材產品類型分類的林權證面積。

表5-1：寧蒗總森林面積

土地覆蓋	木材產品用地	面積(畝)*	面積(公頃)
森林	木材	56,476	3,765.1
	木柴	2,756	183.7
	保護區	46	3.1
<b>森林總計</b>		<b>59,278</b>	<b>3,951.9</b>
低密度森林		78	5.2
灌木		850	56.7
森林荒地		3,090	206.0
荒地		270	18.0
非森林土地		2,967.8	197.9
<b>非森林總計</b>		<b>7,255.8</b>	<b>483.7</b>
<b>總面積</b>		<b>66,533.8</b>	<b>4,435.6</b>

\*面積乃以大自然家居提供的資料為依據

中國森林法已制定有關正式林權證的規定。有關文件的特點在於外部裝有綠色膠套並印有「中華人民共和國林權證」的鍍金標識。大自然家居目前持有36份林權證。有關登記表詳載**林地使用權**、**林木所有權**及**林木使用權**。該等權利的登記人記錄為「江西盈然林業發展有限公司」，而**土地所有權**仍歸當地區域的個人或集體所有。該證書的其他資料包括森林位置、地名、株數、林班數目、面積、主要樹種、森林用途及森林範圍。該等林權證的到期日介乎二零一零年六月十六日至二零一八年四月十二日。

在收購林木資源中，大自然家居已與各當地土地持有人制定合約。土地租金在轉讓所有林區的三項權利時預付。Indufor並無獲得個別合約副本。然而，吾等確認，以大自然家居寧蒗的名義登記的總面積與林權證的總面積相同。

### 5.2 採伐權

誠如第2.3節所討論，Indufor仍憂慮大自然家居並無在特許權範圍內擁有確實的林木採伐權。

Indufor近期與寧蒗縣林業局官員面談<sup>3</sup>，其中表示：

- 寧蒗並無飛機播種的歷史記錄。所有自然森林均屬於自行再生，甚至於採伐後亦依賴自行再生。
- 自行再生森林的定義為「自然森林」。

<sup>3</sup> 詳情請見與寧蒗縣林業局的會議記錄及與麗江市林業局的會議記錄

- 為有效保護及保育森林資源並提升寧蒗的森林覆蓋率，縣政府已自一九九八年起禁止採伐自然資源。自此尚未批授商用木材的年度允許採伐配額。至於麗江市林業局所分配的每年18,000立方米的年度允許採伐配額，乃與「經人工介入及改善再生的自然森林」有關。目前此建議僅為計劃，寧蒗縣政府就此並無明確意向。

Indufor顧問亦已核查當地林業局的政策及大自然家居的低產量森林改造的現有狀況。經寧蒗縣林業局批准後，公司可申請就符合標準的低產量森林進行改造。該等森林須經審查及核實。寧蒗縣林業局將分配公司所申請的改造區域，並向該區域提供補助。該補助全額為每畝人民幣120元，而扣除設計費後的淨額為每畝人民幣95元。然而，由於難以界定「低產量森林」，公司須委聘合資格省級機構進行核實及操作設計。此外，由於改造成本高昂，公司在改造上花費的成本遠遠高於中央政府補助。因此，大多數公司不願作出此等申請。大自然家居於二零一五年並無作出此申請。

二零一五年十二月三十一日，國家林業局關於嚴格保護天然林的通知<sup>4</sup>（林發字(2015)第181號）已強調中央政府對此問題的立場：

*「對低產低效天然林實施改造，要以提升天然林生態功能為目的，嚴格確定改造物件，從嚴控制規模和範圍，科學設計改造方式和強度，嚴格執行相關技術規程和政策措施要求。國家一級公益林要嚴格保護，原則上不可實施任何方式的改造」。*

大自然家居確認，虹橋鎮、西布河鄉及西川鄉已分別於二零一三年及二零一四年就1,060畝及360畝低產量森林實行改造。毗鄰的Kunming Jinde Forest Resources Development Company<sup>5</sup>對該等森林實行的改造說明該過程的執程序，當中涉及移除品質較差的樹木及矮樹以及封育或補植雲南松區。重要的是，並無任何可用於買賣的產出量，與林業局官員對低產林改造的建議，即「改造應適當封育，且不得全面伐除」相符。

林地經清理後，當於雨季內完成封育／補植。迄今，大自然家居已獲得補助每畝人民幣86元，低於扣除設計費後的標準補助每畝人民幣95元。補助金已用於就移除品質較差的樹木及矮樹以及補植雲南松區撥付成本。

在此階段，Indufor闡釋，僅就採伐形式所設的限制可能增加。因而會影響審批的林區、可能進行的經營性質及可採摘量。

Indufor亦已就砍伐廢棄受損林木的可能性向官方人員尋求確認。當地林業局的立場為倘發現樹木已枯毀及因森林火災或採脂活動而倒塌，公司及個人可移除該等樹木。然而，

---

<sup>4</sup> 國家林業局關於嚴格保護天然林的通知，<http://www.forestry.gov.cn>

在並無獲得年度允許採伐配額的情況下，不得移除受影響的立木。為移除受損樹木，有必要遵循一套較為複雜的程序。因此，以任何形式於寧蒗採伐森林愈來愈受到限制。

日益增加的限制反映出中央政府<sup>6</sup>於二零一五年初提出的計劃。有關聲明如下：

「果斷停止天然林商業性採伐。接下來分三步全面停止天然林商業性採伐：

- 1) 擴大東北內蒙古重點國有林區停止天然林商業性採伐試點，二零一五年全面停止內蒙古、吉林等重點國有林區256萬立方米木材採伐，同時選擇非天保工程區部分國有林場、集體和個人的天然林開展停止商業性採伐試點。
- 2) 二零一五年底部署全面停止非天保工程區國有林場天然林商業性採伐，繼續開展非天保工程區集體和個人的天然林商業性採伐試點。
- 3) 二零一六年底部署全面停止全國天然林商業性採伐。」

---

<sup>6</sup> 二零一五年二月二十五日人民日報。前國家林業局局長趙樹叢所撰寫的文章

## 6. 資源範圍

### 6.1 資源概述

大自然家居已向Indufor提供以總面積為基準表述的區域及樹齡類別概要。可理解為最初由林業局提供的次要存量數據。數據集包括：

- 以土地覆蓋類別分類的範圍
- 以物業、樹種及樹齡劃分組的森林範圍
- 總立木量
- 各森林管理區塊的地圖。

根據新林權證，森林及其他植被覆蓋的總面積為60,206畝。舊林權證與新林權證的面積總差異為148.3畝。

Indufor獲知有約987畝受到火災影響。該區域的產量已經調整。Indufor尚未就西布河鄉於二零一三年遭小型火災損害的約100畝區域的產量作出調整。由於該區域面積過小，將不會獲現有保險公司索償。

Indufor瞭解到，公司已就其於寧蒗縣的所有森林向森林管理委員會<sup>7</sup>取得證明。該證明自二零一四年十月十六日起至二零一九年十月十六日有效。

大自然家居亦已提供已開發區域概要作提早評估。Indufor已就早前評估中匯報的淨堆積面積的製圖結果(於第6.4節詳述)作出比較。已就淨堆積面積扣除2.1%的整體差異。經修訂面積表已於表6-1列示。

### 6.2 樹種

森林面積已根據其主要樹種或種群分類。為作出評估，已應用如下分組：

- 雲南松(*Pinus yunnanensis*)
- 西康油松(*Pinus densata*)
- 混合闊葉樹
- 櫟樹(*Quercus guyavaefolia*)

雲南松為主要的商用樹種，佔淨堆積面積的79%。混合闊葉樹佔15%，而西康油松佔6%。櫟樹所佔比例極小，佔淨堆積面積不足0.1%(表6-1)。

表6-1：按樹種分類的寧蒗淨堆積面積

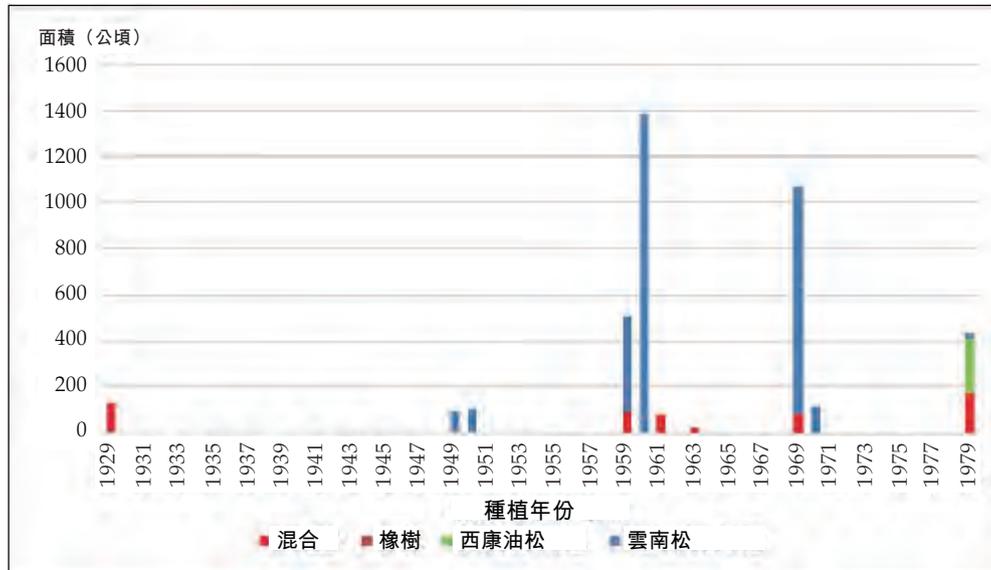
種群	面積(公頃)	面積(畝)	佔淨堆積面積百分比
雲南松	3,120.8	46,811.4	79.2%
混合闊葉樹	579.7	8,695.2	14.7%
西康油松	240.0	3,599.9	6.1%
櫟樹	2.2	33.6	0.1%
總計	3,942.7	59,140.0	

<sup>7</sup> <http://info.fsc.org/details.php?id=a024000000OrwVrAAJ&type=certificate&return=index.php#result>

### 6.3 樹齡類別

大自然家居提供的樹齡類別數據界定由幼齡至成熟森林的五個森林組別。在早前評估中，森林區域已根據評估年份減各樹齡類別中最高年份進一步分配至個別年份。按樹種分類的樹齡類別所佔面積詳情於表6-1呈列。

表6-1：按樹齡分組及樹種分類的寧蒗面積



### 6.4 範圍核證

範圍核證過程包括現場視察及製圖品質評估。後者涉及將GIS數據集與RapidEye (RE)於二零一五年三月二十一日獲取的影像(5米空間像素)作出比較。所得影像上空無雲，且覆蓋總資源範圍的46%。

大自然家居已提供表明寧蒗資源分配的近期掃描地圖。該等地圖乃就向森林管理委員會提出申請而繪製。大自然家居的經理表示，該等地圖內土地用途分類僅屬概括說明，以符合森林管理委員會的資料需要。Indufor在範圍核證過程中僅參考森林的外部邊界。

九張掃描地圖(為部分或全部森林區塊)與地質學有關且使用可識別的地貌特點。森林範圍其後可重新追溯，以提供可附加於衛星影像的數字弧。

影像分析用於評估整體立木表現，並探測所評估範圍內的任何異常情況(即未製圖差距)，而其後在可能情況下，該等範圍已在現場視察中被定為目標。

#### 6.4.1 森林製圖評估

評估製圖品質由兩個方面進行。首先，如上文所述，比較大自然家居與Indufor對森林總覆蓋率的聲明。表6-2中的堆積面積概要對有關估計作出比較。Indufor重新製圖僅提供少數差異(該範圍1.3%以上登記於林權證)。

表6-2：寧蒗總製圖面積

地圖編號	大自然家居總面積 (畝)	Indufor總面積 (畝)	差異 (畝)	差異 (%)
1	11,179.9	11,858	678	6.1%
2	12,515.8	10,242	-2,274	-18.2%
3	5,278.8	5,359	80	1.5%
4	4,214.9	4,145	-70	-1.7%
5	19,165.8	19,583	417	2.2%
6	2,186.5	2,184	-3	-0.1%
7	6,779.7	6,890	110	1.6%
8	2,789.7	2,947	157	5.6%
9	2,422.7	2,441	18	0.8%
總計	66,533.8	65,648	-886	-1.3%

製圖評估的第二個組成部分已對森林說明中匯報的堆積面積聲明的準確性作出評估。於表6-3所示堆積面積概要中，「非森林」類別辨識為並未於森林總範圍內扣除的區域(即林隙)。表內最後一欄錄得「減少」，表明Indufor的淨面積少於森林記錄內所提供的面積，而「增加」則顯示相反情況。整體結果為Indufor發現森林記錄可能高估淨森林範圍，高估程度達2.2%。

表6-3寧蒗淨堆積面積製圖

地圖編號	過往製圖		Indufor製圖		與過往森林範圍的差異		
	森林 (畝)	森林 (畝)	非森林 (畝)	總面積 (畝)	差異 (畝)	差異 %	狀況
1	9,912	9,886	1,972	11,858	-26	-0.3%	減少
2	9,164	8,726	1,516	10,242	-438	-5.0%	減少
3	3,635	3,940	1,419	5,359	305	7.7%	增加
4	3,749	3,398	747	4,145	-351	-10.3%	減少
5	17,650	17,587	1,995	19,583	-63	-0.4%	減少
6	2,157	1,768	416	2,184	-389	-22.0%	減少
7	5,371	4,924	1,965	6,890	-447	-9.1%	減少
8	2,233	2,288	659	2,947	55	2.4%	增加
9	2,212	2,312	129	2,441	100	4.3%	增加
總樣本範圍	56,083	54,829	10,819	65,648	-1,254	-2.2%	減少

## 7. 森林產量

### 7.1 緒言

Indufor已提供就寧蒗森林過往估值所編製的產量表。據理解，該等產量表乃依照次級資源存量(稱為涼山州報告)提供之數據所編製，而結果更以貝利於二零零九年及二零一零年進行之額外高水平存量所補充。

大自然家居迄今並無進行採伐。因此並無機會核對實際採伐量及於產量表估計之採伐量。

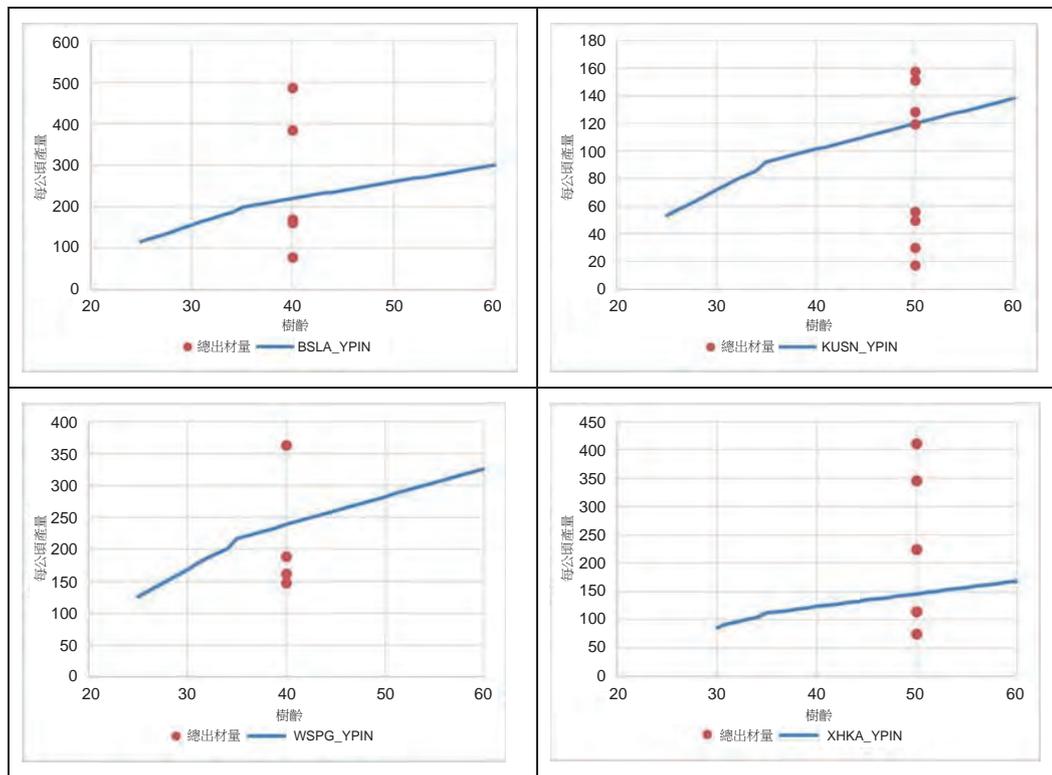
### 7.2 存量資料

貝利存量數據包括於二零零九年量度之45個樣地。於二零一零年量度之額外八個樣地，以涵蓋自二零零九年起列入林權證之林地。

於二零一四年八月，大自然家居加入額外11個永久樣地。有關資料由Indufor提供。此外，進行現場視察時，Indufor連同林業顧問於各11個地點完成20棵松樹之若干隨機量度，以按每公頃基準<sup>8</sup>獲取總立木量之高水平指標。

圖7-1將雲南松樣地數據與其相關產量表作比較。已呈列四個城鎮的結果。誠如7.4節所進一步論述，樣地數據按採伐率0.75予以調整。

圖7-1：寧蒗存量—產量表比較



<sup>8</sup> 此基準並非正規繪製。相反，其已於各地量度最接近的20棵樹木之胸高直徑，且已估計若干樹木高度，並已量度斜率，同時已量度及記錄兩棵倒塌樹木的錐度。進行現場視察時，亦透過拍攝充足照片，以檢查森林健康、生長表現、樹木形態、森林破壞(火災、採脂)及森林道路以及路徑、道路狀況等。

圖7-1所示的產量表可視為「持續」。其顯示可採總量與樹齡介乎25至60成熟期之間的關係。例如，Indufor能夠確定，林業部原來分配的產量，乃按個別資源平均樹齡向各城鎮產量。其後，該「產量點」藉參考產量曲線，擴大至長期產量表。由於尚未詳述參考曲線之來源及基準，故務須審慎處理。

### 7.3 生產組合

產量表已按小端直徑(材徑)提供具三個木材徑級的列表，載列如下：

- 小材徑介乎6至14厘米
- 中材徑介乎14至26厘米
- 大材徑超過26厘米

據理解，該等級別由貝利編製，並旨在反映不同體積木材的市場及價格差別。Indufor瞭解，材徑超過14厘米之木材一般出售作鋸木或生產薄板用途。於視察時，所到訪位於寧蒗之鋸木廠擁有人確認，近年木材價格一直維持穩定，並已就材徑超過30厘米之木材支付溢價。

據所提供的資料顯示，各產量表之徑級組合乃透過分攤木材直徑徑級(即小型木材範圍介乎20至30%、中型木材範圍介乎40至50%及大型木材範圍介乎30至40%)計算得出。於報告草擬稿定稿時，概無額外資料顯示如何推算出木材比例。Indufor已提供樹幹材積算式，茲載列如下：

- 雲南及西康油松： $0.0000582901175 * (\text{直徑})^{1.979634} * \text{高}^{0.9071515}$
- 櫟樹及混合闊葉樹： $0.000052750716 * (\text{直徑})^{1.9450324} * \text{高}^{0.9388533}$

倘有相應樹幹遞減函數，及有樣地量度按個別樹幹水平記錄結果，則可運用現成軟件組合模擬樹幹採購過程。

### 7.4 總出材量

據理解，產量表所提供之數據為林業部總立木量之75%。調整該制度實屬常見，以確認並非所有樹幹均可按商業用途採伐。出現虧損可歸因於樹樁、樹頂、樹幹畸形及斷裂數量。Indufor認為，該調整應屬合適，其不僅考慮樹幹尚未出材的部分，亦考慮到森林採伐守則就防止於斜度超過35度之斜坡上採伐之限制。

### 7.5 火災損失

截如4.2節所述，火災對森林造成之損失可透過將應用於受火災破壞區域之產量減少30%計提準備。概無對有關面積作出調整。

### 7.6 總結

編製產量表之過程具有進一步修正的空間。

目前，推算產量表所依據之存量數據資料有限。所獲取的存量數據記錄地點、樹種、樹木

直徑及高度，連同有關森林品質及樹型之一般評論，惟並無詳細計量於估計木材徑級時可能應用的樹幹特徵，例如樹幹有缺陷或蜿蜒生長。

於估計總立木量時已採用一般數量函數。概無驗證該等函數之合適性，或已識別原來編製的地點及人士。產量估計似乎並無計及工地產量或數目升幅。資產模型之功能性乃透過編製持續、長期產量表所承認。然而，已採用延長方式並參考產量曲線，惟當中並無有關其來源地或合適性之資料。

Indufor已尋求有關編製產量表及相關假設方面之額外資料。鑒於時間有限，並受所提供之現有數據所局限，Indufor尚未編製替代產量表，或於本估值對產量表作出調整。於未來估值仍必須就所提供之數據作進一步核證。

## 8. 森林種植及管理成本

### 8.1 林業營運成本(直接)

林業營運成本包括與工地準備工程、建立、種植及護理林木種植直接相關的開支。

工地準備工程包括就種植及植樹造林準備土地的所需活動。目的為盡量增加幼苗存活率及提高早期生長表現。同時，工地準備工程應減少對環境造成影響及具成本效益。

植樹造林包括植樹及初步護理幼苗。一般界定為包括早期施肥、「填補」(重植失敗區域)及植後除草(於種植年內)。植樹造林亦涵蓋種植及以育苗方式培植幼苗的成本。

森林護理可能包括不同管理方法，森林護理一般於成功造林後一年內開展，並其後持續不時進行，直至最終採伐為止。例如，活動包括進一步雜草控制及施肥，其後進行間伐，以及在若干情況下修剪，當中或會進行中期輪伐存量營運，以確認林木作物的表現。

林業營運成本一般與「經常開支」(見8.3節)有所區別。

### 8.2 建模及造林成本

大自然家居目前並無於寧蒗森林進行植樹造林。儘管大部分雲南松森林均自然重生，大自然家居已提供種植後兩年內工地準備工程、種植(包括幼苗)、雜草控制及隨後護理的成本估計(表8-1)。該等估計僅適用於松樹類。

表8-1：大自然家居林業營運成本

樹種	第零年	第一年	第二年
雲南松及西康油松(人民幣/公頃)	6,500	1,800	1,800

經寧蒗林業部官員與熟識其他地區慣例的森林經理討論後，據理解，緊隨採伐後，皆伐地區之樹木可能無法重生。較常見做法為隨時間匯集林地，直至有足夠面積可保證活動能一致進行。該等林地亦可透過有限的管理而自然重生。Indufor已作保守假設，假設每年已就去年採伐的林地積極重新植樹造林。

大自然家居亦於低產量地區採納轉變措施。該等措施旨在改善低產量地區森林之品質。過程包括移除低品質樹木及灌木叢，以及於該等地區重新種植雲南松。大自然家居擬隨後進行雜草控制及監察樹木生長表現。

於二零一三年，轉變範圍為1,060畝，而於二零一四年，已轉變360畝林地。大自然家居的目標為轉變合共約2,000畝林地，但由於轉換成本高昂，一如其他公司，大自然家居於二零一五年並無申請轉換。據報，大自然家居所評估之總成本約為每畝人民幣86元，當中已扣除設計費用。該等林地能否於林權證屆滿前生產任何可銷售量，令人存疑。因此，Indufor並無於本估值就該轉換作出撥備。

### 8.3 經常開支

涉及森林管理之經常開支包括參與森林管理及監管、行政、業務支援、信息科技及價值

優化之員工之薪金。另包括外部專業服務開支、辦公室租金、差餉、電訊及其他辦公室開支、資產折舊、公關、健康及安全，以及消防及保險開支。

獲取有關經常開支及間接成本之可資比較資料將面對額複雜情況，此乃由於公司以不同方式於其賬目及預算記錄有關開支。舉例來說，監管成本於可視為部分直接成本、獨立確認為其中一個項目，或計入一般開支。

大自然家居表示，經常費用為每年每公頃人民幣50至65元，包括員工薪酬、辦公室及汽車開支。專業服務(如審核、估值及法律服務)費用估計為每年每公頃人民幣220元。

Indufor已按該等開支推算出估計每公頃成本為每公頃人民幣280元。

## 9. 生產成本

生產成本可能包括伐木及裝載木材、採伐林道，及林道交通成本。其他一系列有關採伐之成本可能計入直接成本、間接成本或經常開支。例子包括監控及存量成本。

伐木及裝載成本一般包括於森林開採、木材加工並裝載至貨車之過程。

採伐林道成本包括維修及保養現有採伐林道，並就新林道及林地之資本支出作出撥備。成本高低取決於多項因素，包括地形、集合可行性、現有林道狀況，及所需林道密道。一般而言，第二輪及其後進行之採伐所涉及之林道成本較低，此乃由於只須進行小型土方工程，以及重新採用集合式道路。

其他有關採伐之成本可能包括採伐監控及規劃、木材標尺、橋秤及存量。

大自然家居尚未採伐任何寧蒗資源。儘管如此，該公司表示，所有木材生產成本將與上年度維持相同。Indufor已利用更廣泛資料來源比較該等估計，並於宜現場視察時與當地經理討論採伐成本。

### 9.1 採伐成本

表9-1概述大自然家居提供之單位採伐成本，其中包括砍伐、除枝、木材加工、將木材運至路邊，及將木材裝載至貨車之成本。

表9-1：假設採伐成本

樹種群	成本(人民幣/立方米)	Indufor—二零一五年十二月
雲南松/西康油松	130	100-150
櫟樹	280	
混合品種	190	

### 9.2 採伐林道成本

現場視察結果確認，大部分資源均位於陡峭鄉郊。該等地形存在於高降雨量期間沖蝕之風險。中國當局已意識到該等潛在問題，並已證實，倘伐林將危害下游谷底及平原之農業活動，則禁止於中國各個地區之陡峭鄉郊進行伐林活動。

表9-2：採伐林道成本

樹種群	成本(人民幣/立方米)
雲南松/西康油松	12
櫟樹	37
混合品種	37

### 9.3 採伐經常開支成本

大自然家居已提供估計採伐規劃及經常開支成本(表9-3)。

表9-3：採伐規劃及經常開支成本

樹種群	成本(人民幣/立方米)
雲南松/西康油松	11
櫟樹	30
混合品種	30

#### 9.4 採伐稅

大自然家居指出，採伐稅相等於路邊價格約6%(據報約為每立方米人民幣49元)加其他採伐存量及測量、木材視察及質檢費用每立方米人民幣9.5元。林業部表示，稅款約為每立方米人民幣60元。來自該兩個來源的資料均載於接近達成的協議，而Indudor已於估值中計及採伐稅每立方米人民幣58.5元。Indufor已獲大自然家居告知，該等稅款已加入已交付銷售價格內。

#### 9.5 拖車成本

假設所有採伐量將於寧蒗進行加工。Indufor已藉由目地的林區及(於可行情況下)分區推算運送距離。該評估已包括按照於現場視察時所收集之衛星定位系統資料識別林道路面/品質。該等森林尚未獲採伐，故相對缺乏有關實證數據以查核有關估計。於本年度，Indufor已按林區之主要距離採用單位成本每公里每立方米人民幣2.10元作計算。

## 10. 市場及木材價格假設

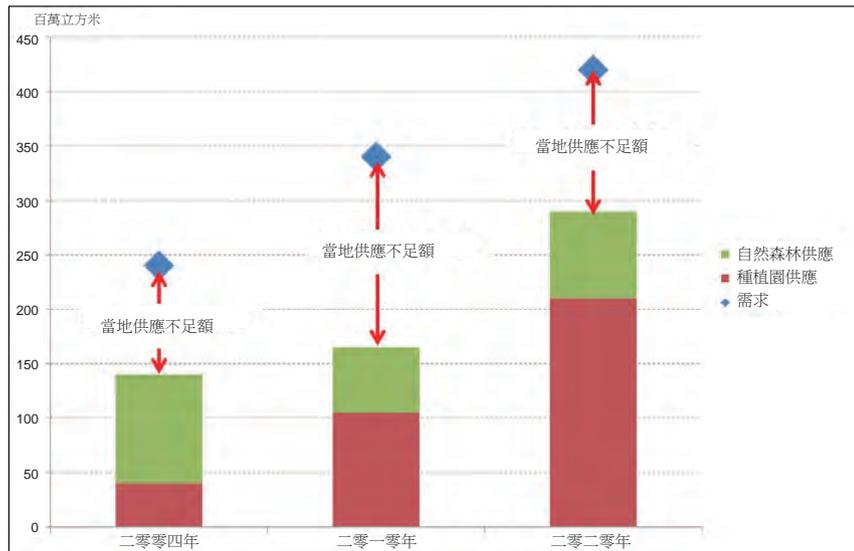
### 10.1 中國木質纖維市場

中國普遍存在木材短缺問題。最近在一九九零年代，當地木材供應短缺，促使當局通過規例，鼓勵減少木材用於建築及多個其他用途。

中國一直積極促進森林資產的擴展，以透過戰略性建立木材儲備應對短缺問題。迄今付出的努力包括大力擴展種植森林資產及特殊目的林業。後者集中於土壤及集水區的環境保護。

經濟於過去20年強勢發展，帶動木材產品的需求節節上升，更持續超過當地的供應量。中國林業局(林業局)預測，如圖10-1所闡述，木質纖維將持續短缺。

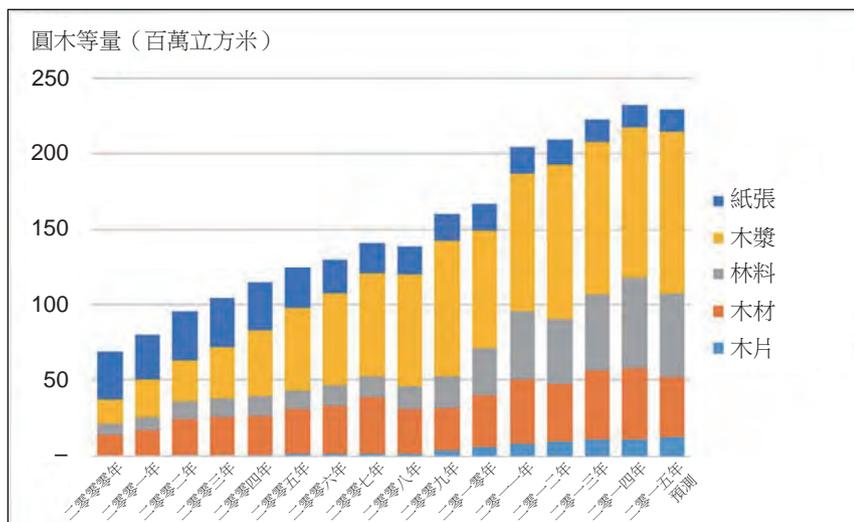
圖10-1：中國工業木材供應及需求



資料來源：林業局

供應不足額急速上升，推動木材、木片、木料以及木漿及紙張的進口增加。按圓木等量計，往中國之進口於二零一三年約達220,000,000立方米，惟其於二零一四年跌至約210,000,000立方米，主要由於建築活動放緩導致木料進口下降(圖10-2)。有關進口量由木漿、木料及木材主導，木漿進口包括再生纖維。

圖10-2：按圓木等量計之中國木材進口量

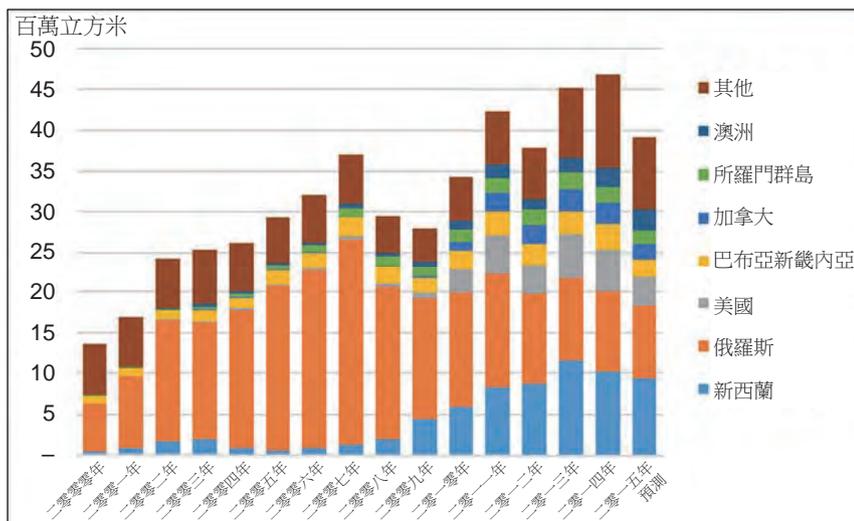


對進口的整體依賴不大可能於可見將來緩和。隨著中國製漿量提升，預期纖維進口的組成部分將會改變。現已得知，隨著國內產能擴展，紙張進口量相應下降。然而，藉著有關擴展，進口木片的需求有所增加。對進口纖維的依賴至少導致中國沿海地區的纖維價格處於進口平價。

10.1.1 木材

於過去十年，中國的木材進口量由二零零零年接近14,000,000立方米增至二零一四年約47,000,000立方米。自二零一三年起略增4%。然而，進口量於二零一五年大幅減至39,000,000立方米，原因為中國經濟放緩及建築活動減少。俄羅斯傳統上為木材的主要來源，惟過往年度的需求強勁增長，加上俄羅斯木材出口業存在不明朗因素，以致企業將供應商來源多元化擴充至中國市場（圖10-3）。中國並無出口大量木材。

圖10-3：中國的木材進口量

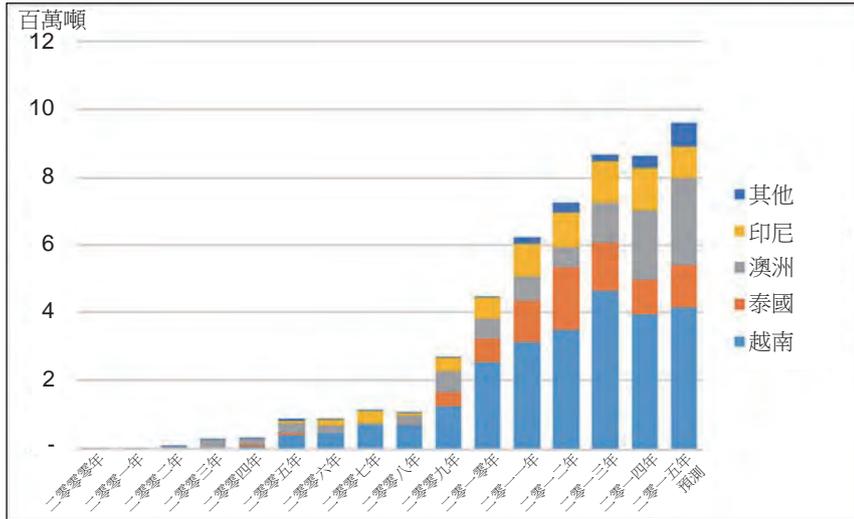


10.1.2 木片

自二零零九年起，中國已由單純木片出口國轉型為主要進口國。有關變動與中國境內建設主要木漿廠以供應製作面板及木板所用木漿需求急速增長的趨勢貫徹一致。

木片於二零一四年的總進口量約達8,600,000噸，與二零一三年的水平相若。越南、泰國、澳洲及印尼已成為主導此市場的硬木片供應商(圖10-4)。中國木漿及造紙業計劃的進一步增長可能推動木片進口量於日後繼續增長。

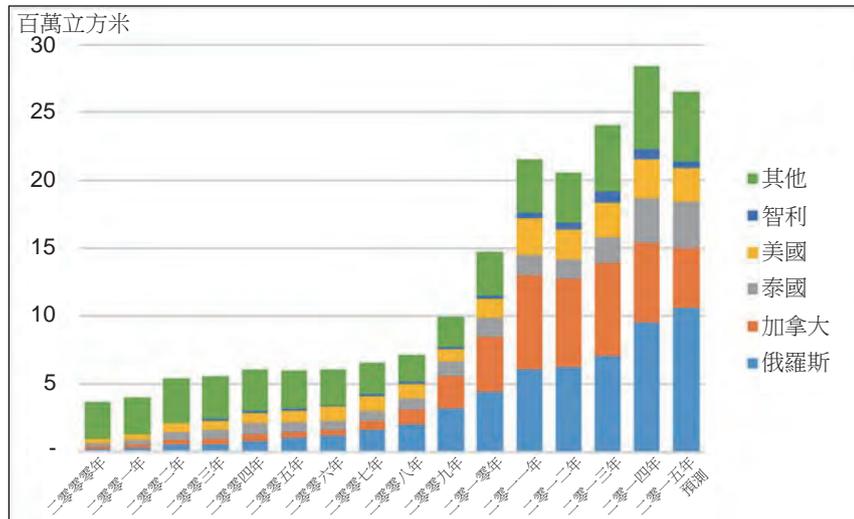
圖10-4：中國的木片貿易



10.1.3 木料

中國的木料進口量近年亦呈強勢增長。俄羅斯、加拿大、泰國及美國相繼興起，成為主要供應商。木料於二零一一年的總進口量為22,000,000立方米，於二零一二年跌至20,600,000立方米，自此穩定上升至二零一四年的28,400,000立方米。總木材進口量於二零一五年降至26,600,000立方米，亦基於相若原因，即經濟放緩及建築活動更加低迷，以致木材進口量下降。

