

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告之內容概不負責，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公告全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致之任何損失承擔任何責任。



## **E-House (China) Enterprise Holdings Limited**

### **易居(中國)企業控股有限公司**

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：2048)

### **(1)有關出售TM HOME股權的 非常重大出售事項 (2)特別交易2 及 (3)特別交易3**

#### **進行重組及出售事項的背景**

茲提述重組支持協議(可換股債券)公告及關連交易通函，內容有關(其中包括)本公司與TM Home少數股東之間的協議，據此，本公司已同意(其中包括)(i)促使TM Home於第一次股份認購協議完成日期發行第一批認購股份，及於第二次股份認購協議完成日期發行第二批認購股份，以及(ii)根據股份認購協議的條款及其條件規限下認購第一批認購股份及第二批認購股份。於第二次TM Home股份發行完成後，本公司及TM Home少數股東將分別持有TM Home約99.212%和0.788%的已發行股本。第二次TM Home股份發行須於重組生效日期及緊接根據重組向可換股債券股東發行可換股債券分配前進行。股份認購協議項下擬進行的交易已於2023年7月27日舉行的本公司股東特別大會上獲獨立股東批准。於2023年8月15日完成第一次TM Home股份發行後，截至本公告日期，本公司及TM Home少數股東分別持有TM Home約89.207%和10.793%的已發行股本。

茲亦提述重組支持協議公告。誠如重組支持協議公告所披露，作為重組的一部分，本公司擬向舊票據持有人及可換股債券持有人提出新計劃。若各項新計劃經相關法院裁定有效，則本公司將在重組生效日期向參與的計劃債權人支付由以下各部分組成的重組代價：

- (i) 就每位計劃債權人於記錄時間持有的每1,000美元(或等值港元)計劃債權人申索應付現金60美元；

- (ii) 若計劃債權人為舊票據持有人，則代價還包括參考每位有關計劃債權人於記錄時間所持有的計劃債權人申索佔該等計劃債權人之計劃債權人申索的比例而按比例轉讓的債權人特殊目的公司的股份；及
- (iii) 於重組生效日期，本公司將促使TM Home分別參考舊票據持有人及可換股債券持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向債權人特殊目的公司及可換股債券股東發行一定數量的TM Home新股份，以使在有關發行之後，債權人特殊目的公司、可換股債券股東及TM Home少數股東合共持有的TM Home股本股權合計達到65%。於有關發行後，債權人特殊目的公司將持有TM Home約54.207%的股份，可換股債券股東及TM Home少數股東將共同持有TM Home約10.793%的股份。TM Home剩餘35%的股份將由本公司及其聯屬公司持有，其中15%將轉讓予本公司所委任TM Home的高級管理層成員所持有的特殊目的公司（即管理層特殊目的公司）。

重組的總體原則是向計劃債權人提供現金及於TM Home的控股權益組合。TM Home於重組完成後將(a)持有及經營本公司的兩條業務線，即(i)目前由克而瑞經營的房地產數據及諮詢服務業務及(ii)天貓網絡合作的網上房地產營銷服務業務，及(b)持有樂居（於紐約證券交易所上市的公司及中國一間具領導地位的線上線下房地產服務供應商，主要從事透過其網上平台提供房地產電子商務、網上廣告及網上掛牌服務）的控股權。TM Home將不會經營或持有本公司以「房友」品牌開展的房地產經紀網絡服務，且有關房地產經紀網絡服務將於出售事項完成前轉讓予中國控股公司。因此，此乃實際上為本集團對TM Home、克而瑞、樂居及彼等各自的附屬公司的出售，且於出售事項完成後，TM Home、克而瑞、樂居及彼等各自的附屬公司將不再為本公司的附屬公司，而本公司以「房友」品牌開展的房地產經紀網絡服務將繼續由本公司經營。

誠如本公司於2023年10月10日所另行公告（「計劃會議通告公告」），根據日期為2023年10月4日的頒令（「開曼計劃召開頒令」），開曼法院已指示可召開開曼計劃會議，藉以考慮並酌情批准開曼計劃（不論是否有開曼法院批准或施加的修訂、增補或條件）。此外，根據日期為2023年9月26日的頒令（「香港計劃召開頒令」），高等法院已指示可召開香港計劃會議，藉以考慮並酌情批准香港計劃（不論是否有高等法院批准或施加的修訂、增補或條件）。誠如計劃會議通告公告更詳細載列，開曼計劃會議及香港計劃會議謹訂於2023年11月14日召開。

如本公司於2023年11月15日進一步所公告，開曼計劃會議及香港計劃會議已於2023年11月14日舉行。合共614名舊票據持有人(持有597,147,318美元的舊票據所涉及的投票計劃申索)由受委代表出席了票據持有人香港計劃會議及票據持有人開曼計劃會議並於會上投票。在出席上述會議並於會上投票的該等人士當中，合共602名舊票據持有人(持有561,989,163美元的投票計劃申索(按價值計相當於94.11%，按出席上述會議並於會上投票的舊票據持有人數計相當於98.05%))投票贊成新計劃。此外，可換股債券持有人(持有1,050,760,838.89港元的可換股票據所涉及的投票計劃申索)由受委代表出席了可換股債券持有人香港計劃會議及可換股債券持有人開曼計劃會議並於會上投票贊成新計劃。因此，香港計劃及開曼計劃均已經所需的大多數計劃債權人批准。香港計劃及開曼計劃各自將需高等法院及開曼法院的批准及裁決。有關開曼計劃會議及香港計劃會議結果的詳情，請參閱本公司日期為2023年11月15日的公告。

如本公司於2023年11月28日進一步所公告，(i)根據於2023年11月23日(香港時間)舉行的聆訊上作出的判令，高等法院批准香港計劃；(ii)根據於2023年11月24日(開曼群島時間)舉行的聆訊上作出的判令，開曼法院批准開曼計劃；及(iii)所有計劃條件已獲達成且香港計劃的計劃生效日期為2023年11月28日(香港時間)及開曼計劃的計劃生效日期為2023年11月27日(開曼群島時間)。因此，香港計劃及開曼計劃均已根據其條款生效。

## 上市規則涵義

根據上市規則第14.29條，出售事項構成一項視作出售。由於出售事項的最高適用百分比率(定義見上市規則第14.07條)超過75%，根據上市規則第14.06(4)條，出售事項構成本公司非常重大出售事項，因此須遵守上市規則第十四章的通告、公告、通函及股東批准規定。此外，出售事項須待相關法院批准新計劃後，方可作實。董事會(不包括收購守則獨立董事委員會的成員，彼等的觀點將載於供股通函及本公司將就(其中包括)出售事項、特別交易2及特別交易3而刊發的通函)認為，出售事項的條款(乃按一般商業條款作出)屬公平合理並符合本公司及其股東的整體利益。

據董事所深知，截至本公告日期，(1)淘寶中國持有145,588,000股股份，佔本公司截至本公告日期已發行股本總額約8.324%；及(2)可換股債券持有人、TM Home少數股東及淘寶中國均為阿里巴巴控股全資附屬公司。因此，根據上市規則第14.46條，淘寶中國作為可換股債券持有人及TM Home少數股東的聯繫人，須就將於出售股東特別大會上通過的決議案放棄投票。

## 收購守則涵義、申請清洗豁免及特別交易

茲提述供股公告及供股通函。誠如供股通函所披露，周忻先生及其一致行動人士（包括中國房產信息集團、易居（中國）控股、On Chance及Regal Ace）合共於398,613,499股股份中擁有權益，佔本公司已發行股本約22.8%。周忻先生已作出不可撤銷承諾，以促使中國房產信息集團、易居（中國）控股、On Chance及Regal Ace各自承購根據供股彼等分別將獲暫定配發之合共478,336,198股供股股份並支付相應股款。假設合資格股東概無承購供股股份（中國房產信息集團、易居（中國）控股、On Chance及Regal Ace根據不可撤銷承諾將承購者除外）及概無未獲認購供股股份根據補償安排獲成功配售，周忻先生（作為包銷商）將須承購最多1,620,535,238股供股股份。於該等情況下及於供股完成後，假設除配發及發行供股股份外，本公司已發行股本並無變動，周忻先生及其一致行動人士（包括中國房產信息集團、易居（中國）控股、On Chance及Regal Ace）將合共於2,497,484,934股股份中擁有權益，佔經發行供股股份擴大後本公司已發行股本約64.90%。因此，除非獲授清洗豁免，否則周忻先生將須根據收購守則規則26就其及其一致行動人士（包括中國房產信息集團、易居（中國）控股、On Chance及Regal Ace）尚未擁有或同意收購的所有股份提出強制性收購要約。周忻先生已根據收購守則規則26豁免註釋1向執行人員申請清洗豁免。清洗豁免（倘獲執行人員授出）須待（其中包括）(i)獨立股東於供股股東特別大會上以投票表決方式所投獨立票中，至少75%票數批准清洗豁免；及(ii)超過50%的獨立股東於供股股東特別大會及出售股東特別大會上以投票表決方式批准供股、配售協議、包銷協議、特別交易及其項下擬進行的交易後，方可作實。周忻先生、其聯繫人及其一致行動人士（包括中國房產信息集團、易居（中國）控股、On Chance及Regal Ace）、淘寶中國及其聯繫人（包括可換股債券持有人）以及任何參與供股、配售協議、包銷協議、特別交易及其項下擬進行的交易及／或清洗豁免或於當中擁有權益（因身為股東而擁有權益之情況除外）或重大權益的股東須於供股股東特別大會及出售股東特別大會上就相關決議案放棄投票。

誠如供股通函進一步所述，淘寶中國於145,588,000股股份（誠如供股通函所披露，佔本公司已發行股本約8.324%）中擁有權益，且本公司就可換股票據對可換股債券持有人（即淘寶中國的聯繫人）負有債務。根據本公司於最後可行日期就供股通函的可得資料及除上文所披露者外，本公司概不知悉存在任何其他計劃債權人為股東。根據收購守則，(i)動用供股所得款項向可換股債券持有人（即淘寶中國的聯繫人兼計劃債權人）及亦可能屬股東的其他計劃債權人支付重組代價（即特別交易1），(ii)於重組生效日期，參考舊票據持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向債權人特殊目的公司（其將由持有舊票據且亦可能屬股東的計劃債權人擁有）發行TM Home新股份（即特別交易2），及(iii)於重組生效日期，參考可換股債券持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向可換股債券股東（即淘寶中國的聯繫人）發行TM Home新股份（即特別交易3），各自將構成一項並非適用於所有股東的有利條件，因此屬於收購守則規則25項下的特別交易且須獲執行人員同意。執行人員同意（倘獲授出）須待(i)收購守則獨立董事委員會的獨立財務顧問公開表示特別交易之條款屬公平合理；及(ii)獨立股東於一次或多次股東大會上以投票表決方式批准特別交易後，方可作實。本公司正在根據收購守則規則25註釋5就特別交易尋求執行人員同意。供股須待（其中包括）執行人員授出清洗豁免、執行人員同意特別交易及獨立股東於(i)供股股東特別大會上批准供股、配售協議、包銷協議、特別交易1及其項下擬進行的交易以及上述清洗豁免及(ii)出售股東特別大會上批准後，方可作實。倘未獲授出清洗豁免或同意特別交易及／或未能取得獨立股東批准，供股將不會進行。

### 收購守則獨立董事委員會及獨立財務顧問

由全體非執行董事（蔣珊珊女士除外，彼目前於阿里巴巴控股擔任投資總監，可能就特別交易存在利益衝突）及獨立非執行董事楊勇先生、宋家俊先生、陳代平先生、張磅先生、朱洪超先生、王力群先生及李勁先生組成的收購守則獨立董事委員會已根據收購守則規則2.8成立，以就供股、配售協議、包銷協議及其各自項下擬進行的交易、特別交易及清洗豁免以及如何就上述事項投票向獨立股東提供推薦意見。

