

估值報告摘要

工作範圍

獨立估值師的工作範圍包括：(1)界定基本業務事項；(2)訂立業務委託合同；(3)草擬估值方案；(4)開展現場估價調查；(5)收集、整理估值數據；(6)進行評估分析並形成結論；(7)編製及呈報估值報告。

資料來源

於對目標公司100%股權進行估值時，獨立估值師已審閱從多個來源獲得的資料，包括但不限於：

- (i) 能源運維業務的歷史運營數據：被估值單位為新成立的公司，以整合原能源運維單位的能源運維業務。儘管原能源運維單位的各項合約將轉移至被估值單位，但其資產及負債將不會同時轉移。本次評估基於截至2023年及2024年12月31日止年度以及2025年1月1日至2025年2月28日期間的能源運維業務的模擬財務數據（「**模擬財務數據**」），對被估值單位的經營數據進行分析，並據此預測未來年度的經營數據；及
- (ii) 於估值基準日的項目清單及未來項目交付時間表清單：該等清單由被估值單位提供，且估值師將選取部分項目進行核查。

估值方法

考慮到(i)被估值單位是一家新重組的公司，該公司已承接原能源運維單位的人員、業務及運營合同，並具備獨立盈利能力；及(ii)基於模擬財務數據，可合理預測被估值單位的未來盈利及風險並以貨幣形式量化，且能夠評估獲得未來預期盈利相關的風險，本期評估對被估值單位採用收益法進行估值。

鑒於我國資本市場上與被估值單位可比較的同業上市公司數量有限，同業市場交易案例稀少，資料披露不充分等情況，市場法不適用於本次評估。

被估值單位為新成立的公司，以整合原能源運維單位的能源運維業務。其主要業務為提供能源運維服務。作為一家輕資產公司，其核心價值主要體現在物業合約層面，該等價值無法通過資產基礎法予以體現，故資產基礎法不適用於本次評估。

主要假設

盈利預測所依據的主要假設詳情（包括商業假設以及其他做出盈利預測時慣常依據的一般假設）載列如下：

基本假設

- (i) 交易假設：估值物件和估值範圍內資產負債已經處在交易的過程中，估值人員根據交易條件等類比市場進行估值。交易假設是估值得以進行的一個最基本的前提假設；
- (ii) 公開市場假設：在市場上交易的資產，或擬在市場上交易的資產，資產交易雙方彼此地位平等，彼此都有獲取足夠市場訊息的機會和時間，以便於對資產的功能、用途及其交易價格等作出理智的判斷。公開市場假設以資產在市場上可以公開買賣為基礎；
- (iii) 資產持續使用假設：估值時需根據被估值資產按目前的用途和使用的方式、規模、頻度、環境等情況繼續使用，或者在有所改變的基礎上使用，相應確定估值方法、參數和依據；及
- (iv) 企業持續經營的假設：被估值單位將保持持續經營，並在經營方式上與現時保持一致。

一般假設

- (i) 中國現行的有關法律法規及政策、國家宏觀經濟形勢無重大變化，本次交易各方所處地區的政治、經濟和社會環境無重大變化；
- (ii) 針對估值基準日被估值單位資產的實際使用狀況和經營情況，被估值單位持續經營；

- (iii) 被估值單位經營者是負責的，且管理層有能力擔當其責任，在未來收益期內被估值單位主要管理人員和技術人員基於估值基準日狀況，不發生影響其經營變動的
重大變更，管理團隊穩定發展，管理制度不發生影響其經營的重大變動；
- (iv) 未來收益期被估值單位經營符合國家各項法律、法規，不違法。除估值基準日政府已經頒佈和已經頒佈尚未實施的影響被估值單位經營的法律、法規外，收益期
內與被估值單位經營相關的法律、法規不發生重大變化；
- (v) 除已經頒佈尚未實施的會計制度，未來收益期內被估值單位所採用的會計政策與
估值基準日在重大方面保持一致，具有連續性和可比性；
- (vi) 被估值單位在現有的管理方式和管理水準的基礎上未來收益期持續經營，經營範
圍、方式與目前經營策略保持一致；
- (vii) 估值基準日後被估值單位經營所涉及的匯率、利率、稅賦、政策性徵收費用及通
貨膨脹等因素的變化不對其收益期經營狀況產生重大影響；及
- (viii) 估值基準日後不發生影響被估值單位經營的不可抗拒、不可預見性事件。