圖10-5：中國的木料貿易

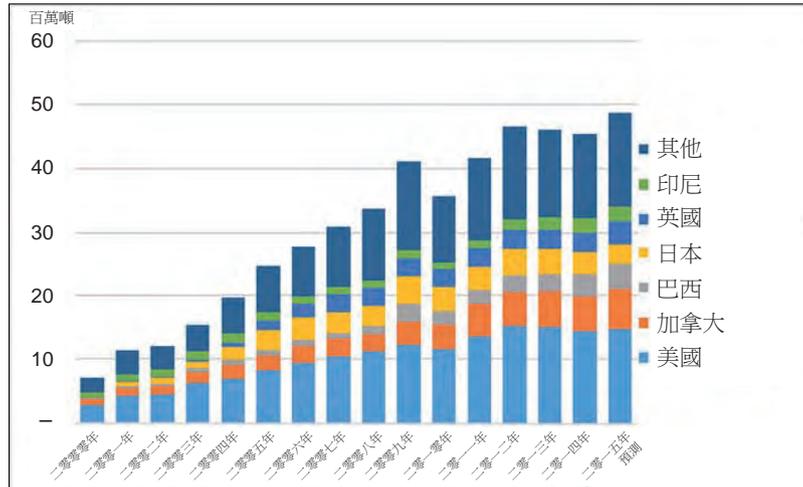


© INDUFOR: A15-11-24 大自然家居中國寧蒗估值(二零一五年十二月)

### 10.1.4 木漿

中國的總木漿進口量，包括再生纖維於過去十年迅速增長。再生纖維的來源遍及世界各地，其主要供應商為美國、加拿大及歐洲多個國家，而主要原木漿供應商包括巴西、印尼及智利(圖10-6)。

圖10-6：所有木漿纖維進口量



### 10.2 寧蒗資源的市場機會

大寧蒗地區每年消耗約70,000立方米的鋸成木。現時瞭解到大自然家居有意集中於供應此當地市場。供應主要都會區市場將牽涉過高運輸成本。

經過與寧蒗林業局的官員討論，Indufor理解到，鑒於當局越來越重視自然森林的保育，木材加工分部一直面對有關政策及木材供應的沉重壓力。寧蒗林業局目前每週定期檢查現有鋸木廠，目的為減少當地農民非法伐木，並防止公司／個人及鋸木廠之間進行幕後交易。目前，當地個別農民採伐的木材全部僅用於建設彼等本身的房屋。有關木材禁止於市場買賣。

有見於目前的政策以及嚴格的監督及控制，寧蒗兩座鋸木廠因違反政策及規例而結業。目前，寧蒗僅有一座小型鋸木廠，製造粗鋸木材。

Indufor及林業顧問在大自然家居職員的陪同下造訪此鋸木廠。透過此造訪，Indufor得知，此鋸木廠採用「委託加工」業務模式。其並無參與木材貿易業務，因此並無於市場買入木材或自行銷售木料。反而其專門從事木材加工，並收取每立方米人民幣110元的費用。顧問確認木材的品位及規格以及價格。因有關地區僅有小量的木材供應，木材價格與去年維持相同水平。

理解到就已交付木材支付之價格可識別出已交付的木材量中混雜屬「小型」及「大型」多種直徑類別的木材。因此，按直徑類別劃分的價格可變動，而其類別亦似乎甚為多變。木材價格數據由大自然家居及林業顧問提供。表10-1顯示不同木材之直徑類別。

表10-1：按來源及直徑類別劃分的寧蒗木材價格

品種類別	小型(材徑6<14厘米)	中型(14至26厘米)	大型(>26厘米) <sup>9</sup>
雲南松	610	890	1,200
西康油松	610	890	1,200
櫟樹	730	890	1,080
混合品種	400	630	860
資料來源：大自然家居			
種類群	小型(材徑12至16厘米)		大型(材徑>16厘米)
雲南松	700-800		1,000

資料來源：林業顧問

### 10.3 於二零一五年估值採用的基準價格

所假設的木材價格為森林估值其中一項最具影響力的要素。對木材價格的多項處理方法於森林評值報告中論述，並按估值常規認可的程度區分：

- 過往木材價格
- 現價
- 預期日後價格增長。

目前市場木材價格取材自不同來源，似乎有若干偏差，亦注意到並無資料來源乃以就採伐大自然家居資源的木材所支付的價格為基準。Indufor已採用林業顧問提供的現價，原因為該價格與所提供產量表定義的木材品位一致。現時假設價格實質上於整個估值時間中維持平穩。於第9.4節中討論的採伐稅項已加至交付價格內。

<sup>9</sup> 材徑長於30厘米的木材具有可觀溢價，即每立方米人民幣1,400至1,500元。用作採集樹脂的木材似乎並無降級或折讓。

## 11. 木材流模型

Indufor採用 *Tigermoth*<sup>10</sup> 的森林資產模型軟件，就有關資源出產的木材流量建模。本報告描述的面積、產量、成本及價格假設已連同連串採伐及需求限制載入有關模式。

### 11.1 採伐限制

估值模式中採用的採伐限制包括：

- 所有立木將於介乎40至100年的林齡範圍內採伐
- 所有立木可採伐直至二零二零年至二零七八年當林權證到期為止。

表11.1概括二零一四年十二月及二零一五年六月估值中各情況隨時間的採伐量限制。

誠如第5.2節所論述，經過與寧蒗林業局官員進行的訪談，Indufor得悉當局已增加寧蒗區以任何形式採伐森林的限制。即使於受火災破壞的森林進行回收性砍伐及採集樹脂活動均受到限制。

此外，Indufor於盈江舉行總結會上，與大自然家居於當地的經理及林業顧問的顧問審閱於第2.3節概述的四個情況。情況1反映目前的採伐狀況。情況2完全依賴政府政策，故取得成果之機會甚微。情況3及4於目前的政策下不大可能發生。

表11.1：按情況劃分的寧蒗採伐量限制

情況	描述	採伐量限制
1	並無進行採伐	於森林證書整段年期並無進行採伐
2	延遲發出的許可證	二零一六年至二零一八年：並無進行採伐 二零一九年至二零二五年：每年最多10,000立方米 二零二六年至二零三零年：每年最多20,000立方米 二零三一年至證書到期：每年最多30,000立方米
3	二零一五年許可證	並無於二零一五年建模，原因為發生的可能性極低
4	每年50,000	並無於二零一五年建模，原因為發生的可能性極低

### 11.2 再植限制

Indufor的森林資產模型已假設所有立林均獲再植。在並無更詳細分析之情況下，假設未來輪伐將提供的產量與就目前作物所假設者相同。

### 11.3 客戶分配限制

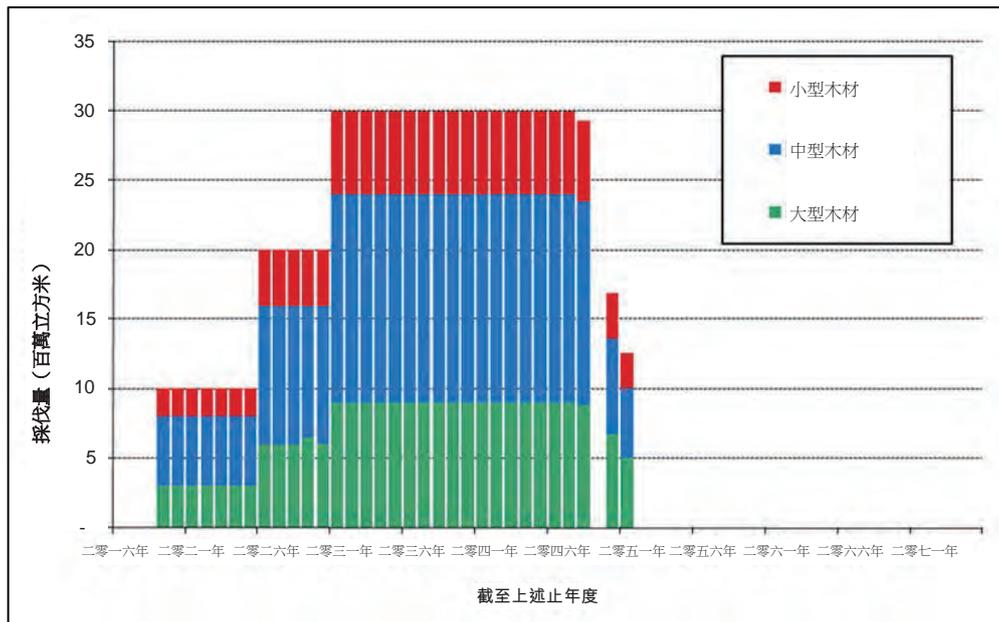
假設整項採伐將售予寧蒗鋸木廠。

### 11.4 資產模型結果

下表闡述評估所得出的木材流量。概無與假設並無進行採伐的情況1相關的圖表。

<sup>10</sup> Tigermoth為Stewart Murray Limited的專利產品。

表 11.1：情況 2 – 延遲發出的許可證



並無顯示情況 3 及情況 4，原因為並不預期兩個情況會獲批准。

## 12. 地租

大自然家居資產所在之地塊全部由中國政府擁有。

於二零零三年，農村土地承包法出現重大法例變動。該變動為土地佔用人提供機會，將彼等耕作的土地正式註冊為法團。彼等其後可向其他人士授出於界定租賃期間使用土地的合約權利。

### 12.1 將土地價值計入估值

Indufor瞭解，大自然家居就寧蒗資源所支付的購買價已計入地租的預付款項。確認該情況的兩種方法於森林估值慣例內展示：

- 按已付租金及現時概無未來租金責任之基準制定未來現金流預測。倘須確認未來租金，林木淨現值相應較大。預付租金實際上與林木價值整合。
- 明確記錄預付租金作為森林擁有人賬目的一項資產。就此項具有價值的資產而言，必須於未來收益作出相應扣除。施加扣減的直接基準為應用於林木的估計租金。

兩種方法當中，第一種屬權宜之計，而第二種在技術上較為完善。大自然家居的年度財務報告顯示計入預付租金為一項資產。根據林業顧問有關雲南其他森林資產的資料，所應用的假設估計地租為每年每公頃人民幣225元。

### 13. 可資比較銷售實證

面臨選擇時，森林估值師傾向認為可資比較交易較具權威性，前題為該等交易確實為可資比較。

#### 13.1 已知交易

華南地區進行的實際及潛在交易曾公開提述，其中包括：

- 嘉漢林業國際有限公司之收購
- China Grand Forestry之收購
- 中國林業產權交易所向市場提供之森林

圖13-1顯示涉及452種個別情況的例子數據。各「氣泡」的大小與已售區域成正比。

圖13-1：交易例子實證

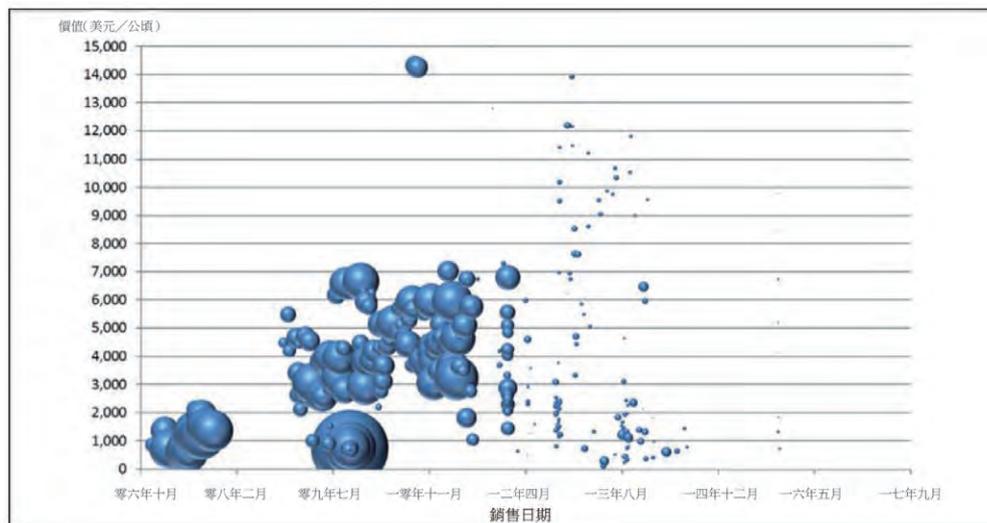


圖13-1所示結果相當分散，顯示最少一種數量級。其傾向削弱測量的置信度，作為推定的基準。誠如第2.2節所論述，從Indufor的經驗所知，隱含折現率一般提供變化較少的可資比較單位，此情況在與可能採用的採伐策略及木材價值預測的假設一併考慮時尤其明顯。

隱含折現率於第14.2節論述。

## 14. 折現率

Indufor 確認折現率的兩種基礎：

- 以加權平均資本成本類別的公式計算之折現率。
- 按交易所的隱含折現率計算之折現率。

吾等認為，來源及其應用從根本上截然不同；加權平均資本成本為預測法的基本組成部分，而隱含折現率則為擴大可資比較銷售實證的便利方式。儘管如此，於同一現金流預測應用兩種折現率屬一般慣例<sup>11</sup>。

## 14.1 加權平均資本成本及資本資產定價模型

加權平均資本成本塑造的第一印象是提供公式化的計算方法，例如：

$$\text{加權平均資本成本} = \frac{k_e(1-t_c)E}{(1-t_c)(1-\gamma)V} + \frac{k_d(1-t_c)D}{V}$$

當中：

$$k_e = r_f + \beta_L \times (R_m + \tau_m - r_f)$$

$K_e$	=	股權成本
$K_d$	=	債務成本
$E$	=	股權市值
$D$	=	債務市值
$V$	=	$E + D$
$T_c$	=	企業稅率
$y$	=	公司收取稅項的比例，其產生與估算或稅務減免股息相關的稅務抵免
$\beta_L$	=	槓桿或資本負債測試
$r_f$	=	無風險回報率
$MRP$	=	$R_m + r_m - r_f$
$r_m$	=	估算稅務抵免的「價值」
$R_m$	=	預期市場組合回報率

第二項公式指資本資產定價模型。

儘管此表明，但不能保證預期可作出部分精確的計算結果。若干計算所用輸入值與實際估計有所不同。一個具體例子為表示個人資產投資表現及整體市場投資表現的關連性的測試因素。建議做法為以上市林業股的測試因素為基礎，其中較理想的股份以獨自擁有森林且並無因相關加工活動以致營運繁複者為限。

儘管上述建議，業務純粹為經營林業的股票數目於國際及本地間已逐漸減少，令測試僅基於有限的樣本，並對於股票的反常變動相應敏感。

資本資產定價模式的專家亦逐漸傾向建議於公式中加入額外調節系數，以確認公司規模

<sup>11</sup> 倘有關做法屬常見，此因其方便易用。預計及可比較銷售模式須應用至同一現金流並非常理。兩項折現現金流程序的現金流為何各有差異，乃尤其是在其確認風險的情況下具有可信原因。

及流動資金特性的影響。結果為以加權平均資本成本／資本資產定價模式為基礎的結果分佈或不會提供較±100個基點更佳的精確度。

## 14.2 隱含折現率

### 14.2.1 隱含折現率的基準

Indufor對可資比較銷售價值的審閱工作一般檢驗兩項主要指標：

- 其中一項以最簡單的水平按每公頃元顯示可得的交易實證。
- 第二項包括分析交易，以計算出隱含折現率。

每公頃元參數可直接計算得出，於大部分情況下計算該參數所依據之資料可以取得。然而，在並無合適調整下，此比率提供令人存疑的推斷基準。種植園的每公頃元價值預期將因應平均林齡、種類、工地產量、地帶、運作、與市場的相鄰程度及其他影響而大幅變動。為提供有意義的可資比較數據，對所有有關因素作出調整屬必要。

為對人工林作出調整，需要採用折現現金流框架。其中一項調整範疇源自於輪伐結束時採用的成本及價格差異。其他調整與輪伐初期的成本及連同其他於整段期間產生的成本有關。折現現金流提供對將予估值的林齡分佈作出調整的方法。

折現現金流法亦因容許確認在森林資產層面上適用的限制而受益。有可能於每個可資比較銷售森林中的全面模式中同時作出所有現金流調整。於有關結構下，可資比較銷售實證其後明顯可最少分為三項主要變數：

- 隱含折現率，可資比較銷售的已建模現金流現值與成交價相同。
- 有關應用於銷售的木材價格增長預測的相關假設。
- 於銷售中假設的採伐策略。

就此，隱含折現率已成為過去20年亞太地區匯報交易實證的優先機制。

### 14.3 於大自然家居估值中採用的方法及折現率

Indufor過去三年對隱含折現率實證的詮釋顯示出有關比率介乎4%至18%不等，取決於所買賣的資的地理位置及戰略性吸引力。最低比率適用於北美洲，而新興經濟體系則採用最高比率。有關比率的特點為就實質稅前無槓桿現金流計算得出。

雖然於中國林業公司的投資不斷增加，卻難以取得牽涉到大規模半成熟種植森林資產的交易詳情，倘出現明顯結果(見第13節)，甚少具有足夠資料有把握乎計算隱含折現率。

然而，有可能查核其他地區交易之隱含折現率，並就國家、政治及主權風險等因素採用合適的調整。

於本估值中，Indufor已將可資比較銷售及預期法兩者結合使用，於應用時共用提供預測未來預計現金流的同一森林資產模式。

Indufor已選取**11.5%的基準折現率**。此已應用於真實無槓桿現金流，且並不包括所得稅。

有關比率與編製現金流的方式一致。從自身及其他森林估值師的憑證中，Indufor觀察到價值分散持續存在，而非隱含折現率隨時間收窄。此反映所買賣財產對市場的吸引力，而該吸引力不可單獨自預測現金流中得出。

## 15. 估值結果

## 15.1 利用適用估計方法推演的估值結果

市值估計已局限於源自現有作物的現金流。誠如第14.3節所討論，Indufor相信，將11.5%折現率應用於實質稅前無槓桿現金流就此目的而言屬適當做法，並代表市場實證。

Indufor的估值基於未來採伐情況及其發生指定概率之組合。表15-1概括與每個情況有關的價值及整體加權價值。Indufor相信，情況1最終發生的可能性不斷上升，據此，政府將持續限制自然森林的採伐，亦並無可能進行採伐。現時有部分可能性(儘管輕微)政策隨時間變得寬鬆，亦可能進行某程度的採伐(情況2)。包括於二零一四年及二零一五年六月的估值中的情況3及4不再有效，原因為中國政府持續對自然森林實施採伐限制。因此，其並無於本年的評估中予以考慮。

表15-1：按情況劃分的寧蒗價值

情況	描述	價值 (人民幣百萬元)	發生的可能性	對價值的貢獻 (人民幣百萬元)
1	並無採伐	(2.824)*	90%	(2.542)*
2	延遲發出許可證	52.821	10%	5.282
3	二零一五年許可證	不適用	0%	0
4	每年5,000	不適用	0%	0
<b>整體</b>				<b>2.740</b>

\* 於此情況下，假設與擁有土地有關的經常費用僅將持續三年，三年過後，則假設倘並無可能於未來進行採伐及產生未來收益，該擁有人將試圖脫離有關安排。

根據此方法，Indufor估計大自然家居寧蒗資產於二零一五年十二月三十一日的市值為人民幣2,740,000元。

## 15.2 敏感度

估值對經調整輸入值的敏感度於表15-2中闡述。

表15-2：價值對經修訂輸入值的敏感度

輸入值	調整水平				
	-20%	-10%	0%	10%	20%
	(人民幣百萬元)				
收益	0.619	1.680	2.740	3.801	4.861
生產成本	3.201	2.971	2.740	2.510	2.279
運輸成本	3.024	2.882	2.740	2.598	2.456
資本支出	2.740	2.740	2.740	2.740	2.740
經常費用	3.426	3.083	2.740	2.398	2.055

## B. 中國雲南省盈江林業特許權之森林資產估值報告

傳遞函件

大自然家居控股有限公司  
於二零一五年十二月三十一日的  
中國雲南省盈江森林特許權估值

敬啟者：

應閣下要求，Indufor Asia Pacific Limited (「Indufor」) 已編製此報告，當中載列 Indufor 就位於中國雲南省盈江縣以當地公司名稱「江西盈然林業發展有限公司」登記的特許土地上立木於二零一五年十二月三十一日的價值發表的意見，以供載入大自然家居控股有限公司 (「大自然家居」) 刊發日期為二零一六年六月十四日的通函。

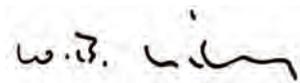
相關自然森林特許權的總價值乃基於吾等並無偏頗的個人專業分析、意見及結論得出，且只受到所報告假設、限制條件及有關市場與相關產業的有關事實所限。吾等對於林木公允價值的估值符合國際會計準則第41號。有關評估已於下列報告內明文記錄，符合專業評估執業統一標準。

**免責聲明**

Indufor 盡竭誠努力提供準確完備的資料，同時執行委派工作。Indufor 概不就委派工作的任何結果承擔任何債項或責任。

此 致

香港  
九龍尖沙咀  
海港城港威大廈2座  
26樓2601室  
大自然家居控股有限公司  
列位董事 台照

**Indufor Asia Pacific**

董事總經理  
W B Liley



林木資源顧問  
楊晨

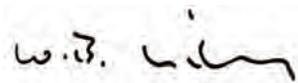
二零一六年六月十四日

## 證明

Indufor謹此據吾等所深知及確信證明下列聲明：

- 本報告所載事實聲明屬真實準確。
- 所報告分析、意見及結論只受到所報告假設及限制條件所限，且為吾等持平、並無偏頗的個人專業分析、意見及結論。
- Indufor於相關產業中並無任何目前或未來權益，就所牽涉各方亦概無個人權益或偏見。
- Indufor應聘執行委派工作時所開發或報告的預定結果並非偶然。
- Indufor完成此項委派工作的報酬就下列各項並非或然：
  - 開發或報告有利於客戶的預定價值或價值取向
  - 價值意見金額
  - 達致指定結果
  - 出現與此項評估擬定用途直接相關的其後事項。

有關報告由Indufor Asia Pacific Limited的顧問員工編製。



董事總經理  
W B Liley



林木資源顧問  
楊晨

**假設及限制條件**

本報告乃應客戶**大自然家居**之要求編製，以供載入公司致其股東的通函。概無其他第三方有權就任何目的使用或依賴此項評估。

本報告不得用作其編製目的以外的用途。其只限於用作考慮其全部內容。

與相關產業地點及基本實質特點有關的詳情已按江西林業多名經理及林業顧問提供的數據為依據作出。

Indufor已採用視為具權威性的資料來源的法律說明，但概不會就此承擔或建議承擔任何責任。Indufor並無對林木產業展開調查。本報告內呈列的地圖、圖表及照片只用作協助讀者瞭解內容。

本報告涵蓋的範圍不包括法律事宜。

除非本報告另有指明，Indufor概無留意，而有關顧問於檢視時亦並無發現任何有害物料或其他不利環境狀況(不一定於有關產業呈現)。

未經Indufor事先書面同意及批准，本報告全部或任何部分內容(特別是關於價值、顧問或Indufor身份的結論)概不會透過廣告媒體或任何其他公共通訊方式向公眾發佈。

聯絡人

Bill Liley  
Indufor Asia Pacific,  
7th Floor 55 Shortland St, P O Box 105 039  
Auckland City 1143, New Zealand  
Office +64 9 281 4750  
bill.liley@indufor-ap.com

## 1. 緒言

此項全面論述評估涵蓋大自然家居於中國雲南省盈江縣擁有及管理的立木。此企業由當地名為江西盈然林業發展有限公司的公司管理。

評估日期為二零一五年十二月三十一日。

根據相關森林資源轉讓協議，大自然家居已就其雲南森林取得林地使用權、林木所有權及林木使用權。該等權利的有效期分別至二零四一年。就林地所有權而言，中國的全部林地均由國家或集體組織擁有，且不可轉讓。

### 1.1 價值估計的性質

評估師的價值估計為其對在並無異常影響的市場上可取得的可能價格的意見。任何評估均存在基本限制，即評估為對價值的意見，因此並不保證產業將會以所評估價值出售。

## 2. 估值方法

### 2.1 估值定義

#### 目的及最高效與最佳用途

評估之目的為估計森林資產的市場價值。

Indufor認為盈江資產的整體最高效與最佳用途為商業木材生產用途。

中國有關土地用途的政策現時積極阻止於陡峭地形的森林進行採伐—過去的災禍已證實下游損失遠大於試圖將農業活動擴展至國內山坡所帶來的任何經濟收益。除政府法令施加的限制外，周邊土地的狀況亦已證實最高效與最佳用途。倘陡坡並非用作建造人工林，則大部分會用作重新種植天然森林。

#### 評估生效日期

二零一五年十二月三十一日

### 2.2 估值過程

普遍認為資產評估應從三種方法著手進行：

- **銷售比較法**—應用涉及可資比較資產的交易所證明的價值(連同適當銷售調整)。
- **收入法**—評估該等資產的未來現金流現值。
- **評估重置成本**。

認可的評估慣例要求同時考慮三種方法。倘所有方法均提供有用及相關的結果，則評估師會應用其專業意見衡量各種方法的比重。倘一種或兩種方法被視為無參考價值，則評估師須解釋並無進一步考慮有關方法的原因。

### 2.3 採伐策略

倘採伐樹木的樹齡獲准存在差異，則有無數各種各樣的木材流策略。在一組既定的財務假設及經營限定條件下，具有優化功能的林業資產模型將確認一項在經濟上佔優的策略。

選擇可行而務實的限定條件為界定林業資產模型的重要一部分。Indufor的一般做法是對整體木材流應用若干平穩法。據觀察所得，少數林地擁有者有信心可令生產水平逐年飆升。就中國的森林而言，年度允許採伐量要求亦主宰了資產可採伐的水平。

### 2.4 大自然家居估值的選定方法

吾等認為，可比銷售法及收入法均與盈江資產最為相關。應用可比銷售法的第一步為採用人民幣／公頃參數作為比較單位，研究可獲提供的當地憑證(見第12節)。在參照更廣泛的憑證時，吾等改用隱含折現率作為比較單位。

就收入法而言，吾等考慮以加權平均資本成本計算折現率。此過程於第13.2節論述。已對預測現金流應用同時承認隱含折現率及加權平均資本成本來源的單一折現率。

## 3. 現場視察

Indufor於二零一五年十二月十五日及十九日對大自然家居盈江資產進行地面視察。有關資產連同Indufor現場視察路線的地圖於圖3-1呈列。

圖3-1：大自然家居盈江資產現場視察路線



Indufor的現場視察目標包括：

- 熟悉應用的造林管理技術。
- 深入審視森林立木的管理狀況。
- 綜觀森林立木的整體健康及質素。
- 識別任何其他可能影響森林資源或資源描述數據準確性的具體問題。
- 瞭解政府全面禁止於天然森林(包括商業森林部分)進行商業採伐的新政策及措施，以及其對盈江地區分配予公司層面的年度允許採伐量配額的影響。
- 瞭解採伐限定條件及成本、道路交通及道路狀況。

- 熟悉森林產品銷售的現有市場以及與承辦商及客戶的採伐協議。

委聘範圍不包括詳盡的盡職視察。概無建立任何存量記錄圖以驗證產量或邊界，亦無拍下精確程度足以用作驗證面積報表的全球定位系統圖像。

Indufor 確實已採用衛星圖像進行深入面積驗證，以增加面積報表準確性的可靠程度。此項評估的結果於先前的估值報告論述。

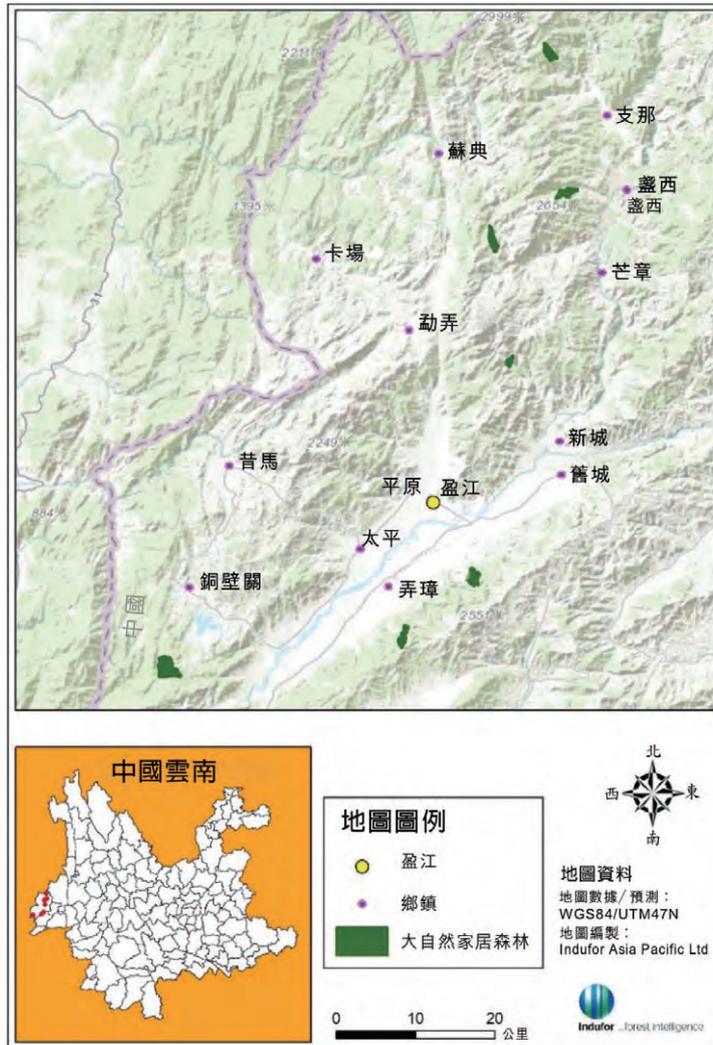
視察結果於本報告各相關章節論述。

#### 4. 資源位置

##### 4.1 位置及背景

大自然家居的盈江森林資源位於盈江商業區的西南方。大自然家居估計總註冊面積為3,705公頃(55,582畝)，其中3,235公頃(48,520畝)被視為生產及堆積面積。

圖4-1：大自然家居盈江特許權的位置



森林範圍遍及13個鄉鎮，並有62個不同的林區。森林主要混合硬木樹種，包括檜木、西南樺、木荷及欒樹。就估值而言，所有商業樹種均分類為「闊葉」類別。

該產業由大自然家居的員工管理，並由林業顧問提供諮詢。

##### 4.2 特許權年期

大自然家居提供的二零一四年六月三十日森林管理概要表明林權證記錄的總面積為55,763畝(或3,718公頃)。初步跡象顯示於二零一五年十二月三十一日的林權證面積並無變動。

核數師於二零一六年初進行的查詢之進一步調查結果發現實際上必須進行若干調整。表5-2概述按位置劃分的林權證面積。

表4-1：盈江總森林面積

鄉鎮	林權證面積 (畝)	林權證面積 (公頃)
蘇典	11,440.6	762.7
勐弄	1,413.5	94.2
銅壁關	7,397.3	493.2
弄璋	6,036.9	402.5
芒章**	1,106.8	73.8
支那	7,136.3	475.8
新城**	4,164.7	277.6
盞西	14,205.9	947.1
太平	758.9	50.6
卡場	419.0	27.9
昔馬	727.2	48.5
舊城	416.8	27.8
平原	358.4	23.9
<b>總計</b>	<b>55,582.3</b>	<b>3,705.5</b>

\*竹林、栗樹或近期採伐面積

\*\*林業局於二零一六年三月確認，上表所示為芒章及新城的更正面積。該等鄉鎮先前的指定面積分別為1,224.9畝及4,227.0畝。

中國森林法已制定有關正式林權證的規定。有關文件的特點在於外部裝有綠色膠套並印有「中華人民共和國林權證」的鍍金標識。大自然家居目前持有36份林權證。有關登記表詳載林地使用權、林木所有權及林木使用權。該等權利的登記人記錄為「江西盈然林業發展有限公司」，而土地所有權仍歸當地區域的個人或集體所有。該證書的其他資料包括森林位置、地名、株數、林班數目、面積、主要樹種、森林用途及森林範圍。該等林權證的到期日介乎二零四一年九月二十一日至二零四二年十二月三十一日。

據理解，芒章及新城的面積調整乃因邊界爭議問題得到解決而作出。合併調整為減少180.4畝(12.0公頃)。另外兩份林權證目前仍在審核中，當中涉及的面積為387.3畝(25.8公頃)。

在收購林木資源中，大自然家居已與各當地土地持有人制定合約。土地租金在轉讓所有林區的三項權利時預付予大自然家居。Indufor並無獲得個別合約副本。吾等確認，以大自然家居盈江的名義登記的總面積與林權證的總面積相同。

森林的年度允許採伐量由中國政府經省、市及縣級林業部門控制。於十三五規劃期間，盈江獲分配的年度允許採伐量配額可能會縮減，並最多可能維持於現有水平。大自然家居盈江於二零一三年至二零一五年的累計年度允許採伐量配額為62,000立方米，總面積為8,126畝(542公頃)。重要的是，須瞭解年度允許採伐量配額必須用於當前年度，倘獲分配的配額並無獲悉數使用，則不得結轉至下一年度。

大自然家居須就下一年度重新申請年度允許採伐量配額並重新制定相應的採伐設計。

Indufor獲告知在過往申請中未能採伐的部分區域可重複見於新申請。

據管理層所匯報，在若干情況下，大自然家居的採伐活動曾因若干自然及／或營運限定條件而遭延誤。該等限定條件為：

- 雨季延長。一般而言，適合採伐活動的時期為十一月底至翌年四月底。於二零一五年，雨季延長至十一月中。由於需要時間修復及維護森林路徑及道路，採伐活動須延遲進行。
- 道路維修及維護的後續延誤。
- 當地勞工及採伐人員的供應情況。據報，部分當地村民不願在道路密度過低的地方進行採伐。彼等認為，由於彼等須將木材攜帶／搬運至可供卡車通行的道路所經路途過於遙遠，彼等所得的報酬不值得彼等如此行事。另一方面，於該區建造更多道路並不符合經濟效益。在此等情況下，公司所委聘的採伐承包商須從毗鄰的梁河縣或其他鄰近省份僱用勞工。
- 政府政策及規例變動。盈江政府於二零一三年突然中止於凱邦亞湖附近(990畝或66公頃)的採伐活動說明了此情況。

由於此等綜合因素，迄今實際數量及採伐面積均遠低於獲審批的年度允許採伐量配額及面積。

表 4-2：實際採伐面積及數量對比年度允許採伐面積及配額

	二零一三年	二零一四年	二零一五年	總計
年度允許採伐面積(畝)	3,321	3,805	1,000	8,126
實際面積(畝) <sup>1</sup>	500	3,800	1,000	5,300
變量(畝)	-2,821	-5	0	-2,826
年度允許採伐量配額(立方米)	42,457	16,395	3,150	62,002
實際數量(立方米)	1,161	6,517	3,150	10,828
變量(立方米)	-41,296	-9,878	0	-51,174

#### 4.3 森林健康及風險

人工及天然森林為生物資產，並承受此資產類別的固有風險。

可能會影響大自然家居森林的森林生產力之部分主要風險因素包括：

- 致病風險
- 火災損失
- 霜凍損失

##### 致病風險

Indufor並無發現任何特殊的蟲害及疾病問題或明顯的大範圍損害證據。已發現幼齡檜木

<sup>1</sup> 基於中國的採伐守則，相連採伐面積不得多於300畝，因此，採伐區之間必須設有緩衝帶。大自然家居已分配1,027畝作為緩衝帶。河流及溪流兩岸以及極度陡峭的地形將自動分類為緩衝帶，且不允許進行採伐。

的樹葉遭到食葉蟲橙木金花蟲及甲蟲的破壞。然而，大自然家居管理層表示這對樹木生長的影響甚微。

#### 火災風險

旱季存在火災風險，並可透過鄰近產業的火災蔓延而來。Indufor最近與盈江林業局的會面顯示，自集體擁有森林改造以來，火災風險日趨頻繁。大自然家居透過火控塔監視，同時僱用兼職巡查員(一般為當地村民)監控火災。據報，五年管理計劃試圖將火災影響限制在總面積的2%以內。

#### 霜凍風險

霜凍損失可影響幼齡樹木並可能導致樹木枯死。數個最近建立的森林區域曾於二零一四年遭到損害，預期有關區域將於二零一五年再植。根據新區域的付款安排，承包商負責於三年內達到堆積目標。因此，估值模型中所用成本計入再植受霜凍損害區域的需要。

## 5. 資源範圍

### 5.1 資源概述

大自然家居已向Indufor提供以總面積為基準表述的區域及樹齡類別概要。可理解為最初由盈江林業局提供的數據。數據集包括：

- 以位置分類的範圍
- 以樹種及樹齡劃分組的森林範圍
- 總立木量。

大自然家居亦已提供就先前估值委派工作編製的區域概要。概無意見顯示此等區域發生任何變動，且Indufor已假設於二零一五年十二月三十一日，此等區域概要依然適用。

林權證面積已自先前估值起經審閱及更新。Indufor已將經修訂面積(包括將再植的面積)計入現有估值，並已應用與先前估值中所實行的相同方法(該方法於第5.3節進一步論述)，以得出計劃單位。

於過往三年內的所有採伐活動可理解為均限於銅壁關鎮。假定採伐面積已基於管理人員的估計作出調整。實際採伐面積(不包括1,027畝的緩衝帶)於表5-1列示。

表5-1：二零一三年至二零一五年的採伐面積

	二零一三年	二零一四年	二零一五年	總計(畝)	總計(公頃)
年度允許採伐面積(畝)	3,321	3,805	1,000	8,126	542
實際面積(畝)	500	3,800	1,000	5,300	353
變量(畝)	-2,821	-5	0	-2,826	-188

- 據報，於二零一三年至二零一五年間的實際採伐面積為353.3公頃(5,300畝)。該區域正待再植。
- Indufor已界定新的計劃單位以確認最近於新城(383畝)及弄璋(1,088畝)區域的種植。該等區域位於低產量的陡峭地帶。可理解為以種植面積取代現有覆蓋面積，因此整體面積並無變動。