邁時資本有限公司已獲委任為獨立財務顧問，以就供股、配售協議、包銷協議及其各自項下擬進行的交易、清洗豁免及特別交易以及如何就上述事項投票向收購守則獨立董事委員會及獨立股東提供意見。收購守則獨立董事委員會已根據收購守則規則2.1批准委任獨立財務顧問。

## 一般事項

本公司將召開及舉行出售股東特別大會，供股東考慮及酌情批准出售事項、特別交易2及特別交易3。一份載有(其中包括)(i)出售事項的資料，(ii)本集團的財務資料，(iii) TM Home及其附屬公司於出售事項完成後的財務資料，(iv)本集團於出售事項完成後的未經審計備考財務資料，(v)TM Home及克而瑞估值報告，(vi)中匯安達及獨立財務顧問根據上市規則及收購守則的規定就TM Home及克而瑞的若干財務資料及估值報告發出的函件，及(vii)所有與供股、清洗豁免、特別交易有關的相關資料，以及收購守則獨立董事委員會的推薦建議函件及獨立財務顧問的意見函件(內容有關(其中包括)彼等各自就特別交易2及特別交易3的推薦建議)的通函，預期將於2024年1月16日或之前寄發予股東，原因為需要更多時間編製將載入通函的相關資料。

## 買賣股份的風險警告

本公司股東及潛在投資者務請注意，出售事項須待(1)相關法院批准新計劃，(2)於出售股東特別大會及供股股東特別大會上獲得獨立股東批准，及(3)由於出售事項構成將支付予計劃債權人的重組代價的一部分，執行人員根據收購守則規則25就特別交易授出同意後，方可作實。因此，股東及潛在投資者於買賣股份時務請審慎行事。

本公司股東及潛在投資者務請注意，本公司擬刊發的內容有關出售事項的通函須與供股通函一併閱讀。股東於作出有關在出售股東特別大會及供股股東特別大會上投票的決定前應一併審閱上述兩份通函。

茲提述重組支持協議(可換股債券)公告、重組支持協議公告、供股公告、關連交易通函及供股通函。

## **(1)有關出售TM HOME股權的非常重大出售事項**

### **進行重組及出售事項的背景**

#### **TM Home發行**

誠如重組支持協議(可換股債券)公告及關連交易通函所披露，內容有關(其中包括)本公司與TM Home少數股東之間的股份認購協議，本公司已同意(其中包括)(i)促使TM Home於第一次股份認購協議完成日期發行第一批認購股份，及於第二次股份認購協議完成日期發行第二批認購股份，以及(ii)根據股份認購協議的條款及在其條件規限下認購第一批認購股份及第二批認購股份。於2023年8月15日完成第一次TM Home股份發行後，截至本公告日期，本公司及TM Home少數股東分別持有TM Home約89.207%和10.793%的已發行股本。

於第二次TM Home股份發行完成後，本公司及TM Home少數股東將分別持有TM Home約99.212%和0.788%的已發行股本。第二次TM Home股份發行須於重組生效日期及緊接根據重組向可換股債券股東發行可換股債券分配前進行。股份認購協議項下擬進行的交易已於2023年7月27日舉行的本公司股東特別大會上獲獨立股東批准。

## 新計劃

誠如重組支持協議公告所披露，作為重組的一部分，本公司擬向舊票據持有人及可換股債券持有人提出新計劃。若各項新計劃經相關法院裁定有效，則本公司將在重組生效日期向參與的計劃債權人支付由以下各部分組成的重組代價（「**重組代價**」）：

- (i) 就每位計劃債權人於記錄時間持有的每1,000美元（或等值港元）計劃債權人申索應付現金60美元（「**現金代價**」）；
- (ii) 若計劃債權人為舊票據持有人，則代價還包括參考每位有關計劃債權人於記錄時間所持有的計劃債權人申索佔該等計劃債權人之計劃債權人申索的比例而按比例轉讓的債權人特殊目的公司的股份；及
- (iii) 於重組生效日期，本公司將促使TM Home分別參考舊票據持有人及可換股債券持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向債權人特殊目的公司及可換股債券股東發行一定數量的TM Home新股份（分別為「**債權人特殊目的公司分配**」及「**可換股債券分配**」），以使在有關發行之後，債權人特殊目的公司、可換股債券股東及TM Home少數股東合共持有的TM Home股本股權合計達到65%（「**TM Home股份**」）。於有關發行後，債權人特殊目的公司將持有TM Home約54.207%的股份，可換股債券股東及TM Home少數股東將共同持有TM Home約10.793%的股份。TM Home剩餘35%的股份將由本公司及其聯屬公司持有，其中15%將轉讓予本公司所委任TM Home的高級管理層成員所持有的特殊目的公司（即管理層特殊目的公司）（「**出售事項**」）。

重組的總體原則是向計劃債權人提供現金及於TM Home的控股權益組合。TM Home於重組完成後將(a)持有及經營本公司的兩條業務線，即(i)目前由克而瑞經營的房地產數據及諮詢服務業務及(ii)天貓網絡合作的網上房地產營銷服務業務，及(b)持有樂居（於紐約證券交易所上市的公司及中國一間具領導地位的線上線下房地產服務供應商，主要從事透過其網上平台提供房地產電子商務、網上廣告及網上掛牌服務）的控股權。TM Home將不會經營或持有本公司以「房友」品牌開展的房地產經紀網絡服務，且有關房地產經紀網絡服務將於出售事項完成前轉讓予中國控股公司。因此，此乃實際上為本集團對TM Home、克而瑞、樂居及彼等各自的附屬公司的出售，且於出售事項完成後，TM Home、克而瑞、樂居及彼等各自的附屬公司將不再為本公司的附屬公司，而本公司以「房友」品牌開展的房地產經紀網絡服務將繼續由本公司經營。

誠如計劃會議通告公告中所另行公告，根據開曼計劃召開頒令，開曼法院已指示可召開開曼計劃會議，藉以考慮並酌情批准開曼計劃（不論是否有開曼法院批准或施加的修訂、增補或條件）。此外，根據香港計劃召開頒令，高等法院已指示可召開香港計劃會議，藉以考慮並酌情批准香港計劃（不論是否有高等法院批准或施加的修訂、增補或條件）。誠如計劃會議通告公告更詳細載列，開曼計劃會議及香港計劃會議謹訂於2023年11月14日召開。

如本公司於2023年11月15日進一步所公告，開曼計劃會議及香港計劃會議已於2023年11月14日舉行。合共614名舊票據持有人（持有597,147,318美元的舊票據所涉及的投票計劃申索）由受委代表出席了票據持有人香港計劃會議及票據持有人開曼計劃會議並於會上投票。在出席上述會議並於會上投票的該等人士當中，合共602名舊票據持有人（持有561,989,163美元的投票計劃申索（按價值計相當於94.11%，按出席上述會議並於會上投票的舊票據持有人數計相當於98.05%））投票贊成新計劃。此外，可換股債券持有人（持有1,050,760,838.89港元的可換股票據所涉及的投票計劃申索）由受委代表出席了可換股債券持有人香港計劃會議及可換股債券持有人開曼計劃會議並於會上投票贊成新計劃。因此，香港計劃及開曼計劃均已經所需的大多數計劃債權人批准。香港計劃及開曼計劃各自將需高等法院及開曼法院的批准及裁決。有關開曼計劃會議及香港計劃會議結果的詳情，請參閱本公司日期為2023年11月15日的公告。

如本公司於2023年11月28日進一步所公告，(i)根據於2023年11月23日（香港時間）舉行的聆訊上作出的判令，高等法院批准香港計劃；(ii)根據於2023年11月24日（開曼群島時間）舉行的聆訊上作出的判令，開曼法院批准開曼計劃；及(iii)所有計劃條件已獲達成且香港計劃的計劃生效日期為2023年11月28日（香港時間）及開曼計劃的計劃生效日期為2023年11月27日（開曼群島時間）。因此，香港計劃及開曼計劃均已根據其條款生效。

## 出售事項

誠如上文所述，於重組生效日期，本公司將促使TM Home分別參考舊票據持有人及可換股債券持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向債權人特殊目的公司及可換股債券股東發行一定數量的TM Home新股份，以使在有關發行之後，債權人特殊目的公司、可換股債券股東及TM Home少數股東合共持有的TM Home股本股權合計達到65%。除本公告所披露者外，據董事作出一切合理查詢後所深知、全悉及確信，債權人特殊目的公司、可換股債券股東及彼等各自的最終實益擁有人均為獨立於本公司及本公司關連人士的第三方。

於重組生效日期前，本公司將為實施新計劃註冊成立債權人特殊目的公司，將於重組生效日期由舊票據的持有人擁有的實體。於重組生效日期，持有舊票據的每位計劃債權人將有權接收債權人特殊目的公司的股份。債權人特殊目的公司的股份將參考每位有關計劃債權人於記錄時間所持有的計劃債權人申索按比例分配。於重組生效日期，債權人特殊目的公司的100%股份將轉讓予持有舊票據的計劃債權人。於重組生效日期，本公司將根據債權人特殊目的公司分配及可換股債券分配，促使TM Home向債權人特殊目的公司及可換股債券股東發行TM Home新股份，以使在有關發行之後，債權人特殊目的公司、可換股債券股東及TM Home少數股東合共持有的TM Home股本股權合計達到65%，根據上市規則第14.29條，這將被本公司視為視作出售事項。於有關發行後，債權人特殊目的公司將持有TM Home約54.207%的股份，可換股債券股東及TM Home少數股東將共同持有TM Home約10.793%的股份。TM Home剩餘35%的股份將由本公司及其聯屬公司持有，其中15%將轉讓予管理層特殊目的公司。

為確保本公司可根據新業務合作協議繼續經營TM Home的業務，於重組生效日期或之前，本公司、管理層特殊目的公司、債權人特殊目的公司、TM Home少數股東、可換股債券股東及TM Home將訂立有關TM Home的股東協議（「**TM Home股東協議**」）。進行出售事項後，本公司將根據TM Home股東協議繼續經營TM Home直至2024年8月31日，儘管僅持有TM Home的20%股權。

作為重組的一部分，債權人特殊目的公司以及TM Home少數股東及／或可換股債券股東將同意委聘本公司為代理，而本公司將承諾於2024年8月31日或之前盡合理努力出售或促成出售（各情況下均以現金，包括以拍賣方式）TM Home不少於65%的股份或其所持有資產（「**售股**」）。任何相關建議出售應遵守TM Home股東協議所載限制。該項委任不得以任何方式影響債權人特殊目的公司、TM Home少數股東或可換股債券股東根據TM Home股東協議的條款出售彼等所持有TM Home股份的能力，且待彼等審閱售股條款及條件後，債權人特殊目的公司、TM Home少數股東及可換股債券股東可酌情決定是否參加相關售股。相關委任的條款將載入於重組生效日期或之前協商訂立的售股代表協議。債權人特殊目的公司並無責任出售其於TM Home的權益。倘本公司無法出售或促使售股，TM Home將繼續由債權人特殊目的公司、TM Home少數股東、管理層特殊目的公司及本公司持有。債權人特殊目的公司及TM Home少數股東亦可隨時出售其TM Home股份，惟須遵守TM Home股東協議的條款。根據TM Home股東協議，倘TM Home任何股東建議轉讓TM Home任何股份或TM Home其他證券予任何人士（「**承讓人**」），轉讓股東須首先向並非承讓人的聯屬公司的各TM Home其他股東發出書面通知，而其他股東將就任何有關轉讓具有優先購買權，惟若干有限例外情況除外。

出售事項須待(1)相關法院批准新計劃，(2)於出售股東特別大會及供股股東特別大會上獲得獨立股東批准，及(3)由於出售事項構成將支付予計劃債權人的重組代價的一部分，執行人員根據收購守則規則25就特別交易授出同意後，方可作實。為免生疑問，儘管第一次TM Home股份發行及第二次TM Home股份發行為重組的首要及必要步驟，但股份認購協議並不以供股(定義見下文)或出售事項為條件亦不與其互為條件。