特定假設

- (i) 除估值基準日有確切證據表明期後生產能力將發生變動的固定資產投資外，被估
值單位未來收益期不進行影響其經營的重大固定資產投資活動，企業生產能力以
估值基準日狀況進行估算；
- (ii) 該估值不考慮估值基準日後被估值單位發生的對外股權投資專案對其價值的影
響；
- (iii) 被估值單位未來收益期應納稅所得額與利潤總額基本一致，不存在重大的永久性
差異和時間性差異調整事項；

- (iv) 被估值單位未來收益期保持與歷史年度相近的應收賬款和應付賬款周轉情況，不發生與歷史年度出現重大差異的拖欠貨款情況；
- (v) 被估值單位未來收益期經營現金流入、現金流出為均勻發生，不會出現年度某一時點集中確認收入的情形；
- (vi) 被估值單位維持少量管理人員加大量系統內外包人員的人力資源管理模式保持不變；
- (vii) 作為收購事項的一部分，所涉及的待換簽能源運維項目將轉入被估值單位，後續新增業務直接由被估值單位簽約，原有業務經營範圍、方式與現時方向保持一致；
- (viii) 截至估值基準日，涉及的待換簽能源運維項目尚未轉入被估值單位，但該估值假設涉及的待換簽能源運維項目將會如期轉入被估值單位；及
- (ix) 為反映中國金茂對能源運維業務的支持，該估值根據中國金茂總部管理層計劃，按照從2025年開始，每年補貼人民幣750萬元，補貼持續5年，總計人民幣3,750萬元進行考慮，未來此方案如有變動會直接影響估值（「**補貼安排**」）。

估值模型及輸入參數

估值模型

估值報告採用現金流量折現法對被估值單位於估值基準日的主營業務價值進行估算，具體方法選用企業自由現金流折現模型。以未來若干年度內的企業自由現金流量作為基礎，採用適當折現率折現後加總計算得出被估值單位的主營業務價值。在得出被估值單位主營業務價值的基礎上，加上非經營性、溢餘資產的價值，減去非經營性、溢餘負債的價值，得出被估值單位企業整體價值，之後減去付息債務價值得出股東全部權益的市場價值。

上述收益模型涉及的各项目的具體計算方式如下：

(i) 企業自由現金流量

預測期企業自由現金流量=稅後淨利潤+折舊與攤銷+扣稅後財務費用－資本性支出－營運資金變動額

(ii) 加權平均資本成本

按照收益額與折現率口徑一致的原則，該估值收益額口徑為企業自由現金流量，則折現率選取加權平均資本成本(WACC)，計算公式為：

$$WACC = Ke \times [E/(E + D)] + Kd \times (1 - T) \times [D/(E + D)]$$

其中： E 為權益的市場價值； D 為債務的市場價值； Ke 為權益資本成本； Kd 為債務資本成本；及 T 為被估值單位適用的所得稅率。權益資本成本 Ke 按國際通常使用的資本資產定價模型(CAPM)模型進行計算，計算公式為：

$$Ke = Rf + MRP \times \beta + Rc$$

其中： Rf 為無風險報酬率； MRP 為市場風險溢價； β 為權益的系統風險系數；及 Rc 為企業特有風險調整系數。

(iii) 被估值單位主營業務價值

被估值單位主營業務價值是指企業的經營性資產價值，計算公式為：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+r)^i} + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

其中： P 為估值基準日的企業經營性資產價值； $FCFF_i$ 為估值基準日後第 i 年預期的企業自由現金流量； $FCFF_n$ 為預測期末年預期的企業自由現金流量； r 為折現率（此處為加權平均資本成本，WACC）； n 為預測期； i 為預測期第 i 年；及 g 為永續期增長率。

(iv) 非經營性、溢餘資產的範圍

在該模型中，非經營性、溢餘資產的範圍包括長期股權投資、溢餘資產和非經營性資產，相應的其他資產的價值等於長期股權投資價值、溢餘資產價值和非經營性資產價值之和。

(v) 非經營性、溢餘負債的範圍

在該模型中，非經營性、溢餘負債的範圍包括溢餘負債、非經營性負債等，相應的其他負債的價值等於溢餘負債與非經營性負債的價值之和。

(vi) 股東全部權益的市場價值

股東全部權益的市場價值計算公式為：

股東全部權益的市場價值=企業整體價值－付息債務價值

企業整體價值=企業主營業務價值+非經營性、溢餘資產價值－非經營性、溢餘負債價值

收益年限的確定

金茂綠建重慶是接手原能源運維單位的能源運維業務整合承接而新設立的公司，屬於智慧物業行業。估值報告確定金茂綠建重慶的收益期為無限期，預測期為2025年3月至2030年度。