Indufor基於此等資料編製表5-2所示的面積報表。

表5-2：於二零一五年十二月三十一日的面積報表

鄉鎮	林權證面積(畝)	非生產面積*(畝)	淨堆積面積(畝)	淨堆積面積(公頃)
蘇典	11,440.6	590.0	10,850.6	723.4
勐弄	1,413.5		1,413.5	94.2
銅壁關	7,397.3	5,300.0	2,097.3	139.8
弄璋	6,036.9		6,036.9	402.5
芒章	1,106.8		1,106.8	73.8
支那	7,136.3		7,136.3	475.8
新城	4,164.7		4,164.7	277.6
盞西	14,205.9	1,353.0	12,852.9	856.9
太平	758.9		758.9	50.6
卡場	419.0		419.0	27.9
昔馬	727.2		727.2	48.5
舊城	416.8		416.8	27.8
平原	358.4		358.4	23.9
總計	55,582.3		48,339.3	3,222.7

## 5.2 樹種

該等森林範圍已分類為「闊葉」，並包括多種硬木樹種，其中包括：

- 橙木(橙木、尼泊爾橙木)
- 櫟樹(帽門櫟)
- 木荷(紅木荷)
- 西南樺(西南樺)

產量表內並無就立木資源的特定樹種作出區分。已就價值最高的樹種西南樺制定獨立產量表。先前估值已假設所有區域將自行再生該樹種。

## 5.3 樹齡類別

大自然家居提供的樹齡類別數據將森林分為幼林至成熟林五個組別，於表5-3概述。

表5-3:按樹齡類別分類的盈江淨堆積面積

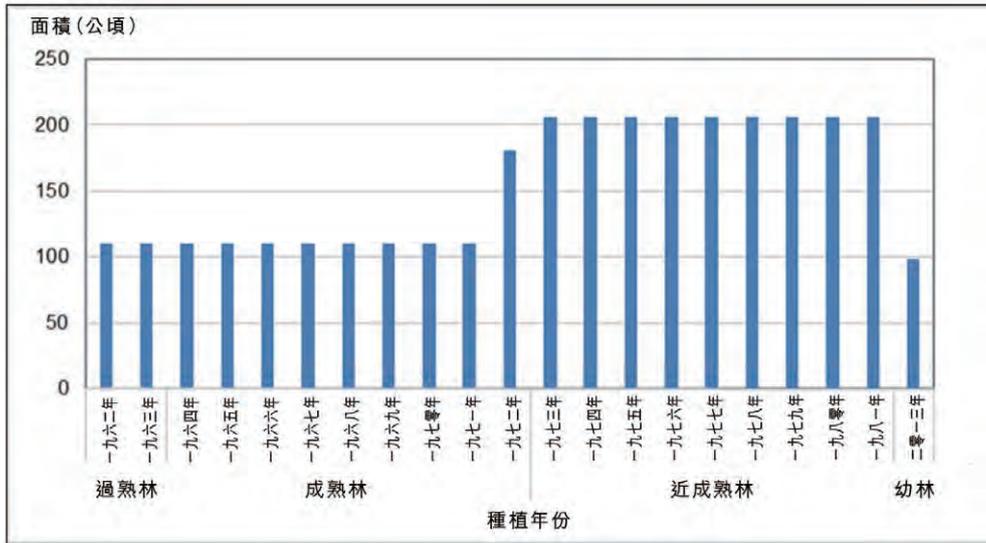
樹齡類別	定義	面積(畝)*	面積(公頃)
幼林	20年以內	1,468.2	97.9
未成熟林	21至30年	-	-
近成熟林	31至40年	27,661.3	1,844.1
成熟林	41至50年	15,910.6	1,060.7
過熟林	51年以上	3,299.3	220.0
總計		48,339.4	3,222.7

在先前估值中，基於中國樹種、地區及產地的標準成熟度分類及樹齡分類表，該等森林

已進一步細分為離散年份。分配至各單一年份樹齡類別或樹齡的面積為按鄉鎮分類的成熟度類別中的總面積除以10。

基於所分配的各單一年份樹齡類別面積及初次估值的年份，已按種植年份分配各鄉鎮面積單一年份樹齡類別(或樹齡—面積)。該估值所提及的所得樹齡類別面積概況於表5-1列示。

表5-1：按樹齡及樹種分類的盈江面積



## 6. 森林產量

### 6.1 緒言

Indufor已提供就盈江森林過往估值所編製的產量表。據理解，該等產量表乃依照盈江林業局提供之數據所編製。

### 6.2 產量表編製

以下產量表編製過程概要乃摘錄自林業顧問所編製之資料：

- 過往估值模式採用14個產量表，並已分別就每個鄉鎮編製一個產量表(除銅壁關選擇性採伐區外)。當中，合共493公頃的林地中有422公頃獲分配至「選定採伐」產量表。該產量表包括根據二零一四年上半年選擇性採伐100公頃林地所得之實際結果計算之減量。
- 其他12個鄉鎮之產量表乃根據盈江林業局數據顯示之每公頃總立木量所編製。原有數據乃按村落水平表示，而倘鄉鎮中有多於一個村落，則須計算平均值。總出材量假設為總立木量<sup>2</sup>之70%。各鄉鎮的總立木量乃透過運用以下樹幹量函數計量存量直徑及高度數據所計算得出：
  - 總立木量 =  $(0.314 * \text{平方直徑}^2 * (\text{高} + 3)) / 10,000$
- 所提供數據中概無提述該算式之來源，但假設已獲林業局或其服務供應商予以應用，此乃由於其已包括於林業局所報告之數據內。
- 當時就各城鄉按平均樹齡分配之總立木量或已參考產量曲線「KUSN MIX」且擴展至橫跨25至90年之產量表，並提供基準，以推算載於「二零一四年六月估值之二零一一年過往估值師之盈江林地說明檔案」文件之全部產量表，惟未有闡述「KUSN MIX」之計算方法。
- 體積數據僅供13個鄉鎮的其中8個鄉鎮使用。然而，該等鄉鎮之森林佔林區93%，而整體平均產量表已延長至覆蓋五個並無數據的鄉鎮。
- 就應用林業局數據而言，主體林區已被視為分散人口處理。編製產量表計及之存量圖僅局限於該林區。倘存量圖的存量較低或為零，則計入結果。因此，林區與其相關存量相配。
- 自二零一四年十二月之評估起，大自然家居並無額外存量或編製任何產量表。

於編製二零一五年估值時，Indufor並無承擔任何額外存量。Indufor尚未編製替代產量表，或於本估值對產量表作出調整。

---

<sup>2</sup> 就林業測量而言，公認做法為首先計算總樹幹量。當中，並非所有樹幹均可按商業或實際用途出材，此乃由於部分木材因樹墩、樹幹畸形、樹梢及斷裂而損失。適銷性因素(總出材量/總立木量)可受採伐及交通系統，以及現行市場影響。

### 6.3 生產組合

首先，產量表提供總出材量。其後，須分配出材量至組成的木材徑級。已識別之三個木材徑級乃按小端直徑(材徑)基準定義，載列如下：

- 小材徑介乎6至少於16厘米
- 中材徑介乎16至26厘米
- 大材徑超過26厘米

據理解，該等級別由過往估值師編製，並旨在反映不同體積木材的市場及相關價格差別。Indufor瞭解，材徑超過16厘米之木材一般出售作鋸木或生產薄板用途，並已就材徑超過32厘米之木材支付溢價。

據理解，材徑少於16厘米之木材均用作於森林內生產木炭。

據所提供的資料顯示，各產量表之徑級組合乃透過過往估值師(「KUSN\_MIX」)提供之單一產量表所呈列之資料計算得出。該產量表分配總出材量之20%至小型木材，以及分別分配40%至中型及大型木材徑級。相同比例均應用至所有齡級，即由25至90歲。

### 6.4 產量表與採伐結果之對賬

據理解，至今採伐的林區僅涉及選擇性營運。國家林業局森林採伐守則(第6.1.3節)指出，選擇性採伐密度不應超過總採伐量之40%。相反，大自然家居於二零一四年在銅壁關之選擇性採伐密度為75%及98%。根據選擇性採伐機制，母樹及幼樹均須予以保留。

表6-1概述於二零一三年、二零一四年及二零一五年完成採伐所得之徑級組合。6,327畝總採伐面積中的1,027畝緩衝區域已被消除。

表6-1：二零一三年至二零一五年之盈江採伐概要

產品	數量
木炭(立方米)*	約6,899
鋸木(立方米)	3,929
總計(立方米)	約10,828
實際採伐面積(公頃) <sup>3</sup>	353
每公頃總採伐量	31

\*該數字為「圓木等量」，其透過以所報告之木炭產量乘以四倍計算得出。此乃大自然家居所提供由木炭噸數轉換為圓木等量之倍數

據理解，產量表所提供之數據為林業局總立木量之70%。Indufor認為，該調整水平屬合適。其確認，僅部分(並非全部)樹幹均有商業價值。其亦為大自然家居遵守之採伐方法提供資源，以減少尚未採伐之可到達林區。為支持該採伐方法，森林採伐守則之限制杜絕於斜度超過35度之斜坡上及河源緩衝帶內，以及國家邊境10公里內之林地進行皆伐。

<sup>3</sup> 實際採伐面積5,300畝(353公頃)加上緩衝帶面積(1,027畝或68公頃)，即總面積6,327畝(422公頃)。

自於盈江森林內完成採伐後，僅可就實際採伐量與產量表所估計之整體採伐量作深入比較。

表6-1之結果顯示，平均選擇性採伐密度約為皆伐所涉及林地之43%。大自然家居所報告之採伐量顯示，出材率為總皆伐產量之約19%。

選擇性採伐林區之產量表經過往估值師於進行評估時予以調整。其顯示假設直接用作木炭生產之採伐量比例有所增加。來自大自然家居管理人員的最新資料顯示，大部分(約64%)採伐木材已用作木炭生產。

Indufor已相應採用林業資產模式的限制，以致所有中型鋸木均直接用作木炭生產，並致使總出材量之60%用作該用途。

## 6.5 大自然家居採伐計劃

Indufor已獲二零一六年二月十二日之電郵告知，大自然家居擬修訂其企業策略。根據其新計劃，董事會將終止採伐盈江資源。據理解，終止採伐之動機與國家經濟疲軟有關。

該資源之市場估值毋須遵從大自然家居自身之策略。相反，該估值針對假設買方在資產於二零一五年十二月三十一日待售之情況下之觀點。該等買方可能已跟隨大自然家居的取向，以減少採伐或可能計劃維持一定生產水平。Indufor已採納之情況於第10.2節內進一步論述。

## 6.6 討論

由於採伐活動集中於被視為選擇性採伐林區之地區，且至今採伐密度反覆無常，故Indufor尚未調整本年度之產量表。

Indufor仍須評估木炭生產之重要性及其所錄得之整體產量比例，而調整未來估值之徑級組合可能屬恰當之舉。

強制規定編製及改善產量表。

現有已用作編製產量表之有限存量數據。該存量所記錄之數據限於地點、樹種、樹木直徑及高度，以及一般品質評估(推測為低、中或高一所有樣本均獲分配為「L」)，惟並無記錄於估計木材徑級時可能應用的樹幹特徵，例如樹幹有缺陷或蜿蜒生長。

已就所有樹動應用單一採伐量/遞減函數。概無驗證該函數之合適性，或已就所應用函數之來源提供任何參考資料。

產量估計似乎並無計及工地產量或數目升幅。

產量估計藉參考產量曲線，擴大至產量表，當中並無有關其來源或合適性之資料。此亦適用於假設徑級組合。

鑒於時間有限，並受所提供之現有數據所局限，Indufor尚未編製替代產量表，亦無於此估值對產量表作出調整。於未來估值仍必須就所提供之數據作進一步核證。

## 7. 森林種植及管理成本

### 7.1 林業營運成本(直接)

林業營運成本包括與工地準備工程、建立、種植及護理林木種植直接相關的開支。

工地準備工程包括就種植及植樹造林準備土地的所需活動。目的為盡量增加幼苗存活率及提高早期生長表現。同時，工地準備工程應減少對環境造成影響及具成本效益。

植樹造林包括植樹及初步護理幼苗。一般界定為包括早期施肥、「填補」(重植失敗區域)及植後除草(於種植年內)。植樹造林亦涵蓋種植及以育苗方式培植幼苗的成本。

森林護理可能包括不同管理方法，森林護理一般於成功造林後一年內開展，並其後持續不時進行，直至最終採伐為止。例如，活動包括進一步雜草控制及施肥，其後進行間伐，以及在若干情況下修剪，當中或會進行中期輪伐存量營運，以確認林木作物的表現。

林業營運成本一般與「經常開支」(見第7.3節)有所區別。

### 7.2 建模及造林成本

大自然家居已於盈江森林進行若干造林活動。Indufor已於近期現場視察時到訪該等林地。

- Indufor到訪位於莘滕鎮屯海村的造林工地(於二零一三年七月種植383畝)。檜木及西南樺之初始存量為每米167棵或每公頃2,500棵。檜木容易種植於低於海拔高度1,500米之平緩地形上。西南樺容易種植於高於海拔高度1,500米之陡峭地形上。
- 當地居民按合約進行植樹造林，並於山麓上設有育苗室。承包商付款機制乃根據已種植存量之存活率而定。價格為每棵1米高的活樹人民幣5元。該項費用包括首三年之所有育苗、清空土地、種植、護理及保養成本。該機制的最高成本不應超過每公頃人民幣12,500元。須於初夏(五月至七月)及初秋(九月至十一月)進行雜草控制。一般並無施肥。大自然家居於當地之管理層所提供之統計數據顯示，樣地之目標存量將為63,650棵活樹，而實際數量為33,400棵，存活率為52%。
- 已就於弄璋鎮古里卡村植樹造林採納類似合約安排。於二零一三年六月之造林面積為1,088畝，價格同樣為每棵活樹人民幣5元。目標存量比率為每畝167棵或每公頃2,500棵，即合共181,730棵。實際存活存量據報為146,770棵，相等於存活率81%。總成本最高不應超過每公頃人民幣12,500元。

據理解，向承包商支付之款項分三年償付。就估值所假設於植樹後兩年內之工地準備工程、種植(包括幼苗)、雜草控制及隨後護理成本概要載於表7-1。該等成本乃根據莘滕鎮之造林成本計算得出。

表7-1：大自然家居林業營運成本

年	活動	付款總額百分比	每公頃成本(人民幣元)
零	工地準備工程、種植、育苗	30%	3,750
一	雜草控制、填補	10%	1,250
二	雜草控制、填補	60%	7,500
總計			12,500

據大自然家居管理層所指，於盈江之有關植樹造林活動均視為於貧瘠山地植樹。在此基礎上，經盈江林業局評估及接納後，大自然家居將獲政府補助每畝人民幣190元。政府補助會因應植樹類型及造林機制而變動，因此，於已採伐林地再植所得之款項可能有所不同。大自然家居須向林業局申請補助。

向種植實體分配當地政府之補助乃取決於國家分配之總額及應用面積範圍。大應用面積(例如10,000畝)通常較小應用面積困難。Indufor採取保守態度，尚未於未來再植成本預測計及補助。

經與大自然家居管理人員討論後，據理解，緊隨採伐後，林區將不會再植。較常見做法為隨時間匯集林地，直至有足夠面積可重新植樹造林。由於已採用選擇性砍伐模式，故現有小型樹木將會繼續生長。因此，替換林木將用於填補種植(「填補」)，而不作新種植用途。再植／填補面積將合共約為1,000畝，而設設存量將為每半111棵或每公頃1,665棵，並計劃於二零一六年六月在銅壁關選擇性採伐區進行再植／填補。Indufor假設，該林區之餘下4,300畝土地將分別於二零一七年及二零一八年進行再植。

該等林地亦可透過有限的管理而自然重生。Indufor已作保守假設，儘管銅壁關選擇性採伐區之情況頗為特殊，每年已就去年採伐的林地於來年重新植樹造林。

由於大自然家居指出，現時並無計劃進行未來間伐，故並無就未來間伐作出撥備。據理解，大自然家居將會就新造林林區之品質及生長觀察一段時間，並於未來決定是否須進行任何間伐。

### 7.3 經常開支

涉及森林管理之經常開支包括參與森林管理及監管、行政、業務支援、信息科技及價值優化之員工及護林員(當地村民)之薪金。另包括外部專業服務開支、辦公室租金、差餉、電訊及其他辦公室開支、資產折舊、公關、健康及安全，以及消防開支。

獲取有關經常開支及間接成本之可資比較資料將面對額複雜情況，此乃由於公司以不同方式於其預算記錄有關開支。舉例來說，監管成本於可視為部分直接成本、獨立確認為其中一個項目，或計入一般開支。

大自然家居表示，經常費用為每年每公頃人民幣70元包括員工薪酬、辦公室及汽車開支。

大自然家居估計專業服務(如審核、估值及法律服務)費用為每年每公頃人民幣220元。

Indufor就森林全面生產及管理所估計之經常開支為每年每公頃人民幣290元。誠如第6.5節及第10節所述，相信更能作為估值基礎的情況將涉及已大幅減少的採伐水平。森林管理層於該等情況下可能作出的回應將為大幅收緊經常開支，Indufor尚未編製詳細預算，惟已假設於低產量的情況下產生之經常開支成本將約為總額之30%。

## 8. 生產成本

生產成本可能包括伐木及裝載木材、採伐林道，及林道交通成本。其他一系列有關採伐之成本可能計入直接成本、間接成本或經常開支。例子包括監控及存量成本。

伐木及裝載成本一般包括於森林開採、木材加工並裝載至貨車之過程。

採伐林道成本包括維修及保養現有採伐林道，並就新林道及林地之資本支出作出撥備。成本高低取決於多項因素，包括地形、集合可行性、現有林道狀況，及所需林道密道。一般而言，第二輪及其後進行之採伐所涉及之林道成本較低，此乃由於只須進行小型土方工程，以及重新採用集合式道路。

其他有關採伐之成本包括採伐監控及規劃、木材標尺、橋秤及存量。

大自然家居於過往三年內已採伐的盈江資源約為10,828立方米。大自然家居已就木材生產提供估計成本。該等成本乃於Indufor的現場視察期間與當地管理人員及採伐承包商討論得出。

表8-1：二零一三年至二零一五年大自然家居的實際採伐量<sup>4</sup>

樹種	二零一三年	二零一四年	二零一五年	總計	註釋
木炭(噸)		1,169	556	1,725	木炭對木材的轉換率為1:4
木材(立方米)		4,674	2,225	6,899	
西南樺	126	276	30		木材材徑≥16厘米
檜樹	31	84	86		
黃杞	106	307	129		
刺桐	303	553	234		
欖樹		306	116		
木荷		318	86		
混合硬木	595		245		
總計(立方米)	1,161	6,517	3,150	10,828	

## 現有採伐安排

Indufor瞭解到，大自然家居已就銅壁關的經審批採伐面積種植立木以作銷售。大自然家居向Indufor闡釋的過程如下：

- 大自然家居向盈江林業局申請採伐許可。於發出採伐許可前，必須由合資格的政府代理機構進行森林採伐設計。
- 大自然家居向有興趣的採伐承包商競賣立木。競賣乃基於林業局所估計的數量。
- 中標人乃基於價格、採伐人員供應情況、於規定時間內的採伐能力及與當地居民的關係選定。
- 承包商負責建造採伐道路、道路維修及維護、開展採伐活動及將木材運至市場或鋸木廠。

<sup>4</sup> 該數量可理解為包括尚未取置於路邊的倒木或尚未運至市場的木炭。

- 承包商於所分配的採伐期間(為十一月及四月之間的旱季)透過分期付款方式向大自然家居支付立木款項。
- 承包商所採伐的數量經第三方核查。

Indufor尚未與大自然家居及採伐承包商簽訂任何合約。此外，Indufor所獲得的所有資料均以銷售模式的交付時間點為導向，而評估中所指的價格為到廠價，且生產成本已由估計收益中扣除。生產成本乃由大自然家居或林業顧問提供。Indufor並無取得有關承包商向大自然家居支付立木價格的任何數據。

Indufor乃基於所有木材徑級銷售的交付時間點制定其估值模式。

### 8.1 採伐成本

Indufor據大自然家居委聘的採伐承包商告知，選擇性採伐活動的成本為每立方米人民幣250元，當中包括伐木、除枝、造材、將木材運至路邊及裝車的成本。

Indufor已假設採伐成本為每立方米人民幣250元。選擇性採伐強度可理解為介乎75%及98%的皆伐率。於此基礎上，皆伐活動比率預期不會大幅降低。

### 8.2 採伐加建道路成本

銅壁關選擇性採伐區域的森林道路為鄰近水電站道路的一部分。主道乃於採伐活動前建成並由水電站於二零一五年修復。大自然家居已於二零一五年雨季後修復其他森林道路。目前，銅壁關林區的道路成本可理解為介乎每公里人民幣11,000元至每公里人民幣12,000元，而道路修復及維護成本為每公里1,000元。根據已建成道路可供使用的總量，每立方米成本變化極大。基於所提供的成本，每立方米單位價格約為每立方米人民幣9元至每立方米人民幣11元。

Indufor已於評估中對所有區域使用每立方米人民幣12.5元的成本。亦已按每立方米人民幣2.50元的價格就其他大自然家居森林撥付維護津貼。

### 8.3 採伐經常費用

大自然家居表示已制定採伐計劃，並於所提供的生產成本中計入經常費用。因此，並無使用額外的採伐經常費用。

### 8.4 採伐稅項

大自然家居表示，採伐稅項平均約為每立方米人民幣35元。西南樺等價值較高的樹種按較高稅率每立方米人民幣55元繳稅，而其他硬木樹種則為每立方米人民幣40元。Indufor基於闊葉林區產量的8%來自西南樺的假設，應用每立方米人民幣40.7元的加權平均稅率。採伐稅項的成本可理解為透過調整交付價格轉加予加工商。

### 8.5 木材貨車運輸成本

Indufor已分析在可能情況下從林區至盈江的運輸距離，即理解為將大型木材送往鋸木廠進行處理的運輸距離。小型木材將用於透過森林資產內建造的窯房生產木炭。木炭將被運至盈江鎮的若干指定矸石生產廠房。

該分析亦已包括基於現場視察期間所收集的全球定位系統資料作出的道路路面／質量評估。

不太可能透過可能參考的道路類型依據運送距離取得具體的運輸成本。

Indufor已就本年度對林區的運送距離應用每公里每立方米人民幣2.00元的單位成本。倘未能確定運送距離資料，則應用每立方米人民幣110元的平均成本。木炭的運輸成本乃基於小型木材對木炭的轉換率(1噸木炭=4立方米木材)計算。表8-2概述運輸成本假設。

表8-2：盈江運輸成本假設

林區	運送距離 (公里)	鋸木運輸成本 每立方米人民幣元	木炭運輸成本 每立方米人民幣元
舊城	不適用	110	28
卡場	62	124	31
芒章	52	104	26
弄璋	27	54	14
平原	不適用	110	28
蘇典	56	112	28
太平	不適用	110	28
銅壁關	51	103	26
昔馬	不適用	110	28
新城	35	70	17
盞西	78	155	39
支那	94	187	47

## 9. 市場及木材價格假設

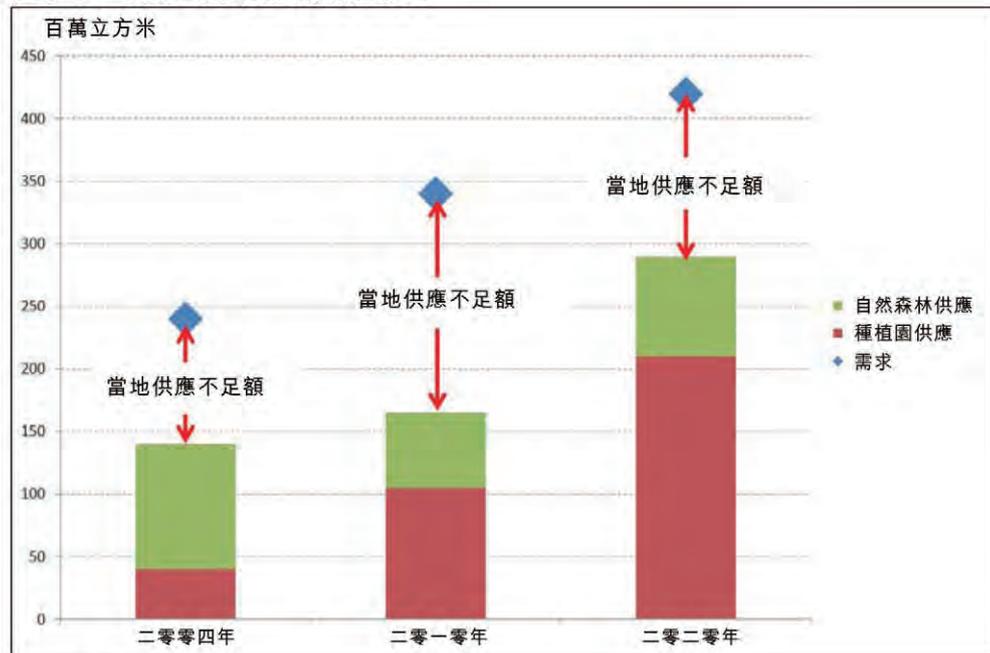
### 9.1 中國木質纖維市場

中國普遍存在木材短缺問題。最近在一九九零年代，當地木材供應短缺，促使當局通過規例，鼓勵減少木材用於建築及多個其他用途。

中國一直積極促進森林資產的擴展，以透過戰略性建立木材儲備應對短缺問題。迄今付出的努力包括大力擴展種植森林資產及特殊目的林業。後者集中於土壤及集水區的環境保護。

經濟於過去20年強勢發展，帶動木材產品的需求節節上升，更持續超過當地的供應量。中國林業局(林業局)預測，如圖9-1所闡述，木質纖維將持續短缺。

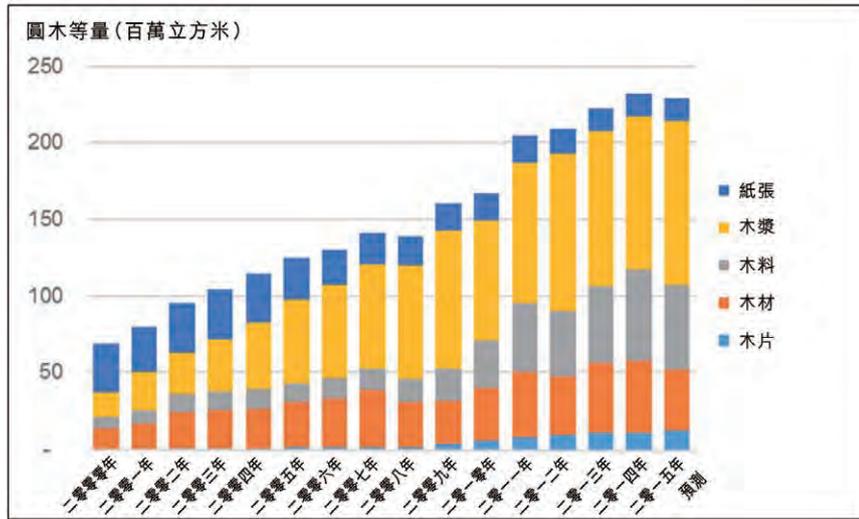
圖9-1：中國工業木材供應及需求



資料來源：林業局

供應不足額急速上升，推動木材、木片、木料以及木漿及紙張的進口增加。按圓木等量計，往中國之進口於二零一三年約達220,000,000立方米，惟其於二零一四年跌至約210,000,000立方米，主要由於建築活動放緩導致木料進口下降(圖9-2)。有關進口量由木漿、木料及木材主導，木漿進口包括再生纖維。

圖9-2：按圓木等量計之中國木材進口量

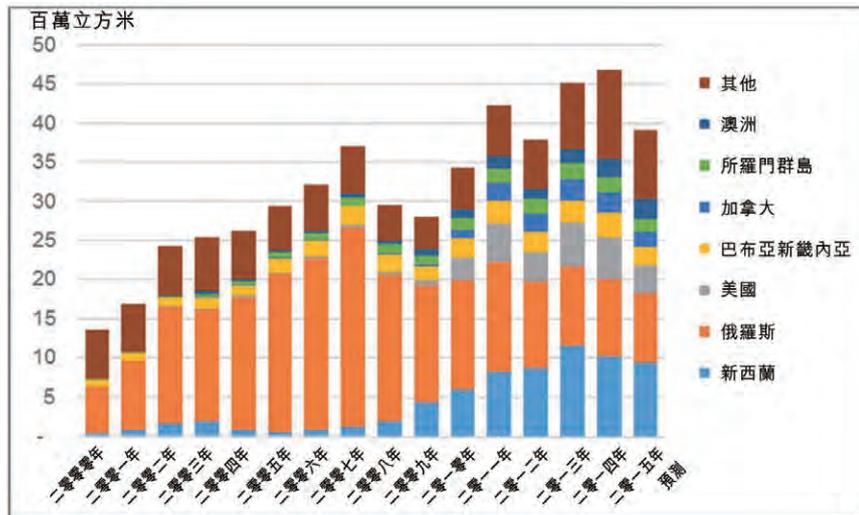


對進口的整體依賴不大可能於可見將來緩和。隨著中國製漿量提升，預期纖維進口的組成部分將會改變。現已得知，隨著國內產能擴展，紙張進口量相應下降。然而，藉著有關擴展，進口木片的需求有所增加。對進口纖維的依賴至少導致中國沿海地區的纖維價格處於進口平價。

9.1.1 木材

於過去十年，中國的木材進口量由二零零零年接近14,000,000立方米增至二零一四年約47,000,000立方米。自二零一三年起略增4%。然而，進口量於二零一五年大幅減至39,000,000立方米，原因為中國經濟放緩及建築活動減少。俄羅斯傳統上為木材的主要來源，惟過往年度的需求強勁增長，加上俄羅斯木材出口業存在不明朗因素，以致企業將供應商來源多元化擴充至中國市場(圖9-3)。中國並無出口大量木材。

圖9-3：中國的木材進口量



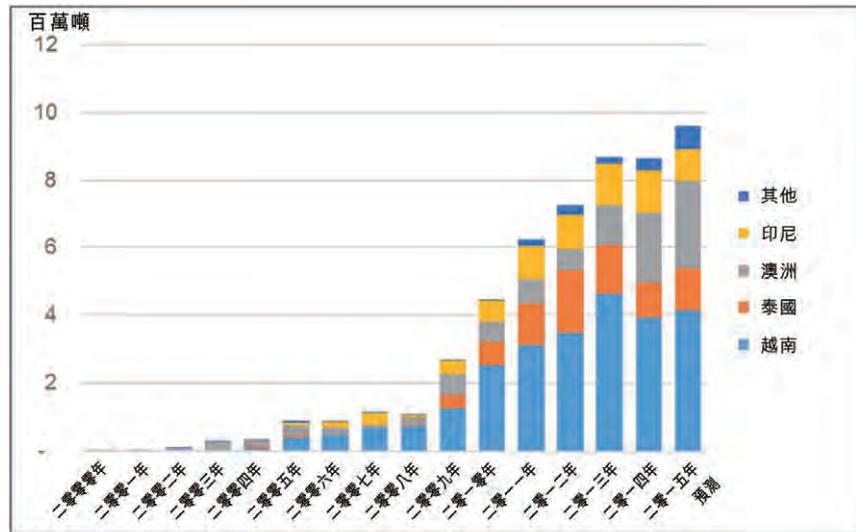
### 9.1.2 木片

自二零零九年起，中國已由單純木片出口國轉型為主要進口國。有關變動與中國境內建設主要木漿廠以供應製作面板及木板所用木漿需求急速增長的趨勢貫徹一致。

木片於二零一四年的總進口量約達8,600,000噸，與二零一三年的水平相若。越南、泰國、澳洲及印尼已成為主導此市場的硬木片供應商(圖9-4)。

中國木漿及造紙業計劃的進一步增長可能推動木片進口量於日後繼續增長。

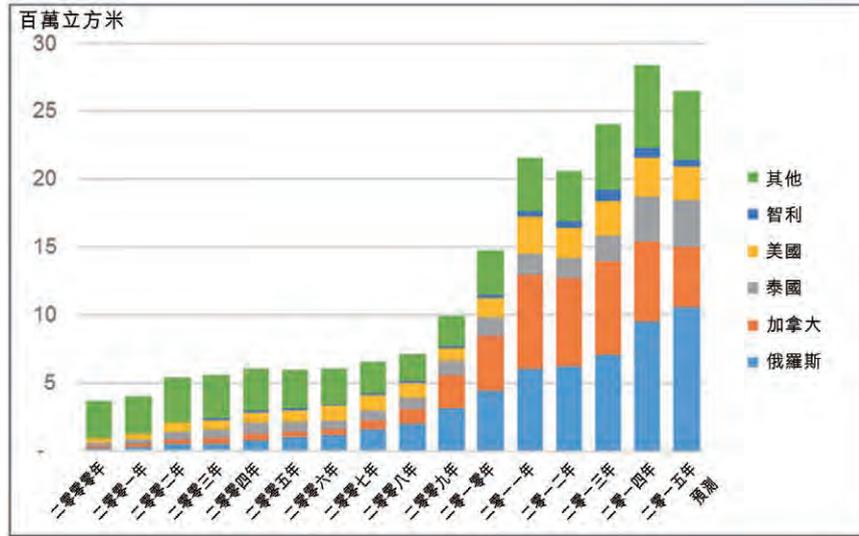
圖9-4：中國的木片貿易



### 9.1.3 木料

與木材及木片相同，中國的木料進口量於過往數年亦呈驚人增長。俄羅斯、加拿大、泰國及美國相繼興起，成為主要供應商。木料於二零一一年前的總進口量約達22,000,000立方米，於二零一二年跌至20,600,000立方米，自此穩定上升至二零一四年的28,400,000立方米。總木料進口量於二零一五年降至26,600,000立方米，亦基於相若原因，即經濟放緩及建築活動更加低迷，以致木材進口量下降。

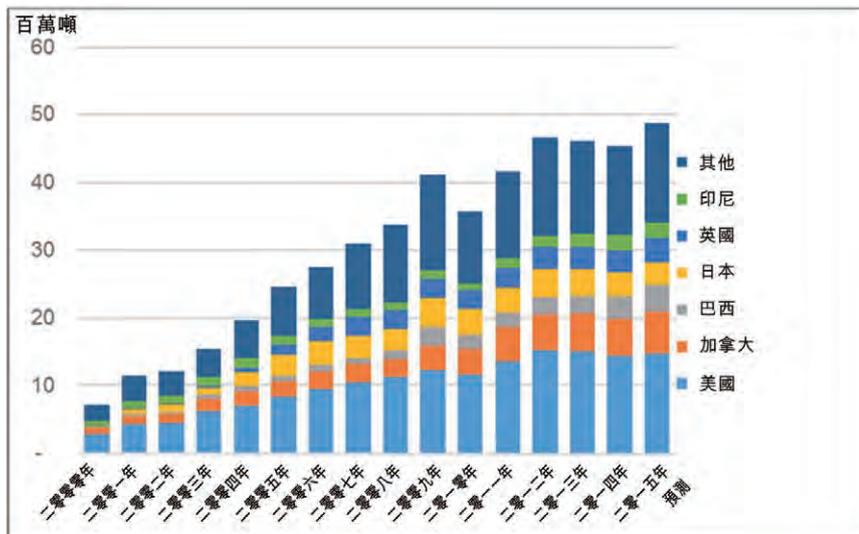
圖9-5：中國的木料貿易



9.1.4 木漿

中國的總木漿進口量，包括再生纖維於過去十年迅速增長。再生纖維的來源遍及世界各地，其主要供應商為美國、加拿大及歐洲多個國家，而主要原木漿供應商包括巴西、印尼及智利(圖9-6)。

圖9-6：所有木漿纖維進口量(原生及再生)



9.2 盈江資源的市場機會

現時瞭解到大自然家居正有意集中於供應大盈江地區的當地市場。森林與出口港或大都會市場等其他地點相距過遠。

盈江地區共有約190間營運中的鋸木廠，當中大部分於過往數年獲供應來自緬甸的高價值木材。

傳統上大部分來自緬甸的木材均透過陸路運輸，於雲南陸路港口進入中國。為壓抑緬甸的非法採伐，盈江地方政府自二零一五年一月十四日起禁止其人民採伐及買賣來自緬甸

的稀有及高價值木材。此禁令至今仍然生效。Indufor曾到訪盈江西北部卡場鄉的鋸木廠群。當地的鋸木廠於其貯木場內只有整少或無木材存量，且大部分已結業一年。中國其中一個最大的陸路港口瑞麗市亦據報亦出現相似情況。

Indufor亦到訪一座當地鋸木廠Zhimin Wood Industry，其一直加工採伐自大自然家居的森林之木材。瞭解到此鋸木廠連同其他當地的鋸木廠有能力加工採伐自大自然家居資源的各樹種。

木材價格數據由大自然家居／Zhimin鋸木廠及林業顧問提供。表9-1顯示不同木材之直徑類別。

表9-1：按來源及直徑類別劃分的盈江木材價格

品種類別／木材分類 (資料來源：林業顧問)	直徑範圍	二零一三年 到廠價每立方 米人民幣	二零一四年 到廠價每立方 米人民幣
混合品種，包括欖樹、橙木、木荷	材徑16-32厘米	800	850
最有價值的品種，例如西南樺	材徑16-32厘米	1,100	1,200
材徑>32厘米的木材價格應較高 及進行磋商			
小型木材(<16厘米而樹枝於森林 內作為木炭銷售)	材徑<16厘米		260

於現場視察期間，Indufor亦從大自然家居的採伐承包商及鋸木廠接獲有關木材價格的最新資料。價格顯示鋸木價格於二零一五年因中國經濟放緩而出現下行趨勢。運送至鋸木廠的木炭價格頗為穩定，維持於每噸人民幣1,800至1,900元。材徑少於16厘米的小型木材之鋸木等量為每立方米人民幣460元。