## 供股

誠如重組支持協議公告所述，本公司擬以外部融資為重組計劃項下的現金代價提供資金，包括但不限於通過預期將由周忻先生包銷的潛在供股籌集約480百萬港元。經參考供股公告及供股通函，本公司建議通過供股發行2,098,871,436股供股股份，基準為於記錄日期合資格股東每持有十(10)股股份獲發十二(12)股供股股份，認購價為每股供股股份0.23港元，以籌集約483百萬港元(扣除開支前，假設於記錄日期或之前概無新發行或購回股份)(「供股」)。供股將不會導致理論攤薄效應(定義見上市規則第7.27B條)達25%以上。供股如有任何重大變更，本公司將另行刊發公告。由於周忻先生(董事兼本公司主要股東)將包銷供股，本公司將作出安排，透過向獨立承配人(並非股東)提呈發售未獲認購供股股份之方式出售供股項下未獲認購供股股份(包括未獲合資格股東認購的供股股份及原應暫定以未繳股款形式配發予不合資格股東的供股股份)，利益歸根據供股獲提呈要約的相關不行動股東及不合資格股東所有。為實施上述補償安排，本公司已委聘配售代理按盡力基準促使承配人認購未獲認購供股股份，價格應不低於供股的認購價。供股須待(其中包括)根據上市規則及收購守則須獲得股東批准的有關新計劃所有交易(預期將包括TM Home股份發行、出售事項及供股)於一次或多次股東大會上獲得股東批准後，方可作實。有關詳情，請參閱供股公告及供股通函。

## 重組事件的預期順序

誠如本公司日期為2023年8月1日內容有關本公司不可撤銷重組支持邀請之最新資料的公告所宣佈，本公司已就重組獲得約82.40%計劃債權人的支持，並已於2023年8月1日(開曼群島時間為2023年7月31日)向開曼法院提交有關展開開曼計劃的尋求指令傳訊令狀及呈請及於2023年7月31日向高等法院提交有關展開香港計劃的原訴傳訊令狀。誠如計劃會議通告公告中所另行公告，根據開曼計劃召開頒令，開曼法院已指示可召開開曼計劃會議，藉以考慮並酌情批准開曼計劃(不論是否有開曼法院批准或施加的修訂、增補或條件)。此外，根據香港計劃召開頒令，高等法院已指示可召開香港計劃會議，藉以考慮並酌情批准香港計劃(不論是否有高等法院批准或施加的修訂、增補或條件)。誠如計劃會議通告公告更詳細載列，開曼計劃會議及香港計劃會議謹訂於2023年11月14日召開。

如本公司於2023年11月15日進一步所公告，開曼計劃會議及香港計劃會議已於2023年11月14日舉行。合共614名舊票據持有人(持有597,147,318美元的舊票據所涉及的投票計劃申索)由受委代表出席了票據持有人香港計劃會議及票據持有人開曼計劃會議並於會上投票。在出席上述會議並於會上投票的該等人士當中，合共602名舊票據持有人(持有561,989,163美元的投票計劃申索(按價值計相當於94.11%，按出席上述會議並於會上投票的舊票據持有人數計相當於98.05%))投票贊成新計劃。此外，可換股債券持有人(持有1,050,760,838.89港元的可換股票據所涉及的投票計劃申索)由受委代表出席了可換股債券持有人香港計劃會議及可換股債券持有人開曼計劃會議並於會上投票贊成新計劃。因此，香港計劃及開曼計劃均已經所需的大多數計劃債權人批准。香港計劃及開曼計劃各自將需高等法院及開曼法院的批准及裁決。有關開曼計劃會議及香港計劃會議結果的詳情，請參閱本公司日期為2023年11月15日的公告。

如本公司於2023年11月28日進一步所公告，(i)根據於2023年11月23日(香港時間)舉行的聆訊上作出的判令，高等法院批准香港計劃；(ii)根據於2023年11月24日(開曼群島時間)舉行的聆訊上作出的判令，開曼法院批准開曼計劃；及(iii)所有計劃條件已獲達成且香港計劃的計劃生效日期為2023年11月28日(香港時間)及開曼計劃的計劃生效日期為2023年11月27日(開曼群島時間)。因此，香港計劃及開曼計劃均已根據其條款生效。

為實施新計劃，本公司預期按以下順序完成重組項下的交易：

- (i) 由於第一次TM Home股份發行的所有條件均已達成，第一次TM Home股份發行已於2023年8月15日進行。第一次TM Home股份發行並不以就新計劃向相關法院提出呈請為條件。股份認購協議項下擬進行的交易已於2023年7月27日舉行的本公司股東特別大會上獲獨立股東批准。
- (ii) 供股須待(其中包括)(a)本公司已就開曼計劃於為考慮開曼計劃而召開的開曼計劃會議上獲得計劃債權人批准，(b)本公司已就香港計劃於為考慮香港計劃而召開的香港計劃會議上獲得計劃債權人批准，及(c)本公司已就(1) TM Home股份發行於股東大會上，及(2)出售事項及供股於一次或多次股東大會上獲得股東批准後，方可作實。假設(i)本公司可(a)就開曼計劃於為考慮開曼計劃而召開的開曼計劃會議上獲得計劃債權人批准，(b)就香港計劃於為考慮香港計劃而召開的香港計劃會議上獲得計劃債權人批准，(c)就根據上市規則及收購守則須取得股東批准的新計劃相關的所有交易均已取得股東批准，且(ii)包銷協議及配售協議項下的所有條件均已獲達成，本公司預期供股將於開曼計劃會議及香港計劃會議之後但於重組生效日期之前進行。供股將於第二次TM Home股份發行及出售事項完成前完成。倘包銷協議及配售協議項下有關供股的條件未獲達成或豁免(視乎情況而定)，本公司將考慮使用其他方式籌集資金，以履行新計劃項下的現金代價。

- (iii) 第二次TM Home股份發行及出售事項各自須待相關法院批准新計劃後，方可作實。此外，出售事項預期須待於另行舉行的股東大會上取得股東批准後，方可作實。假設各相關法院已批准新計劃及第二次TM Home股份發行的股份認購協議項下之所有其他條件已獲達成，本公司預期第二次TM Home股份發行將於出售事項當日及緊接出售事項前進行。於第二次TM Home股份發行後並假設已就出售事項取得股東批准，本公司將(其中包括)促使出售事項於重組生效日期進行。
- (iv) 重組將於重組生效日期生效，其將於TM Home股份發行及供股完成後發生。出售事項將於重組生效日期進行。

## 代價

本公司將不會就出售事項收取任何現金代價。由於出售事項構成重組及新計劃的必要部分，董事會(不包括收購守則獨立董事委員會的成員，彼等的觀點將載於供股通函及本公司將就(其中包括)出售事項、特別交易2及特別交易3而刊發的通函)認為，上述安排屬公平合理並符合本公司及股東的整體利益。

## 估值

本公司已委聘中國註冊估值師藍策管理諮詢(香港)有限公司以對出售事項之標的實體進行估值。就估值而言，鑒於兩項業務乃單獨運營且協同效應有限，估值師就TM Home估值(定義見下文)及克而瑞估值(定義見下文)出具兩份單獨的估值報告(「估值報告」)。有關估值報告的詳情，請參閱本公告附錄五及附錄六。

## TM Home估值

根據TM Home估值報告，截至2023年7月31日，TM Home全部股權的公允價值(按收益法編製)為人民幣1,860.2百萬元(「TM Home估值」)。此外，如TM Home估值報告所述，根據TM Home的財務表現、管理層的未來估計及可資比較公司的市場數據，估值師認為，就評估TM Home的價值而言，TM Home於2023年12月10日的價值將不會重大有別於截至2023年7月31日的TM Home估值，且偏差將處於5%之內。TM Home之估值標的包括(a)天貓網絡合作的網上房地產營銷服務業務，及(b)樂居(中國一間具領導地位的線上線下房地產服務供應商，主要從事透過其網上平台提供房地產電子商務、網上廣告及網上掛牌服務)的控股權。TM Home估值並無計及以下各項的價值：(i)克而瑞，其估值已分開進行；及(ii)本公司以「房友」品牌開展的房地產經紀網絡服務，其將通過在出售事項完成前轉讓予中國控股公司由本集團予以保留並將不會構成出售事項標的實體的一部分。為此，就上市規則第14.61條及收購守則規則10而言，TM Home估值構成盈利預測(「盈利預測」)，故上市規則第14.60A及14.62條以及收購守則規則10的規定適用於出售事項。

為遵守上市規則第14.62條，盈利預測所根據的主要假設如下：

1. 分析假設在TM Home當前及未來存續期間，相關法律法規、行業政策、財政及貨幣政策以及其所處的經濟環境不會發生重大變化。
2. 分析假設適用於TM Home的稅收政策不會發生重大變化，且TM Home並無重大稅務糾紛。
3. 分析假設目前可用的利率及匯率不會發生重大變化。
4. 分析假設TM Home將在未來持續運營，並擁有足夠的運營資本及人力資源實現其財務預測。
5. 分析假設管理層預期的資本開支能夠滿足TM Home的增長需求，且TM Home有能力獲得必要融資。
6. 分析假設本公司提供的財務預測從市場投資者的角度而言屬合理可行。
7. 分析假設所有關聯方交易均屬公平合理，並基於公平磋商作出。
8. 分析假設TM Home並無未披露的實際或或然資產或負債、不尋常的義務或實質性承諾，亦無尚未了結或面臨威脅且會對TM Home股東權益價值產生重大影響的訴訟。
9. 分析假設TM Home負責任履行資產所有者的義務，並稱職地對有關資產實行了有效的管理。
10. 除本公司提供的資料外，假設並無其他會影響TM Home分析的重要資料。

就上述第6項假設而言，根據估值師的研究、分析及與本公司管理層有關於對盈利預測所用依據和假設及參數的討論，估值師認為，本公司編製TM Home財務預測的基礎屬合理且該預測代表了對截至2023年7月31日經濟狀況和TM Home運營的最佳估計。估值師確認(i)其在相當程度上依賴本公司的預測來得出其價值意見；(ii)其沒有理由相信任何重要信息被隱瞞；及(iii)其沒有理由懷疑本公司提供給其的信息的真實性和準確性。

董事會已審閱盈利預測所根據的主要假設，並認為盈利預測是經審慎查詢後作出。本公司的申報會計師中匯安達會計師事務所有限公司（「中匯安達」）亦已審查由估值師編製的TM Home估值所依據的貼現現金流計算，該計算在編製過程中不涉及會計政策的採用。就上市規則第14.62(2)及14.62(3)條而言，董事會函件及中匯安達函件（「核數師函件」）分別載於本公告附錄一及附錄二。

在本公告中提供意見及建議的專家的資格如下：

| 名稱             | 資格   |
|----------------|--|
| 藍策管理諮詢(香港)有限公司 | 中國註冊估值師  |
| 中匯安達會計師事務所有限公司 | 執業會計師  |
| 邁時資本有限公司       | 根據證券及期貨條例可從事第1類(證券交易)及第6類(就機構融資提供意見)受規管活動的持牌法團 |

於本公告日期，估值師、中匯安達及獨立財務顧問均無直接或間接持有本集團任何成員公司的任何股權，亦無任何權利（不論是否可依法強制執行）認購或提名他人認購本集團任何成員公司的證券。估值師、中匯安達及獨立財務顧問均已同意刊發本公告，以本公告所示形式及內容載入其報告及引述其名稱，且並無撤回同意。