未來收益的確定

(i) 收入的預測

被估值單位主營業務為能源運維服務，具體指的中國金茂科技住宅項目交付後，為地源熱泵、新風機組、板式換熱器等科技系統提供的設備運營與維護業務，屬於住宅項目交付後的持續性服務。2023年度至2025年2月能源運維業務的營業收入構成如下表：

金額單位：人民幣萬元

項目	2023年度	2024年度	2025年1-2月
能源運維收入	26,868.11	34,124.95	6,804.20
其他	1,138.19	283.04	—
合計	28,006.30	34,407.99	6,804.20

能源運維收入來源於原能源運維單位的能源運維業務，假設原能源運維單位的能源運維業務將會平移轉入金茂綠建科技（重慶）有限公司。根據評估基準日的存量項目並結合企業的未來交付計劃，預計2025年度至2030年度，總收入的年複合增長率約為9.29%。

其他業務收入為偶發性收入，未來基本不會發生，故該估值不預測。

未來年度收入預測情況如下：

金額單位：人民幣萬元

年度	2025年					
	3-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度
營業收入	27,637.36	39,744.24	47,717.69	50,214.57	52,711.45	53,695.85

(ii) 營業成本的預測

能源運維業務歷史年度營業成本主要包括人工成本、設備維保費用、其他行政費用、業務招待費、能源費用、固定資產租賃費用。

2023年度至2025年2月能源運維業務的成本佔比具體如下：

金額單位：人民幣萬元

項目	2023年度		2024年度		2025年1-2月	
	金額	佔比	金額	佔比	金額	佔比
人工成本	1,280.52	5.10%	940.67	2.88%	230.33	3.54%
設備維保費用	1,733.93	6.91%	759.27	2.32%	196.08	3.02%
其他行政費用	5,227.69	20.83%	6,388.84	19.55%	1,203.24	18.50%
業務招待費用	10.70	0.04%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
能源費用	16,324.48	65.05%	23,747.17	72.65%	4,578.29	70.40%
固定資產租賃費用	36.26	0.14%	—	0.00%	—	0.00%
其他	479.86	1.93%	850.18	2.60%	295.52	4.54%
合計	25,093.44	100.00%	32,686.13	100.00%	6,503.46	100.00%

根據能源運維業務2023年度至2025年2月的平均水平來看，主營業務成本中，能源費用佔比70%左右，其他行政費用佔比20%左右，人工成本、設備維保費用、業務招待費、固定資產租賃費用、其他費用等佔比10%左右，未來較長一段時間內成本結轉將保持這一趨勢。

- (a) 人工成本主要根據歷史年度佔收入的比重以及企業進一步的投入規劃預測；
- (b) 固定資產租賃費根據設備的折舊金額預測，同時不考慮折舊加回以及資本性支出的扣減；
- (c) 諮詢評估費用參考企業規劃預測；
- (d) 補貼安排，相關補貼金額會扣減對應年度的營業成本；及
- (e) 其餘成本根據歷史年度佔收入的比重預測。

(iii) 税金及附加的預測

税金及附加項目包括城建稅、教育費附加、地方教育費附加、印花稅等。城建稅、教育費附加、地方教育費附加根據應交增值稅計算。印花稅與企業營業收入有較強的相關性，參考企業歷史年度印花稅與營業收入的比例的發生水平預測。

(iv) 管理費用的預測

由於歷史年度原能源運維單位的業務人員、管理人員等由物業公司員工進行兼崗，且未來被估值單位仍然保持現有的管理模式，故參照基準日的兼崗人數同時考慮其他必要的管理費用預測。

(v) 財務費用的預測

歷史年度的財務費用主要為手續費支出，根據歷史年度手續費支出佔收入的比重預測。

(vi) 折舊攤銷及資本性支出的測算

金茂綠建重慶的固定資產為租賃原能源運維單位的設備，且原有設備的體量足夠支撐業務的開展，故無需考慮折舊攤銷以及進一步的資本性支出。

(vii) 所得稅計算

金茂綠建重慶成立日當日只有總部，分公司未成立。總部適用於15%的西部大開發優惠稅率。因業務所屬地分佈地點較廣，其他區域開展的業務不一定適用，故保守考慮後續業務的所得稅率為25%，該估值按照25%的所得稅率測算。

(viii) 淨利潤的預測

能源運維業務2023年實現淨利潤為人民幣1,932.54萬元，2024年實現淨利潤為人民幣1,544.38萬元，2025年1-2月實現淨利潤為人民幣210.53萬元。綜合能源運維業務未來較長一段時間營業收入和營業成本的變化，同時預計(1)目標公司預測期內稅收政策及享受的稅收優惠保持不變，及(2)管理費用、財務費用略有增長，預計目標公司預測期內的淨利率在5.10%-6.05%之間。