表9-2：最新木材價格

二零一五年盈江的售價(大自然家居、採伐承包商及Zhimin鋸木廠)			
種類	材徑	長度	價格
	厘米	米	每立方米人民幣元
西南樺	≥16	2.2、2.6	825
	>20	2.2、2.6	975
橙木	≥20	2.2、2.6	800
刺桐	≥20	2.2、2.6	500
黃杞	≥20	2.2、2.6	500
木荷	≥20	2.2、2.6	500
	≥40	2.2、2.6	725
其他闊葉	≥20	2.2、2.6	500

### 9.3 於二零一五年十二月估值採用的基準價格

所假設的木材價格為森林估值其中一項最具影響力的要素。對木材價格的多項處理方法於森林評估報告中論述，並按估值常規認可的程度區分：

- 過往木材價格
- 現價
- 預期日後價格增長。

Indufor已考慮大自然家居及林業顧問提供的價格數據，並已基於大自然家居提供的實際採伐量樹種組合及計算得出中型及大型木材的平均鋸木價格。此於表9-3中概述。

表9-3：二零一五年盈江的平均鋸木價格

品種	數量 (立方米)	佔總鋸木數量 的百分比	價格 (每立方米人民幣元)
西南樺	30	3%	1,000
檜木	86	9%	800
黃杞	129	14%	500
刺桐	234	25%	500
欖樹	116	13%	500
木荷	86	9%	500
其他	245	26%	500
總計	925	100%	540

基於與當地大自然家居管理層的討論，瞭解到採伐稅的成本已加至交付價格(Indufor已假設為每立方米人民幣40.7元)。於二零一五年期間，西南樺的價格已下跌約每立方米人民幣100至150元，而其他硬木材則下跌每立方米人民幣50至100元。Indufor已就所有大型鋸木徑級及品種採用每立方米人民幣540元的木材價格。西南樺的大型鋸木徑級假設定價於每立方米人民幣1,000元。小型木材及中型木材乃按每立方米人民幣460元的木炭報價<sup>5</sup>銷售。假設實際價格於整段估值期間持平。

<sup>5</sup> 二零一五年木炭價格據報為每噸人民幣1,800至1,900元。1噸木炭=4立方米小型木材。

## 10. 木材流模型

Indufor採用*Tigermoth*<sup>6</sup>的森林資產模型軟件，就有關資源出產的木材流量建模。本報告描述的面積、產量、成本及價格假設已連同連串採伐及需求限制載入有關模式。

### 10.1 採伐限制

估值模式中採用的採伐限制包括：

- 闊葉森林的採伐林齡範圍為25至120年。
- 西南樺的採伐林齡範圍為20至120年。
- 所有立木可採伐直至二零四二年當大部分林權證到期為止。例外情況為蘇典，其林權證於二零七八年到期。

### 10.2 採伐情況

第6.5節提述大自然家居董事會決定於可見將來中止於盈江採伐。誠如先前所論述，大自然家居已計劃的策略未必與假定有市場估值的假設銷售之資產買方相同。儘管如此，其影響力可能十分巨大。因此，假設買家將詢問以與目前特許人存有重大差異的方式管理資源之機會。

Indufor已選出兩項潛在情況，而吾等相信市場參與者將會面對有關情況：

- 情況1：概無進行採伐。於容許大自然家居確保森林乃處於有序情況及管理層已履行責任的三年期後，專利安排已被中止
- 情況2：採伐以每年4,000立方木的水平進行。此大幅低於每年40,000立方米的最大允許採伐量。然而，此更能反映大自然家居近期一直實際採伐的數量。Indufor認為，假設買家可能認為有需要至少維持若干每年最低採伐量，以令彼等的牌照繼續有效。儘管如此，於目前的市場環境中，彼等將較不傾向以獲授權的最大程度採伐。此亦為大自然家居並無如此行事的相同原因。

### 10.3 再植限制

Indufor的森林資產模型已假設80%的總立木區已重新種植西南樺，原因是其為價值較高的品種，而餘下地區的20%已重新種植檜木，以作為另一替代品種。

### 10.4 客戶分配限制

所有已採伐的大型鋸木已假設售予Zhimin或盈江的其他鋸木廠，並假設所有小型及中型鋸木已售作生產木炭。

### 10.5 資產模型結果

下表闡述與情況2相關的木材流。概無與假設並無進行採伐的情況1相關的圖表。

---

<sup>6</sup> Tigermoth為Stewart Murray Limited的專利產品。

圖10-1：按輪伐劃分的木材流

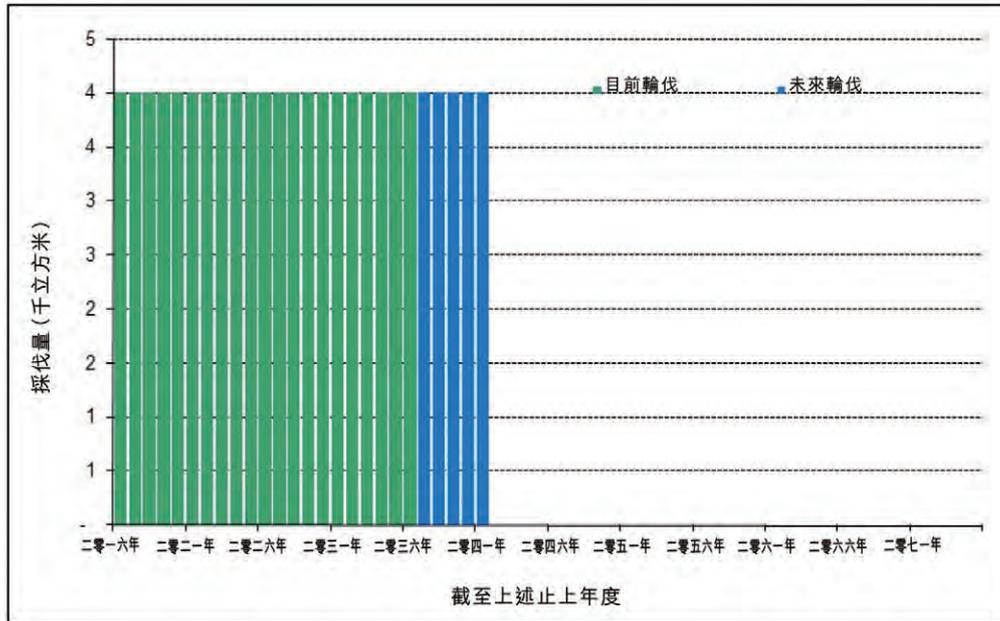


圖10-2：按徑級劃分的木材流(目前輪伐)

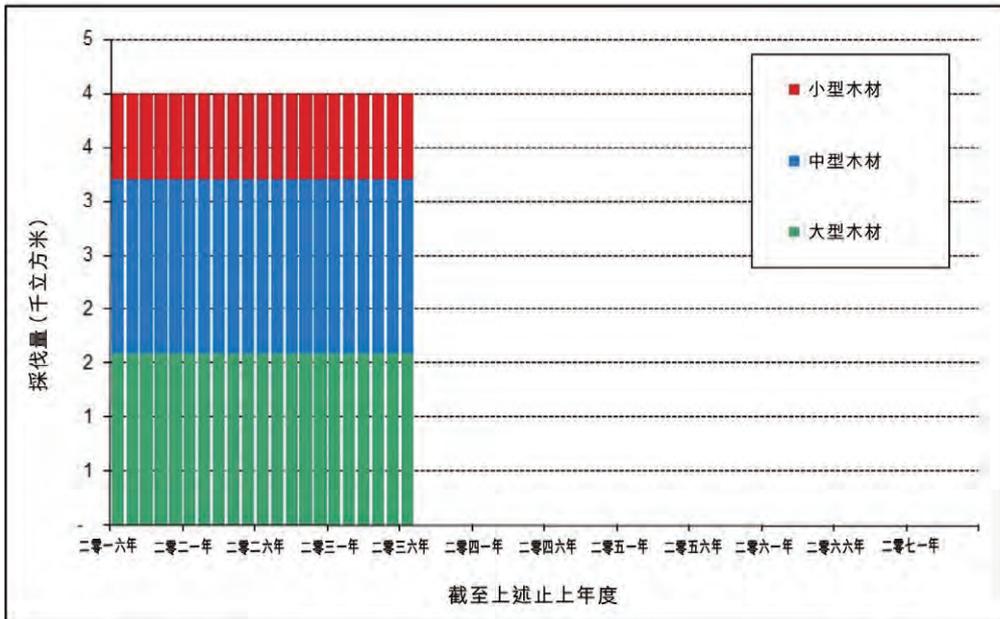


圖10-3：按產地劃分的木材流(目前輪伐)

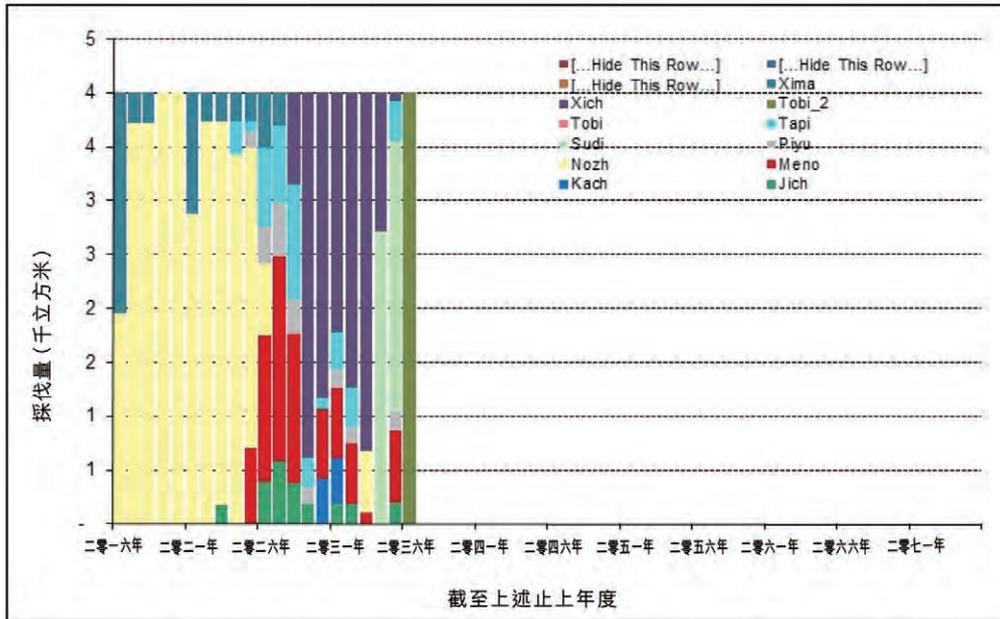
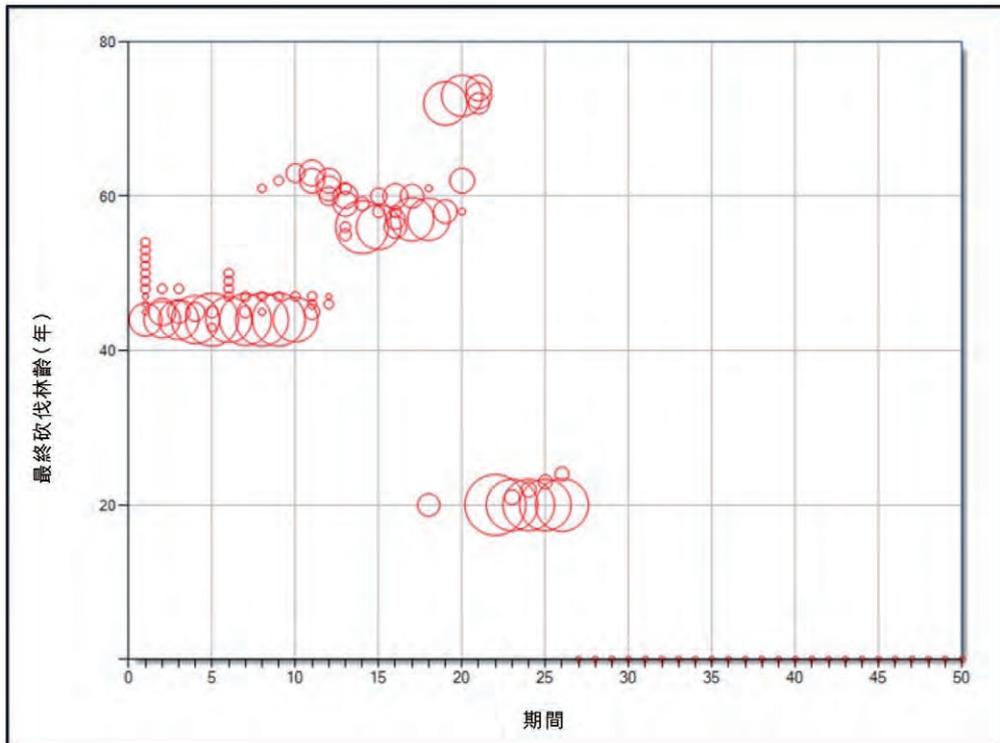


圖10-4：平均採伐林齡



## 11. 地租

森林可透過一系列土地所有權安排成立。

根據租賃機制，或會有年租或遞延或支付作立木及採伐收益一部分的租金。因此，租賃權於使用土地時具有明顯成本，而該等成本由植樹公司支付。

大自然家居資產所在之地塊全部由中國政府擁有。

於二零零三年，農村土地承包法出現重大法例變動。該變動為土地佔用人提供機會，將彼等耕作的土地正式註冊為法團。彼等其後可向其他人士授出於界定租賃期間使用土地的合約權利。

### 11.1 將土地價值計入估值

Indufor瞭解，大自然家居就盈江資源所支付的購買價已計入地租的預付款項。確認該情況的兩種方法於森林估值慣例內展示：

- 按已付租金及現時概無未來租金責任之基準制定未來現金流預測。倘須確認未來租金，林木淨現值相應較大。預付租金實際上與林木價值整合。
- 明確記錄預付租金作為森林擁有人賬目的一項資產。就此項具有價值的資產而言，必須於未來收益作出相應扣除。施加扣減的直接基準為應用於林木的估計租金。

兩種方法當中，第一種屬權宜之計，而第二種在技術上較為完善。大自然家居的年度財務報告顯示計入預付租金為一項資產。根據林業顧問的資料，所應用的假設估計地租為每年每公頃人民幣225元。

## 12. 可資比較銷售實證

面臨選擇時，森林估值師傾向認為可資比較交易較具權威性，前題為該等交易確實為可資比較。

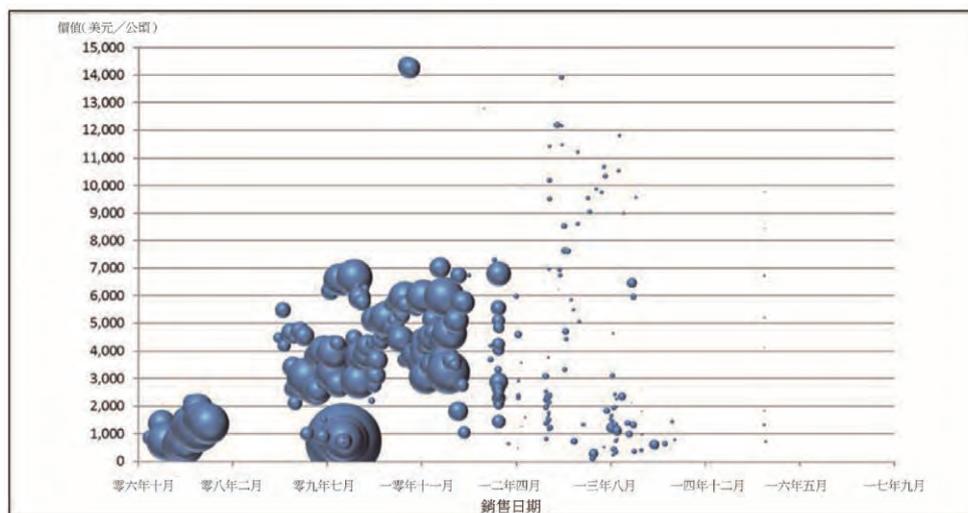
### 12.1 已知交易

華南地區進行的實際及潛在交易曾公開提述，其中包括：

- 嘉漢林業國際有限公司之收購
- China Grand Forestry之收購
- 中國林業產權交易所向市場提供之森林

圖12-1顯示涉及452種個別情況的例子數據。各「氣泡」的大小與已售區域成正比。

圖12-1：交易例子實證



### 12.2 擴大實證

圖12-1所示結果相當分散，顯示最少一種數量級。其傾向削弱測量的置信度，作為推定的基準。誠如第2節所論述，從Indufor的經驗所知，隱含折現率一般提供變化較少的可資比較單位，此情況在與可能採用的採伐策略及木材價值預測的假設一併考慮時尤其明顯。

隱含折現率於第13.2節論述。

## 13. 折現率

Indufor 確認折現率的兩種基礎：

- 以加權平均資本成本類別的公式計算之折現率。
- 按交易所的隱含折現率計算之折現率。

吾等認為，來源及其應用從根本上截然不同；加權平均資本成本為預測法的基本組成部分，而隱含折現率則為擴大可資比較銷售實證的便利方式。儘管如此，於同一現金流預測應用兩種折現率屬一般慣例<sup>7</sup>。

## 13.1 加權平均資本成本及資本資產定價模型

加權平均資本成本塑造的第一印象是提供公式化的計算方法，例如：

$$\text{加權平均資本成本} = \frac{k_e(1-t_c)E}{(1-t_c)(1-\gamma)V} + \frac{k_d(1-t_c)D}{V}$$

當中：

$$k_e = r_f + \beta_L \times (R_m + \tau_m - r_f)$$

$K_e$	=	股權成本
$K_d$	=	債務成本
$E$	=	股權市值
$D$	=	債務市值
$V$	=	$E + D$
$T_c$	=	企業稅率
$y$	=	公司收取稅項的比例，其產生與估算或稅務減免股息相關的稅務抵免
$\beta_L$	=	槓桿或資本負債測試
$r_f$	=	無風險回報率
$MRP$	=	$R_m + r_m - r_f$
$r_m$	=	估算稅務抵免的「價值」
$R_m$	=	預期市場組合回報率

第二項公式指資本資產定價模型。

儘管此表明，但不能保證預期可作出部分精確的計算結果。若干計算所用輸入值與實際估計有所不同。一個具體例子為表示個人資產投資表現及整體市場投資表現的關連性的測試因素。建議做法為以上市林業股的測試因素為基礎，其中較理想的股份以獨自擁有森林且並無因相關加工活動以致營運繁複者為限。

儘管上述建議，業務純粹為經營林業的股票數目於國際及本地間已逐漸減少，令測試僅基於有限的樣本，並對於股票的反常變動相應敏感。

資本資產定價模式的專家亦逐漸傾向建議於公式中加入額外調節系數，以確認公司規模

<sup>7</sup> 倘有關做法屬常見，此因其方便易用。預計及可比較銷售模式須應用至同一現金流並非常理。兩項折現現金流程序的現金流為何各有差異，乃尤其是在其確認風險的情況下具有可信原因。

及流動資金特性的影響。結果為以加權平均資本成本／資本資產定價模式為基礎的結果分佈或不會提供較±100個基點更佳的精確度。

## 13.2 隱含折現率

### 13.2.1 隱含折現率的基準

Indufor對可資比較銷售價值的審閱工作一般檢驗兩項主要指標：

- 其中一項以最簡單的水平按每公頃元顯示可得的交易實證。
- 第二項包括分析交易，以計算出隱含折現率。

每公頃元參數可直接計算得出，於大部分情況下計算該參數所依據之資料可以取得。然而，在並無合適調整下，此比率提供令人存疑的推斷基準。種植園的每公頃元價值預期將因應平均林齡、種類、工地產量、地帶、運作、與市場的相鄰程度及其他影響而大幅變動。為提供有意義的可資比較數據，對所有有關因素作出調整屬必要。

為對人工林作出調整，需要採用折現現金流框架。其中一項調整範疇源自於輪伐結束時採用的成本及價格差異。其他調整與輪伐初期的成本及連同其他於整段期間產生的成本有關。折現現金流提供對將予估值的林齡分佈作出調整的方法。

折現現金流法亦因容許確認在森林資產層面上適用的限制而受益。有可能於每個可資比較銷售森林中的全面模式中同時作出所有現金流調整。於有關結構下，可資比較銷售實證其後明顯可最少分為三項主要變數：

- 隱含折現率，可資比較銷售的已建模現金流現值與成交價相同。
- 有關應用於銷售的木材價格增長預測的相關假設。
- 於銷售中假設的採伐策略。

就此，隱含折現率已成為過去20年亞太地區匯報交易實證的優先機制。

## 13.3 於大自然家居估值中採用的方法及折現率

Indufor過去三年對隱含折現率實證的詮釋顯示出有關比率介乎4%至18%不等，取決於所買賣的資的地理位置及戰略性吸引力。最低比率適用於北美洲，而新興經濟體系則採用最高比率。有關比率的特點為就實質稅前無槓桿現金流計算得出。

雖然於中國林業公司的投資不斷增加，卻難以取得牽涉到大規模半成熟種植森林資產的交易詳情，倘出現明顯結果(見第12節)，甚少具有足夠資料有把握乎計算隱含折現率。

然而，有可能查核其他地區交易之隱含折現率，並就國家、政治及主權風險等因素採用合適的調整。

於本估值中，Indufor已將可資比較銷售及預期法兩者結合使用，於應用時共用提供預測未來預計現金流的同一森林資產模式。

Indufor已選取**11.5%的基準折現率**。此已應用於真實無槓桿現金流，且並不包括所得稅。

有關比率與編製現金流的方式一致。從自身及其他森林估值師的憑證中，Indufor觀察到價值分散持續存在，而非隱含折現率隨時間收窄。此反映所買賣財產對市場的吸引力，而該吸引力不可單獨自預測現金流中得出。

## 14. 估值結果

## 14.1 利用適用估計方法推演的估值結果

市值估計已局限於源自現有作物的現金流。誠如第13.3節所討論，Indufor相信，將11.5%折現率應用於實質稅前無槓桿現金流就此目的而言屬適當做法，並代表市場實證。

Indufor的估值基於兩個未來情況及其發生指定概率之組合。表14-1概括與每個情況有關的價值及整體加權價值。

表14-1：按情況劃分的盈江價值

情況	描述	價值 (人民幣百萬元)	發生的可能性	對價值的貢獻 (人民幣百萬元)
1	並無採伐	(4.434)	10%	(0.443)*
2	保育採伐	0.844	90%	0.760
<b>整體</b>				<b>0.316</b>

\* 於此情況下，假設與擁有土地有關的經常費用僅將持續三年，三年過後，則假設倘並無可能於未來進行採伐及產生未來收益，該擁有人將試圖脫離有關安排。

根據此方法，Indufor估計大自然家居盈江資產於二零一五年十二月三十一日的市值為人民幣316,000元。

## 14.2 敏感度

估值對經調整輸入值的敏感度於表14-2中闡述。

表14-2：價值對經修訂輸入值的敏感度

輸入值	調整水平				
	-20%	-10%	0%	+10%	+20%
	(人民幣百萬元)				
收益	(2.611)	(1.147)	0.316	1.780	3.243
生產成本	2.113	1.214	0.316	(0.582)	(1.480)
運輸成本	0.547	0.432	0.316	0.201	0.085
資本支出	0.316	0.316	0.316	0.316	0.316
經常費用	1.153	0.734	0.316	(0.102)	(0.520)

## C. 秘魯YURIMAGUAS之森林資產估值報告

傳遞函件

大自然家居控股有限公司  
於二零一五年十二月三十一日的  
秘魯Yurimaguas Nature America S.A.C. 估值

敬啟者：

Indufor Asia Pacific Limited (「**Indufor**」) 已編製此報告，當中載列Indufor就位於秘魯Yurimaguas以當地公司名稱「Nature America S.A.C.」(**Nature America**) 登記的特許土地上立木於二零一五年十二月三十一日的價值發表的意見，以供載入大自然家居控股有限公司 (「**大自然家居**」) 刊發日期為二零一六年六月十四日的通函。

相關產業的總價值乃基於吾等並無偏頗的個人專業分析、意見及結論得出，且只受到所報告假設、限制條件及有關市場與相關產業的有關事實所限。吾等對於林木公允市場價值的估值符合國際會計準則第41號。有關評估已於下列報告內明文記錄，符合專業評估執業統一標準。

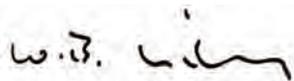
**免責聲明**

Indufor盡竭誠努力提供準確完備的資料，同時執行委派工作。Indufor概不就委派工作的任何結果承擔任何債項或責任。

此 致

香港  
九龍尖沙咀  
海港城港威大廈2座  
26樓2601室  
大自然家居控股有限公司  
列位董事 台照

**Indufor Asia Pacific**



董事總經理  
W B Liley

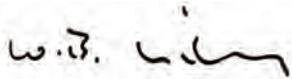
二零一六年六月十四日

## 證明

Indufor謹此據吾等所深知及確信證明下列聲明：

- 本報告所載事實聲明屬真實準確。
- 所報告分析、意見及結論只受到所報告假設及限制條件所限，且為吾等持平、並無偏頗的個人專業分析、意見及結論。
- Indufor於相關產業中並無任何目前或未來權益，就所牽涉各方亦概無個人權益或偏見。
- Indufor應聘執行委派工作時所開發或報告的預定結果並非偶然。
- Indufor完成此項委派工作的報酬就下列各項並非或然：
  - 開發或報告有利於客戶的預定價值或價值取向
  - 價值意見金額
  - 達致指定結果
  - 出現與此項評估擬定用途直接相關的其後事項。

有關報告由Indufor Asia Pacific Limited的顧問員工編製。



董事總經理  
W B Liley

**假設及限制條件**

本報告乃應客戶**大自然家居**之要求編製，以供載入公司致其股東的通函。概無其他第三方有權就任何目的使用或依賴此項評估。

本報告不得用作其編製目的以外的用途。其只限於用作考慮其全部內容。

與相關產業地點及基本實質特點有關的詳情已按**Nature America**多名經理及林業顧問提供的數據為依據作出。

**Indufor**已採用視為具權威性的資料來源的法律說明，但概不會就此承擔或建議承擔任何責任。**Indufor**並無對林木產業展開調查。本報告內呈列的地圖、圖表及照片只用作協助讀者瞭解內容。

本報告涵蓋的範圍不包括法律事宜，且對無條件繼承權土地的估值乃根據無條件繼承權推定。本報告不討論任何現有留置權及產權負擔問題，並假定所評估資產是無任何糾葛，處於可靠的所有關係及管理之下。

除非本報告另有指明，**Indufor**概無留意，而有關顧問於檢視時亦並無發現任何有害物料或其他不利環境狀況（不一定於有關產業呈現）。

未經**Indufor**事先書面同意及批准，本報告全部或任何部分內容（特別是關於價值、顧問或**Indufor**身份的結論）概不會透過廣告媒體或任何其他公共通訊方式向公眾發佈。

聯絡人

W B Liley  
Indufor Asia Pacific,  
7<sup>th</sup> Floor 55 Shortland St, P O Box 105 039  
Auckland City 1143, New Zealand  
bill.liley@indufor-ap.com

**1. 緒言**

此項全面論述評估涵蓋Nature America透過年期至二零四五年的立木特許權合約於秘魯Yurimaguas擁有及管理的立木。此企業由當地名為Nature America的公司管理。

評估日期為二零一五年十二月三十一日。

**1.1 價值估計的性質**

評估師的價值估計為其對在並無異常影響的市場上可取得的可能價格的意見。任何評估均存在基本限制，即評估為對價值的意見，因此並不保證產業將會以所評估價值出售。

## 2. 估值方法

### 2.1 估值定義

#### 目的及最高效與最佳用途

評估之目的為估計森林資產的市場價值。

Indufor認為Nature America資產的整體最高效與最佳用途為商業木材生產用途。

#### 評估生效日期

二零一五年十二月三十一日

### 2.2 估值過程

普遍認為資產評估應從三種方法著手進行：

- **銷售比較法**—應用涉及可資比較資產的交易所證明的價值(連同適當銷售調整)。
- **收入法**—評估該等資產的未來現金流現值，亦稱為預期法。
- **評估重置成本**。

認可的評估慣例要求同時考慮三種方法。倘所有方法均提供有用及相關的結果，則評估師會應用其專業意見衡量各種方法的比重。倘一種或兩種方法被視為無參考價值，則評估師須解釋並無進一步考慮有關方法的原因。

### 2.3 採伐策略

就基於預計現金流現值之估值而言，現金流情況的影響舉足輕重。森林資源在採伐策略變動上可能有一定的靈活性。但就Nature America資產而言，修改的範圍相對較小。

就秘魯的自然森林特許權而言，有關政府部門將整個特許權區分為若干個規劃單位。每年僅可採伐一個新單位片區，從而限制了整體的採伐水平。此外，政府還規定了每個樹種可採伐樹木的最小直徑，進一步限制了採伐水平。特許權承授人根據各片區之商業普查資料編製年度計劃，釐定將採伐林木的品種、數量及位置。

### 2.4 Nature America估值的選定方法

根據吾等對森林資源的認識，吾等認為就是項估值而言，最恰當的方法是根據折現現金流法結合採用收入法及銷售比較法進行估值。

此次估值中並無選用成本法，因為自然資產並無有關形成該資源或類似資源所用成本的正式記錄。

### 3. 森林資源概述

#### 3.1 位置及背景

Nature America為一間專門於 貴公司森林特許權區採伐木材的公司。木材用於生產飾面／複合地板產品等地板材料，亦可於位於秘魯的生產廠房加工成槽紋牆板、膠合板及鋸成木。該公司所管理的熱帶森林特許權區位於 Loreto Department Alto Amazonas省。特許權區覆蓋Yurimaguas、Puinahua及Teniente César López Rojas地區，位於Lima東北約700公里處(圖3-1)。

圖3-1：Nature America特許權區位置



該資產由Nature America的員工管理。該特許權區佔地約46,346總公頃，其中約42,897公頃及3,448公頃的面積分別用作生產及留作保育(約佔總面積的7.5%)<sup>1</sup>。自二零零九年，該特許權區已持有FSC認證<sup>2</sup>，而最近一次年度審核已於二零一五年二月完成<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 資料來源：林業顧問

<sup>2</sup> <http://info.fsc.org/details.php?id=a0240000005sT0mAAE&type=certificate&return=certificate.php>

<sup>3</sup> <http://fsc.force.com/servlet/servlet.FileDownload?file=00P3300000X0pFoEAJ>

該特許權區的北面、南面及東側與Pacaya Samiria國家自然保護區及林場森林的緩衝區交界，西側則緊鄰Nuevo Santa Cruz及Corazón de Jesús原住民社區及林場森林。

### 3.2 特許權年期

秘魯林業法允許就永久的生產性原始林及次生林區頒發生產木材的森林特許權。特許權區位於公共土地上之林業區內。特許權乃通過拍賣或公開競投授出。

特許權按面積分為兩大類：

- 5,000公頃至10,000公頃(透過公開投標)；或
- 10,000公頃至40,000公頃(透過公開拍賣)。

一般界定期限最長為40年並可續期。頒授特許權之流程乃由現行林業規例規定<sup>4</sup>。

Indufor瞭解到，Nature America已獲授權管理Yurimaguas特許權區的森林，直至二零四五年為止。目前，該特許權區須受於Nature America管理下已合併的兩份合約<sup>5</sup>所規限。經批准的森林管理總體規劃(Plan General de Manejo Forestal, PGMF)於自二零零五年五月起計的40年期間內有效。此期限與採伐周期之年限及有關森林生長及干預的假設有密切關係。此等方面於4.1節有進一步闡述。

根據森林法規，特許權承授人須就整個特許權區按每公頃支付年費，方可保障其採伐權利。有關價值於拍賣或公開競投特許權區時釐定。

特許權要每隔五年接受相關部門評核。Indufor瞭解到，Yurimaguas特許權區的首次評核於二零一零年進行。特許權可因(其中包括)以下原因被暫停：

- 未提交或未有落實森林管理總體規劃或年度經營計劃(POA)
- 未於規定時限內根據相關部門提出的要求進行修改
- 未繳付林權費
- 在森林特許權範圍外採伐木材
- 由第三方採伐木材
- 出現可能對環境及生物多樣性造成嚴重危害的違規行為
- 放棄特許權。

倘相關部門發現任何潛在侵權證據，彼等可啟動行政程序(西班牙語簡稱為PAU)。此或繼而導致罰款或預計取消特許權。Indufor從特許權行政規例<sup>6</sup>中瞭解到，特許權承授人亦可放棄特許權，而此舉將導致預計取消特許權，惟不會招致行政程序。於通過投標程序取得的555個秘魯活躍森林特許權區中，約12%已被執行行政程序，且38%預期會被關閉或進入取消程序。

#### 3.2.1 延遲或暫停特許權區的營運

Indufor瞭解到，特許權承授人必須於或當彼等延遲或暫停採伐作業時知會各林業主管部

<sup>4</sup> 新林業及野生動物保護法第29763號(二零一五年版)及其相關規例自二零一五年九月起生效。

<sup>5</sup> 16-YUR/C-I-001-05and16-YUR/C-I-002-05

<sup>6</sup> <http://www.osinfor.gob.pe/osinfor/portal/data/articulo/ReglamentoProcedimientoAdministrativoUnico.pdf>

門，原因是秘魯林場授出特許權乃旨在按與特許權承授人所訂立的合約的載述利用森林資源，故暫停利用森林於原則上可被認為是違約。

然而，秘魯主管部門或會認同若干外在條件(如與森林產品市場有關者或嚴重設備故障)可能導致特許權區的作業在一段時間內無法進行。林業主管部門官員已知會Indufor，於該等情況下，特許權承授人須出示技術文件，證明作業暫停及所暫停的時間段乃屬正當。這亦將證明POA毋須每年提交的正當性，因為此乃特許合約的規定。於啟動行政程序前，此項寬免的期限可能將僅為1至2年。

### 3.2.2 轉讓特許權

林業規例有涉及特許權轉讓程序<sup>7</sup>的內容。該程序包括審核承讓人、現場視察、文件修訂及審查其他因素，以核實轉讓資料。承讓人亦須達成特許合約所載的全部要求，包括承讓人的待決責任。

Indufor瞭解到，該轉讓的另一常見方式是出售與秘魯林場簽署特許合約的商業實體或當地公司。此轉讓為兩名訂約方之間的私人交易，必須通知林業主管部門，並須於特許合約文件中作出相應改動。然而，並無必要作出進一步規定或評估。交易價值由訂約方設定，並允許特許承授人收回其全部或部分投資成本。

### 3.3 樹種

森林管理總體規劃(PGMF, Plan General de Manejo Forestal)訂明，可供採伐之商業樹種為35個。可供採伐蓄積量估計為每公頃34.56立方米。此數據與全年採伐限額(加權)每年74,120立方米一致。

最小砍伐直徑已於法例中訂明。就特許權樹種而言，最小砍伐直徑介乎41至65厘米。Indufor瞭解到，Nature America現選擇就部分樹種按最小砍伐直徑以上的標準採伐，以於加工時實現較高出材量。

### 3.4 特許權區交通及基礎設施

Indufor瞭解到<sup>8</sup>，由Yurimaguas市至特許權區營地的可行方式為經水路到達：

- 通過Huallaga River及Cuiparillo Stream前往特許權區：僅限於冬(雨)季可選擇該交通方式，搭乘小型船隻(「peque-peque」)需時約6個小時。
- 通過Huallaga River前往Yurac營地：搭乘配備60馬力馬達的船隻沿河流上游方向航行需時約2個小時。Huallaga River全年運輸暢通無阻。

可經陸路自Yurac營地前往特許權區。自Yurac營地至特許權區邊界的距離約為17.5公里，至新營地的距離則約為27.5公里。可藉助皮卡車及電單車運送人員。於夏(旱)季，搭乘皮卡車單程需時約1.5個小時，而同樣的距離在冬季使用拖拉車則需時約六個小時。

木材乃使用貨車自伐區的貯木場運送至Yurac營地，再由躉船經水路自營地運送至Yurimaguas。

<sup>7</sup> Article 74, DSN°018-2015-MINAGRI

<sup>8</sup> 資料來源：Informe de ejecución POAV. Nature America.