此外，根據收購守則規則10，(i)有關本公告「有關訂約方的資料－TM Home」一段及本公告附錄五「TM Home估值報告」（視情況而定）所載TM Home截至2021年及2022年12月31日止兩個財政年度以及截至2023年6月30日止六個月的未經審計財務數據以及有關本公告附錄六「克而瑞估值報告」所載克而瑞截至2023年6月30日止六個月的未經審計財務數據；(ii)本公司因出售事項而預期應計的收益；及(iii)採納TM Home估值所根據的收益法（即貼現現金流法，涵蓋2023年8月至2030年12月期間）各自構成一項盈利預測，應由獨立財務顧問及中匯安達根據收購守則規則10.1及10.2註釋1(c)作出報告。TM Home的未經審計虧損數據、本公司因出售事項而預期應計的收益及採納TM Home估值所根據的收益法（即貼現現金流法）已根據收購守則規則10的規定作出報告。就收購守則規則10而言，中匯安達函件及獨立財務顧問函件（「獨立財務顧問函件」）分別載於本公告附錄二、附錄三及附錄四。

## 克而瑞估值

根據克而瑞估值報告，截至2023年7月31日，克而瑞全部股權的公允價值（按市場法編製）為人民幣1,327.0百萬元（「克而瑞估值」）。於出售事項完成前，本公司預期會進行內部重組，其中克而瑞將成為TM Home的附屬公司。此外，如克而瑞估值報告所述，根據克而瑞的財務表現及可資比較公司的市場數據，估值師認為，就評估克而瑞的價值而言，克而瑞於2023年12月10日的價值將不會重大有別於截至2023年7月31日的克而瑞估值，且偏差將處於5%之內。

根據收購守則規則11.1(b)的規定，獨立財務顧問須就估值報告作出報告。請參閱獨立財務顧問函件以了解詳情。

## 有關訂約方的資料

### 本集團

本集團為中國房地產交易服務提供商，截至本公告日期，主要提供一手房代理服務、房地產數據及諮詢服務以及房地產經紀網絡服務。重組及出售事項完成後，餘下集團將繼續提供(i)一手房代理服務，主要包括為房地產開發商開發的房地產項目制定及執行營銷及銷售策略及促成銷售交易；及(ii)「房友」品牌下房地產經紀網絡服務，主要包括整合中國中小型二手房經紀門店並為加強其業務運營提供豐富資源（統稱「餘下業務」）。重組及出售事項是本集團債務重組計劃的重要組成部分。經考慮其選擇後，董事會認為重組是最合適的下一步，既能滿足所有利益相關者的需求，亦能保留本集團作為中國領先房地產服務提供商運營的大部分核心業務。自本集團成立並於2018年在聯交所上市以來，本集團的一手房代理服務一直是本集團的主要業務分部。此外，本集團自2016年以來亦一直提供房地產經紀網絡服務。

## 出售事項的財務影響

為作說明，以下載列餘下集團於截至2022年12月31日止財政年度或截至該日（假設出售事項已於2022年1月1日完成）及截至2023年6月30日止六個月或截至該日（假設出售事項已於2023年6月30日完成）的未經審計備考財務資料：

|                  | 截至2023年<br>6月30日<br>止六個月或<br>截至該日<br>人民幣千元（未經審計） | 截至2022年<br>12月31日<br>止年度或<br>截至該日 |
|------------------|--|-----------------------------------|
| 收入               | 1,086,332  | 2,269,747                         |
| 稅前淨收益（包括出售事項的收益） | 5,431,726  | 1,460,493                         |
| 稅後淨收益（包括出售事項的收益） | 5,459,900  | 1,425,433                         |

截至2022年12月31日止年度及截至2023年6月30日止六個月，餘下業務產生的總收入約為人民幣2,269.7百萬元及人民幣1,086.3百萬元（不含分部內銷售額），分別佔本集團相應期間收入約45%及47%。此外，根據餘下集團未經審計備考財務資料，截至2022年12月31日止年度，餘下集團應佔收入令餘下集團能根據上市規則第8.05條符合市值／收益測試及市值／收益／現金流量測試中經審計的最近一個財政年度有關收益的規定。

## 由高質素資深管理層及員工組成的現有團隊

本集團具備優勢，在餘下業務運營所在領域擁有一支由高質素資深管理層及員工組成的現有團隊。截至本公告日期，餘下集團擁有3,000多名僱員，為其各業務單元的運營以及財務、合規、信息技術及人力資源等支持部門提供服務。從長遠來看，餘下集團計劃通過提供優質一手房代理服務及房地產經紀網絡服務，專注於把握中國房地產市場的商機。

## 營商環境對運營更有利

2022年中國房地產行業面臨前所未有的挑戰和動盪，造成該局面的其中一個原因為COVID-19令經濟活動中斷和負面的市場情緒。眾多領先的開發商（包括本集團的大部分客戶）出現銷售額驟跌，流動資金嚴重受挫，大部分開發商背負外債，導致本集團收入（尤其是一手房代理服務產生的收入）大幅下跌之餘，還造成應收賬款回款延誤。自2022年底以來，中國政府已基本取消所有與COVID-19防控相關的政策及限制。2023年7月，中國政府發佈一系列旨在刺激經濟及穩定中國房地產行業的政策聲明。自此，政府已出台更多具體的政策，包括降低貸款基準利率、下調購房首付要求、許多大城市取消或放寬限購。預計該等措施將有助於改善中國的經濟及房地產市場。

為應對中國房地產行業的下行及由此造成的流動資金緊張，本集團大幅削減開支，專注於實施成本控制措施、應收款項回款，並在當期能夠產生正現金流的情況下繼續經營餘下業務。餘下業務是本集團的核心業務分部，具有悠久的經營歷史。即使規模縮小，餘下業務仍保持延續性，包括品牌聲譽、客戶關係、經驗豐富的核心管理團隊、營運專業知識以及內部管理及控制系統，以確保順利運營。展望未來，本集團的策略是根據行業環境控制餘下業務的規模及地域範圍。只有於行業在市場情緒及交易活動方面出現實質性改善時，方會考慮並實施擴張。在決定擴張步調時，正現金流將為本集團的首要關注點及考慮因素。

於出售事項後，本集團將著重穩定餘下業務產生的收入，有關詳情載列如下：

- **房地產代理服務**：本集團的房地產代理服務主要包括為開發商客戶開發的新房地產項目制定及執行營銷及銷售策略、管理銷售中心及樣板房以及促成銷售交易。一旦開發項目已準備就緒進入銷售階段，本集團專為有關項目而培訓的銷售人員將會駐守項目現場，直至大部分單元售出為止。本集團的銷售人員為潛在買家提供物業的展示、根據其購房標準推薦合適的戶型圖，並協助簽訂合約。儘管本集團的銷售人員亦會跟進銷售線索，但近年來，本集團的房地產代理服務越來越專注於為新開發項目執行銷售交易。儘管這一直以來為本集團的核心業務，但自2021年財政年度起，鑒於充滿挑戰的市場狀況，本集團已大幅縮減經營規模。展望未來，本集團將專注於具有強勁銷售前景且可及時結算佣金的開發項目以確保正現金流。

- **房地產經紀網絡服務：**於2016年1月，本集團以「房友」品牌推出房地產經紀網絡服務，以整合中國各自經營一間或多間經紀門店的中小型房地產經紀公司。本集團並不開設或經營自有經紀門店，但授權參與的經紀門店使用「房友」品牌，並為其提供軟件、培訓及其他相關服務。本集團不向經紀公司收取該等服務的費用，但當通過本集團管理的交易服務中心完成房地產交易時，本集團會收取服務費。儘管中國的房地產經紀門店傳統上幾乎完全專注於在二級市場執行交易，但近年來，彼等已成為新開發項目越來越重要的銷售渠道。開發商越來越依賴經紀門店來尋找潛在買家並將其帶到樣板房，並願意為成功的交易向經紀門店支付渠道費用。同時，經紀門店亦積極尋求進入新開發項目的權限，為客戶提供更多選擇，並通過渠道費用增加收入。本集團利用其與房地產開發商的關係，向參與本集團經紀網絡服務的經紀門店提供進入新房項目的權限，幫助彼等創造新房交易。就是項服務而言，本集團保留開發商支付的部分渠道費用，並將剩餘部分轉交予房友經紀公司。
- 本集團的房地產代理服務及房地產經紀網絡服務在一級市場上互為補充，互不競爭，原因為彼等為新房交易的兩個不同組成部分提供服務。儘管一手房代理服務專注於促成及執行交易，但經紀網絡服務主要幫助經紀門店成為新房項目的有效分銷渠道。就新房項目而言，開發商可同時利用房友經紀網絡尋找潛在買家，並利用本集團的房地產代理服務執行交易。倘房友網絡引入的購房者在本集團簽約提供房地產代理服務的項目現場完成交易，本集團通常有權獲得提供房地產代理服務的佣金以及房友網絡收取的渠道費用。

於重組完成後，TM Home將擁有及經營本集團的兩條業務線，即(i)目前由克而瑞經營的房地產數據及諮詢服務業務及(ii)天貓網絡合作的網上數字化房地產營銷服務業務，當中亦包括樂居(紐約證券交易所上市公司)的控股權。以下載列於重組完成後本集團將出售的業務詳情：

- **目前由克而瑞經營的房地產數據及諮詢服務業務：**房地產數據及諮詢服務專注於為處於項目開發及銷售過程各個階段的開發商以及其他有特殊要求及需求的客戶提供服務。該等服務主要包括數據服務、測評及排名服務以及諮詢服務。就房地產數據服務而言，本集團根據所覆蓋的城市數目、訂閱模塊及用戶賬戶，以及客戶所需要的額外服務量及類別，向客戶收取固定金額的服務費。就測評及排名服務而言，本集團利用本集團的數據研究及分析系統以及已發佈的研究報告及排名，在完成相關報告或排名後，通過提供增值服務(例如就與客戶有關的測評及排名編製媒體報告，以用於其營銷)向客戶收取服務費。就諮詢服務而言，本集團在整個設計、開發及銷售階段為開發商客戶提供房地產諮詢服務，並解決彼等遇到的具體問題，此外，亦向商業銀行、房地產行業協會、政府物業及規劃機構以及有意投資房地產行業的投資者提供房地產諮詢服務，本集團據此向彼等收取服務費。

- **天貓網絡合作的網上房地產營銷服務業務：**TM Home經營的網上數字化房地產營銷服務業務已建成房地產信息服務平台及虛擬交易平台。TM Home邀請開發商、房地產經紀機構及其他房地產交易機構在平台上開設網店。TM Home為維護該等網店收取年費，並向通過網上平台進行的交易收取佣金。
- **樂居：**樂居為一間在紐約證券交易所上市的公司，乃中國一間具領導地位的線上線下房地產服務供應商，主要從事透過其網上平台提供房地產電子商務、網上廣告及網上掛牌服務。樂居將網上平台與線下服務整合互補，促成住宅物業交易。樂居主要就新住宅物業銷售提供房地產電子商務服務，包括向潛在購房者出售優惠券，並促成房產參觀、營銷活動及預售客戶支持。就網上廣告服務而言，樂居主要通過打包的線上跨媒體、跨平台產品組合（包括樂居及其他獨立銷售點擁有的產品組合），向廣告商（主要為房地產開發商及家居供應商）提供全面的廣告投放服務，據此，樂居賺取廣告收入。就網上掛牌服務而言，樂居向房地產經紀人提供收費的網上房地產掛牌服務，並向個人房地產賣家提供免費服務。

本集團已經營並將繼續經營餘下業務（獨立於重組完成後本集團將出售的業務）。本集團自2000年成立以來一直提供房地產代理服務，且自2016年以來一直開展房地產經紀網絡服務。相反，TM Home經營的網上數字化營銷平台僅在2021年成立。當本集團向房地產開發商推銷自己時，其可提供一系列線上及線下服務，並為開發商的營銷需求提供一站式服務，在此範圍內TM Home及樂居補充餘下業務，但在其他方面就餘下業務並無關連、並非必不可少或不可或缺。鑒於上述餘下業務悠長的經營歷史、獨特的業務模式以及負責餘下業務的管理團隊獨立於負責出售集團的管理團隊，餘下業務與出售集團之間有清晰劃分，出售事項將僅對本集團餘下業務的經營造成輕微影響。