(ix) 營運資金增加額的估算

營運資金增加額=當期營運資金需求量－上期營運資金需求量

營運資金需求量=最低現金保有量+應收款項平均餘額+存貨平均餘額－應付款項平均餘額

其中：

當年度最低現金保有量的發生與下一年度預計的付現成本發生額相關，該估值基於企業提供的歷史資料，同時了解企業經營現金持有情況，測算企業的現金周轉天數約為30天，假設為保持企業的正常經營，所需的最低現金保有量為30天的現金需求。

年付現成本=預測期下一年度營業成本+預測期下一年度稅金+預測期下一年度費用總額－預測期下一年度非付現成本費用(折舊攤銷)總額

應收款項平均餘額=當期預測的銷售收入／預測期平均應收款項周轉率

存貨平均餘額=當期預測的銷售成本／預測期平均存貨周轉率

預測期營運資金增加額如下表：

金額單位：人民幣萬元

項目	目標公司		預測年度數據				
	期初數						
	2025年 2月28日	2025年 12月31日	2026年 12月31日	2027年 12月31日	2028年 12月31日	2029年 12月31日	2030年 12月31日
營運資金	2,975.26	4,030.61	4,684.32	5,647.85	5,921.17	6,194.17	6,291.71

金額單位：人民幣萬元

項目	2025年3-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度
營運資金增加額	1,055.35	653.71	963.54	273.32	273.00	97.54

折現率的確定

在估算被估值單位預測期企業自由現金流量基礎上，該估值計算與其口徑相一致的加權平均資本成本(WACC)，具體計算公式如下：

$$WACC = K_D \times (1-T) \times \frac{D}{V} + K_E \times \frac{E}{V}$$

其中：WACC為加權平均資本成本； K_D 為付息債務資本成本； K_E 為權益資本成本； D 為付息債務價值； E 為權益價值； V 為 D 和 E 之和；及 T 為被估值單位執行的所得稅稅率。

對於權益資本成本的計算，估值報告運用資本資產定價模型(CAPM)確定，具體計算公式如下：

$$K_E = R_F + \beta (R_M - R_F) + \alpha$$

其中： K_E 為權益資本成本； R_F 為無風險收益率； $R_M - R_F$ 為市場風險溢價； β 為Beta系數；及 α 為企業特有風險。

根據被估值單位估值基準日付息債務情況，確定付息債務資本成本為0.00%。

依據上述公式計算加權平均資本成本，2025年3月至2030年度的折現率（加權平均資本成本）為10.78%。

輸入參數與估值結果測算

預測期企業自由現金流量=稅後淨利潤+折舊與攤銷+財務費用扣稅後－資本性支出－營運資金變動額

根據上述模型，被估值單位業務價值2025年3月至永續期具體估算結果為：

單位：萬元

項目	2025年3-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永續期
企業自由現金流量	532.51	1,556.05	1,470.87	2,485.70	2,813.40	3,148.48	3,242.33
折現率	10.78%	10.78%	10.78%	10.78%	10.78%	10.78%	10.78%
距上一折現期的時間(年)	0.4167	0.9167	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	—
折現系數	0.9582	0.8724	0.7875	0.7109	0.6417	0.5793	5.3738
企業自由現金流量現值	510.26	1,357.50	1,158.31	1,767.09	1,805.36	1,823.91	17,423.64
主營業務價值				25,846.05			

截至2025年2月28日，金茂綠建重慶無非經營性、溢餘資產或非經營性、溢餘負債。

通過以上測算，根據股東全部權益的市場價值=主營業務價值+其他資產價值－其他負債價值－付息債務價值，最終計算金茂綠建重慶估值基準日股東全部權益的市場價值為約人民幣258.46百萬元。

敏感性分析

獨立估值師已就折現率進行如下敏感性分析，因其被視為對估值有相對較重大影響。

參數變動幅度	-15.00%	-10%	-5%	0%	5.00%	10.00%	15.00%
折現率	9.16%	9.70%	10.24%	10.78%	11.32%	11.86%	12.40%
評估值(萬元)	31,029.37	29,107.80	27,384.90	25,846.05	24,455.86	23,193.47	22,043.04
變動(萬元)	5,183.32	3,261.75	1,538.85	-	-1,390.19	-2,652.58	-3,803.01
差異率	20.05%	12.62%	5.95%	0.00%	-5.38%	-10.26%	-14.71%

為代表
沃克森(北京)國際資產評估有限公司

潘魁

潘魁

裴明明

裴明明