#### 4. 特許權區產量估計

##### 4.1 特許權區採伐條例

最大採伐量已於森林管理總體規劃中釐定。採伐管理遵循一套多循環系統。該體系之設想為，目前低於最小砍伐直徑界限之樹木須於生長至超過該界限後，方可採伐。造林活動須保證該生長。Nature America擬保留高於最小砍伐直徑樹木之10%作種源之用。

採伐週期之時長已設定為20年，並假定直徑每年平均生長0.5厘米。基於該等參數，吾等假設樹木於採伐週期內平均胸高直徑通常將生長10厘米，從而使樹木自一直徑類別進入下一類別。森林管理總體規劃載有根據森林調查得出的估計允許採伐蓄積量，按面積表示相當於每公頃34.56立方米，而相應的全年採伐限額(加權)為每年74,120立方米。

特許權區分為四個林班，每個林班在五年期間內將予採伐。因此，該等林班各自分成五個年採伐樣地(Parcela de Corta Annual, PCA)。表4-1列示各PCA的總面積。

特許權承授人須就採伐季節提呈一份年度經營計劃(Plan Operativo Annual, POA)，指明將予進行採伐之PCA。POA呈列PCA之普查結果，計量森林管理總體規劃所載商業樹種之蓄積量。年度計劃其後將由有關當局批准，以開展採伐作業。

採伐季節受各地區當局規管。就Loreto Department而言，採伐季節自八月一日起至來年七月三十一日止<sup>9</sup>。該等條例允許於採伐季節屆滿後再次進入PCA，以完成採伐及/或運輸貯木場餘下之已採伐木材。

迄今為止，Nature America已於林班1的PCA進行採伐。Indufor瞭解到，Nature America已於二零一四年獲准採伐PCA5(林班1的最後一個樣地)並再度進入PCA4。

就二零一五年六月更新而言，Indufor獲悉，對新的PCA的森林普查已經完成，儘管吾等並無收到蓄積量資料。由FSC審計公開報告可知<sup>10</sup>，有關PCA6的一項普查已經完成，且已就下一個採伐季節尋求批准。然而，Nature America告知，於二零一五年，並無進行任何採伐活動，其位於Yurimaguas的木材加工廠亦無來自特許權區的木材進場。根據此資料，Indufor假設，自二零一四年十二月起，並未於任何新的PCA開展任何採伐活動。

<sup>9</sup> Resolución Jefatural N°129-2003-INRENA

<sup>10</sup> <http://fsc.force.com/servlet/servlet.FileDownload?file=00P3300000X0pFoEAJ>

表4-1：Yurimaguas特許權區總森林面積(並無保護區)

林班	年採伐樣地	總面積 (公頃)*	已批准蓄積量 (立方米)	每公頃已批准蓄積量 (立方米/公頃)
1	PCA 1	1,014.4	17,106.5	16.9
	PCA 1b	1,219.1	11,157.5	9.2
	PCA 2	1,061.0	17,395.9	16.4
	PCA 2b	1,205.7	**	**
	PCA 3	2,301.1	18,719.9	8.1
	PCA 4	2,306.8	19,241.7	8.3
	PCA 5	2,232.0	36,746.2***	8.8
林班1小計		11,340.2		
2	PCA 1	2,023.4	尚未採伐	
	PCA 2	2,294.7		
	PCA 3	1,966.9		
	PCA 4	1,668.1		
	PCA 5	1,638.7		
林班2小計		9,591.7		
3	PCA 1	2,071.2		
	PCA 2	2,069.1		
	PCA 3	2,112.1		
	PCA 4	2,084.9		
	PCA 5	2,071.6		
林班3小計		10,408.8		
4	PCA 1	2,229.4		
	PCA 2	2,316.2		
	PCA 3	2,340.3		
	PCA 4	2,368.0		
	PCA 5	2,302.3		
林班4小計		11,556.1		
總計		42,897.2		

\* 林業顧問提供的數據

\*\* 未提供資料

\*\*\* Nature America告知，此項普查涵蓋54個樹種以評估森林潛力，因此蓄積量數字較高，而實際上，將予採伐的蓄積量將僅為森林管理總體規劃當中的商業樹種的蓄積量。

#### 4.2 森林調查

在二零一四年十二月評估中，林業顧問提供了自二零零九年至二零一一年進行的數據收集中得出的調查數據。Nature America告知Indufor，自二零一一年起並無開展任何進一步調查。

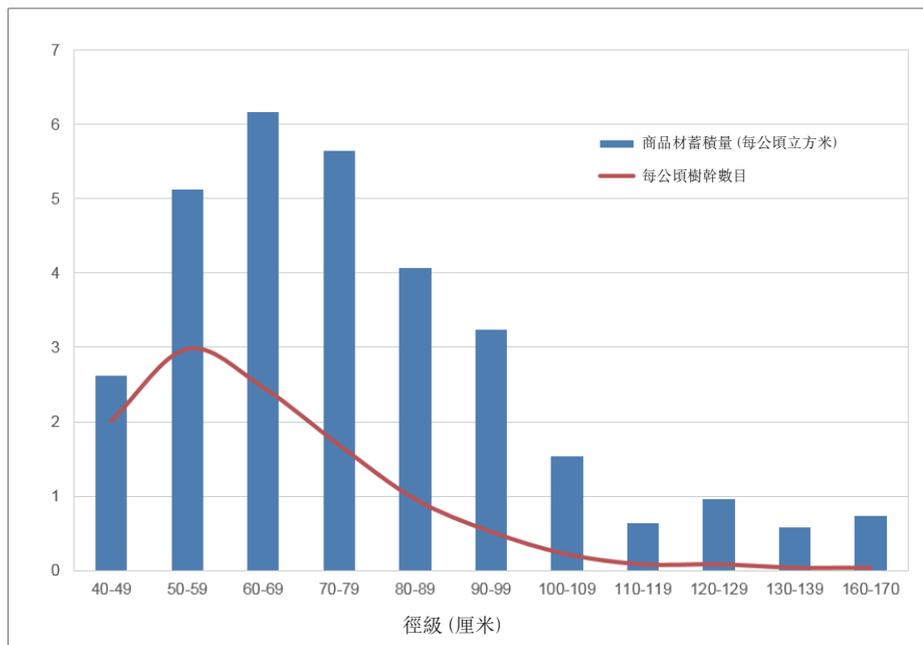
森林管理總體規劃表明，森林調查涉及系統設計及已設立兩種類型的樣地。第一種類型提供了對成熟森林的評估，而第二種類型則計量了再生情況。

該等樣地的平均蓄積量乃僅就森林管理總體規劃(見第3.3節樹種)中的35個商業樹種估計得出。所有商業樹種的平均蓄積量為每公頃41.8立方米。超過最小砍伐直徑的商業樹種的平均蓄積量約為每公頃31.3立方米(表4-2)。超過最小砍伐直徑的總商業蓄積量中約54%處於50至79厘米的直徑範圍內。處於該徑級的蓄積量約為每公頃16.9立方米(圖4-1)。

表4-2：森林樣地的主要參數

參數	單位	數值
森林管理總體規劃內涵蓋所有直徑的商業樹種		
平均蓄積量	立方米／公頃	41.81
平均直徑(胸高直徑)	厘米	31.0
平均斷面積	平方米／公頃	0.11
平均商品材高度	米	9.2
每公頃樹幹數目	個／公頃	49.1
森林管理總體規劃內超過最小砍伐直徑的商業樹種		
平均蓄積量	立方米／公頃	31.29
平均直徑(胸高直徑)	厘米	63.07
平均斷面積	平方米／公頃	0.34
平均商品材高度	米	12.63
每公頃樹幹數目	個／公頃	11.2

圖4-1：超過最小砍伐直徑的商業樹種按徑級劃分的蓄積量



### 4.3 出材量

特許權承授人須就各有效PCA的經批准年度營運計劃的實施情況呈交報告(實施報告)。該報告包括經採伐、選取及運輸至港口的實際木材量的相關資料。

在二零一四年評估中，Nature America提供了PCA4最後一個採伐季節的實施報告。該報告亦包括PCA1、1b、2及3的採伐數據。

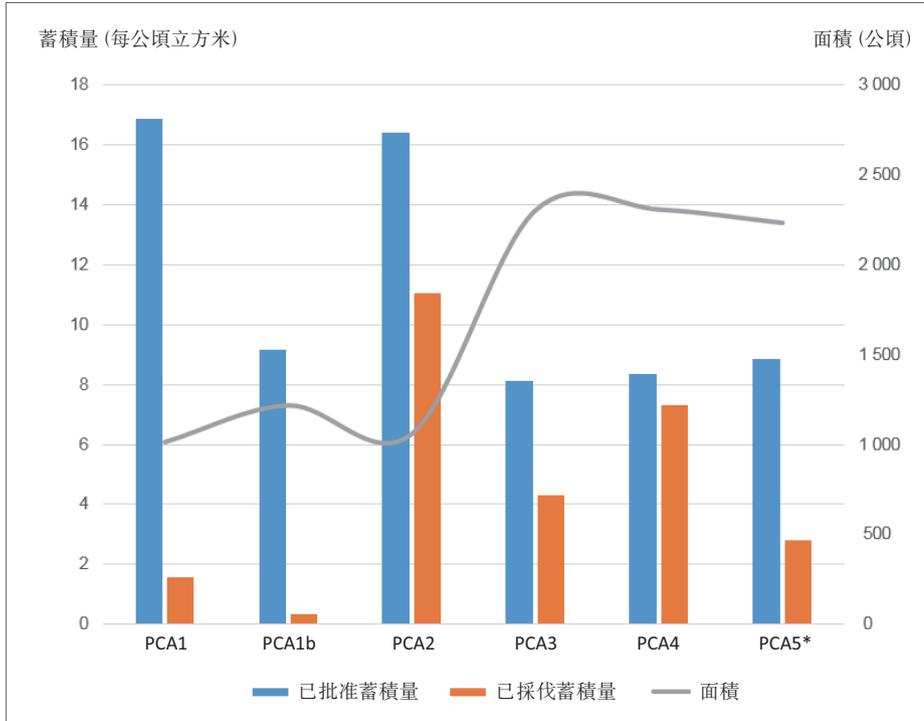
按照慣例，Nature America不會於此特許權區或其他秘魯特許權區悉數採伐調查蓄積量。其策略明確反映 貴公司於Yurimaguas廠房的狀況：

- 其運營規模有限

- 其僅具備部分配額的加工廠，並無配備可處理所有樹種類型的設備
- 該木材加工廠向固定市場出售產品，導致其首選產品類型進一步受限。

圖4-2列示了PCA的已批准蓄積量與已採伐蓄積量的比較情況(如實施報告當中所述)。為作比較用途，PCA 5的蓄積量已調整為PCA4中的29個樹種。

圖4-2：PCA的已批准蓄積量及已採伐蓄積量



\* Indufor尚未收到PCA5的實施報告，該樣地已於二零一四年採伐。

於開始特許權區業務時，已批准蓄積量僅有4%至9%已獲採伐(PCA1及1b)。於吾等擁有完善的已採伐蓄積量資料的PCA4中，約88%的已批准蓄積量已採伐。出材量介乎每公頃0.3至11立方米(加權平均值每公頃5立方米)，而餘下待採伐的蓄積量介乎每公頃1至15立方米(加權平均值每公頃6立方米)(表4-3)。

表4-3：每幅PCA的已批准蓄積量及已採伐蓄積量

採伐樣地	已批准 總蓄積量* (立方米)	已採伐 總蓄積量* (立方米)	單位面積 已批准 蓄積量 (每公頃立方米)	單位面積 已採伐 蓄積量 (每公頃立方米)	單位面積剩餘 蓄積量 (每公頃立方米)
PCA1	17,106.5	1,584.3	16.9	1.6	15.3
PCA1b	11,157.5	422.0	9.2	0.3	8.8
PCA2	17,395.9	11,741.8	16.4	11.1	5.3
PCA3	18,719.9	9,876.0	8.1	4.3	3.8
PCA4	19,241.7	16,878.5	8.3	7.3	1.0
PCA5	19,734.1	6,223.5	8.8	2.8	6.1
加權平均值	17,852.1	8,892.6	10.2	4.6	5.6

\* 資料來源：POA V實施報告(不包括PCA5)

#### 4.4 特許權區現狀

按每年採伐一個PCA計，特許權期限(二零零五年至二零四五年)包括兩個20年採伐週期。倘特許權區已採伐，Nature America將可能由伐區1轉移至最鄰近的伐區/樣地繼續採伐，以充分利用已建成基礎設施。Indufor已假設採伐作業將按伐區2、伐區4及伐區3的順序進行。

大自然家居已告知Indufor，本年度並無在Yurimaguas特許權區進行採伐。此外，大自然家居尚未確認其擬於二零一六年恢復採伐活動。Indufor於審閱Sepahua特許權區估值資料時注意到，Yurimaguas的部分機械設備已轉移至Sepahua特許權區。

所有該等因素均表明，停產可能會持續一段時間。倘估值屬下列情況，則須考慮延遲採伐對估值的影響：

- 倘估值僅基於Yurimaguas特許權區的現存種群，則停伐一年的決策可能被視為價值中立。該估值認為資產不會隨採伐而變動，故其價值維持不變。
- 估值並非直接基於現存種群，而是基於該種群所產生現金流的速度。延遲採伐意味著收取現金流週期更長，而現值會相應減少。
- 倘屬人工林，延遲採伐可增加林木產量，因此於採伐後能產生更高收入，此效應可多少抵銷延遲收款的影响。相反，倘為天然林，則可能幾乎不會出現年度淨增長。
- 倘木材價格預計將出現實際變動淨額，則延遲採伐可能產生其他後果。

#### 4.5 未來建議採伐水平

Indufor對Nature America資源的估值乃根據折現現金流公式(見2.6節)結合採用收入法及銷售比較法得出，因此須編製現金流預測。

估值採用一定的可能現金流範圍以提高準確性。就本次估值而言，Indufor已考慮上一節

所列特許權區現狀。吾等建議就採伐作業的生產水平考慮下列其他因素：

1. 以Nature America目前為止所用的類似方式管理資源。根據此方法，目前的採伐水平（假設平均出材量約為每公頃7立方米）將持續。於此種情況下，採伐水平低於PGMF允許的整體水平，而這反映了Sepahua已建成加工及營銷渠道的實際情況。
2. 資源的採伐量提升至與根據PGMF流程計算的全年採伐限額一致的水平。隨著時間推移產量會有所增加，於未來五年將從初步平均每公頃商業出材量每公頃7立方米每年上升每公頃1.4立方米<sup>11</sup>。儘管迄今並無跡象，但資源潛在買家將看好不斷提升的生產水平（如二零一四年估值及二零一五年六月更新估值所用者）。

吾等認為，上文第二項因素可再次用作本次估值的基準。儘管迄今並無跡象，但資源的潛在買家會將看好不斷提升的生產水平。

#### 4.5.1 按終端用途劃分的產量

PGMF當中已載述各樹種的潛在終端用途。Indufor瞭解到，Nature America生產以下產品：

- 多層地板（複合地板）
- 實木地板（企口地板）
- 膠合板（lupuna）
- 商業木材／鋸成木

就二零一四年估值而言林業顧問及Nature America管理層已提供有關樹種終端用途的資料。迄今仍在進行採伐作業的PCA（1至4）的已批准及已採伐林木數量乃用作計算目前採伐週期及第二個採伐週期產品潛在產量的基準，有關結果概述於表4-4。

表4-4：潛在產品及所用樹種

統計樹種	產品	產量比例	
		第一個採伐週期	第二個採伐週期
Cachimbo, Catahua, Chemicua, Copaiba, Cumala, Huimba, Manchinga, Mashonaste, Lupuna*	多層地板 (複合地板)	45%	46%
Almendro, Anacaspi, Azucar huayo, Capirona, Chontaquiرو, Estoraque, Huayruro, Mari Mari, Palisangre, Pisho, Pumaquiرو, Quillobordon, Quina quina, Quinilla, Rifari, Shihuahuaco, Tahuari, Yacushapana	實木地板 (企口地板)	37%	32%
Lupuna*	膠合板	8%	12%
Marupa, Moena, Ochavaja, Pashaco, Shimbillo, Tornillo	鋸成木	10%	10%

\* 已假設Lupuna的產量於貼面及膠合板兩者間均分

<sup>11</sup> 一項重要因素是大自然家居加工廠的估值被理解為是根據資本化建造成本而定。在廠房相對較新的情況下，這一情況將維持不變。此種基於「重置成本」的方法對企業表現回報的體現不如折現現金流模型明顯。

#### 4.6 森林與工廠估值的相容性

Indufor認為，Yurimaguas森林的擁有企業與加工廠於商業上互相倚賴。就此而言：

- 森林依賴工廠作為其銷售木材的唯一市場。工廠是森林生產業務獲得收入的唯一渠道。
- 相反，工廠目前並不將Yurimaguas特許權區視為其唯一供應來源，而是從其他來源採購原料。

工廠的營運模式使其原料供應存在「機會價格」。除非特許權區木材的到廠成本與一般市場價格相若或更低，否則工廠接收特許權區木材並無商業價值。

就評估原則而言，這種相互倚賴性意味著工廠與森林應使用同一估值架構。在此架構內，評估資產某一組成部分所應用的假設亦應用於另一資產的評估。Indufor的調查顯示，現時情況並非如此。目前的情況是：

- 森林特許權的價值乃基於折現現金流架構評估。Indufor於是次估值中應用該方法，而吾等瞭解到前任估值師於過去不止一年採用該方法。
- 工廠的價值乃基於累計資本支出評估。

就森林而言，估值方法具前瞻性，是確認未來盈利。而就工廠而言，估值方法具追溯性，確認的是過往的開支。上述兩者的範疇中，不存在任何關連可使估值方法採用相同的參數。森林估值中兩項最重要的參數是採伐率及假定木材單價。而工廠估值並無直接應用該等數據。

此種情況的缺陷是，兩項估值彼此不能為另一項估值的假設提供交叉核查，亦無法互相補償變動。例如，假設森林及工廠均按現值進行估值，倘木材價格上漲，則森林價值上升，而工廠價值將會下跌(所有其他輸入值維持相同)。

此外，綜合估值亦可探討擴大森林產出的全面影響。工廠方面，處理大量額外採伐量會需要大規模資本支出計劃，而此會在工廠估值中反映。在這種情況下，需解決是否有足夠市場容量來消化擴大的工廠產能的問題。另外，亦可能出現工廠之前未銷售過的产品，導致工廠需要開發新的客戶群。綜合估值法側重與森林產量增加的假設相關的推斷量。

在確定工廠及森林相互倚賴的過程中，亦進一步引出如何出售資產的問題。這個問題是市場價值概念中不可避免會提及的問題—評估某項資產的市場價值必定要確定其市場。Indufor預計最好的情況是有工廠與森林資產可一同出售的市場。這種情況需要找到最感興趣的買家，以滿足市場概念中所需的買方競爭情況。

倘工廠與森林資產分開出售，預期資產買方會要求簽立對工廠與森林各自未來擁有人均具約束力的重要文件。此文件將是雙方之間訂立的木材供應協議，當中訂明：

- 森林公司的最低供應責任
- 工廠公司的最低承購責任
- 協議開始時的協定木材價格

- 定期檢討價格的基準。

倘工廠與森林的所有權分屬不同方，則該文件將為「第三方」協議。倘工廠與森林仍由共同所有權持有，仍有可能存在同樣的安排(儘管在此情況下，公司間開支更可能被界定為「轉讓定價」。就某些目的而言，轉讓定價被視為潛在的棘手過程，原因在於其存在人為性。倘價格嚴重偏離第三方交易的價格，則會涉及現實性問題。

於估值行動中，毋須因該等疑慮而不使用轉讓定價。轉讓定價假設可協助進行價值的分攤，前提是業務的合併資產是同時進行估值，且價格假設於整個分析過程中貫徹一致。

## 5. 森林生產及管理成本

### 5.1 Yurimaguas採伐系統

Yurimaguas特許權區內的砍伐及木材運輸過程涉及一系列活動。儘管該等活動乃按順序進行，但彼此之間的時間間隔並不明確。於此過程中，木材存貨可能在等待下一階段處理時於交替階段點堆積。天氣狀況對供應鏈具有最顯著影響。

主要步驟包括：

- 森林普查。在PCA中獲取所有適銷樹木的詳情，包括其位置。
- 建設通往將予砍伐區域的初步通道。此方便伐木工進入。所用機械包括推土機、挖掘機、輪式裝載車及平路機。
- 伐木：伐木工僅可砍伐普查中標記的樹木。彼等將根據指示砍伐樹木，砍伐數目須少於全部標記樹木的數目，以使砍伐量維持於核定水平內，具體視乎特定樹種的加工及銷售機會而定。
- 建設通行道路及裝載點：就此所使用的主要機械為推土機，必要時輔以挖掘機及其他土方機械設備。
- 建成伐木小徑：此由推土機進行。
- 通過小徑運送木材至裝載點：此步驟優選的機械是輪式集材機，通常配置繩絞車。由於每公頃內商品材的數量較少，故集材距離可能較遠。於此情況下，使用膠輪集材機較使用履帶式機器碎石更具成本效益。
- 於裝載點裁量木材：一般而言，自樹樁砍伐下來的木材長度較長。木材會在裝載點鋸成適合運木卡車規格及工廠加工設備長度的短木。
- 從裝載點運至河邊的伐木營地。此步驟是採用Nature America擁有的卡車進行。根據現有系統，木材會由膠輪前懸式裝載機卸貨，然後運至河谷，再送到對岸運至主儲木場。
- 木材由租賃駁船從Yurac運至Yurimaguas河港。Nature America於Yurimaguas的租賃碼頭擁有一輛吊臂式起重機。

### 5.2 機械設備

於二零一四年估值中，Indufor接獲Nature America提供的機械設備示意圖。有關機械乃與採伐及運輸作業相關。表5-1列示機器類型及購買價以及已運至Sepahua特許權區的設備數量概要。Indufor並無接獲Yurimaguas特許權區現有機械的任何進一步資料。

表5-1：機械設備

機器類型	折舊時間表所列 指示購買價(美元)*	二零一四年折舊 時間表所列配備數量	已運至Sepahua 特許權區的設備數量
推土機(120千瓦)	98,800	3	
集材機(135千瓦)	235,000	4	3
挖掘機(14T, 80千瓦)	83,000	1	
裝載機(162千瓦)	58,700	3	1
平路機(147千瓦)	74,000	2	
運木卡車(220千瓦)	69,500	9	6

附註：\*購買價乃基於近期的購買交易。機械設備中有舊的設備，據瞭解當中部分為二手設備。

### 5.3 確認機械價值

Indufor認為，Nature America所擁有設備的折舊價值會在該公司的資產負債表內確認(如其年報所示)。倘機械將以某一價值入賬，則該森林資產應隨設備的使用進行扣減。若不進行扣減則會導致集體企業內資產價值重複計算。

於二零一四年估值中，Indufor採用簡單的機器成本模型得出Nature America設備配套中主要採伐設備項目的每日費用<sup>12</sup>。當中包括擁有成本及營運成本。營運成本包括燃料成本、其他消耗品成本及維修和維護成本。但其中並無包含勞工成本。Indufor假設機械設備全面投入使用及產量為每年20,000立方米。二零一四年機械的估計單位成本為：

木材採伐(4台集材機、2台推土機)	每立方米31.69美元
建設主要道路(1台推土機、1台挖掘機、1台平路機)	每立方米9.87美元
裝載(3台裝載機)	每立方米7.03美元

二零一四年計算結果就是次估值而言仍屬相關。儘管Yurimaguas的機械設備有所減少，是次估值情景(8節)中乃假設特許權區營運具備充足的機械設備。

### 5.4 採伐道路成本

「採伐道路成本」類別分為三項主要開支成份：森林週期中可能使用的主要道路、道路及裝載點的資本支出以及維修和維護。

分類大致與財務申報及稅務會計處理採用的分類方法一致，但在折現現金流計算中應用時須注意以下特點：

- 大批量產生的開支(例如與一條主要路線延長路段有關的開支)於產生時在現金流中按一次性款項呈列。而不會透過攤銷或折舊在之後生產中分攤有關費用。
- 漸增開支(例如與支路及裝載點相關的開支)更方便的做法是以單位基準列示，即以每單位採伐量的一般金額入賬。

<sup>12</sup> 所採用的機器成本模型是Sessions, J.及J.B. Sessions最初為FAO開發的PACE軟件包。

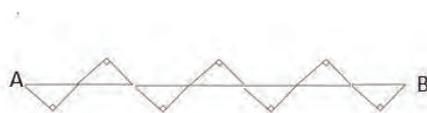
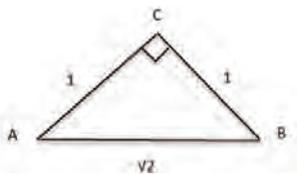
- 道路維護開支亦視乎其是與主要道路相關抑或與使用期較短的支路相關，而應用不同的處理方式。與使用期較短的支路相關的開支可按單位成本以每立方米標準成本列入賬。主幹道的維護成本在一定程度上是其長度的函數。隨著採伐從特許權區入口點一直深入，主要道路維護開支預期會隨之增加。所以，計算時可採用與道路運輸成本相同的基準，按所運輸量及運輸路程的函數計算。

### 5.5 採伐道路網絡

於二零一四年估值中，Indufor編製了Yurimaguas特許權區主要道路網絡的簡圖。見表5-1。所列線路乃基於根據兩項推導呈列：

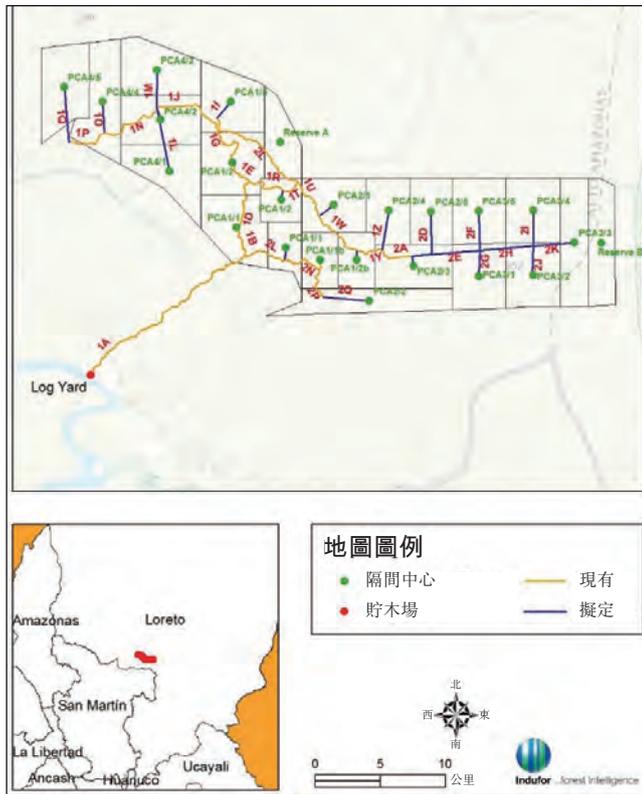
- 現有主要道路是根據可得之衛星圖像。假設道路路線為有效分佈且不大可能改道。
- 就未來將採伐的POAs而言，大部分必要通道仍未建設。由於沒有詳細的地形資料，Indufor根據一種最常用方法進行假設。先釐定各未來POA圖心座標。由此得出現有道路網絡與該圖心之間的直線連接。鑒於實際中道路不可能是直線連接，因此Indufor採用一項「曲折系數」來計算估計實際長度<sup>13</sup>。

<sup>13</sup>「曲折系數」是木材採伐規劃的一種獲認可機制。該系數是將兩點之間的直線距離轉換為卡車或挖掘機可能的運輸路程的系數。在缺乏得出系數的實驗數據情況下，根據幾何方法得出可採用系數是1.4(為概約數)。如左下圖所示，現要釐定A點和B點之間的運輸路程。鑒於在實際可行情況下運輸線路不可能是直線的，為此假設可能的路程是在AB上加設兩條等腰邊AC和CB。為便於計算，假設形成的是直角。兩個等腰邊賦值為1公里，根據勾股定理AB邊長為 $\sqrt{2}$ 。因此可得出，曲折系數為 $(1+1)/\sqrt{2} = \sqrt{2}$ (或1.414...)。



推導過程中，A點和B點之間的實際運輸路線未必假設為兩條等腰邊。可以假定成多個三角形(如第二幅圖所示)，得出的曲折系數不變。

圖5-1：現有及擬定運輸網絡



假設的採伐順序決定了假設的道路圖(如表5-2所列)。表中的「新」道路長度已計及曲折系數。

表5-2：推導得出的道路建設及運輸路程

期間	年份	片區	PCA	面積 (公頃)	現有接駁道路	新接駁道路	現有道路 (公里)	新道路 (公里)	運輸路程 (公里)
1	二零一五年	2	PCA2/2	2,294.7	1A2L2N	2P2Q	24.12	7.90	32.02
2	二零一六年	2	PCA2/1	2,023.4	1A1B1D1R	1T1U1V	27.49	7.09	34.57
3	二零一七年	2	PCA2/4	1,668.1	1A1B1D1R1T1U	1W1Y1Z	32.58	10.99	43.57
4	二零一八年	2	PCA2/3	1,966.9	1A1B1D1R1T1U1W1Y	2A28	39.17	2.73	41.90
5	二零一九年	2	PCA2/5	1,638.7	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A	2C2D	41.90	6.74	48.64
6	二零二零年	4	PCA4/2	2,316.2	1A1B1D1E1G	1J1K	30.77	7.44	38.22
7	二零二一年	4	PCA4/1	2,229.4	1A1B1D1E1G1J	1L	36.81	7.07	43.88
8	二零二二年	4	PCA4/3	2,340.3	1A1B1D1E1G1J	1M	36.81	4.04	40.85
9	二零二三年	4	PCA4/4	2,368.0	1A1B1D1E1G1J1N	1O	42.15	3.44	45.59
10	二零二四年	4	PCA4/5	2,302.5	1A1B1D1E1G1J1N	1P1Q	42.15	9.34	51.48
11	二零二五年	3	PCA3/1	2,071.2	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A2C	2E2G	44.00	8.11	52.11
12	二零二六年	3	PCA3/5	2,071.6	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A2C2E	2F	49.26	4.26	53.51
13	二零二七年	3	PCA3/4	2,084.9	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A2C2E	2H2I	49.26	9.67	58.93
14	二零二八年	3	PCA3/2	2,069.1	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A2C2E2H	2J	55.12	3.18	58.30
15	二零二九年	3	PCA3/3	2,112.1	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A2C2E2H	2K	55.12	4.47	59.59
16	二零三零年	1	PCA1/1a	1,014.4	1A2L2M		21.88	0.00	21.88
16	二零三零年	1	PCA1/1b	1,219.1	1A2L2N2O		25.05	0.00	25.05
17	二零三一年	1	PCA1/2a	1,061.0	1A1B1D1R1S		28.46	0.00	28.46
17	二零三一年	1	PCA1/2b	1,205.7	1A1B1D1R1T1U1W1X		38.06	0.00	38.06
18	二零三二年	1	PCA1/3	2,301.1	1A1B1C		19.77	0.00	19.77
19	二零三三年	1	PCA1/4	2,306.8	1A1B1D1E1F		26.48	0.00	26.48
20	二零三四年	1	PCA1/5	2,232.0	1A1B1D1E1G1H1I		34.01	0.00	34.01
21	二零三五年	2	PCA2/2	2,294.7	1A2L2N2P2Q		32.02	0.00	32.02
22	二零三六年	2	PCA2/1	2,023.4	1A1B1D1R1T1U1V		34.57	0.00	34.57

期間	年份	片區	PCA	面積 (公頃)	現有接駁道路	新接駁 道路	現有道路 (公里)	新道路 (公里)	運輸路程 (公里)
23	二零三七年	2	PCA2/4	1,668.1	1A1B1D1R1T1U1W1Y1Z		43.57	0.00	43.57
24	二零三八年	2	PCA2/3	1,966.9	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A28		41.90	0.00	41.90
25	二零三九年	2	PCA2/5	1,638.7	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A2C2D		48.64	0.00	48.64
26	二零四零年	4	PCA4/2	2,316.2	1A1B1D1E1G1J1K		38.22	0.00	38.22
27	二零四一年	4	PCA4/1	2,229.4	1A1B1D1E1G1J1L		43.88	0.00	43.88
28	二零四二年	4	PCA4/3	2,340.3	1A1B1D1E1G1J1M		40.85	0.00	40.85
29	二零四三年	4	PCA4/4	2,368.0	1A1B1D1E1G1J1N1O		45.59	0.00	45.59
30	二零四四年	4	PCA4/5	2,302.5	1A1B1D1E1G1J1N1P1Q		51.48	0.00	51.48
31	二零四五年	3	PCA3/1	2,071.2	1A1B1D1R1T1U1W1Y2A2C2E2G		52.11	0.00	52.11

### 主要採伐道路建設成本

Indufor對熱帶雨林特許權區道路的經驗證實，主要道路的建設成本可能會隨土壤、地形及降雨情況的差異而相差較大。管理上的做法亦會對成本構成影響。

部分公司制定有周詳政策，在道路存有明顯損壞風險時禁止車輛通行。儘管木材運輸被中斷及有時受阻期間較長，但損壞完好道路的地表和排水系統所造成的成本過高且難以估計。

在其他情況下，儘管在潮濕天氣下運輸或會導致道路的實質性損毀，但繼續使用道路幾乎是唯一可行的選擇。此後在情況允許時，需對道路進行維修。現時的普遍趨勢是將更多的道路相關成本分配至維修及維護項目，而非資本建設項目。

誠如二零一四年評估所示，Indufor認為Yurimaguas資源的潛在買主會預期主要道路的建設成本不低於每公里20,000美元，以實現特許權區的潛在出材量。此成本與Indufor的廣泛經驗相符。

### 主要道路維護成本

Indufor不僅分配了較高的主要道路建設成本，並且假設持續維護需要較高成本。此乃基於吾等於現場視察時對路況進行的觀察。大自然家居已表示無法僅在乾燥天氣下通行，因此有必要定期重建道路。

於二零一四年評估中，Indufor已假設在用的主要道路路段每年將產生相當於其原始建設成本30%的維護費用。

## 5.6 伐木成本

於二零一四年評估中，林業顧問指出Yurimaguas賬目顯示砍伐及初步造材成本為每立方米3.50美元。根據之前觀察，此作業是從後續的集材作業中分離。本次估值使用相同假設。

## 5.7 集材

於二零一四年評估中，林業顧問指出彼等對木材匯集至貯木場的成本的估計為每立方米17.00美元。鑒於5.3節所述的單位成本估算，Indufor認為此數據不可持續，並假設集材成本為每立方米25.00美元。本次估值使用相同假設。

### 5.8 經常費用

涉及林業管理的經常費用，包括參與林業管理及監督、行政、業務支援、資訊科技及價值優化等員工的薪酬，亦包括外部專業服務開支、辦公室租金、差餉、通訊及其他辦公室開支、資產折舊、公共關係、健康與安全及防火等開支。

在二零一四年評估中，林業顧問提供了每年的日常相關開支。Indufor已從該等開支獲得每公頃的估算成本。該等開支於表5-3概列。Indufor並無就本次評估獲得新資料。

根據將所列成本應用於合共42,893公頃的生產面積的情況，Indufor在評估Nature America物業時已納入年度經常費用每公頃14.50美元。

表5-3：Nature America經常費用

項目	成本 (每年千美元)
特許權費用	19,118
普查費用	20,000
FSC認證費用	60,000
專業費用	125,000
薪金—管理層員工	100,000
薪金—支援員工	73,000
辦公室成本(包括租金及營運成本)	25,000
營地管理	25,000
共用利馬辦公室	174,000
總計(美元)	621,118
總計(美元/公頃)	14.50

### 5.9 道路運輸及裝卸費用

於二零一四年評估中，林業顧問推算當前道路運輸費用為每立方米26.50美元。該費用包括於森林將木材裝載至運木卡車，並運至Yurac的河邊木場，然後進行卸載的作業費用。當前採伐作業的運輸路程約為27公里。Indufor已假設約每立方米5.00美元的費用與裝卸作業相關，而每立方米21.50美元的剩餘費用與運輸階段相關，即單位運輸費率為每公里每立方米0.80美元。用該費率乘以未來預期運輸路程可得出運輸費用預測。是否單位費率真的在運輸路程範圍內合理不變將是未來估值要檢討的一個問題。

### 5.10 到Yurimaguas的駁船運輸

於二零一四年評估中，林業顧問指出，將木材從Yurac駁運至Yurimaguas的費用為每立方米11.60美元。

## 6. 市場及木材價格假設

秘魯的木材市場以熱帶樹木品種為主，且發展程度相對不高。木材產量穩定增加，由二零零三年的1.3百萬立方米增至二零一三年的2百萬立方米以上。大部分圓木產量來自熱帶地區，該等地區現存大量森林資源及正推行林業特許權制度。Loreto、Madre de Dios及Ucayali一直以來為國家工業用圓木的主要產地。

秘魯不允許出口木材。二零一三年木材產品的出口價值超過250百萬美元。出口價值中接近23%為鋸材，24%為地板及成形產品。

從Yurimaguas特許權區採伐的木材於投入生產時主要用於生產多層地板產品，由Nature America銷往海外市場。

木地板生產市場日漸增長並擁有正面的長期前景，尤其是亞太地區市場。住宅建築的增加及生活方式的改變衍生出對木材的需求，包括推動木質地板市場發展。巴西、俄羅斯、印度及中國等發展中國家的建築活動的增加預期將拓寬未來的市場機遇。美國及歐洲對木地板的應用較為普遍，此乃由於木材在乾冷氣候下有助於保持溫度。亞太地區隨著需求增加，預期將逐步成為此市場的重要參與者。

中國木地板行業的增長由二零零九年的33.9%上升至二零一四年的36.2%，為僅次於瓷磚的第二大地板產品。木材因其耐用性及可修復性而更受青睞。木地板可劃分為實木、強化複合及實木複合或多層地板(科技木)。竹製地板亦被認為屬木地板的一類。

行業評論家表示，二零一四年中國木地板市場受房地產行業萎縮影響而增長放緩，按年同比下降2.8%。二零一五年，中國政府的利好住房政策助力商品房市場逐步復甦並刺激木質地板的需求，預期木質地板的銷售量將增長4.2%。實木複合地板的銷售量最高，佔二零一四年中國總銷售量的54.7%。