經計及上文所述及基於目前可得的資料，董事會相信，進行重組及出售事項後，餘下業務將能讓餘下集團符合上市規則第13.24條有關足夠的業務運作及資產的規定。本公司確認，截至本公告日期，其無意於重組生效日期後的不久將來出售或削減餘下業務。

## 債權人特殊目的公司

截至本公告日期，尚未設立債權人特殊目的公司。誠如上文所述，於重組生效日期前，本公司將為實施重組設立債權人特殊目的公司。於重組生效日期，持有舊票據的每位計劃債權人將有權接收債權人特殊目的公司的股份。債權人特殊目的公司的股份將參考每位有關計劃債權人於記錄時間所持有的計劃債權人申索佔該等計劃債權人之計劃債權人申索的比例而按比例進行分配。於重組生效日期，債權人特殊目的公司的100%股份將轉讓予持有舊票據的計劃債權人。

## TM Home

TM Home乃於2021年1月29日註冊成立，旨在通過TM Home外商獨資企業開發天貓好房網上房地產營銷及交易平台。

TM Home由本集團及TM Home少數股東共同設立，實繳股本為1,500,000美元。股份認購協議項下擬進行的交易已於2023年7月27日舉行的本公司股東特別大會上獲獨立股東批准。於2023年8月15日完成第一次TM Home股份發行後，截至本公告日期，本公司及TM Home少數股東分別持有TM Home約89.207%和10.793%的已發行股本。於第二次TM Home股份發行完成後，本公司及TM Home少數股東將分別持有TM Home約99.212%和0.788%的已發行股本。第二次TM Home股份發行須於重組生效日期及緊接根據重組向可換股債券股東發行可換股債券分配前進行。出售事項完成後，TM Home將不再為本公司的附屬公司。

TM Home目前從事網上房地產營銷及交易平台營運業務。

以下載列截至2021年及2022年12月31日止兩個財政年度基於TM Home集團未經審計管理賬目的TM Home集團未經審計綜合財務資料概要（根據香港財務報告準則編製）：

|        | 截至2022年<br>12月31日<br>止年度<br>人民幣千元（未經審計） | 截至2021年<br>12月31日<br>止年度 |
|--------|---|--------------------------|
| 收入     | 3,881,570                               | 252,905                  |
| 稅前虧損淨額 | (1,765,127)                             | (484,674)                |
| 稅後虧損淨額 | (1,690,656)                             | (429,197)                |

根據TM Home集團的未經審計綜合財務資料，截至2022年12月31日，TM Home集團的資產淨值為約人民幣206百萬元。

### 進行潛在出售事項的實體之財務資料

誠如上文所述，於重組完成後，TM Home將擁有及經營本集團的兩條業務線，即(i)目前由克而瑞經營的房地產數據及諮詢服務業務及(ii)天貓網絡合作的網上數字化房地產營銷服務業務，當中亦包括樂居的控股權。TM Home將不會經營或持有本公司以「房友」品牌開展的房地產經紀網絡服務，重組後有關服務將繼續由本公司經營。

為作說明，以下載列於重組完成後（即經合併克而瑞及剔除本公司以「房友」品牌開展的房地產經紀網絡服務後）截至2021年及2022年12月31日止兩個財政年度基於TM Home及本公司其他相關附屬公司未經審計管理賬目的TM Home集團未經審計合併財務資料：

|        | 截至2022年<br>12月31日<br>止年度<br>人民幣千元（未經審計） | 截至2021年<br>12月31日<br>止年度 |
|--------|---|--------------------------|
| 收入     | 2,902,017                               | 4,340,938                |
| 稅前虧損淨額 | (1,212,907)                             | (1,269,737)              |
| 稅後虧損淨額 | (1,138,857)                             | (1,156,768)              |

根據TM Home集團於重組完成後的未經審計合併財務資料，(i)截至2021年及2022年12月31日，TM Home集團於重組完成後的資產淨值分別為約人民幣592百萬元及人民幣984百萬元及(ii)截至2021年及2022年12月31日，TM Home集團於重組完成後的資產總值分別為約人民幣4,484百萬元及人民幣2,726百萬元。上述TM Home集團於重組完成後的未經審計合併財務資料乃為作說明且僅供股東參考。

## 出售事項的財務影響

假設出售事項已於2023年6月30日完成，預期本集團將自出售事項錄得出售收益約人民幣6,333,157,000元（相當於約7,156,474,000港元）。

出售收益人民幣6,333,157,000元計算如下：

|                                 | 人民幣千元                   |
|---------------------------------|-------------------------|
| (a) 終止確認舊票據及可換股票據的賬面值以及應計利息     | <u>5,803,003</u>        |
| (b) 按公允價值確認出售集團於2023年7月31日的保留股權 | 1,115,537               |
| 減                               |                         |
| (c) 現金代價                        | (349,550)               |
| (d) 終止確認出售集團的資產及負債賬面值           | (60,383)                |
| (e) 交易成本                        | (82,894)                |
| (f) 有關出售事項的估計稅項開支               | (92,556)                |
| 合計                              | <u><u>6,333,157</u></u> |

計算上述出售收益時，已計及本公司截至2023年6月30日舊票據及可換股票據項下負債約人民幣5,803,003,000元（相當於約6,557,399,000港元）。

## 進行出售事項的理由及裨益

誠如重組支持協議（可換股債券）公告所述，本公司積極與其顧問討論以形成經適當考慮所有利益相關者情況後的重組方案。因此，且為重組本公司的債務（包括舊票據及可換股票據），本公司建議實施新計劃。透過出售事項，除應付計劃債權人的現金代價外，TM Home的股份將於重組生效日期配發及發行予債權人特殊目的公司，我們認為此舉是促成實施新計劃及重組的必要步驟。

經計及上述資料（包括TM Home估值及克而瑞估值），董事會（不包括收購守則獨立董事委員會的成員，彼等的觀點將載於供股通函及本公司將就（其中包括）出售事項、特別交易2及特別交易3而刊發的通函）認為，出售事項的條款（乃按一般商業條款作出）屬公平合理並符合本公司及其股東的整體利益。

## 上市規則涵義

根據上市規則第14.29條，出售事項構成一項視作出售。由於出售事項的最高適用百分比率（定義見上市規則第14.07條）超過75%，根據上市規則第14.06(4)條，出售事項構成本公司非常重大出售事項，因此須遵守上市規則第十四章的通告、公告、通函及股東批准規定。此外，出售事項須待相關法院批准新計劃後，方可作實。董事會（不包括收購守則獨立董事委員會的成員，彼等的觀點將載於供股通函及本公司將就（其中包括）出售事項、特別交易2及特別交易3而刊發的通函）認為，出售事項的條款（乃按一般商業條款作出）屬公平合理並符合本公司及其股東的整體利益。

據董事所深知，截至本公告日期，(1)淘寶中國持有145,588,000股股份，佔本公司截至本公告日期已發行股本總額約8.324%；及(2)可換股債券持有人、TM Home少數股東及淘寶中國均為阿里巴巴控股全資附屬公司。因此，根據上市規則第14.46條，淘寶中國作為可換股債券持有人及TM Home少數股東的聯繫人，須就將於出售股東特別大會上通過的決議案放棄投票。

鑒於將由周忻先生（作為包銷商）承購的供股的包銷可能導致本公司控制權出現潛在變動，本公司已就出售事項向聯交所申請且聯交所已授出豁免嚴格遵守上市規則第14.06E條（「上市規則豁免」），理由如下：

**(i) 周忻先生一直並將繼續為單一最大股東**

截至2022年12月31日止三個年度，單一最大股東並無變動，緊隨供股完成後單一最大股東亦不會出現變動。於本公告日期，周忻先生於合共398,613,499股股份（不包括因根據本公司首次公開發售前購股權計劃授出的購股權獲行使而將予發行的14,460,000股股份）中擁有權益，佔本公司已發行股本約22.8%。供股完成後，假設周忻先生根據供股認購所有包銷股份，周忻先生（及其一致行動人士）將於本公司經供股擴大後約64.90%已發行股本中擁有權益。根據本公司目前可得資料，除周忻先生及其一致行動人士外，概無其他股東(a)於本公告日期，於本公司10%以上已發行股本中擁有權益及(b)預期於本公司經供股擴大後10%以上已發行股本中擁有權益。因此，周忻先生一直並將於供股完成後繼續為單一最大股東。

**(ii) 本公司正進行重組且無意進行反向收購**

儘管周忻先生於本公司已發行股本的權益可能構成因與供股有關的包銷安排而出現控制權變動，但周忻先生一直並將繼續為單一最大股東。因此，周忻先生可能增加於本公司股權僅為技術性控制權變動。此外，出售事項及供股構成重組的一部分，也是本公司認為對自身擺脫財務困難屬必要的商業措施，本公司無意進行反向收購或為以重組方式進行反向收購而以任何方式試圖將任何交易重新排序。

**(iii) 周忻先生是擔任供股包銷商的最合適及最相關的利益相關者**

供股的主要目的是撥付現金代價，現金代價是重組代價不可或缺的一部分。鑒於本公司情況（包括其財務狀況）及包銷安排條款（可能不涉及包銷費用及佣金），經數次嘗試找到同意擔任供股包銷商的金融機構後，本公司後續斷定(i)委聘與本公司並無關聯的第三方擔任供股包銷商不切實際，及(ii)周忻先生（作為本公司創始人及單一最大股東）乃擔任包銷商及支持重組的最合適及最相關的利益相關者。

在有關豁免的詳情及理由已於本公告披露的條件下，聯交所已授出上述豁免。

## 收購守則涵義、申請清洗豁免及特別交易

茲提述供股公告及供股通函。誠如供股通函所披露，周忻先生及其一致行動人士(包括中國房產信息集團、易居(中國)控股、On Chance及Regal Ace)合共於398,613,499股股份中擁有權益，佔本公司已發行股本約22.8%。周忻先生已作出不可撤銷承諾，以促使中國房產信息集團、易居(中國)控股、On Chance及Regal Ace各自承購根據供股彼等分別將獲暫定配發之合共478,336,198股供股股份並支付相應股款。假設合資格股東概無承購供股股份(中國房產信息集團、易居(中國)控股、On Chance及Regal Ace根據不可撤銷承諾將承購者除外)及概無未獲認購供股股份根據補償安排獲成功配售，周忻先生(作為包銷商)將須承購最多1,620,535,238股供股股份。於該等情況下及於供股完成後，假設除配發及發行供股股份外，本公司已發行股本並無變動，周忻先生及其一致行動人士(包括中國房產信息集團、易居(中國)控股、On Chance及Regal Ace)將合共於2,497,484,934股股份中擁有權益，佔經發行供股股份擴大後本公司已發行股本約64.90%。因此，除非獲授清洗豁免，否則周忻先生將須根據收購守則規則26就其及其一致行動人士(包括中國房產信息集團、易居(中國)控股、On Chance及Regal Ace)尚未擁有或同意收購的所有股份提出強制性收購要約。周忻先生已根據收購守則規則26豁免註釋1向執行人員申請清洗豁免。清洗豁免(倘獲執行人員授出)須待(其中包括)(i)獨立股東於供股股東特別大會上以投票表決方式所投獨立票中，至少75%票數批准清洗豁免；及(ii)超過50%的獨立股東於供股股東特別大會及出售股東特別大會上以投票表決方式批准供股、配售協議、包銷協議、特別交易及其項下擬進行的交易後，方可作實。周忻先生、其聯繫人及其一致行動人士(包括中國房產信息集團、易居(中國)控股、On Chance及Regal Ace)、淘寶中國及其聯繫人(包括可換股債券持有人)以及任何參與供股、配售協議、包銷協議、特別交易及其項下擬進行的交易及／或清洗豁免或於當中擁有權益(因身為股東而擁有權益之情況除外)或重大權益的股東須於供股股東特別大會及出售股東特別大會上就相關決議案放棄投票。