### 6.1 於二零一五年估值採用的基準價格

所假設的木材價格為森林估值其中一項最具影響力的要素。對木材價格的多項處理方法於森林評估報告中論述，並按估值常規認可的程度區分：

- 過往木材價格
- 現價
- 預期日後價格增長。

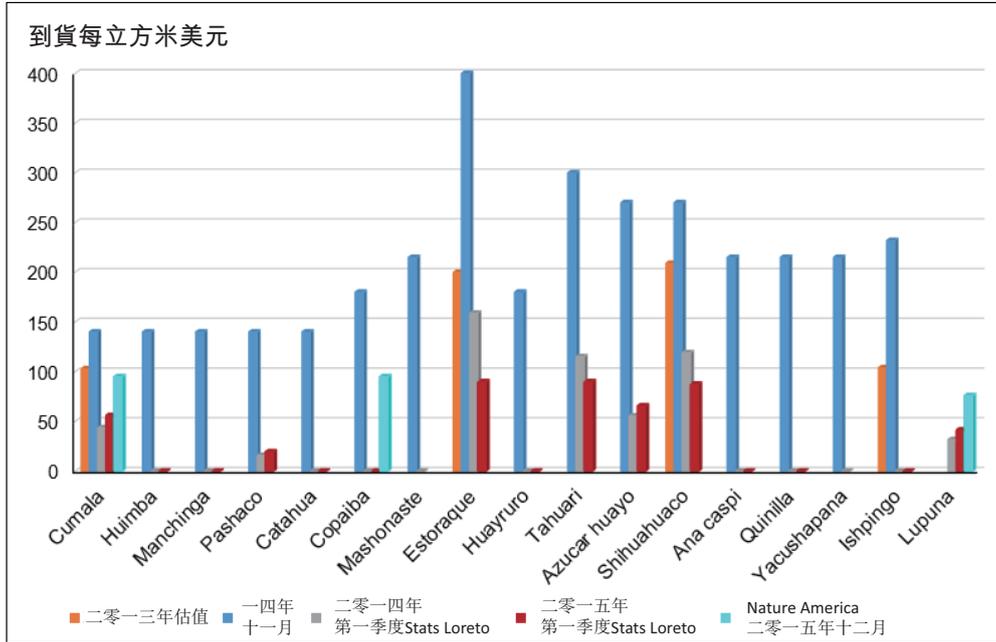
於二零一四年評估中，林業顧問根據木材於二零一四年十一月的估計經濟價值提供木材價格數據。彼等告知，有關推導遵從二零一三年十二月之評估所採用的一般程序。於二零一五年十二月評估中，Indufor已收到因特許權區並無採伐而為Yurimaguas工廠購入的四種樹種(Cumala、Copaiba、Capinuri及Lupuna)的木材價格數據。來自各種資料來源的木材價格比較載於圖6-1。

Indufor注意到二零一四年提供的數據中，木材價格漲幅明顯，尤其是部分主要樹種。對二零一四年及二零一五年國家統計數據及本年度資料進行比較，Nature America的數據依然遠高於前者。來自秘魯農業部的數據或許是最通用的，因此被廣為應用。所有價格顯然是以「到貨」基準列示，但無法確定木材運送的目的地，尤其是農業部數據方面。倘

有關價格為賣場的現行價格，且該等數據乃為進行對等比較，則應進一步加入運送木材至鋸木廠之運輸成本。

圖6-2將樹種合併至本估值產量表所用之三大類別，即多層地板、實木地板及鋸成木。根據可得數據分配至各組別的平均價格載於表6-1。

圖6-1：按樹種之木材到貨價



資料來源：秘魯農業部刊發的二零一四年及二零一五年Stats Loreto。二零一四年十一月及二零一三年估值

圖6-2：按產品類別之木材到貨價

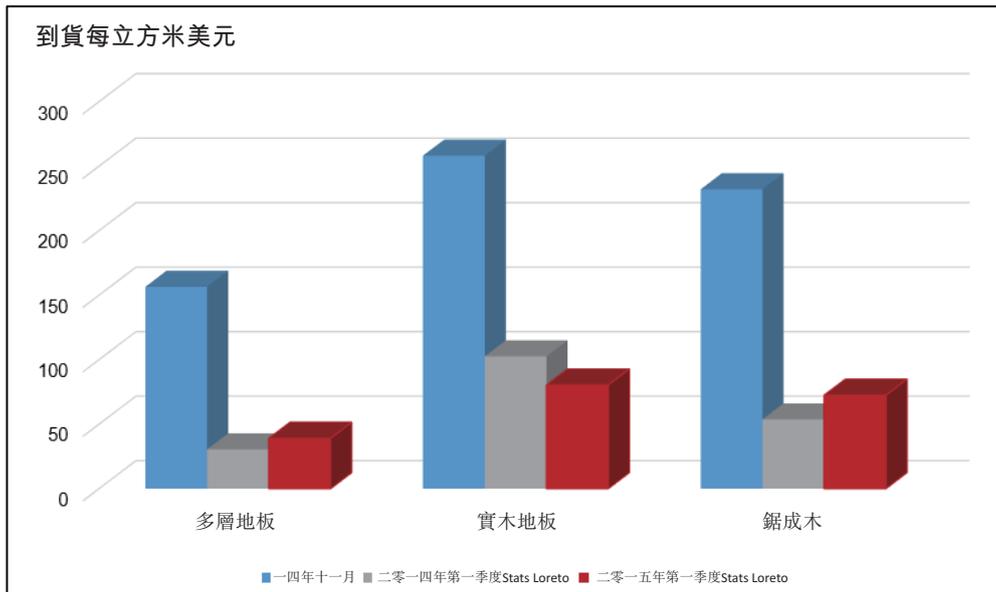


表6-1：木材到廠價

終端使用	樹種	二零一五年 (每立方米美元)
多層地板／膠合板	Cumala	95
	Copaiba	95
	Lupuna	76
	Huimba	140
	Manchinga	140
	Pashaco	140
	Catahua	140
	Mashonaste	215
	平均	<b>130</b>
實木地板	Estoraque	400
	Huayruro	180
	Shihuahuaco	270
	Ana caspi	215
	Quinilla	215
	Yacushapana	215
	平均	<b>249</b>
鋸成木*	Ishpingo	<b>232</b>

資料來源：林業顧問／Nature America

\*附註：Ishpingo的價格乃根據有關木材價格的國家統計數據計算。

## 6.2 未來價格變動

Indufor注意到截至二零一四年底，木材價格已較上一年度大幅上漲，尤其是少數主要樹種。務請審慎看待有關趨勢—價格變動的干擾因素包括所買賣木材的大小及質量特性。Nature America近期主要在其資源範圍內採伐徑級較大的木材，此等木材可取得高於市場上較為普遍的平均價格。

Indufor對於將實際升值納入吾等的未來價格預測保持審慎態度。此乃部分由於吾等在過往的價格預測中採取保守做法。更重要的是，估值師須考慮市場交易各方如何制定及磋商彼等的立場。就吾等的經驗而言，目前只有為數不多的森林買家準備好接受預測實際價格增長(適度增長除外)的情況。

## 7. 折現率

Indufor 確認折現率的兩種基礎：

- 以加權平均資本成本類別的公式計算之折現率。
- 按交易所的隱含折現率計算之折現率。

吾等認為，來源及其應用從根本上截然不同；加權平均資本成本為預測法的基本組成部分，而隱含折現率則為擴大可資比較銷售實證的便利方式。儘管如此，於同一現金流預測應用兩種折現率屬一般慣例<sup>14</sup>。

### 7.1 加權平均資本成本及資本資產定價模型

由於加權平均資本成本提供推算資本成本的公式，故自然會預期得出精確的輸出數據。然而，計算時若干輸入值會影響得出精確的估計：

- 貝塔(Beta)系數。其反映個別資產投資表現與市場整體表現間的相互關係。建議操作為根據上市森林股票(原則上僅限於只經營森林且並無進行相關加工活動的股票)表現計算貝塔系數。然而，國內外純粹經營森林的股票數量不斷減少，導致計算貝塔系數所依據的樣本數量十分有限，因此股票的相關敏感度出現異常。
- 國家風險溢價。在應用於新興市場時，對國家特定風險增加溢價已成為標準做法。Damodaran，2003<sup>15</sup>通過分析國家債券違約風險利差以及當地股票市場及國家債券市場波動比率估計國家風險。
- 項目／公司對國家風險的敏感度。此以國家風險溢價乘以0(不相關)至1(完全相關)之間的一個系數(「lambda」)計算。該系數乃根據以下影響因素釐定：國內出口收益率、公司融資來源、土地申索／權利風險及公司於該國經營的時間長度。
- 資本資產定價模型方面的專家亦逐漸傾向於建議在公式中加入額外調整因素，確認公司規模及流動資金特徵的影響。

總括而言，以加權平均資本成本／資本資產定價模型計算的結果的精確度可能不會優於±100個基點。

### 7.2 隱含折現率的詮釋

對隱含折現率的分析已日益成為比較跨國人工林交易結果的標準方法。市場上可獲得之有關行業參與者所採用折現率的調查及其對近期交易所隱含折現率的看法日益增多。Indufor對過往三年隱含折現率憑證的詮釋顯示，視乎所交易資源的地理位置及戰略吸引力，比率範圍介乎4%至14%。該等折現率最低值的地區為北美，而最高比率位於新興經濟體。有關比率均主要由實際除稅前無槓桿現金流計算得出。

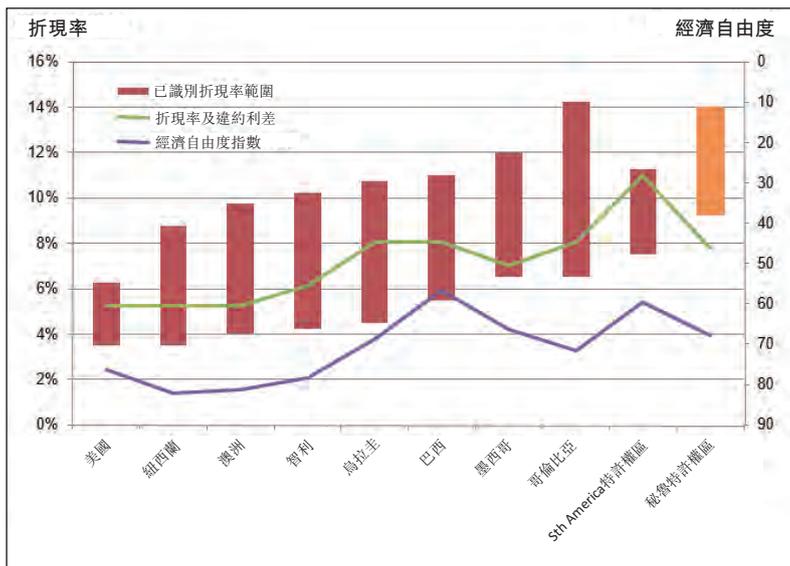
<sup>14</sup> 如屬常用慣例，乃因其方便。期望值法及可資比較銷售法不必應用於同一現金流。兩種現金流折現程序的現金流之所以不同(尤其於確定風險時)乃具有可信理由。

<sup>15</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

圖7-1列示多個國家的森林估價師及市場參與者所識別的折現率範圍。該數據綜合了Indufor自身的觀察數據與James W Sewall Company於二零一三年進行的調查。

圖7-1重疊部分為國家風險(定義見國家債券違約風險利差)計量值(所列風險溢價乃與美國相對比較的數據)，以及二零一五年經濟自由度指數(注意：經濟自由度比率乃按相反順序呈列，因此自由度下降趨勢匹配國家風險溢價上升趨勢)。秘魯範圍反映對大自然家居於二零一二年及二零一三年於該國家特許權區估值所採用的比率。

圖7-1：已識別折現率與國家風險溢價之比較



資料來源：Sewall (二零一五年)、Indufor 觀察數據、Damodaran、美國傳統基金會／華爾街日報

圖7-1顯示，林地投資的折現率觀察數據與一般國家風險溢價，及該等國家及地區已知的經濟自由度水平合理高度一致。該等趨勢一定程度上確保隱含折現率可於具有較活躍市場的國家採用國家風險溢價及經濟自由度指數計量值推算得出。

### 7.3 於Yurimaguas 估值中採用的方法及折現率

Indufor綜合使用可比銷售法及期望值法。該兩種方法都用到同樣的森林資產模型，該模型為計算未來預期的現金流提供依據。兩種方法的區別在於折現率的選擇。

Indufor於對Yurimaguas特許權進行估值時選取**12.0%的基準折現率**(用於計算實際稅前無槓桿現金流)。有關比率與編製現金流的方式一致。從自身及其他森林估價師的憑證中，Indufor觀察到價值分散持續存在，而非隱含折現率隨時間收窄。此反映所買賣財產對市場的吸引力，而該吸引力不可單獨自預測現金流中得出。

於選擇折現率時，Indufor乃傾向認為秘魯林業投資者均採用長線投資方針，彼等對當地林業的未來前景採審慎樂觀態度，亦不無道理。影響林業業務表現的基本因素均朝有利方向發展。另一項重要因素是，就林地而言，市值的定義規定不但需要自願買家，也需要自願賣家。倘若唯一的收購要約涉及較高折現率，吾等預計林地不會在自願情況下出售。

## 8. 估值情況

就Yurimaguas特許權區而言，採伐延遲的淨影響屬負面。該特許權區作為未經採伐的天然林於待採伐期間預期不會出現淨增長。已假設木材價格不會有實際上升。

於二零一五年六月估值中，Indufor已假設三種不同的採伐延遲情況。該等假設乃經知悉以下情況後作出：大自然家居因價格低迷而作出不向美國供應複合地板產品的商業決定，進而決定延遲二零一五年之作業。Indufor知悉，管理者認為使用Yurimaguas廠房以當地市場供應的木材生產較低價值的內銷膠合板將為更理想的短期策略。

就本次評估而言，採伐業務仍處於暫停狀態。然而，現有進一步跡象顯示該業務將不會很快重啟。主要設備已運至距離遙遠的Sepahua特許權區，且已暫停提呈及／批准管理特許權區所需的管理文件(POA)。此外，並無跡象顯示業務將於二零一六年重啟。

於二零一六年二月，大自然家居已確認，倘公司策略有變，其計劃停止在Yurimaguas特許權區的營運。大自然家居表示，由於去年人民幣貶值，彼等目前在中國複合地板市場面臨激烈競爭。

為此，吾等試圖模擬競投者的預警立場，從三個不同假設中推算出數值，並對結果進行加權計算。有關估值的建議假設如下：

### 情況1：大自然家居中止採伐業務兩年(二零一五年至二零一六年)並於二零一七年重啟業務

倘大自然家居達成第3.2.1節所述有關主管部門的要求並繼續持有特許權，其會將機械自Sepahua特許權區回Yurimaguas，並於二零一七年重啟採伐活動。產量假設為，彼等以作為二零一四年十二月估值基準的木材流進行營運。其他成本及市場假設已於本報告以上章節中闡明。

情況1於最終價值中的權重： 0%

### 情況2：大自然家居放棄特許權

此乃基於假設地板產品市場仍然充滿挑戰且自市場上採購木材對Yurimaguas工廠而言仍具有商業意義。於此情況下，Indufor認為大自然家居將撤銷特許權區，原因是其將不會達成維持特許權所需的要求(有關該等要求的更多詳情闡述於3.2節)。

情況2於最終價值中的權重： 50%

### 情況3：大自然家居出售持有特許權區的本地公司

此情況是基於類似於情況2的前提。然而，於此情況中，大自然家居將以一項私人交易方式(闡述於3.2.2節)向一名第三方出售簽署特許權合約的本地公司(Nature America S.A.C)。此情況將讓大自然家居收回用於特許權區的部分投資成本，例如有關設備及機械購置、認證費、普查及調查費等成本。

情況3於最終價值中的權重： 50%

該等情況的結果於以下章節闡述。

## 9. 情況1的木材流模型

Indufor採用 *Tigermoth*<sup>16</sup> 的森林資產模型軟件，就有關資源出產的木材流量建模。本報告描述的面積、產量、成本及價格假設已連同連串採伐及需求限制載入有關模式。

### 9.1 採伐限制

所採用的採伐限制條件已認可第4.1節所述每年更新一份POA的限制。此外，根據林業顧問所提供的資料，已採用6%的面積調減率，所得出的總面積淨值相當於40,323公頃。應用該調減乃為計及林道、河岸地區及營地建設的面積。

### 9.2 客戶分配限制

吾等已物色到一名單一客戶一位於Yurimaguas之Nature America鋸木廠。已假設此工廠可承擔採伐策略所述全部生產流程。

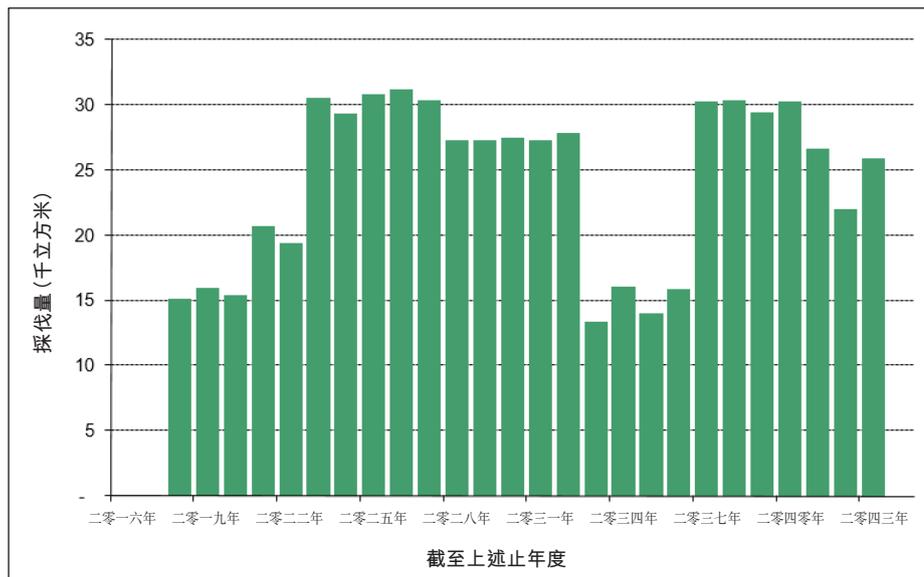
### 9.3 採伐年限

伐區的時間及順序可確保第一及第二採伐週期之間有約20年的間隔期。

### 9.4 資產模型結果

下表闡述採用森林資產模型所生成之木材流。

圖9-1：許可期內之木材流



<sup>16</sup> Tigermoth為Stewart Murray Limited的專利產品。

圖9-2：按木材類型劃分之木材流

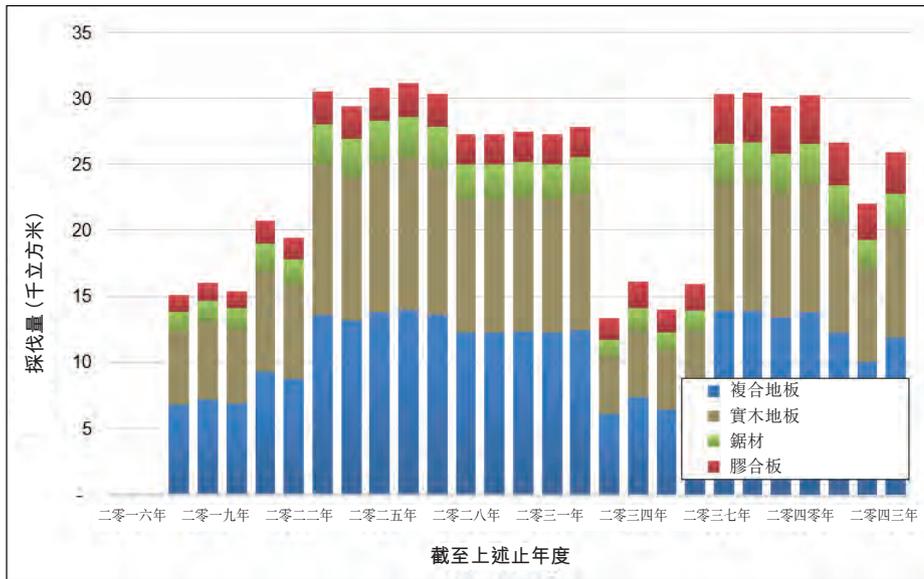
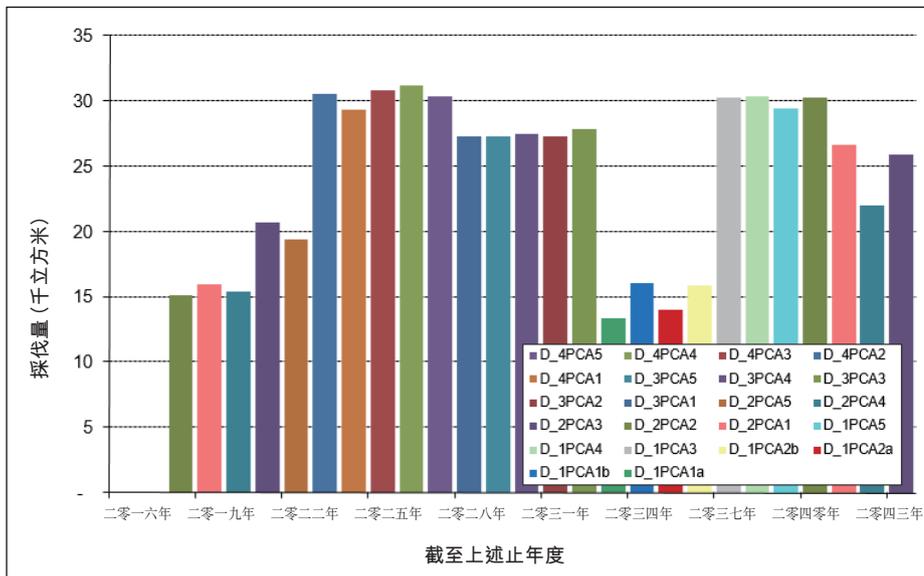


圖9-3：按伐區劃分之木材流



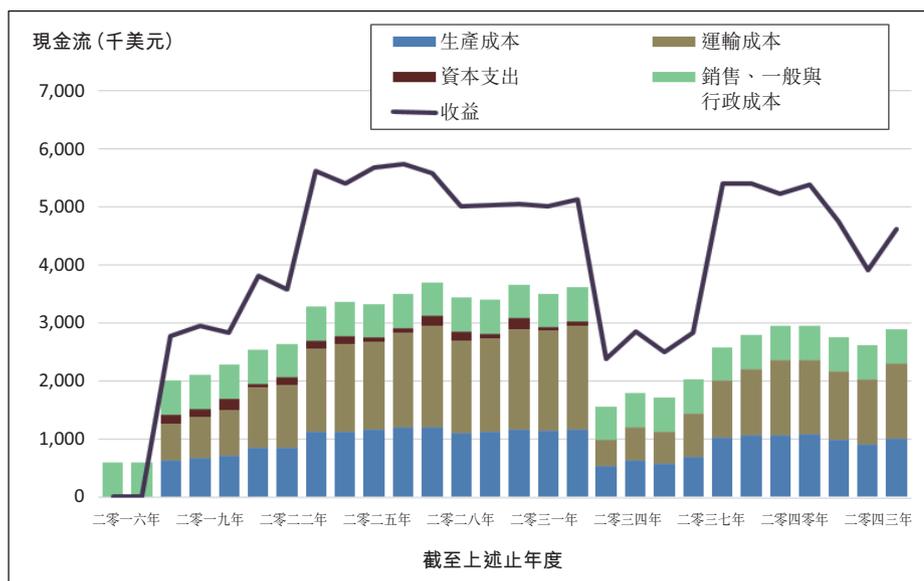
## 10. 估值結果

## 10.1 情況1：二零一五年至二零一六年中止業務及二零一七年重啟業務

此情況內之森林價值為8.19百萬美元。

主要現金流組成部分內之預測趨勢列示於圖10-1。

圖10-1：情況1內之預測現金流成分



## 10.2 情況2：放棄特許權

由於森林資源將歸還秘魯政府，故根據此情況得出的價值為零。

## 10.3 情況3：大自然家居出售擁有特許權的本地公司

Indufor根據經驗認為，此商業提案的價值將根據情況1得出的現金流之10%而定。此計算方式的結果與Yurimaguas餘下機械、特許權費及認證費的概約價值相若。

## 10.4 估值結果

表10-1：Nature America於二零一五年十二月三十一日的市值

價值成分	市值 (百萬美元)	權重 (%)	加權值 (百萬美元)
情況1	8.19	0	0
情況2	0	50	0
情況3	0.82	50	0.41
總計			0.41

## 10.5 根據財務報告準則分配價值

所賦予的價值乃以確保符合國際財務報告準則第13號—公允價值的方式計算。

該價值並不包括任何物業、廠房或設備。因此並無根據國際會計準則第16號須予呈報的部分。然而，需注意的是林木資產價值乃以規定其能符合擁有採伐工廠的成本的方式計量，因此林木價值可加至設備價值上，不存在重複計算風險。

所賦予的森林價值符合國際會計準則第41號農業所定義的範圍，惟須作出一項小調整。國際會計準則第41號規定林木資產價值須扣除出售成本。出售成本被定義為出售一項資產直接應佔的增量成本，惟不包括財務成本及所得稅。出售森林的成本的例證很少，並且取決於所採納的出售方法。Indufor一般採用0.5%作為出售成本比率，但此比率並無任何有力的數據支持。就財務報告目的而進行的相應調整將為2,000美元。

## 10.6 敏感度

估值對經調整輸入值的敏感度於表10-2中闡述。

表10-2：價值對經修訂輸入值的敏感度

輸入值	調整水平				
	-40%	-20%	0%	+20%	+40%
	(百萬美元)				
收益	(0.142)	0.134	0.410	0.686	0.962
生產成本	0.531	0.471	0.410	0.349	0.289
運輸成本	0.562	0.486	0.410	0.334	0.258
資本支出	0.425	0.417	0.410	0.403	0.395
經常費用	0.510	0.460	0.410	0.360	0.310

## D. 秘魯SEPAHUA區之森林資產估值報告

## 傳遞函件

大自然家居控股有限公司  
於二零一五年十二月三十一日的  
秘魯Sepahua自然森林特許權估值

敬啟者：

Indufor Asia Pacific Limited (「**Indufor**」) 已編製此報告，當中載列Indufor就位於秘魯Sepahua以當地公司名稱「Nuevo San Martin」及「Sepahua Tropical Forest」(Sepahua) 登記的特許權森林上立木於二零一五年十二月三十一日的市場價值發表的意見，以供載入大自然家居控股有限公司 (「**大自然家居**」) 刊發日期為二零一六年六月十四日的通函。

相關產業的總價值乃基於吾等並無偏頗的個人專業分析、意見及結論得出，且只受到所報告假設、限制條件及有關市場與相關產業的有關事實所限。吾等對於林木公允價值的估值符合國際會計準則第41號。有關評估已於下列報告內明文記錄，符合專業評估執業統一標準。

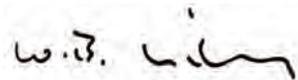
**免責聲明**

Indufor 盡竭誠努力提供準確完備的資料，同時執行委派工作。Indufor 概不就委派工作的任何結果承擔任何債項或責任。

此 致

香港  
九龍尖沙咀  
海港城港威大廈2座  
26樓2601室  
大自然家居控股有限公司  
列位董事 台照

**Indufor Asia Pacific**



董事總經理  
W B Liley

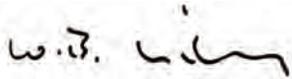
二零一六年六月十四日

## 證明

Indufor 謹此據吾等所深知及確信證明下列聲明：

- 本報告所載事實聲明屬真實準確。
- 所報告分析、意見及結論只受到所報告假設及限制條件所限，且為吾等持平、並無偏頗的個人專業分析、意見及結論。
- Indufor 於相關產業中並無任何目前或未來權益，就所牽涉各方亦概無個人權益或偏見。
- Indufor 應聘執行委派工作時所開發或報告的預定結果並非偶然。
- Indufor 完成此項委派工作的報酬就下列各項並非或然：
  - 開發或報告有利於客戶的預定價值或價值取向
  - 價值意見金額
  - 達致指定結果
  - 出現與此項評估擬定用途直接相關的其後事項。

有關報告由 Indufor Asia Pacific Limited 的顧問員工編製。



董事總經理

W B Liley

**假設及限制條件**

本報告乃應客戶**大自然家居**之要求編製，以供載入公司致其股東的通函。概無其他第三方有權就任何目的使用或依賴此項評估。

本報告不得用作其編製目的以外的用途。其只限於用作考慮其全部內容。

與相關產業地點及基本實質特點有關的詳情已按Sepahua多名經理及林業顧問提供的數據為依據作出。

Indufor已採用視為具權威性的資料來源的法律說明，但概不會就此承擔或建議承擔任何責任。Indufor並無對林木產業展開調查。本報告內呈列的地圖、圖表及照片只用作協助讀者瞭解內容。

本報告涵蓋的範圍不包括法律事宜，且對無條件繼承權土地的估值乃根據無條件繼承權推定。本報告不討論任何現有留置權及產權負擔問題，並假定所評估資產是無任何糾葛，處於可靠的所有關係及管理之下。。

除非本報告另有指明，Indufor概無留意，而有關顧問於檢視時亦並無發現任何有害物料或其他不利環境狀況(不一定於有關產業呈現)。

未經Indufor事先書面同意及批准，本報告全部或任何部分內容(特別是關於價值、顧問或Indufor身份的結論)概不會透過廣告媒體或任何其他公共通訊方式向公眾發佈。

聯絡人

W B Liley  
Indufor Asia Pacific,  
7<sup>th</sup> Floor 55 Shortland St, P O Box 105 039  
Auckland City 1143, New Zealand  
Office +64 9 281 4750  
bill.liley@indufor-ap.com

**1. 緒言**

此項全面論述評估涵蓋大自然家居透過年期至二零四二年的立木特許權合約於秘魯 Sepahua 擁有及管理的立木。

評估日期為二零一五年十二月三十一日。

**1.1 價值估計的性質**

評估師的價值估計為其對在並無異常影響的市場上可取得的可能價格的意見。任何評估均存在基本限制，即評估為對價值的意見，因此並不保證產業將會以所評估價值出售。

## 2. 估值方法

### 2.1 估值定義

#### 目的及最高效與最佳用途

評估之目的為估計森林資產的市場價值。

Indufor認為Sepahua資產的整體最高效與最佳用途為商業木材生產用途。

#### 評估生效日期

二零一五年十二月三十一日

### 2.2 估值過程

普遍認為資產評估應從三種方法著手進行：

- **銷售比較法**—應用涉及可資比較資產的交易所證明的價值(連同適當銷售調整)。
- **收入法**—評估該等資產的未來現金流現值，亦稱為預期法。
- **評估重置成本**。

認可的評估慣例要求同時考慮三種方法。倘所有方法均提供有用及相關的結果，則評估師會應用其專業意見衡量各種方法的比重。倘一種或兩種方法被視為無參考價值，則評估師須解釋並無進一步考慮有關方法的原因。

### 2.3 採伐策略

就基於預計現金流現值之估值而言，現金流情況的影響舉足輕重。森林資源在採伐策略變動上可能有一定的靈活性。但就Sepahua資產而言，修改的範圍相對較小。

就秘魯的自然森林特許權而言，有關政府部門將整個特許權區分為若干個規劃單位。每年僅可採伐一個新單位片區，從而限制了整體的採伐水平。此外，政府還規定了每個樹種可採伐樹木的最小直徑，進一步限制了採伐水平。特許權承授人根據各片區之商業普查資料編製年度計劃，釐定將採伐林木的品種、數量及位置。

### 2.4 Sepahua估值的選定方法

根據吾等對森林資源的認識，吾等認為就是項估值而言，最恰當的方法是根據折現現金流法結合採用收入法及銷售比較法進行估值。

此次估值中並無選用成本法，因為自然資產並無有關形成該資源或類似資源所用成本的正式記錄。

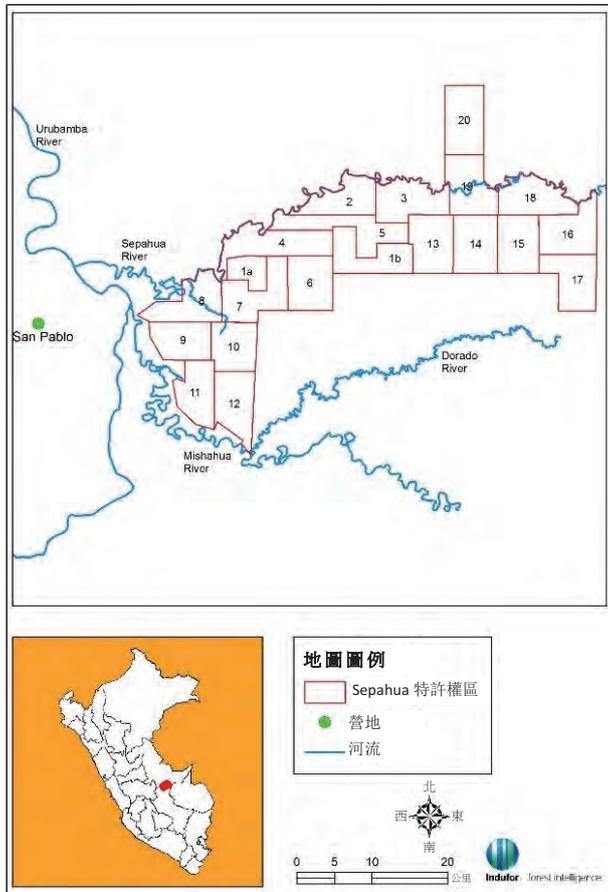
### 3. 森林資源概述

#### 3.1 位置及背景

Sepahua特許權區的經營目的是為了採伐木材，以用於在秘魯生產地板產品。特許權區位於Ucayali大區Atalaya省Sepahua區。Indufor獲悉，特許權區包括多種地形地貌，整個特許權區中83%為低山丘陵森林，14%為高山森林及3%為高原森林。該資產由該公司的內部員工管理。

就二零一五年評估而言，Indufor已獲提供一份載有根據現有管理計劃編製的採伐林地 (Parcela de Corte Anual, PCA)的PDF地圖(圖3-1)。特許權區總面積約91,157公頃。與二零一四年的資料比較主要變動是少了兩個保護區(合計11,409公頃或特許權區總面積的12%)，該兩個保護區現屬於PCA，因此生產面積有所增加。

圖3-1：Sepahua特許權區位置—二零一五年示意圖



#### 3.2 特許權年期

秘魯林業法允許就永久的生產性原始林及次生林區頒發生產木材的森林特許權。特許權區位於公共土地上之林業區內。特許權乃通過拍賣或公開競投授出。

特許權按面積分為兩大類：

- 5,000公頃至10,000公頃(透過公開投標)；或

- 10,000公頃至40,000公頃(透過公開拍賣)。

一般界定期限最長為40年，可續期。頒授特許權之流程乃由現行林業法規<sup>1</sup>規定。Indufor得悉，大自然家居已獲授特許權區的森林管理權，期限為至二零四二<sup>2</sup>年止。目前，Sepahua特許權區乃根據兩項合約<sup>3</sup>管有。

有關政府部門本是將兩個特許權區分開。大自然家居若同時擁有兩項資源，則根據合約條款規定須分開進行管理。由於每年會對各個特許權區的部分區域進行採伐，此會導致需要配備不同的採伐人員及道路系統。

然而，大自然家居已成功獲得將兩項資源合併的權利。透過進一步磋商，該公司已獲准許就合併資源提交一份採伐計劃。二零一三年綜合一般森林管理計劃(Plan General de Manejo Forestal (PGMF) consolidado)適用於該兩個特許權區。

根據森林法規，特許權承授人應就整個特許權區按每公頃支付年費，方可保障其採伐權利。有關費率於拍賣或公開競投特許權區時釐定。

特許權要每隔五年接受相關部門評核。特許權可因(其中包括)以下原因被暫停：

- 未提交或未有落實一般森林管理計劃或年度計劃
- 未於規定時限內根據相關部門提出的要求進行修改
- 未繳付林權費
- 在森林特許權範圍外採伐木材
- 由第三方採伐木材
- 出現可能對環境及生物多樣性造成嚴重危害的違規行為。

### 3.3 樹種

森林管理總體規劃(PGMF, Plan General de Manejo Forestal)訂明，可供採伐之商業樹種為35種。該法例已訂明最小砍伐直徑(MCD)。該等樹種之最小砍伐直徑介乎38至61厘米。

### 3.4 特許權區交通及基礎設施

Indufor知悉，自Sepahua鎮區前往特許權區之存有兩條可行路徑：

- 自Sepahua河前往特許權區：旱季交通不便，搭乘小型船隻(peque-peque)最多6小時可到達。
- 經由毗鄰塞帕瓦河之道路前往位於特許權區營區對岸之貯木場。該路途長約35公里。目前尚不能經陸路直接到達特許權區。

Indufor知悉，木材乃由集材拖拉機自採伐點運輸至小型貯木場。該等木材隨後由卡車運輸至貯木場營區。此後，該等木材由膠輪前端裝載機運送至河對岸之貯木場，再經陸路運輸至Sepahua之工廠。

<sup>1</sup> 新林業及野生動物保護法第29763號(二零一五年版)(Forestry and Wildlife Law N° 29763 (二零一五年))及其相關規例自二零一五年九月起生效。

<sup>2</sup> 大自然家居二零一四年年報。

<sup>3</sup> Sepahua Tropical Forest (25-ATA/C-J-003-02)及Nuevo San Martin (25-ATA/C-J-005-02)

#### 4. 現場考察

Indufor於十一月十九日至二十一日期間對Sepahua辦事處進行訪問，並對特許權區進行實地考察。前往特許權區之行程乃自Sepahua工廠及辦事處出發經陸路到達特許權區之主營地及周邊貯木場。

Indufor的現場視察目標包括：

- 深入審視森林立木的管理狀況
- 檢查道路及其他基礎設施
- 綜觀Nuevo San Martin/Sepahua Tropical Forest資產的整體健康及質素。
- 識別任何其他可能影響森林管理或資源描述數據準確性的具體問題。
- 熟悉森林產品銷售的現有市場以及與承辦商及客戶的採伐協議。

委聘範圍不包括詳盡的盡職視察。概無建立任何存量記錄圖以驗證產量或邊界。然而，Indufor確實已採用衛星圖像進行深入面積驗證，以增加面積報表準確的可靠程度，並達致森林估值所需精確程度的一致水平。此項評估的結果於5節內論述。

視察結果於本報告各相關章節論述。

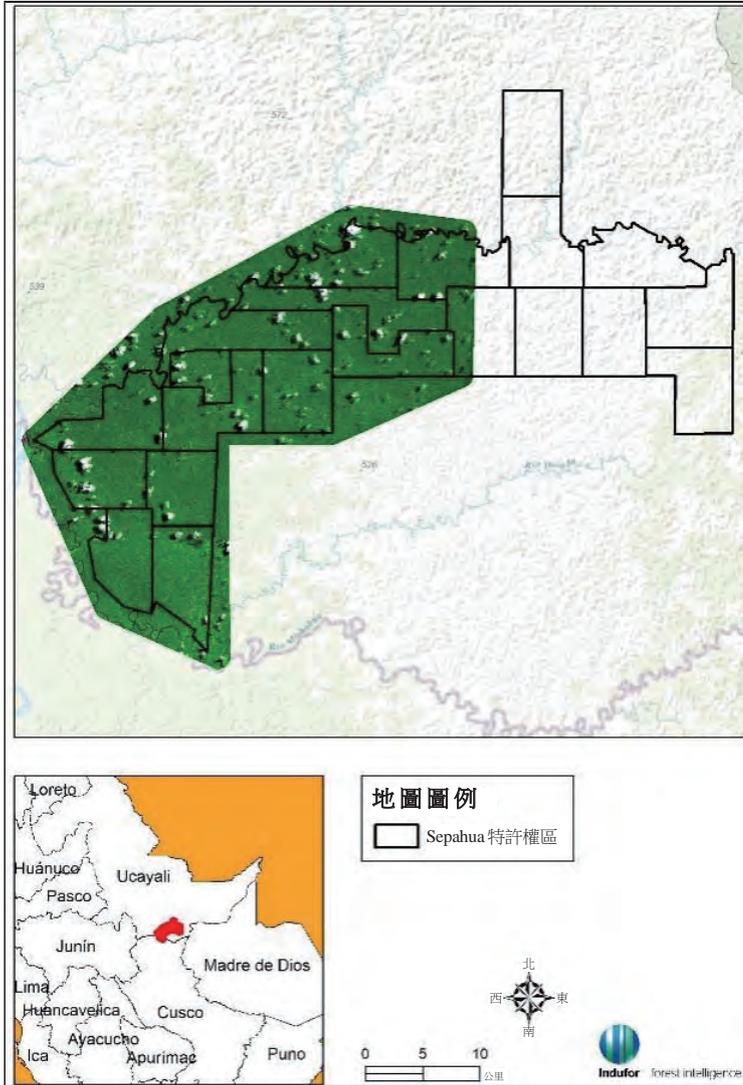
5. 範圍核證

5.1 範圍核證

範圍核證過程包括現場視察及採用遙感圖像評估特許權區。

Indufor採用於二零一五年四月及九月收集之Rapid Eye圖像(圖5-1)評估Sepahua特許權區。自該等圖像可對特許權區之總體情況作出評估。較之二零一四年之評估，該範圍之邊界並無發生變動。

圖5-1：二零一五年Sepahua特許權區之Rapid Eye圖像(二零一五年四月至九月)



## 6 特許權區產量估計

### 6.1 特許權區採伐條例

最大採伐量已於森林管理總體規劃中釐定。採伐管理遵循一套多循環系統。該體系之設想為，目前低於最小砍伐直徑界限之樹木須於生長至超過該界限後，方可採伐。造林活動須保證該生長。Sepahua擬保留高於最小砍伐直徑樹木之10%作種源之用。

採伐週期之時長已設定為20年，並假定直徑每年平均生長0.5厘米。基於該等參數，吾等假設樹木於採伐週期內平均直徑通常將生長10厘米，從而使樹木自一直徑類別進入下一類別。

特許權享有人須就採伐季節提呈一份年度經營計劃(Plan Operativo Annual, POA)，指明將予進行採伐之PCA。年度經營計劃呈列PCA之統計結果，計量森林管理總體規劃所界定之商業樹種數量。年度報告其後將由有關當局於採伐作業開展前批准。

採伐季節之訂明受各地區當局規定。就Ucayali Department而言，採伐季節自五月一日起至來年四月三十日止<sup>4</sup>。

該等條例允許於採伐季節屆滿後再次進入PCA，以完成採伐及／或運輸貯木場餘下之已採伐木材。

根據Sepahua特許權區員工於實地考察過程中提供之信息，Indufor知悉，採伐作業自二零一三年起，並已遵循直至二零二三年止之既定計劃。Indufor認為，自二零二四年起，Sepahua員工將以最有效利用已建成基礎設施之方式繼續作業。就第二個採伐週期而言，Indufor認為，該公司將如當局之預期遵循與第一個採伐週期相同之伐區順序進行採伐。

Indufor已根據一份來自客戶之PDF地圖估算PCA之總面積。為估算生產面積，吾等根據林業顧問所提供之二零一四年之評估計算，並作出20%之面積縮減，得出相當於72,925公頃之總面積淨值。該縮減面積乃計及道路、河岸及建築，並考慮到特許權區地形面積之約83%為低山森林，相對而言，交通更為方便。範圍陳述變動為較之二零一四年之評估，二零一五年六月更新資料之生產面積增加13%(64,275公頃)。誠如3.1節所述，該變動之主要原因為特許權區並無涵蓋兩個保護區(總面積為11,409公頃或相當於特許權區總面積之12%)，而現時，該等區域已納入PCA中，故生產或可採伐淨面積有所增加。

綜合森林管理規劃包括伐區1內可採伐面積每公頃16.8平方米之估算。

### 6.2 森林調查

二零一四年，林業顧問提供二零一二年進行的調查活動所得之數據。Indufor獲悉該評估涵蓋合共36幅樣地(每幅1公頃)，且為截至目前為止進行的唯一一次調查評估。

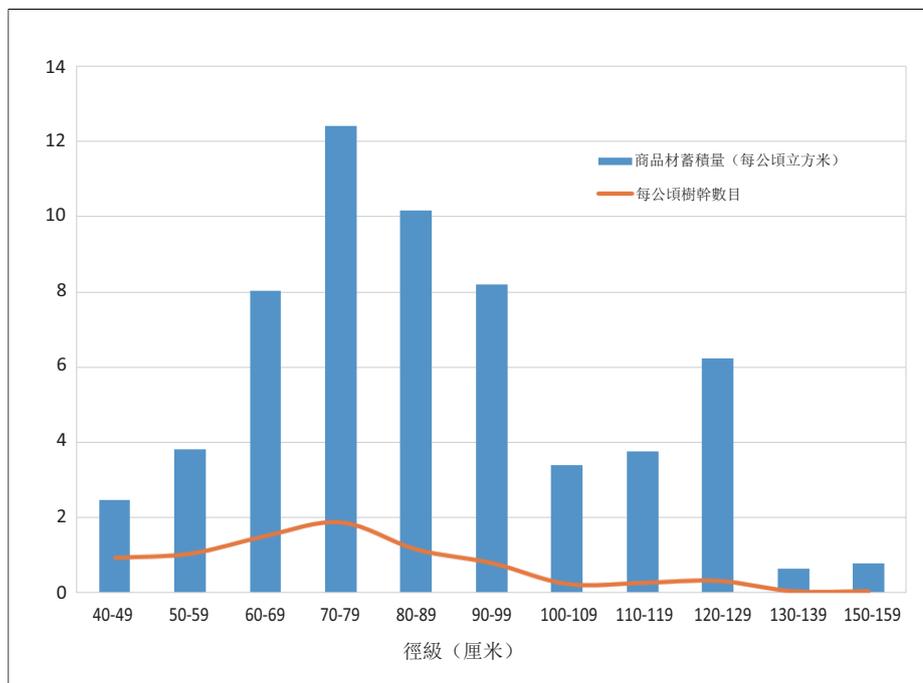
該調查評估包括評估已計入森林管理總體規劃(見3.3節)的35種商業樹種各自的平均蓄積量。所有商業樹種的平均合併蓄積量為每公頃80.6立方米。直徑超過最小砍伐直徑的樹木平均蓄積量約為每公頃59.8立方米(表6-1)。超過最小砍伐直徑的總商業蓄積量中約51%的直徑處於60至89厘米之間。處於該直徑區間的樹木蓄積量約為每公頃30立方米(圖6-1)。

<sup>4</sup> Resolución Jefatural N° 129-2003-INRENA

表6-1：森林樣地的主要參數

參數	單位	數值
森林管理總體規劃內涵蓋所有直徑的商業樹種		
平均蓄積量	立方米／公頃	80.6
平均直徑(胸高直徑)	厘米	32.5
平均斷面積	平方米／公頃	0.1
平均商品材高度	米	18.69
每公頃樹幹數目	個／公頃	41.1
森林管理總體規劃內直徑超過最小砍伐直徑的商業樹種		
平均蓄積量	立方米／公頃	59.8
平均直徑(胸高直徑)	厘米	73.7
平均斷面積	平方米／公頃	0.5
平均商品材高度	米	24.9
每公頃樹幹數目	個／公頃	8.1

圖6-1：超過最小砍伐直徑的商業樹種按徑級劃分的蓄積量分佈



### 6.3 經批准蓄積量及出材量

Indufor已接獲有關就PCA 5所進行調查的資料。該伐區估計總蓄積量約為35,000立方米，涵蓋森林內所有潛在商業樹種。務請注意，該蓄積量並非全部獲准採伐，惟僅在森林管理總體規劃內批准的樹種及蓄積量可予採伐。

就調查結果而言，特許權區內可採伐的樹種乃經篩選且由特許權承授人透過POA尋求批准。Indufor已收到二零一五年—二零一六年採伐的經批准POA (POA 4/PCA 5) (表6-2)。經批准蓄積量為25,296立方米，相當於每公頃5.1立方米。

特許權承授人須就各有效PCA的經批准年度營運計劃的實施情況呈交報告(實施報告)。該報告包括經採伐、選取及運輸至港口的實際木材量的相關資料。該文件亦為重新合法獲取PCA以進一步採伐或皆伐貯木場剩餘儲量提供良機。Indufor尚未收到已採伐PCA的實施報告。

Indufor已收到PCA 5採伐量的進度報告。截至二零一五年九月，總計14,650立方米已獲採伐(經批准蓄積量的58%)。該出材量相當於每公頃3立方米。採伐於四月及九月進行，而運輸活動則持續至次年。因此該數量乃PCA 5的採伐總量。

表6-2：獲准於PCA5採伐的樹種及蓄積量(二零一五年—二零一六年)

通用名	學名	最小砍伐直徑(厘米)	經批准蓄積量(立方米)	採伐量(立方米)	採伐量百分比
Ana caspi	<i>Apuleia leiocarpa</i>	41	55.1	11.5	0.1
Cachimbo	<i>Cariniana domesticata</i>	40	76.0		
Cachimbo blanco	<i>Cariniana domesticata</i>	41	58.6		
Caimito	<i>Pouteria sp</i>	41	152.8		
Capirona	<i>Calycophyllum spruceanum</i>	41	670.0		
Catahua	<i>Hura crepitans</i>	50	2,413.6	620.1	4.2
Copaiba	<i>Copaifera reticulata</i>	56	7,268.5	3,911.7	26.7
Cumala	<i>Virola sp</i>	46	232.4		
Cumala Roja	<i>Iryanthera laevis</i>	46	73.9		
Estoraque	<i>Myroxylom balsamun</i>	41	1,130.1	1,223.5	8.4
Huayruro	<i>Ormosia coccinea</i>	46	155.7		
Huayruro Negro	<i>Ormosia sunkei</i>	51	23.5		
Huimba	<i>Ceiba samauma</i>	51	9.5		
Ishpingo	<i>Amburana cearensis</i>	56	1,078.9	1,130.5	7.7
Lagarto caspi	<i>Calophyllum brasiliense</i>	61	38.1		
Loro micuna	<i>Macoubea guianensis</i>	46	16.8		
Lupuna	<i>Chorisia integrifolia</i>	64	1,822.9	434.9	3.0
Machete vaina	<i>Bauhinia sp</i>	41	64.1		
Machimango	<i>Eschweileira sp</i>	41	306.3		
Manchinga	<i>Brosimum sp</i>	41	687.5		
Mashonaste	<i>Clarisia racemosa</i>	41	771.0		
Moena	<i>Aniba sp</i>	46	103.7		
Palisangre	<i>Brosimum guianense</i>	41	254.2		
Panguana	<i>Brosimum utile</i>	41	9.5		
Pumaquiro	<i>Aspidosperma macrocarpon</i>	53	39.9		
Quillobordon	<i>Aspidosperma subincanum</i>	38	369.9		
Quina quina	<i>Pouteria sp</i>	41	712.4		
Quinilla	<i>Manilkara bidentata</i>	41	4.2		
Requia	<i>Guarea sp</i>	46	56.1		
Shihuahuaco	<i>Dipteryx odorata</i>	51	5,470.9	7,004.2	47.8
Tahuari	<i>Tabebuia sp</i>	46	609.1	312.7	2.1
Yacushapana	<i>Terminalia oblonga</i>	41	560.7		
<b>總蓄積量</b>			<b>25,296.0</b>	<b>14,649.1</b>	<b>100.0</b>

資料來源：POA 4/PCA 5的批准書

#### 6.4 蓄積量採伐行動

按照慣例，大自然家居不會於Sepahua或其他秘魯特許權區悉數採伐調查蓄積量。其策略明確反映 貴公司於Sepahua木材加工廠的狀況：

- 其運營規模有限
- 其僅具備部分配額的加工廠，並無配備可處理所有樹種類型的設備
- 該木材加工廠向固定市場出售產品，導致其首選產品類型進一步受限。

Indufor獲悉該木材加工廠將進行擴張，包括增加吞吐量及加工種類。擴張後，勢必將擴大林地出產量。

二零一四年，Indufor並未取得該採伐年度的最終出材量數據。據林業顧問告知，出材量主要由表6-3所示的五種樹種組成。二零一四年資料已與二零一五年出材量進行比較。Shihuahuaco為最重要的採伐樹種。Indufor獲悉選擇該等樹種反映了貴公司生產及商業化的產品線，而其目前著重於實木地板產品。

表6-3：採伐中的樹種組成

樹種	二零一四年 出材量的預期組成	二零一五年出材量	終端用途
Shihuahuaco	85%	48%	實木地板
Azucar Huayo	5%	-	實木地板
Estoraque	5%	8%	實木地板
Tahuari	2%	2%	實木地板
Ishpingo	3%	8%	商用／鋸成木
Anacaspi, Catahua, Copaiba, Lupuna	-	34%	商用／鋸成木

二零一四年，林業顧問提供了來自前管理規劃的兩幅PCA的調查資料。表6-4列示根據已收到資料計算的商業蓄積量及潛在出材量的估計。

表6-4：每幅PCA採伐樣地的商業蓄積量及經批准及採伐的潛在採伐量

採伐樣地	面積 (公頃)	估計商業 蓄積量* (立方米)	潛在出材量** (立方米)	單位面積 潛在出材量 (每公頃 立方米)	單位面積 剩餘蓄積量 (每公頃 立方米)
PCA1-前森林管理總體規劃	4,151.4	37,992.5	12,329.3	3.0	6.2
PCA5-前森林管理總體規劃	3,953.0	29,655.9	13,231.0	3.3	4.2
每公頃加權平均蓄積量				3.2	5.2

\* 僅包括森林管理總體規劃內的樹種及超過最小砍伐直徑的樹幹(5.3節)

\*\* 假設採伐樹種組成與二零一五年相同且按經批准POA的採伐比例

### 6.5 未來建議採伐水平

Indufor瞭解到，大自然家居已選擇於森林中出材量高的區域開始採伐。該伐區所處區域原為「Sepahua Tropical Forest」特許權區。存量結果顯示其出材量約為每公頃42立方米，而之前的「Nuevo San Martin」特許權區的出材量則接近每公頃19立方米。

於二零一四年，林業顧問指出根據隨時間轉向其他林區輪伐及潛在擴大採伐，三個營運階段的出材產量為：第1至9年為每公頃20.7立方米、第10至18年為每公頃18.5立方米及第19至28年為每公頃22.5立方米。於二零一四年評估中，Indufor估計出材水平約為估計商品材材積的37.5%(接近每公頃7立方米)，並假設於第3個期間上升至50%，自第7個期間起上升至65%。此舉目的是為確認能透過提高營運技術而更有效地利用現有廠房配套設施。

於二零一五年六月的最新資料中，Indufor根據所獲有關PCA 5於二零一五年的獲批准採伐量及所採伐樹種的資料改變產量假設。所假設的可能出材量約為每公頃3立方米。Indufor就日後提升採伐水平應用的假設與二零一四年評估所呈列者類似。

根據6.5節所述有關實際出材量的資料，二零一五年六月的假設實際上已實現，故本次評估採用相同的假設。

### 6.6 採伐水平的潛在市場觀點

Indufor對大自然家居資源的估值乃綜合根據收入法及銷售比較法(該兩種方法均採用折現現金流公式(見2.6節))作出。因此，吾等須編製現金流預測。於市場估值中，現金流預測從資源的潛在買方認為可靠及審慎的情況開始<sup>5</sup>。

在假設資產出售的情況中，買方固然可瞭解賣方的策略及業務計劃。然而，彼等並無義務以此得出現金流預測。Indufor認為彼等反而會採取更為審慎的立場，提出需在見證更多策略得到執行後才確定其可行性。

有一系列可能有助計算價值的潛在現金流。於選定適用者時，Indufor已考慮下列多種情況：

1. 資源以Sepahua迄今所表現的類似方式營運。資源的採伐水平低於PGMF允許的整體水平。這反映了Sepahua現時已建立的加工及營銷渠道。
2. 按上文所述，但出現將實際導致Sepahua於第一週期後無法經營特許權的法規變動。
3. 資源的採伐量提升至與根據PGMF流程計算的全年採伐限額一致的水平。
4. 資源的採伐量出現改善，但並無提升至全年採伐限額水平。

---

<sup>5</sup> 對以買方角度開始的提述乃特意提出。市值之定義規定，交易將可能按指定價格完成。此需要買賣雙方接納。因此，估值過程須核實有關價值不會過低以致理性及知情賣方不會同意出售。

對可能屬假設的變量沒有限制，但吾等認為這些變量代表了更廣泛的情況。

第二種情況乃假設下一週期並無採伐活動。吾等強調，此與財務報告準則國際會計準則第41號並無關連。該準則第21段所述之規定經常被誤解為森林估值須局限於林木的當前輪伐期<sup>6</sup>。倘拋開其他因素，第二週期採伐的樹木於估值時可能已經存在，惟樹齡過小以致無法採伐。因此，考慮國際會計準則第41號第21段在技術上並不合理。

儘管提出第二種情況，但吾等決定不對該情況賦予任何權重。於考慮資源的假設出售情況時，吾等預期廣泛潛在買方的估計基本上乃基於特許權協議將如常執行這一前提作出。

第三種情況假設採伐量提升至大幅高於木材銷售水平。吾等認為市場參與者對這種情況將非常謹慎，並且購買意願將極低。於假設交易的情況下，買方將獲提供Sepahua的過往業績記錄。顯然，大自然家居面臨多項制約因素：

- 採伐中的現實挑戰，尤其是與道路運輸相關者
- 以最容易銷售的方式將林木輸出市場。

就第一項因素而言，吾等認為難題並非根本無法解決。然而，這需要花費時間及精力設立及改進程序以提高產量。重要的是，吾等認為投資更多新的資本設備並不能解決有關問題。提高採伐效率所需的移動設備已經投入使用，而有待實現的是技術改進方面。

資源的假定買方需在見證更有效的採伐方法後，才會完全確信彼等可自行實施該等方法。

若所實施的舉措得以成功，則有關市場的第二項因素會產生增加價值的歸屬問題。舉例而言，倘位於Sepahua的Sepahua加工廠進行擴建，以處理更多來自特許權區的木材供應，所產生的額外價值歸誰所有？按照餘值基準扣除加工廠的營運成本後，是否已達到資源所獲賦予的利益？當然，價值的上升亦可歸為對加工業務投資及開辦計劃的回報。

Indufor最後選擇採用第四點所述的採伐水平—相對迄今水平仍有一定提升空間。此情況確認了有可能透過提高操作技術更有效地運用現有廠房配套設備。所假設的出材量及產量提升於第9節論述。

## 6.7 森林與工廠估值的相容性

Indufor認為，Sepahua森林的擁有企業與加工廠於商業上完全互相倚賴。就此而言：

- 森林依賴工廠作為其銷售木材的唯一市場。工廠是森林生產業務獲得收入的唯一渠道。
- 工廠依賴Sepahua特許權區作為其唯一供應來源。倘無森林，工廠則不具有商業價值。

---

<sup>6</sup> 誤解很大程度上是源於假設IAS41是估值標準而非僅與交易參與者於彼等買賣森林時所考慮的部分相關的報告指引

就評估原則而言，這種相互倚賴性意味著工廠與森林應使用同一估值架構。在此架構內，評估資產某一組成部分所應用的假設亦應用於另一資產的評估。Indufor的調查顯示，現時情況並非如此。目前的情況是：

- 森林特許權的價值乃基於折現現金流架構評估。Indufor於是次估值中應用該方法，而吾等瞭解到前任估值師於過去不止一年採用該方法。
- 工廠的價值乃基於累計資本支出評估。

就森林而言，估值方法具前瞻性，是確認未來盈利。而就工廠而言，估值方法具追溯性，確認的是過往的開支。上述兩者的範疇中，不存在任何關連可使估值方法採用相同的參數。森林估值中兩項最重要的參數是採伐率及假定木材單價。而工廠估值並無直接應用該等數據。

此種情況的缺陷是，兩項估值彼此不能為另一項估值的假設提供交叉核查，亦無法互相補償變動。例如，假設森林及工廠均按現值進行估值，倘木材價格上漲，則森林價值上升，而工廠價值將會下跌(所有其他輸入值維持相同)。

此外，綜合估值亦可探討擴大森林產出的全面影響。工廠方面，處理大量額外採伐量會需要大規模資本支出計劃，而此會在工廠估值中反映。在這種情況下，需解決是否有足夠市場容量來消化擴大的工廠產能的問題。另外，亦可能出現工廠之前未銷售過的产品，導致工廠需要開發新的客戶群。綜合估值法側重與森林產量增加的假設相關的推斷量。

在確定工廠及森林相互倚賴的過程中，亦進一步引出如何出售資產的問題。這個問題是市場價值概念中不可避免會提及的問題—評估某項資產的市場價值必定要確定該項資產的市場。Indufor預計最好的情況是有工廠與森林資產可一同出售的市場。這種情況需要找到最感興趣的買家，以滿足市場概念中所需的買方競爭情況。

倘工廠與森林資產分開出售，預期資產買方會要求簽立對工廠與森林各自未來擁有人均具約束力的重要文件。此文件將是雙方之間訂立的木材供應協議，當中訂明：

- 森林公司的最低供應責任
- 工廠公司的最低承購責任
- 協議開始時的協定木材價格
- 定期檢討價格的基準。

倘工廠與森林的所有權分屬不同方，則該文件將為「第三方」協議。倘工廠與森林仍由共同所有權持有，仍有可能存在同樣的安排(儘管在此情況下，公司間開支更可能被界定為「轉讓定價」)。就某些目的而言，轉讓定價被視為潛在的棘手過程，原因在於其存在人為性。倘價格嚴重偏離第三方交易的價格，則會涉及現實性問題。

於估值行動中，毋須因該等疑慮而不使用轉讓定價。轉讓定價假設可協助進行價值的分攤，前提是業務的合併資產是同時進行估值，且價格假設於整個分析過程中貫徹一致。

## 7. 森林生產及管理成本

### 7.1 Sepahua採伐系統

Sepahua特許權區內的砍伐及木材運輸過程涉及一系列活動。儘管該等活動乃按順序進行，但各階段的持續時間或彼此之間的時間間隔並不明確。於此過程中，木材存貨可能在等待下一階段處理時於交替階段點堆積。天氣狀況對供應鏈具有最顯著影響。

主要步驟包括：

- 森林普查：在PCA中評估及量化適銷樹木，包括其位置。
- 建設通往將予砍伐區域的初步通道：以方便伐木工進入。所用機械包括推土機、挖掘機、輪式裝載車及平路機。
- 伐木：伐木工僅可砍伐普查中標記的樹木。彼等將根據指示砍伐樹木，砍伐數目須少於全部標記樹木的數目，以使砍伐量維持於核定水平內，具體視乎特定樹種的加工及銷售機會而定。
- 建設通行道路及裝載點：就此所使用的主要機械為推土機，必要時輔以挖掘機及其他土方機械設備。
- 建成伐木小徑：此由推土機進行。
- 通過小徑運送木材至裝載點：此步驟優選的機械是輪式集材機，通常配置繩絞車。由於每公頃內商品材的數量較少，故集材距離可能較遠。於此情況下，使用膠輪集材機較使用履帶式機器碎石更具成本效益。
- 於裝載點裁量木材：一般而言，自樹樁砍伐下來的木材長度較長。木材會在裝載點鋸成適合運木卡車規格及工廠加工設備長度的短木。
- 從裝載點運至河邊的伐木營地。此步驟是採用大自然家居擁有的卡車進行。根據現有系統，木材會由膠輪前懸式裝載機卸貨，然後運至河谷，再送到對岸運至主儲木場。
- 於適當時候將木材裝載至另一組卡車，沿專用運輸道路運往河流東北部。終點為毗鄰Sepahua鋸木廠的儲木場。

### 7.2 機械設備

與採伐及運輸作業相關的機械設備載列於表7-1。

表 7-1：機械設備

機器類型	折舊時間表所列 指示購買價(美元)*	折舊時間表所列 配備數量
推土機(120千瓦)*	96,300	1
集材機(135千瓦)*	235,000	3
挖掘機(14T, 80千瓦)*	89,200	1
裝載機(162千瓦)*	54,300	4
平路機(147千瓦)*	73,900	1
運木卡車(220千瓦)*	65,500	6
電動絞盤**	16,100	1
裝載機**	16,700	1
集材機**	108,000	3
運木卡車**	56,000	6
起重車**	140,100	1

附註：\*二零一四年估值已包含的機械。購買價乃基於近期的購買交易。

\*\*二零一四年估值後新購置。為二零一四年年底及二零一五年購置

### 7.3 確認機械價值

Indufor認為，Sepahua所擁有設備的折舊價值會在該公司的資產負債表內確認(如其年報所示)。倘機械以某一價值入賬，則該森林資產應隨設備的使用進行扣減。若不進行扣減則會導致集體企業內資產價值重複計算。

於二零一四年估值中，Indufor採用簡單的機器成本模型得出Sepahua設備配套中主要採伐設備項目的每日費用。當中包括擁有成本及營運成本。營運成本包括燃料成本、其他消耗品成本及維修和維護成本。但其中並無包含勞工成本。Indufor假設機械設備全面投入使用及產量為每年20,000立方米。二零一四年機械的估計單位成本為：

木材採伐(3台集材機、0.5台推土機、2台裝載機)	每立方米18.38美元
建設主要道路(0.5台推土機、1台挖掘機、1台平路機)	每立方米5.65美元
運輸(6輛運木卡車、2台裝載機)	每立方米16.51美元

木材採伐及運輸活動中將會使用到新的設備。倘Indufor就新設備採用類似成本模型並假設設備全面投入使用，則總成本將會增加。按實際採回量計算，單位成本將高於二零一四年估計數額。然而，在實地考察過程中，Indufor發現二零一五年購置的新設備在去年很少使用或並無使用過。

### 7.4 採伐道路成本

「採伐道路成本」類別分為三項主要開支成份：森林週期中可能使用的主要道路、道路及裝載點的資本支出以及維修和維護。

分類大致與財務申報及稅務會計處理採用的分類方法一致，但在折現現金流計算中應用時須注意以下特點：

- 大批量產生的開支(例如與一條主要路線延長路段有關的開支)於產生時在現金流中按一次性款項呈列。而不會透過攤銷或折舊在之後生產中分攤有關費用。

- 漸增開支(例如與支路及裝載點相關的開支)更方便的做法是以單位基準列示,即以每單位採伐量的一般金額入賬。
- 道路維護開支亦視乎其是與主要道路相關抑或與使用期較短的支路相關,而應用不同的處理方式。與使用期較短的支路相關的開支可按單位成本以每立方米標準成本列支入賬。主幹道的維護成本在一定程度上是其長度的函數。隨著採伐從特許權區入口點一直深入,主要道路維護開支預期會隨之增加。所以,計算時可採用與道路運輸成本相同的基準,按所運輸量及運輸路程的函數計算。

### 7.5 採伐道路網絡

誠如3.1節所闡述,於二零一五年估值中,Indufor獲提供一份載有根據現有管理規劃的採伐計劃的PDF地圖,其中亦包含一份道路網絡草擬示意圖。Indufor據此編製了特許權區主要道路網絡的簡圖(見圖7-1)。地圖中包括現有營地及特許權區員工曾提及的可能興建的新營地位置。鑒於其興建與否尚未確定,此僅作參考。因此,道路網絡分析中僅假設使用現有營地將木材運至工廠。

就未來將採伐的PCA而言,Indufor利用各未來PCA圖心座標假設得出道路圖。由此可得出現有道路網絡與該圖心之間的直線連接。鑒於實際中道路不可能是直線連接,因此Indufor採用一項「曲折系數」來計算估計實際長度<sup>7</sup>。

<sup>7</sup> 「曲折系數」是木材採伐規劃的一種獲認可機制。該系數是將兩點之間的直線距離轉換為卡車或挖掘機可能的運輸路程的系數。在缺乏得出系數的實驗數據情況下,根據幾何方法得出可採用系數是1.4(為概約數)。如左下圖所示,現要釐定A點和B點之間的運輸路程。鑒於在實際可行情況下運輸線路不可能是直線的,為此假設可能的路程是在AB上加設兩條等腰邊AC和CB。為便於計算,假設形成的是直角。兩個等腰邊賦值為1公里,根據勾股定理AB邊長為 $\sqrt{2}$ 。因此可得出,曲折系數為 $(1+1)/\sqrt{2} = \sqrt{2}$ (或1.414...)。

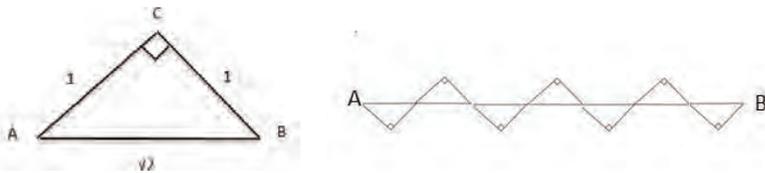
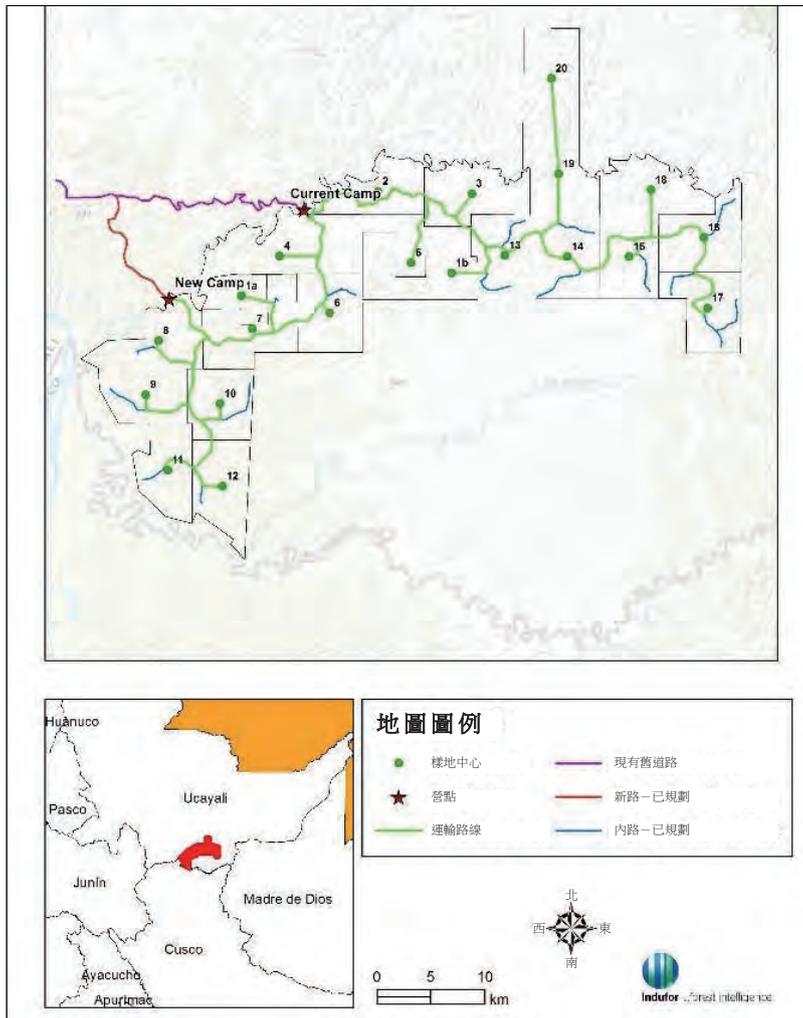


圖 7-1：現有及擬定運輸網絡



假設的採伐順序決定了假設的道路圖。表7-2列示根據各林地計劃採伐順序得出的道路長度。新道路長度已計及曲折系數。

表 7-2：推導得出的道路建設及運輸路程

期間	年份	PCA	現有道路 (公里)	新道路 (公里)	運輸路程 (公里)
1	二零一三年	PCA2	47.12	1.01	48.13
2	二零一四年	PCA3	56.71	3.68	60.40
3	二零一五年	PCA5	57.38	3.71	61.10
4	二零一六年	PCA4	35.83	10.69	46.52
5	二零一七年	PCA6	41.45	6.36	47.81
6	二零一八年	PCA7	46.21	8.12	54.33
7	二零一九年	PCA8	53.48	13.32	66.80
8	二零二零年	PCA10	61.63	9.70	71.34
9	二零二一年	PCA9	61.63	10.02	71.65
10	二零二二年	PCA11	67.50	9.15	76.65
11	二零二三年	PCA12	72.51	4.70	77.21
12	二零二四年	PCA13	56.71	7.06	63.77
13	二零二五年	PCA14	63.12	7.85	70.97
14	二零二六年	PCA15	70.81	11.93	82.73
15	二零二七年	PCA18	79.81	7.91	87.72
16	二零二八年	PCA16	81.60	5.95	87.55
17	二零二九年	PCA17	87.40	11.20	98.61
18	二零三零年	PCA19	63.12	12.16	75.28
19	二零三一年	PCA20	63.12	24.56	87.68
20	二零三二年	PCA2	47.12	0.00	47.12
21	二零三三年	PCA3	56.71	0.00	56.71
22	二零三四年	PCA5	57.38	0.00	57.38
23	二零三五年	PCA4	35.83	0.00	35.83
24	二零三六年	PCA1a	51.81	0.00	51.81
24	二零三六年	PCA1b	64.52	0.00	64.52
25	二零三七年	PCA6	41.45	0.00	41.45
26	二零三八年	PCA7	46.21	0.00	46.21
27	二零三九年	PCA8	53.48	0.00	53.48
28	二零四零年	PCA10	61.63	0.00	61.63
29	二零四一年	PCA9	61.63	0.00	61.63
30	二零四二年	PCA11	67.50	0.00	67.50

#### 主要採伐道路建設成本

Indufor對熱帶雨林特許權區道路的經驗證實，主要道路的建設成本可能會隨土壤、地形及降雨情況的差異而相差較大。管理上的做法亦會對成本構成影響。

部分公司制定有周詳政策，在道路存有明顯損壞風險時禁止車輛通行。儘管木材運輸被中斷及有時受阻期間較長，但損壞完好道路的地表和排水系統所造成的成本過高且難以估計。

在其他情況下，儘管在潮濕天氣下運輸或會導致道路的實質性損毀，但繼續使用道路幾乎是唯一可行的選擇。此後在情況允許時，需對道路進行維修。現時的普遍趨勢是將更多的道路相關成本分配至維修及維護項目，而非資本建設項目。

誠如二零一四年評估所示，Indufor認為Sepahua資源的潛在買主會預期主要道路的建設成本不低於每公里20,000美元，以實現特許權區的潛在出材量。此成本與Indufor的廣泛經驗相符。

#### 主要道路維護成本

Indufor不僅分配了較高的主要道路建設成本，並且假設持續維護需要較高成本。此乃基

於吾等於現場視察時對路況進行的觀察。大自然家居已表示無法僅在乾燥天氣下通行，因此有必要定期重建道路。

於二零一四年評估中，Indufor已假設在用的主要道路路段每年將產生相當於其原始建設成本30%的維護費用。

#### 7.6 伐木成本

於二零一四年評估中，林業顧問指出Sepahua賬目顯示砍伐及初步造材成本為每立方米3.50美元。根據之前觀察，此作業是從後續的集材作業中分離。本次估值使用相同假設。

#### 7.7 集材

於二零一四年評估中，林業顧問指出彼等對木材匯集至貯木場的成本的估計為每立方米17.00美元。鑒於7.3節所述的單位成本估算，Indufor認為此數據不可持續，並假設集材成本為每立方米25.00美元。本次估值使用相同假設。

#### 7.8 經常費用

涉及林業管理的經常費用，包括參與林業管理及監督、行政、業務支援、資訊科技及價值優化等員工的薪酬，亦包括外部專業服務開支、辦公室租金、差餉、通訊及其他辦公室開支、資產折舊、公共關係、健康與安全及防火等開支。

在二零一四年評估中，林業顧問提供了每年的日常相關開支。該等開支於表7-3概列。Indufor並無就本次評估獲得新資料。根據將所列成本應用於合共72,925公頃的生產面積的情況，Indufor在評估Sepahua物業時已納入年度經常費用每公頃10.00美元。由於生產面積已根據本次評估的新資料更新，因此較二零一四年評估減少1美元。

表7-3：Sepahua經常費用

項目	成本 (每年千美元)
特許權費用	50,000
普查費用	60,000
專業費用	125,000
薪金—管理層員工	200,000
薪金—支援員工	45,000
辦公室成本(包括租金及營運成本)	25,000
營地管理	25,000
共用利馬辦公室	174,000
總計(美元)	704,000
總計(美元/公頃)	10.00

#### 7.9 道路運輸及裝卸費用

於二零一四年評估中，Indufor假設單位木材運輸成本為每公里每立方米0.40美元，運輸距離為常用的單程距離。該費率乃基於Indufor對運輸成本的廣泛經驗得出。該運輸費率不包括將木材運輸至Sepahua河對岸的成本。林業顧問指出，該項作業的估計成本為每立方米14美元。該金額已加至運輸成本中。