誠如供股通函進一步所述，淘寶中國於145,588,000股股份（誠如供股通函所披露，佔本公司已發行股本約8.324%）中擁有權益，且本公司就可換股票據對可換股債券持有人（即淘寶中國的聯繫人）負有債務。根據本公司於最後可行日期就供股通函的可得資料及除上文所披露者外，本公司概不知悉存在任何其他計劃債權人為股東。根據收購守則，(i)動用供股所得款項向可換股債券持有人（即淘寶中國的聯繫人兼計劃債權人）及亦可能屬股東的其他計劃債權人支付重組代價（即特別交易1），(ii)於重組生效日期，參考舊票據持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向債權人特殊目的公司（其將由持有舊票據且亦可能屬股東的計劃債權人擁有）發行TM Home新股份（即特別交易2），及(iii)於重組生效日期，參考可換股債券持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向可換股債券股東（即淘寶中國的聯繫人）發行TM Home新股份（即特別交易3），各自將構成一項並非適用於所有股東的有利條件，因此屬於收購守則規則25項下的特別交易且須獲執行人員同意。執行人員同意（倘獲授出）須待(i)收購守則獨立董事委員會的獨立財務顧問公開表示特別交易之條款屬公平合理；及(ii)獨立股東於一次或多次股東大會上以投票表決方式批准特別交易後，方可作實。本公司正在根據收購守則規則25註釋5就特別交易尋求執行人員同意。供股須待（其中包括）執行人員授出清洗豁免、執行人員同意特別交易及獨立股東於(i)供股股東特別大會上批准供股、配售協議、包銷協議、特別交易1及其項下擬進行的交易以及上述清洗豁免及(ii)出售股東特別大會上批准後，方可作實。倘未獲授出清洗豁免或同意特別交易及／或未能取得獨立股東批准，供股將不會進行。

## 收購守則獨立董事委員會及獨立財務顧問

由全體非執行董事（蔣珊珊女士除外，彼目前於阿里巴巴控股擔任投資總監，可能就特別交易存在利益衝突）及獨立非執行董事楊勇先生、宋家俊先生、陳代平先生、張磅先生、朱洪超先生、王力群先生及李勁先生組成的收購守則獨立董事委員會已根據收購守則規則2.8成立，以就供股、配售協議、包銷協議及其各自項下擬進行的交易、特別交易及清洗豁免以及如何就上述事項投票向獨立股東提供推薦意見。

邁時資本有限公司已獲委任為獨立財務顧問，以就供股、配售協議、包銷協議及其各自項下擬進行的交易、清洗豁免及特別交易以及如何就上述事項投票向收購守則獨立董事委員會及獨立股東提供意見。收購守則獨立董事委員會已根據收購守則規則2.1批准委任獨立財務顧問。

## 一般事項

本公司將召開及舉行出售股東特別大會，供股東考慮及酌情批准出售事項、特別交易2及特別交易3。一份載有（其中包括）(i)出售事項的資料，(ii)本集團的財務資料，(iii) TM Home及其附屬公司於出售事項完成後的財務資料，(iv)本集團於出售事項完成後的未經審計備考財務資料，(v) TM Home及克而瑞估值報告，(vi)中匯安達及獨立財務顧問根據上市規則及收購守則的規定就TM Home及克而瑞的若干財務資料及估值報告發出的函件，及(vii)所有與供股、清洗豁免、特別交易有關的相關資料，以及收購守則獨立董事委員會的推薦建議函件及獨立財務顧問的意見函件（內容有關（其中包括）彼等各自就特別交易2及特別交易3的推薦建議）的通函，預期將於2024年1月16日或之前寄發予股東，原因為需要更多時間編製將載入通函的相關資料。

## 買賣股份的風險警告

本公司股東及潛在投資者務請注意，出售事項須待(1)相關法院批准新計劃，(2)於出售股東特別大會及供股股東特別大會上獲得獨立股東批准，及(3)由於出售事項構成將支付予計劃債權人的重組代價的一部分，執行人員根據收購守則規則25就特別交易授出同意後，方可作實。因此，股東及潛在投資者於買賣股份時務請審慎行事。

本公司股東及潛在投資者務請注意，本公司擬刊發的內容有關出售事項的通函須與供股通函一併閱讀。股東於作出有關在出售股東特別大會及供股股東特別大會上投票的決定前應一併審閱上述兩份通函。

## 釋義

於本公告內，除文義另有所指外，下列詞彙具有以下涵義：

「2022年票據」 指 本公司於2019年10月18日發行的200,000,000美元於2022年到期的7.625%優先無抵押票據（國際證券號碼：XS2066636429，普遍編號：206663642）以及本公司於2020年8月14日額外發行的100,000,000美元於2022年到期的7.625%優先無抵押票據，其已與2019年10月18日發行的200,000,000美元於2022年到期的7.625%優先無抵押票據合併

|           |   |   |
|-----------|---|---|
| 「2023年票據」 | 指 | 本公司於2020年12月10日發行的200,000,000美元於2023年到期的7.60%優先無抵押票據（國際證券號碼：XS2260179762，普遍編號：226017976）以及本公司於2021年6月11日額外發行的100,000,000美元於2023年到期的7.60%優先無抵押票據，其已與2020年12月10日發行的200,000,000美元於2023年到期的7.60%優先無抵押票據合併 |
| 「加入契約」    | 指 | 重組支持協議的加入契約，據此，個別人士利用重組支持協議附表3所載表格以同意債權人身份成為訂約方，該表格範本將可於 <a href="https://sites.dfkingltd.com/E-House">https://sites.dfkingltd.com/E-House</a> 瀏覽並可透過該網站以電子方式遞交                                       |
| 「阿里巴巴中國」  | 指 | 阿里巴巴（中國）網絡技術有限公司，根據中國法律註冊成立的公司，為阿里巴巴控股的間接全資附屬公司   |
| 「阿里巴巴控股」  | 指 | 阿里巴巴集團控股有限公司，於開曼群島註冊成立的公司，其美國存託股份（每股代表八股普通股）於紐約證券交易所上市（股份代號：BABA），其普通股於聯交所主板上市（股份代號：9988）   |
| 「董事會」     | 指 | 董事會   |
| 「營業日」     | 指 | 任何日子（星期六、星期日、法定假期或紐約市、中華人民共和國、香港或開曼群島銀行機構依照法律或政府規定獲准或必須關門的其他日子除外）   |
| 「開曼法院」    | 指 | 開曼群島大法院及任何有能力審理其上訴的法院   |
| 「開曼計劃」    | 指 | 如重組支持協議及條款清單所擬定，本公司與計劃債權人根據開曼公司法第86條為實施重組而提出實施的安排計劃   |
| 「開曼計劃會議」  | 指 | 可換股債券持有人開曼計劃會議與票據持有人開曼計劃會議的統稱   |

|                  |   |  |
|------------------|---|--|
| 「可換股債券持有人」       | 指 | 阿里巴巴香港有限公司，可換股票據的票據持有人（定義見票據文據），其為淘寶中國的聯營公司及根據香港法例註冊成立的有限公司，由阿里巴巴控股間接全資擁有  |
| 「可換股債券持有人開曼計劃會議」 | 指 | 按開曼法院頒令為考慮及酌情批准開曼計劃而召開的有關開曼計劃的可換股債券持有人會議及其任何續會   |
| 「可換股債券持有人香港計劃會議」 | 指 | 按香港高等法院頒令為考慮及酌情批准香港計劃而召開的有關香港計劃的可換股債券持有人會議及其任何續會   |
| 「可換股債券股東」        | 指 | 可換股債券持有人或由可換股債券持有人選定的可換股債券持有人的任何聯屬人士   |
| 「主席」             | 指 | 董事會主席  |
| 「中金公司」           | 指 | 中國國際金融香港證券有限公司，一家在香港註冊成立的有限公司及根據證券及期貨條例可從事第1類（證券交易）、第2類（期貨合約交易）、第4類（就證券提供意見）、第5類（就期貨合約提供意見）及第6類（就機構融資提供意見）受規管活動的持牌法團 |
| 「中金公司配售協議」       | 指 | 本公司與中金公司就配售事項訂立的日期為2023年6月19日的配售協議   |
| 「公司條例」           | 指 | 香港適用的公司條例（香港法例第622章）   |
| 「本公司」            | 指 | 易居（中國）企業控股有限公司（前稱房友信息技術有限公司），一家於2010年2月22日根據開曼群島法律註冊成立的獲豁免有限公司（股份代號：2048）  |
| 「補償安排」           | 指 | 涉及配售代理根據上市規則第7.21(1)(b)條按照配售協議基於盡力基準配售未獲認購供股股份（如有）的安排  |

|             |   |  |
|-------------|---|--|
| 「關連交易通函」    | 指 | 本公司日期為2023年7月6日的通函，內容有關(其中包括)有關TM Home股份發行的須予披露及關連交易   |
| 「同意債權人」     | 指 | 作為主事人而持有舊票據直接或實益權益的人士，其已同意受重組支持協議條款所約束   |
| 「可換股票據」     | 指 | 本公司於2020年11月4日向可換股債券持有人發行的1,031,900,000港元於2023年11月4日到期的2.0%可換股票據並由為擔保本公司於舊票據項下的責任提供無條件及不可撤銷擔保的本公司若干附屬公司擔保，經不時修訂及補充 |
| 「中國房產信息集團」  | 指 | 中國房產信息集團(前稱CRIC控股有限公司)，一家於2008年8月21日在開曼群島註冊成立的有限公司，由周忻先生最終控制並為我們的主要股東之一，其董事為周忻先生                                   |
| 「債權人特殊目的公司」 | 指 | 本公司將為舊票據持有人設立的公司，其所有股份將於重組生效日期參考每位有關計劃債權人於記錄時間所持有的計劃債權人申索佔該等計劃債權人之計劃債權人申索的比例按比例分配予持有舊票據的計劃債權人                      |
| 「克而瑞」       | 指 | 上海克而瑞信息技術有限公司，一家於中國成立的有限公司，於出售事項完成前為本公司的附屬公司   |
| 「克而瑞證券」     | 指 | 克而瑞證券有限公司，一家在香港註冊成立的有限公司及根據證券及期貨條例可從事第1類(證券交易)、第4類(就證券提供意見)及第9類(提供資產管理)受規管活動的持牌法團                                  |
| 「克而瑞證券配售協議」 | 指 | 本公司與克而瑞證券就配售事項訂立的日期為2023年6月19日的配售協議  |
| 「董事」        | 指 | 本公司董事  |

|                  |   |  |
|------------------|---|--|
| 「出售事項」           | 指 | 因向債權人特殊目的公司及可換股債券股東發行若干TM Home的新股份而被本公司視為的出售事項，發行比例乃參考舊票據持有人及可換股債券持有人各自於記錄時間分別持有的計劃債權人申索總額比例釐定，發行股份佔TM Home於有關發行後經擴大股本的合共65%股權 |
| 「出售股東特別大會」       | 指 | 本公司將召開以考慮並酌情批准出售事項、特別交易2及特別交易3之股東特別大會  |
| 「出售集團」           | 指 | 重組完成後本集團將出售的實體及業務，其將包括TM Home、克而瑞、樂居及彼等各自的附屬公司   |
| 「易居(中國)控股」       | 指 | 易居(中國)控股有限公司，一家於2004年8月27日在開曼群島註冊成立的有限公司，由周忻先生最終控制並為本公司主要股東之一  |
| 「執行人員」           | 指 | 證監會企業融資部執行董事或任何獲其授權的人士   |
| 「第一次股份認購協議完成」    | 指 | 根據股份認購協議完成第一批認購股份的發行及認購  |
| 「第一次認購」          | 指 | 根據股份認購協議在第一次股份認購協議完成時認購第一次TM Home股份發行  |
| 「第一批認購股份」        | 指 | TM Home根據股份認購協議在第一次股份認購協議完成日期將發行的50,209,195股新股   |
| 「第一次TM Home股份發行」 | 指 | 根據股份認購協議於2023年8月15日發行第一批認購股份   |
| 「本集團」            | 指 | 本公司、其附屬公司及其不時透過合約安排持有的併表聯屬實體   |
| 「高等法院」           | 指 | 香港高等法院   |