本次估值使用相同假設。

## 8. 市場及木材價格假設

秘魯的木材市場以熱帶樹木品種為主，且發展程度相對不高。木材產量穩定增加，由二零零三年的1.3百萬立方米增至二零一三年的2百萬立方米以上。大部分圓木產量來自熱帶地區，該等地區現存大量森林資源及正推行林業特許權制度。Loreto、Madre de Dios及Ucayali一直以來為國家工業用圓木的主要產地。

秘魯不允許出口木材。二零一三年木材產品的出口價值超過250百萬美元。出口價值中接近23%為鋸材，24%為地板及成形產品。

從Sepahua特許權區採伐的木材主要用於生產實木地板產品，由大自然家居銷往海外市場（主要為中國）。

木地板生產市場日漸增長並擁有正面的長期前景，尤其是亞太地區市場。住宅建築的增加及生活方式的改變衍生出對木材的需求，包括推動木質地板市場發展。巴西、俄羅斯、印度及中國等發展中國家的建築活動的增加預期將拓寬未來的市場機遇。美國及歐洲對木地板的應用較為普遍，此乃由於木材在乾冷氣候下有助於保持溫度。亞太地區隨著需求增加，預期將逐步成為此市場的重要參與者。

中國木地板行業的增長由二零零九年的33.9%上升至二零一四年的36.2%，為僅次於瓷磚的第二大地板產品。木材因其耐用性及可修復性而更受青睞。木地板可劃分為實木、強化複合及實木複合或多層地板(科技木)。竹製地板亦被認為屬木地板的一類。

行業評論家表示，二零一四年中國木地板市場受房地產行業萎縮影響而增長放緩，按年同比下降2.8%。二零一五年，中國政府的利好住房政策助力商品房市場逐步復甦並刺激木質地板的需求，預期木質地板的銷售量將增長4.2%。實木複合地板的銷售量最高，佔二零一四年中國總銷售量的54.7%。

### 8.1 於二零一五年估值採用的基準價格

所假設的木材價格為森林估值其中一項最具影響力的要素。對木材價格的多項處理方法於森林評估報告中論述，並按估值常規認可的程度區分：

- 過往木材價格
- 現價
- 預期日後價格增長。

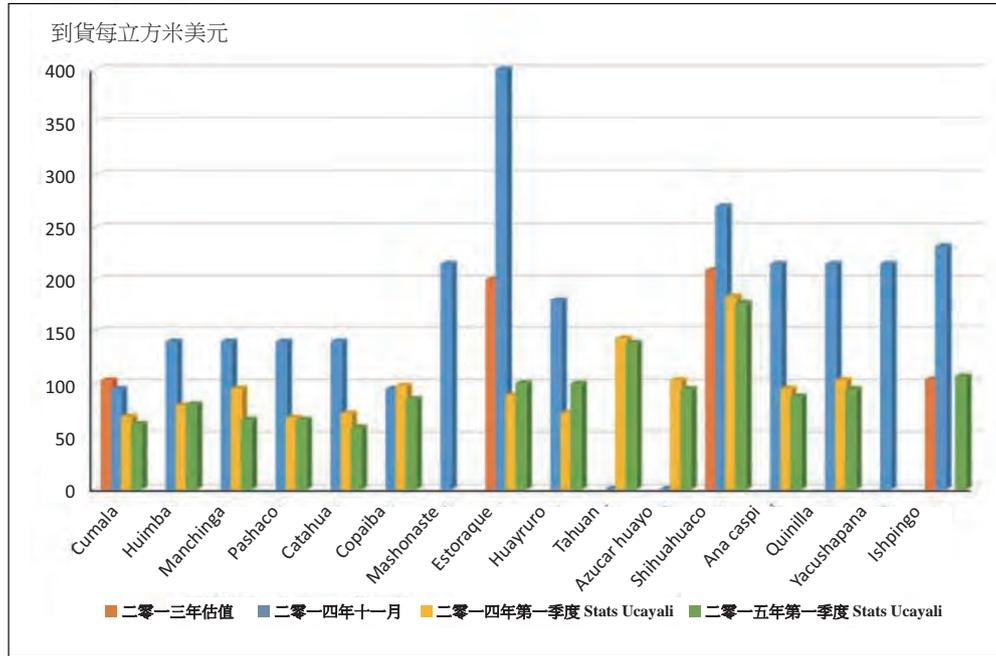
於二零一四年評估中，林業顧問根據木材於二零一四年十一月的估計經濟價值提供木材價格數據。彼等告知，有關推導遵從二零一三年十二月之評估所採用的一般程序。就本次評估的二零一五年更新而言，Indufor並未獲得任何新的木材價格數據。

圖8-1顯示來自各種資料來源的木材價格比較。Indufor注意到二零一四年提供的數據中，木材價格漲幅明顯，尤其是少數主要樹種。與二零一四年及二零一五年國家統計數據相比，大自然家居的數據依然遠高於前者。來自秘魯農業部的數據或許是最通用的，因此被廣為應用。所有價格顯然是以「到貨」基準列示，但無法確定木材運送的目的地，尤其是農業部數據方面。倘有關價格為賣場的現行價格，且該等數據乃為進行對等比較，則應進一步加入運送木材至鋸木廠之運輸成本。

Indufor瞭解到大自然家居已估計若干主要樹種之木材生產成本，此乃用於會計目的以登記特許權區與工廠間之轉讓銷售。

圖8-2將樹種合併至本估值產量表所用之三大類別，即實木地板、鋸成木及回收木材。根據可得數據分配至各組別的平均價格載於表8-1。

圖8-1：按樹種之木材到貨價



資料來源：秘魯農業部刊發的二零一四年及二零一五年Stats Ucayali。二零一四年十一月及二零一三年估值

圖8-2：按產品類別之木材到貨價

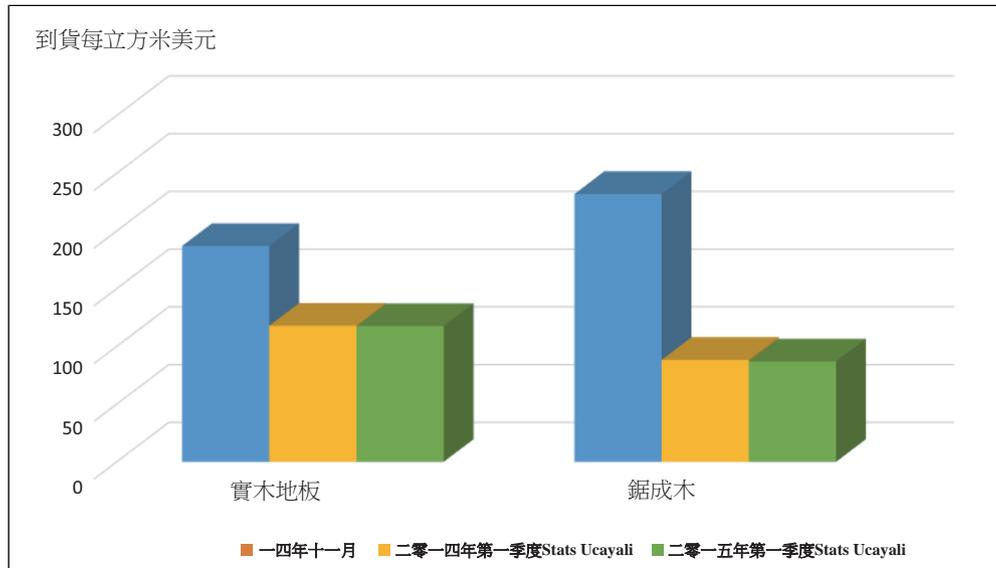


表 8-1：木材到廠價

終端使用	樹種	二零一五年 (每立方米美元)
實木地板	Estoraque	400
	Huayruro	180
	Tahuari	300
	Azucar huayo	270
	Shihuahuaco	270
	Ana caspi	215
	Quinilla	215
	Yacushapana	215
	平均	258
	鋸成木	多種樹種
回收木材	多種樹種	83

資料來源：林業顧問

## 8.2 未來價格變動

Indufor 注意到截至二零一四年底，木材價格已較上一年度大幅上漲，尤其是少數主要樹種。務請審慎看待有關趨勢—價格變動的干擾因素包括所買賣木材的大小及質量特性。大自然家居近期主要在其資源範圍內採伐徑級較大的木材，此等木材可取得高於市場上較為普遍的木材的平均價格。

Indufor 對於將實際升值納入吾等的未來價格預測保持審慎態度。此乃部分由於吾等在過往的價格預測中採取保守做法。更重要的是，估值師須考慮市場交易各方如何制定及磋商彼等的立場。就吾等的經驗而言，目前只有為數不多的森林買家準備好接受預測實際價格增長(適度增長除外)的情況。

## 9. 木材流模型

Indufor採用Tigermoth<sup>8</sup>的森林資產模型軟件，就有關資源出產的木材流量建模。本報告描述的面積、產量、成本及價格假設已連同連串採伐及需求限制載入有關模式。

### 9.1 採伐限制

所採用的採伐限制條件已認可6.1節所述每年更新PCA的限制。

### 9.2 客戶分配限制

吾等已物色到一名單一客戶一位於Sepahua之Sepahua鋸木廠。已假設此工廠可承擔採伐策略所述全部生產流程。

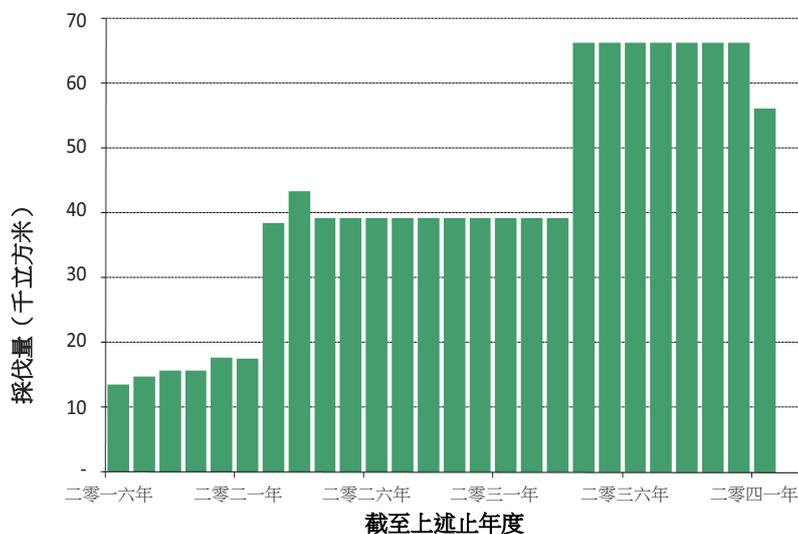
### 9.3 採伐年限

伐區的時間及順序可確保第一及第二採伐週期之間有約20年的間隔期。

### 9.4 資產模型結果

下表闡述採用森林資產模型所生成之木材流。

圖9-1：許可期內之木材流



<sup>8</sup> Tigermoth為Stewart Murray Limited的專利產品。

圖9-2：按木材類型之木材流

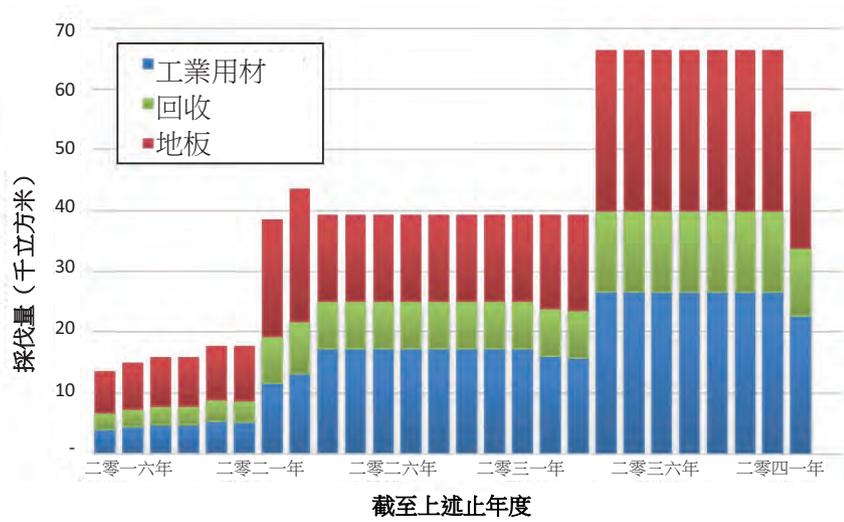
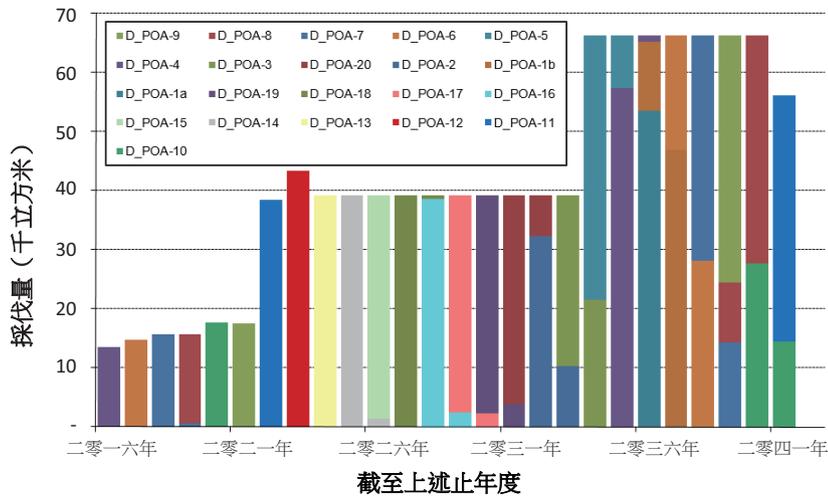


圖9-3：按伐區之木材流



## 10. 折現率

Indufor 確認折現率的兩種基礎：

- 以加權平均資本成本類別的公式計算之折現率。
- 按交易所的隱含折現率計算之折現率。

吾等認為，來源及其應用從根本上截然不同；加權平均資本成本為預測法的基本組成部分，而隱含折現率則為擴大可資比較銷售實證的便利方式。儘管如此，於同一現金流預測應用兩種折現率屬一般慣例<sup>9</sup>。

### 10.1 加權平均資本成本及資本資產定價模型

由於加權平均資本成本提供推算資本成本的公式，故自然會預期得出精確的輸出數據。然而，計算時若干輸入值會影響得出精確的估計：

- 貝塔(Beta)系數。其反映個別資產投資表現與市場整體表現間的相互關係。建議操作為根據上市森林股票(原則上僅限於只經營森林且並無進行相關加工活動的股票)表現計算貝塔系數。然而，國內外純粹經營森林的股票數量不斷減少，導致計算貝塔系數所依據的樣本數量十分有限，因此股票的相關敏感度出現異常。
- 國家風險溢價。在應用於新興市場時，對國家特定風險增加溢價已成為標準做法。Damodaran, 2003<sup>10</sup>通過分析國家債券違約風險利差以及當地股票市場及國家債券市場波動比率估計國家風險。
- 項目/公司對國家風險的敏感度。此以國家風險溢價乘以0(不相關)至1(完全相關)之間的一個系數(「lambda」)計算。該系數乃根據以下影響因素釐定：國內出口收益率、公司融資來源、土地申索/權利風險及公司於該國經營的時間長度。
- 資本資產定價模型方面的專家亦逐漸傾向於建議在公式中加入額外調整因素，確認公司規模及流動資金特徵的影響。

總括而言，以加權平均資本成本/資本資產定價模型計算的結果的精確度相差可能不會超過±100個基點。

### 10.2 隱含折現率的詮釋

對隱含折現率的分析已日益成為比較跨國人工林交易結果的標準方法。市場上可獲得之有關行業參與者所採用折現率的調查及其對近期交易所隱含折現率的看法日益增多。Indufor對過往三年隱含折現率憑證的詮釋顯示，視乎所交易資源的地理位置及戰略吸引力，比率範圍介乎4%至14%。該等折現率最低值的地區為北美，而最高比率位於新興經濟體。有關比率均主要由實際除稅前無槓桿現金流計算得出。

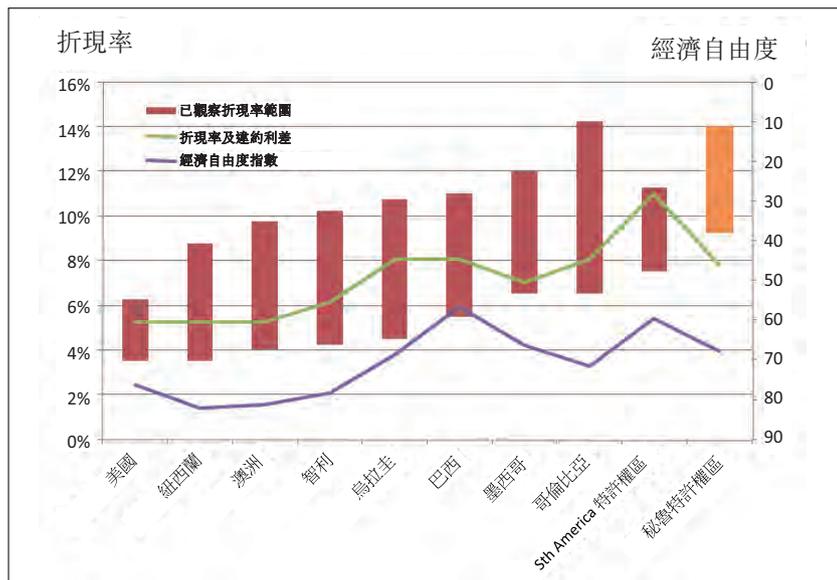
<sup>9</sup> 如屬常用慣例，乃因其方便。期望值法及可資比較銷售法不必應用於同一現金流絕非公理之說。兩種現金流折現程序的現金流之所以不同(尤其於確定風險時)乃具有可信理由。

<sup>10</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

圖10-1列示多個國家的森林估價師及市場參與者所識別的折現率範圍。該數據綜合了Indufor自身的觀察數據與James W Sewall Company於二零一三年進行的調查。

圖10-1重疊部分為國家風險(定義見國家債券違約風險利差)計量值(所列風險溢價乃與美國相對比較的數據)，以及二零一五年經濟自由度指數(注意：經濟自由度比率乃按相反順序呈列，因此自由度下降趨勢匹配國家風險溢價上升趨勢)。秘魯範圍反映對大自然家居於二零一二年及二零一三年於該國家特許權區估值所採用的比率。

圖10-1：已識別折現率與國家風險溢價之比較



資料來源：Sewall (二零一五年)、Indufor 觀察數據、Damodaran、美國傳統基金會/華爾街日報

圖10-1顯示，林地投資的折現率觀察數據與一般國家風險溢價，及該等國家及地區已知的經濟自由度水平合理高度一致。該等趨勢一定程度上確保隱含折現率可於具有較活躍市場的國家採用國家風險溢價及經濟自由度指數計量值推算得出。

### 10.3 於Sepahua估值中採用的方法及折現率

Indufor綜合使用可比銷售法及期望值法。該兩種方法都用到同樣的森林資產模型，該模型為計算未來預期的現金流提供依據。兩種方法的區別在於折現率的選擇。

Indufor於對Sepahua特許權進行估值時選取**12.0%的基準折現率**(用於計算實際稅前無槓桿現金流)。有關比率與編製現金流的方式一致。從自身及其他森林估值師的憑證中，Indufor觀察到價值分散持續存在，而非隱含折現率隨時間收窄。此反映所買賣財產對市場的吸引力，而該吸引力不可單獨自預測現金流中得出。

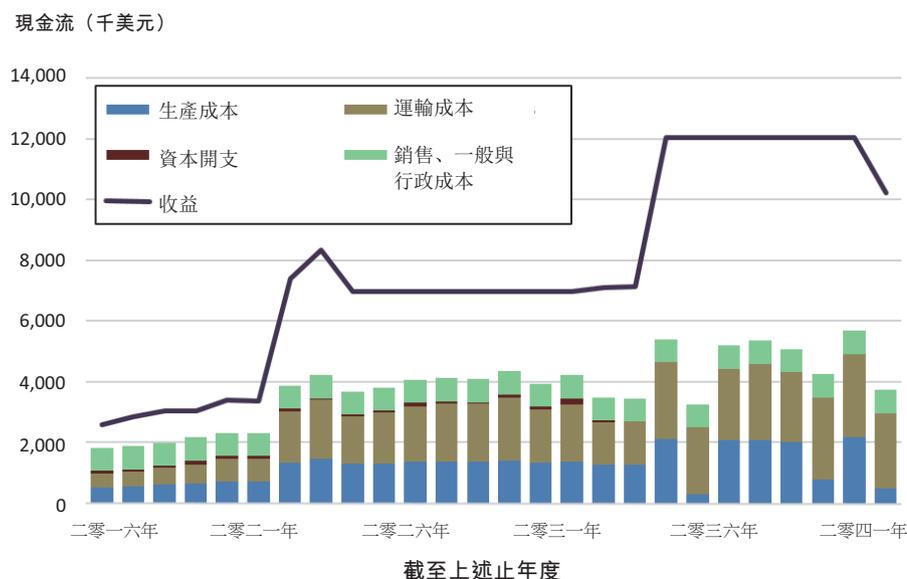
於選擇折現率時，Indufor乃傾向認為秘魯林業投資者均採用長線投資方針，彼等對當地林業的未來前景採審慎樂觀態度，亦不無道理。影響林業業務表現的基本因素均朝有利方向發展。另一項重要因素是，就林地而言，市值的定義規定不但需要自願買家，也需要自願賣家。倘若唯一的收購要約涉及較高折現率，吾等預計林地不會在自願情況下出售。

## 11. 估值結果

### 11.1 估值現金流

圖 11-1 顯示現金流主要成分的預測趨勢。

圖 11-1：預測現金流成分



### 11.2 估值結果

表 11-1：Sepahua 於二零一五年十二月三十一日的市值

價值成分	市值 (百萬美元)
森林價值	19.769

### 11.3 根據財務報告準則分配價值

所賦予的價值乃以確保符合國際財務報告準則第 13 號—公允價值的方式計算。

該價值並不包括任何物業、廠房或設備。因此並無根據國際會計準則第 16 號須予呈報的部分。然而，需注意的是林木資產價值乃以規定其能符合擁有採伐工廠的成本的方式計量，因此林木價值可加至設備價值上，不存在重複計算風險。

所賦予的森林價值符合國際會計準則第 41 號農業所定義的範圍，惟須作出一項小調整。國際會計準則第 41 號規定林木資產價值須扣除出售成本。出售成本被定義為出售一項資產直接應佔的增量成本，惟不包括財務成本及所得稅。出售森林的成本的例證很少，並且取決於所採納的出售方法。Indufor 一般採用 0.5% 作為出售成本比率，但此比率並無任何有力的數據支持。就財務報告目的而進行的相應調整將為 100,000 美元。

### 11.4 敏感度

估值對經調整輸入值的敏感度於表 11-2 中闡述。

表11-2：價值對經修訂輸入值的敏感度

輸入值	調整水平				
	-40%	-20%	0%	+20%	+40%
	(百萬美元)				
收益	1.745	10.757	19.769	28.782	37.794
生產成本	23.011	21.390	19.769	18.149	16.528
運輸成本	23.805	21.787	19.769	17.752	15.734
資本支出	20.027	19.898	19.769	19.641	19.512
經常費用	22.352	21.061	19.769	18.478	17.187

## 11.5 情況分析

表11-3提供了關於8.2節所述不同價格組合的影響的雙向分析，以及使用二零一四年評估所用假設及本次評估所用假設得出的兩種產量情況。

表11-3：情況分析

情況	價格組合		
	一三年十二月	一四年十一月	二零一五年 Ucayali數據
	(百萬美元)		
二零一五年產量假設	7.726	19.769	(1.080)
二零一四年產量假設	18.856	38.734	4.111

顯然，估值結果對價格及產量水平變動非常敏感。

## 1. 責任聲明

本通函乃遵照上市規則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。董事經作出一切合理查詢後確認，就彼等所深知及確信，本通函所載資料在各重大方面均屬準確及完整，且無誤導或欺詐成份，亦無遺漏任何其他事項，致使本通函所載任何聲明或本通函有所誤導。

## 2. 權益披露

於最後可行日期，本公司各董事及主要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、相關股份及債券中，擁有(i)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（包括根據證券及期貨條例該等條文其被當作或被視為擁有的權益或淡倉）；(ii)須列入本公司根據證券及期貨條例第352條須存置之登記冊；或(iii)根據上市規則附錄十所載上市公司董事進行證券交易的標準守則（「標準守則」）須知本公司及聯交所之權益及淡倉（如有）如下：

董事姓名	所持股份數目			持股百分比
	個人權益	公司權益	合計	
余先生	22,600,000 1,500,000 <u>(附註1)</u>	679,168,000 (附註2)	703,268,000	47.90%
	24,100,000			
梁志華先生	22,576,780 (附註1)	無	22,576,780	1.54%
袁女士	1,500,000 (附註1)	679,168,000 (附註2)	680,668,000	46.36%
余建彬先生	1,500,000 (附註1)	無	1,500,000	0.10%
張振明先生	4,677,900 (附註3)	無	4,677,900	0.32%

董事姓名	所持股份數目			持股百分比
	個人權益	公司權益	合計	
李國章教授	1,000,000 (附註1)	無	1,000,000	0.07%
張森林先生	1,000,000 (附註1)	無	1,000,000	0.07%
陳兆榮先生	1,000,000 (附註1)	無	1,000,000	0.07%
何敬豐先生	1,000,000 (附註1)	無	1,000,000	0.07%

附註：

- 該等權益為根據本公司於二零一一年五月三日採納之購股權計劃(其後根據二零一一年十一月二十八日的董事會書面決議案修訂)條款授予董事的購股權(「購股權計劃」)，賦予董事權利認購股份。
- 於此等679,168,000股股份中，Freewings Development Co., Ltd. 擁有678,768,000股，Loyal Winner Limited擁有400,000股。Freewings Development Co., Ltd. 為一家私人公司並且分別由Team One Investments Limited及Trader World Limited擁有其60.19%及39.81%之股權。Team One Investments Limited及Trader World Limited分別由余先生及袁女士全資擁有。Loyal Winner Limited為一家私人公司並由余先生及袁女士各自實益擁有其50%股權。袁女士為余先生之配偶。
- 該等權益為根據本公司於二零零八年十二月十六日採納之首次公開發售前購股權計劃(其後根據由本公司當時的股東於二零一零年六月三十日通過的書面決議案及於二零一一年四月二十六日根據董事會一項決議案修訂)及購股權計劃之條款授予張先生之購股權，賦予張先生權利認購股份。
- 上述所有權益皆為好倉。

除上文披露者外，於最後可行日期，本公司董事或主要高行政人員在本公司或其任何相聯法團(定義見證券及期貨條例第XV部)之任何股份、相關股份或債券中概無擁有(i)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(包括根據證券及期貨條例該等條文其被當作或被視為擁有的權益及淡倉)；(ii)根據證券及期貨條例第352條規定須列入該條例所指之登記冊；或(iii)根據標準守則須知會本公司及聯交所的任何其他權益或淡倉。

## 3. 主要股東

於最後可行日期，就本公司董事及主要行政人員所知，以下人士於股份或相關股份中擁有或被視作擁有根據證券及期貨條例第XV部第2及3分部之條文須向本公司及聯交所披露之權益或淡倉：

股東名稱	身份及權益性質	所持股份 數目	佔已發行 股份之 百分比
Freewings Development Co., Ltd.	實益擁有着	678,768,000 (附註1)	46.23%
Team One Investments Limited	受控制公司之權益	678,768,000 (附註1)	46.23%
Trader World Limited	受控制公司之權益	678,768,000 (附註1)	46.23%
MS Flooring Holdings Co., Ltd.	實益擁有着	269,999,990 (附註2)	18.39%
Morgan Stanley Private Equity Asia III Holdings (Cayman) Ltd	受控制公司之權益	269,999,990 (附註2)	18.39%
Morgan Stanley Private Equity Asia III, Inc.	受控制公司之權益	269,999,990 (附註2)	18.39%
Morgan Stanley Private Equity Asia III, L.L.C.	受控制公司之權益	269,999,990 (附註2)	18.39%
Morgan Stanley Private Equity Asia III, L.P.	受控制公司之權益	269,999,990 (附註2)	18.39%
International Finance Corporation	實益擁有着	108,000,000	7.36%

附註：

- Freewings Development Co., Ltd. 為一家私人公司並且分別由 Team One Investments Limited 及 Trader World Limited 持有其 60.19% 及 39.81% 之股權。Team One Investments Limited 及 Trader World Limited 分別由余先生及袁女士全資擁有。余先生及袁女士均為 Freewings Development Co., Ltd. 的董事。
- MS Flooring Holdings Co., Ltd. 為於開曼群島註冊成立的獲豁免公司，由 Morgan Stanley Private Equity Asia III Holdings (Cayman) Ltd. 全資擁有。Morgan Stanley Private Equity Asia III Holdings (Cayman) Ltd. 為於開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司，其大股東為受摩根士丹利私募基金分公司所管理的基金 Morgan Stanley Private Equity Asia III, L.P.。Morgan Stanley Private Equity Asia III, L.P. 的一般合夥人為 Morgan Stanley Private Equity Asia III, L.L.C.，而 Morgan Stanley Private Equity Asia III, L.L.C. 的管理成員為 Morgan Stanley Private Equity Asia III, Inc.。Morgan Stanley Private Equity Asia III, Inc. 為已向美國證券交易委員會註冊的投資顧問，並為摩根士丹利的間接全資附屬公司。
- 所有權益皆為好倉。

余先生及袁女士各自為Freewings Development Co., Ltd.的董事。余先生為Team One Investments Limited的唯一董事及袁女士為Trader World Limited的唯一董事。孫弘先生現任摩根士丹利亞洲私募基金的首席投資官及摩根士丹利亞洲有限公司的董事總經理。除上文披露者外，概無兼任某公司董事或僱員的董事於股份或相關股份中擁有或被視作擁有根據證券及期貨條例第XV部第2及3分部之條文須向本公司披露之權益或淡倉。

#### 4. 董事服務合約

於最後可行日期，概無董事與本集團任何成員公司已訂立或擬訂立任何服務合約(於一年內屆滿或可由僱主終止而毋須支付賠償(法定賠償除外)除外)。

#### 5. 董事於資產或合約或安排的權益

除本通函及該公告披露者外，於最後可行日期，董事概無於本集團任何成員公司自二零一五年十二月三十一日(即本集團最近期刊發經審核綜合財務報表的編製日期)以來所收購、出售或租賃或擬收購、出售或租賃的任何資產中擁有任何直接或間接權益。

除本通函及該公告披露者外，於最後可行日期，董事概無在對本集團業務而言屬重大的任何現存合約或安排中直接或間接擁有重大權益。

#### 6. 競爭權益

於最後可行日期，除本集團業務外，董事及彼等各自緊密聯繫人概無在直接或間接與本集團業務競爭或可能競爭，而須根據上市規則第8.10條披露的業務中擁有任何權益，猶如其各自為本公司的控股股東。

## 7. 專家

滙富及Indufor Asia Pacific Limited已就本通函的刊行發出各自之同意書，表示同意以其各自刊載的形式及涵義轉載其函件、報告及／或意見，並引述其名稱，且迄今並無撤回其同意書。

以下為在本通函提供意見或建議的專家的資格：

名稱	資格
滙富融資有限公司	根據證券及期貨條例從事第1類(證券交易)及第6類(就機構融資提供意見)受規管活動之持牌法團
Indufor Asia Pacific Limited	林業顧問

名列上文的專家各自確認，於最後可行日期，其並無實益擁有本集團任何成員公司的股權，或擁有任何權利(不論是否可依法執行)認購或提名他人認購本集團任何成員公司的證券，且並無於本集團任何成員公司自二零一五年十二月三十一日(即本集團最近期刊發經審核綜合財務報表的編製日期)以來所收購、出售或租賃或擬收購、出售或租賃的任何資產中擁有任何直接或間接權益。

## 8. 重大不利變動

董事確認，於最後可行日期，其並不知悉自二零一五年十二月三十一日(即本集團最近期刊發經審核綜合財務報表的編製日期)以來本集團的財務或經營狀況有任何重大不利變動。

## 9. 一般事項

- (a) 本公司註冊辦事處位於Cricket Square, Hutchins Drive, P.O. Box 2681, Grand Cayman KY1 -1111, Cayman Islands。
- (b) 本公司之香港主要營業地點位於香港九龍尖沙咀海港城港威大廈2座26樓2601室。
- (c) 本公司之公司秘書為黎國強先生。黎先生為香港會計師公會會員及英國特許公認會計師公會資深會員。
- (d) 本公司之股份過戶登記總處為Royal Bank of Canada Trust Company (Cayman) Limited，地址為4th Floor, Royal Bank House, 24 Shedden Road, George Town, Grand Cayman KY1-1110, Cayman Islands。本公司之香港股份過戶登記分處為香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17樓1712 – 1716號舖。

## 10. 備查文件

以下文件將由本通函日期起至二零一六年六月二十八日(包括當日)的任何營業日正常辦公時間內，在盛信律師事務所(地址為香港中環花園道3號中國工商銀行大廈35樓)以及於股東特別大會上可供查閱：

- (a) Dynamic Might買賣協議；
- (b) 獨立董事委員會之推薦建議函件，全文載於本通函第16至17頁；
- (c) 獨立財務顧問函件，當中載有其致獨立董事委員會及獨立股東之意見及推薦建議，全文載於本通函第18至37頁；
- (d) Indufor Asia Pacific Limited有關森林資產之林業估值報告，全文載於本通函附錄一；
- (e) 本附錄「專家」一段所述同意書；
- (f) 該公告；及
- (g) 本通函。

# 股東特別大會通告



## Nature Home Holding Company Limited

### 大自然家居控股有限公司

(於開曼群島註冊成立之有限公司)

(股份代號：2083)

## 股東特別大會通告

茲通告大自然家居控股有限公司(「本公司」)謹訂於二零一六年六月三十日下午二時三十分假座香港九龍尖沙咀廣東道33號中港城皇家太平洋酒店海景翼9樓太平洋廳II舉行股東特別大會(「會議」)，以考慮及酌情通過(不論有否修改)以下決議案為普通決議案：

### 普通決議案

#### 1. 「動議：

- (a) 一般及無條件批准本公司(作為賣方)與余學彬先生(作為買方)就按總現金代價人民幣134,500,000元買賣Dynamic Might Limited全部已發行股本訂立日期為二零一六年五月十九日之有條件買賣協議(「Dynamic Might買賣協議」，註有「A」字樣副本已提呈會議，並由會議主席簽署以資識別)；及
- (b) 授權本公司任何一名董事(余學彬先生、袁順意女士、梁志華先生及余建彬先生除外)代表本公司作出、簽立並採取其認為對實行與Dynamic Might買賣協議及據此擬進行任何交易有關或相關之任何事宜及／或使其生效而言屬必需、適宜及權宜之一切進一步事情及行動、所有進一步文件以及一切有關步驟。」

## 股東特別大會通告

### 2. 「動議：

- (a) 批准向於董事就釐定可享有特別股息之權利所訂定之記錄日期名列本公司股東名冊之本公司股東，從本公司股份溢價賬宣派及派付特別股息每股本公司每股面值0.001美元之普通股0.12港元（「特別股息」）；及
- (b) 授權本公司任何董事採取、作出及簽立董事全權酌情認為就或有關實行派付特別股息而言屬必要或適宜之行動、事情及文件。」

承董事會命  
公司秘書  
黎國強

香港，二零一六年六月十四日

#### 註冊辦事處：

Cricket Square  
Hutchins Drive  
P.O. Box 2681  
Grand Cayman KY1-1111  
Cayman Islands

#### 香港主要營業地點：

香港  
九龍  
尖沙咀  
海港城  
港威大廈2座  
26樓2601室

#### 附註：

1. 凡有權出席上述會議及於會上投票的任何股東均有權委任一名或（倘其為持有兩股或以上股份之股東）多名代表代其出席及投票。受委代表毋須為本公司股東。
2. 代表委任表格連同簽署表格之授權書或其他授權文件（如有）或經證明之該等授權書文件副本，最遲須於上述會議或其任何續會舉行時間48小時前，送達本公司於香港之股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17M樓，方為有效。填妥及交回代表委任表格後，股東仍可於其後能夠出席之情況下出席會議並於會上投票。
3. 代表委任表格必須由閣下或閣下的正式書面授權代表簽署，如委任人為法團，則委任表格必須蓋上該法團公章，或經由正式獲授權簽署的高級行政人員或代表或其他人士親筆簽署。
4. 倘為任何股份的聯名持有人，則其中任何一名聯名持有人均可親身或委派代表就該等股份在上述會議上投票，猶如其為唯一有權投票者。然而，如超過一名聯名持有人親身或委派代表出席會議，則經由本公司股東名冊排名首位的聯名持有人親身或委派代表作出的投票將獲接納，而排除其他聯名持有人的投票在外。

## 股東特別大會通告

5. 按股數投票表決時，出席會議的每名股東均有權就其持有的每股悉數繳足股份享有一票表決權。按此投票表決之結果，就任何目的而言，將被視為依足指示或按要求表決之大會議決議案。
6. 董事會已建議派發特別股息每股普通股0.12港元，如該等股息藉股東通過決議案而予以宣派，股息預期將於二零一六年七月二十一日或前後向於二零一六年七月十一日名列本公司股東名冊的股東派付。
7. 本公司將於二零一六年七月七日至二零一六年七月十一日期間(包括首尾兩日)暫停登記股份過戶登記，以釐定股東可獲特別股息的權利，在此期間將不會辦理本公司的股份過戶登記手續。為符合獲派特別股息的資格，所有過戶文件連同有關股票須於二零一六年七月六日下午四時三十分前送抵本公司於香港的股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17樓1712-1716號舖。