|              |   |   |
|--------------|---|---|
| 「香港計劃」       | 指 | 如重組支持協議(可換股債券)及條款清單所擬定，根據公司條例第673條及第674條，本公司與計劃債權人為實施重組而建議實行的安排計劃   |
| 「香港計劃會議」     | 指 | 可換股債券持有人香港計劃會議與票據持有人香港計劃會議的統稱   |
| 「香港」         | 指 | 中國香港特別行政區   |
| 「獨立財務顧問」     | 指 | 邁時資本有限公司，為根據證券及期貨條例可從事第1類(證券交易)及第6類(就機構融資提供意見)受規管活動的持牌法團，為本公司委任的獨立財務顧問，以就供股、配售協議、包銷協議及其項下擬進行的交易、特別交易及清洗豁免以及有關該等事宜的投票行動向收購守則獨立董事委員會及獨立股東提供意見                     |
| 「獨立股東」       | 指 | 除周忻先生、其聯繫人及其一致行動人士(包括中國房產信息集團、易居(中國)控股、On Chance及Regal Ace)、淘寶中國及其聯繫人(包括可換股債券持有人)以及任何參與供股、配售協議、包銷協議、特別交易及其項下擬進行的交易及／或清洗豁免或於當中擁有權益(因身為股東而擁有權益之情況除外)或重大權益的股東之外的股東 |
| 「不可撤銷重組支持邀請」 | 指 | 本公司就合資格持有人(定義見重組支持協議公告)提交妥為簽立的重組支持協議加入契約及受限制票據通知，以支持本公司重組而發出的不可撤銷重組支持邀請   |
| 「不可撤銷重組支持」   | 指 | 合資格持有人(定義見重組支持協議公告)提交妥為簽立的重組支持協議加入契約及受限制票據通知，以支持本公司重組   |
| 「樂居」         | 指 | 樂居控股有限公司，一家於2013年11月20日在開曼群島註冊成立的有限公司並於紐交所上市，證券代碼為LEJU，於出售事項完成前為本公司附屬公司   |

|               |   |  |
|---------------|---|--|
| 「上市規則」        | 指 | 聯交所證券上市規則  |
| 「管理層特殊目的公司」   | 指 | 本公司若干高級管理層成員（彼等概非董事）就持有TM Home股份而設立的特殊目的公司                             |
| 「周忻先生」        | 指 | 周忻先生，主要股東、執行董事兼主席  |
| 「新業務合作協議」     | 指 | 天貓網絡、TM Home外商獨資企業及TM Home就TM Home的業務營運訂立的日期為2023年4月2日的新業務過渡協議         |
| 「新計劃」         | 指 | 開曼計劃及香港計劃  |
| 「票據文據」        | 指 | 本公司於2020年11月4日為可換股債券持有人（作為票據持有人（定義見票據文據））的利益訂立的構成可轉換為本公司普通股的可換股票據的票據文據 |
| 「票據持有人開曼計劃會議」 | 指 | 按開曼法院頒令為考慮及酌情批准開曼計劃而召開的有關開曼計劃的計劃債權人（可換股債券持有人除外）會議及其任何續會                |
| 「票據持有人香港計劃會議」 | 指 | 按香港高等法院頒令為考慮及酌情批准香港計劃而召開的有關香港計劃的計劃債權人（可換股債券持有人除外）會議及其任何續會              |
| 「紐交所」         | 指 | 紐約證券交易所  |
| 「義務人」         | 指 | 本公司及附屬公司擔保人的統稱；單個「義務人」指彼等其中任何一方  |
| 「舊票據」         | 指 | 2022年票據及2023年票據  |
| 「On Chance」   | 指 | On Chance, Inc.，一家於2002年1月21日在英屬維爾京群島註冊成立的公司，由周忻先生全資擁有，其董事為周忻先生        |

|             |   |   |
|-------------|---|---|
| 「配售」        | 指 | 配售代理及／或其分配售代理根據配售協議的條款及條件按盡力基準向承配人配售最多1,620,535,238股未獲認購供股股份  |
| 「配售代理」      | 指 | 中金公司及克而瑞證券的統稱，即本公司根據配售協議委任的配售代理，而單數「配售代理」指其中任何之一  |
| 「配售協議」      | 指 | 中金公司配售協議及克而瑞證券配售協議的統稱，而單數「配售協議」指其中任何一份協議  |
| 「中國」        | 指 | 中華人民共和國，就本公告而言，不包括香港、澳門特別行政區及台灣   |
| 「中國控股公司」    | 指 | 易居企業(中國)集團有限公司(前稱易居(中國)企業集團有限公司)，一家於2006年7月3日在中國成立的有限公司，為本公司的間接全資附屬公司   |
| 「記錄時間」      | 指 | 本公司就確定計劃債權人申索而指定的時間，以於以下會議上表決：(i)按開曼法院頒令為考慮及酌情批准開曼計劃而召開的有關開曼計劃的計劃債權人會議及其任何續會及(ii)按香港高等法院頒令為考慮及酌情批准香港計劃而召開的有關香港計劃的計劃債權人會議及其任何續會          |
| 「Regal Ace」 | 指 | Regal Ace Holdings Limited，一家於2015年7月10日在英屬維爾京群島註冊成立的公司，由周忻先生擁有51%，其董事為周忻先生   |
| 「餘下集團」      | 指 | 出售事項完成後的本公司及其附屬公司   |
| 「受限制票據通知」   | 指 | 形式大致上與重組支持協議附表3所載者相同的通知，該通知範本將可於 <a href="https://sites.dfkingltd.com/E-House">https://sites.dfkingltd.com/E-House</a> 瀏覽並可透過該網站以電子方式遞交 |
| 「重組」        | 指 | 舊票據及可換股票據的義務人的債務重組，將按照條款清單所計劃的方式及條款進行   |

|                   |   |  |
|-------------------|---|--|
| 「重組生效日期」          | 指 | 重組的所有先決條件均已達成或獲豁免（視屬何情況而定）的日期，包括取得所有相關批准或同意                              |
| 「重組支持協議」          | 指 | 本公司、附屬公司擔保人及D.F. King Ltd.就重組訂立的日期為2023年4月2日且預期將經身為舊票據持有人的計劃債權人同意的重組支持協議 |
| 「重組支持協議（可換股債券）」   | 指 | 本公司、可換股債券持有人及D.F. King Ltd.就新計劃所訂立日期為2023年4月2日的重組支持協議                    |
| 「供股」              | 指 | 具有供股通函所賦予該詞的涵義   |
| 「供股公告」            | 指 | 本公司日期為2023年6月19日的公告，內容有關（其中包括）按於記錄日期每持有十(10)股股份獲發十二(12)股供股股份之基準進行供股      |
| 「供股通函」            | 指 | 本公司日期為2023年11月30日的通函，內容有關（其中包括）供股、清洗豁免及特別交易1                             |
| 「供股股東特別大會」        | 指 | 本公司將召開以考慮並酌情批准（其中包括）供股、配售協議、包銷協議、特別交易1及其項下擬進行的交易以及清洗豁免之股東特別大會            |
| 「重組支持協議公告」        | 指 | 本公司日期為2023年4月3日的公告，內容有關本公司不可撤銷重組支持邀請                                     |
| 「重組支持協議（可換股債券）公告」 | 指 | 本公司日期為2023年4月3日的公告，內容有關(i)重組支持協議（可換股債券），(ii) TM Home股份發行及(iii)新業務合作協議    |
| 「計劃」              | 指 | 香港計劃及開曼計劃  |
| 「計劃債權人申索」         | 指 | 具有重組支持協議公告所賦予該詞的涵義   |
| 「計劃債權人」           | 指 | 對義務人提起申索的本公司債權人，為（或將為）新計劃的對象   |

|                  |   |  |
|------------------|---|--|
| 「計劃條件」           | 指 | 計劃生效的各項先決條件，載於開曼計劃第5.2條及香港計劃第5.2條（視情況而定）   |
| 「計劃生效日期」         | 指 | 所有計劃條件已獲達成的首個營業日   |
| 「第二次股份認購協議完成」    | 指 | 根據股份認購協議完成第二批認購股份的發行及認購  |
| 「第二次認購」          | 指 | 根據股份認購協議在第二次股份認購協議完成時認購第二次TM Home股份發行  |
| 「第二批認購股份」        | 指 | TM Home根據股份認購協議在第二次股份認購協議完成日期將發行的1,000,000股新股  |
| 「第二次TM Home股份發行」 | 指 | 根據股份認購協議在第二次股份認購協議完成日期發行第二批認購股份  |
| 「證監會」            | 指 | 香港證券及期貨事務監察委員會   |
| 「股份」             | 指 | 本公司股本中每股面值0.00001美元的普通股  |
| 「股份認購協議」         | 指 | TM Home少數股東、本公司及TM Home就第一批認購股份及第二批認購股份訂立的日期為2023年4月2日的股份認購協議  |
| 「股東」             | 指 | 本公司股東  |
| 「特別交易1」          | 指 | 動用供股所得款項向可換股債券持有人（即淘寶中國的聯繫人兼計劃債權人）及亦可能屬股東的其他計劃債權人支付現金代價，其構成收購守則規則25註釋5項下的一項特別交易                                |
| 「特別交易2」          | 指 | 於重組生效日期，參考舊票據持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向債權人特殊目的公司（其將由持有舊票據且亦可能屬股東的計劃債權人擁有）發行TM Home新股份，其構成收購守則規則25註釋5項下的一項特別交易 |

|               |   |   |
|---------------|---|---|
| 「特別交易3」       | 指 | 於重組生效日期，參考可換股債券持有人於記錄時間持有的計劃債權人申索總額比例，按比例向可換股債券股東（即淘寶中國的聯繫人）發行TM Home新股份，其構成收購守則規則25註釋5項下的一項特別交易  |
| 「特別交易」        | 指 | 特別交易1、特別交易2及特別交易3的統稱  |
| 「聯交所」         | 指 | 香港聯合交易所有限公司   |
| 「附屬公司擔保人」     | 指 | 為擔保本公司於舊票據項下的責任提供無條件及不可撤銷擔保的本公司若干附屬公司   |
| 「收購守則」        | 指 | 證券及期貨事務監察委員會頒佈的公司收購及合併守則  |
| 「收購守則獨立董事委員會」 | 指 | 由全體非執行董事（蔣珊珊女士除外，彼目前於阿里巴巴控股擔任投資總監，可能就特別交易存在利益衝突）及獨立非執行董事楊勇先生、宋家俊先生、陳代平先生、張磅先生、朱洪超先生、王力群先生及李勁先生組成的獨立董事委員會，根據收購守則規則2.8成立，以就供股、配售協議、包銷協議及其各自項下擬進行的交易、特別交易及清洗豁免以及如何就上述事項投票向獨立股東提供推薦意見 |
| 「淘寶中國」        | 指 | 淘寶中國控股有限公司，根據香港法例註冊成立的有限公司，由阿里巴巴控股間接全資擁有  |
| 「條款清單」        | 指 | 重組支持協議（可換股債券）隨附的條款清單（可不時予以修訂）   |
| 「TM Home」     | 指 | TM Home Limited，一家於開曼群島註冊成立的有限公司，於出售事項完成前為本公司的附屬公司  |
| 「TM Home集團」   | 指 | TM Home及其不時的附屬公司  |

|                  |  |
|------------------|--|
| 「TM Home少數股東」指   | Alibaba Investment Limited，一家於英屬維爾京群島註冊成立的有限公司，為阿里巴巴控股的直接全資附屬公司  |
| 「TM Home股份發行」指   | TM Home根據股份認購協議透過第一次TM Home股份發行及第二次TM Home股份發行分別向本公司發行第一批認購股份及第二批認購股份  |
| 「TM Home外商獨資企業」指 | 上海天貓好房電子商務有限公司，一家根據中國法律註冊成立的公司及TM Home (Hong Kong) Limited的間接全資附屬公司。TM Home (Hong Kong) Limited為TM Home的全資附屬公司，而本公司擁有TM Home約89.207%的權益    |
| 「天貓網絡」指          | 浙江天貓網絡有限公司，一家根據中國法律註冊成立的公司，為阿里巴巴控股的綜合實體  |
| 「包銷商」指           | 周忻先生   |
| 「包銷協議」指          | 本公司與包銷商就供股訂立的日期為2023年6月19日的包銷協議  |
| 「未獲認購供股股份」指      | 具有供股通函所賦予該詞的涵義   |
| 「克而瑞估值報告」指       | 由估值師出具的日期為2023年12月10日的估值報告，內容有關克而瑞截至2023年7月31日的股權（估值師認為有關估值截至2023年12月10日並無重大差別），其全文載於本公告附錄六  |
| 「TM Home估值報告」指   | 由估值師出具的日期為2023年12月10日的估值報告，內容有關TM Home截至2023年7月31日的股權（剔除(i)克而瑞，及(ii)本公司以「房友」品牌開展的房地產經紀網絡服務各自的價值）（估值師認為有關估值截至2023年12月10日並無重大差別），其全文載於本公告附錄五 |

|          |   |  |
|----------|---|--|
| 「估值師」    | 指 | 獨立專業估值師藍策管理諮詢(香港)有限公司  |
| 「投票計劃申索」 | 指 | 就僅出於投票目的而評估各計劃債權人的計劃債權人申索而言，相等於以下兩項之和的價值：(i)於記錄時間舊票據及可換股票據(各計劃債權人作為主事人於其中持有經濟或實益權益)的未償還本金額及(ii)截至2023年6月30日(不含該日)與該等舊票據及可換股票據有關的所有累計未付利息 |
| 「清洗豁免」   | 指 | 根據收購守則規則26豁免註釋1的豁免，豁免周忻先生因作為包銷商根據包銷協議承購供股股份而須就彼及彼的一致行動人士(包括中國房產信息集團、易居(中國)控股、On Chance及Regal Ace)尚未擁有或同意收購的股份向股東提出強制性全面要約的責任             |

承董事會命  
易居(中國)企業控股有限公司  
主席  
周忻

香港，2023年12月11日

於本公告日期，董事會包括主席兼執行董事周忻先生；執行董事黃燦浩先生、丁祖昱博士及程立瀾博士；非執行董事蔣珊珊女士、楊勇先生、宋家俊先生及陳代平先生；以及獨立非執行董事張磅先生、朱洪超先生、王力群先生及李勁先生。

董事願就本公告所載資料的準確性共同及個別地承擔全部責任，並在作出一切合理查詢後確認，就彼等所深知，本公告內所表達的意見乃經審慎周詳考慮後作出，且本公告並無遺漏其他事實，足以致令本公告所載任何陳述產生誤導。

## 附錄一 — 董事會函件

敬啟者：

吾等提述本公司日期為2023年12月11日的公告（「該公告」），本函件構成其中一部分。除文義另有所指外，本函件所用詞彙與該公告所界定者具有相同涵義。

吾等提述藍策管理諮詢（香港）有限公司（「估值師」）就TM Home截至2023年7月31日的股權（估值師認為有關估值截至2023年12月10日並無重大差別）所出具日期為2023年12月10日的估值報告（「估值報告」），其構成上市規則第14.61條所界定的盈利預測（「盈利預測」）。

吾等已與估值師討論多方面事宜，包括估值報告編製所依據之基準及假設，並審閱估值師負責之估值報告。吾等亦已考慮中匯安達會計師事務所有限公司就盈利預測在會計政策及計算方面是否適當遵照估值報告所載之基準及假設發出之日期為2023年12月11日之函件。

基於上文所述，根據上市規則第14.62(3)條，吾等謹此確認估值報告項下之盈利預測乃經董事會審慎周詳的查詢後始行作出。

此致

香港  
中環康樂廣場8號  
交易廣場2座12樓  
香港聯合交易所有限公司 台照

代表董事會  
易居（中國）企業控股有限公司  
主席  
周忻  
謹啟

2023年12月11日

## 附錄二 — 中匯安達會計師事務所有限公司就上市規則及收購守則目的發出之函件

敬啟者：

吾等已就易居(中國)企業控股有限公司(「**貴公司**」)日期為2023年12月11日之公告(「**該公告**」) 審閱藍策管理諮詢(香港)有限公司(「**估值師**」)為評估TM Home Limited(「**TM Home**」)於基準日為2023年7月31日的公允價值而對TM Home之商業價值之相關估值(「**估值**」)未來貼現現金流(「**預測**」)所採用之主要會計政策及計算方法。根據公司收購、合併及股份回購守則規則10及香港聯合交易所有限公司證券上市規則第14.61條，於2023年8月至2030年12月的財務預測期間基於貼現未來估計現金流的估值被視為盈利預測。

### 董事的責任

貴公司董事僅負責編製預測及編製預測所依據的假設(「**假設**」)之合理性及有效性。

### 貴公司的獨立性及質量管理

吾等已遵守香港會計師公會(「**香港會計師公會**」)所頒佈的專業會計師道德守則中對獨立性及其他職業道德的要求，有關守則是基於誠信、客觀性、專業勝任能力和應有的關注、保密及專業行為的基本原則而制定。

本所應用香港質量控制準則第1號，因此保持一個完整的質量控制制度，包括制定有關遵守職業道德要求、專業準則以及適用的法律和監管要求的政策和程序守則。

### 申報會計師的責任

吾等的責任是根據吾等之程序對預測的會計政策與計算發表意見，並僅就該公告向閣下(作為整體)報告吾等之意見，此外再無其他目的。吾等概不會就吾等工作所產生或涉及的任何事宜，向任何其他人士承擔責任。

吾等的工作是根據香港投資通函報告委聘準則第500號「盈利預測、足夠營運資金聲明及負債聲明之報告」及參照香港會計師公會所頒佈的香港鑒證業務準則第3000號(經修訂)「歷史財務資料審計或審閱以外的鑒證業務」開展工作。該等準則要求吾等計劃及執行鑒證業務的工作，就會計政策及計算方法而言，對 貴公司董事是否已根據董事採納的假設妥善編製預測，及預測的呈列基準是否於所有重大方面與 貴集團一般採納的會計政策一致取得合理保證。由於吾等的工作範圍遠較按香港會計師公會所頒佈的香港審計準則進行的審計的範圍為小，故此吾等不會發表審計意見。

假設包括有關對可能或預期可能不會發生的未來事件及管理層行動的推測性假設。即使所預計的事件及行動發生，但實際結果仍可能會與預測有異，且其差異可能會重大。

## 意見

吾等認為，就會計政策及計算方法而言，預測已按該公告所載的董事所採納的假設妥為編製，且呈列基準於各重大方面與 貴集團一般採納之會計政策保持一致。

此致

中國上海市  
靜安區  
廣延路383號  
引力樓11樓  
郵政編碼：200072  
易居(中國)企業控股有限公司  
董事會 台照

中匯安達會計師事務所有限公司  
執業會計師  
香港

謹啟

2023年12月11日

## 附錄三 — 中匯安達會計師事務所有限公司就收購守則目的發出之函件

敬啟者：

吾等已就編製(i)「有關訂約方的資料 — TM Home」一節所載TM Home Limited (「**TM Home**」) 及其附屬公司 (統稱「**出售集團**」) 截至2022年12月31日止兩個年度的未經審計稅前淨虧損及稅後淨虧損，(ii)「**出售事項的財務影響**」一節所載未經審計出售收益，(iii) TM Home截至2023年6月30日止六個月的未經審計財務報表及附錄五所載TM Home 8年(2023年8月至2030年12月)財務預測，(iv)附錄六所載克而瑞截至2020年、2021年及2022年12月31日止年度以及截至2023年6月30日止六個月的利潤表(上述(i)、(ii)、(iii)及(iv)統稱為「**未經審計備考財務資料**」)(由易居(中國)企業控股有限公司(「**貴公司**」，貴公司及其附屬公司統稱「**貴集團**」)董事編製以供載入日期為2023年12月11日的公告，內容有關建議 貴集團出售出售集團的65%股權)(假設出售事項已於2022年12月31日完成)所採納的主要會計政策及所用的計算方法執行相關工作。吾等知悉未經審計備考財務資料須根據香港公司收購及合併守則規則10作出報告。除另有界定者外，本函件所用詞彙與 貴公司日期為2023年12月11日的公告所界定者具有相同涵義。

### 董事的責任

未經審計備考財務資料乃由 貴公司董事根據出售集團董事編製的出售集團未經審計綜合管理賬目編製。未經審計備考財務資料乃按與 貴集團截至2022年12月31日止年度的經審計綜合財務報表及 貴集團截至2023年6月30日止六個月的未經審計中期綜合財務報表所載 貴集團所採納的會計政策一致的基準編製。此項責任包括設計、實施及維持與編製未經審計備考財務資料時選擇及應用適當會計政策及計算方法有關的內部監控，以使未經審計備考財務資料不存在重大錯誤陳述；應用 貴集團截至2022年12月31日止年度的經審計綜合財務報表及 貴集團截至2023年6月30日止六個月的未經審計中期綜合財務報表所載 貴集團採納的適當會計政策；及作出在有關情況下屬合理的估計。

貴公司董事對未經審計備考財務資料的編製負全責。

## 吾等的獨立性及質量管理

吾等已遵守香港會計師公會（「香港會計師公會」）頒佈的「專業會計師道德守則」所規定的獨立性及其他道德規範，該等規範以誠信、客觀、專業勝任能力及審慎、保密及專業行為作為基本原則。

本所應用香港質量管理準則第1號「事務所進行財務報表審計或審閱，或其他核證或相關服務委聘的質量管理」，該準則要求事務所設計、實施及運作一個質量管理系統，包括有關遵守道德規範、專業準則以及適用的法律及監管要求的政策或程序。

## 申報會計師的責任

吾等的責任為根據香港公司收購及合併守則規則10的規定，就會計政策及計算方法而言，對未經審計備考財務資料是否已根據本報告「董事的責任」一段所載 貴公司董事所採納的基準妥為編製，以及在所有重大方面是否按與 貴集團截至2022年12月31日止年度的經審計綜合財務報表及 貴集團截至2023年6月30日止六個月的未經審計中期綜合財務報表所載 貴集團所採納的會計政策一致的基準編製作報告。

吾等根據香港會計師公會頒佈的香港核證委聘準則第3000號（經修訂）「審計或審閱過往財務資料以外的核證委聘」（「香港核證委聘準則第3000號（經修訂）」）進行工作。

吾等的工作主要包括以下程序：a) 主要透過向財務及會計事務負責人作出查詢，了解編製未經審計備考財務資料的編製基準；所採用的主要會計政策；及評估及考慮相關假設的合理性；b) 了解與編製未經審計備考財務資料時選擇及應用適當會計政策及計算方法相關的內部監控；c) 將編製未經審計備考財務資料所採用的主要會計政策與 貴集團截至2022年12月31日止年度的經審計綜合財務報表及 貴集團截至2023年6月30日止六個月的未經審計中期綜合財務報表所載 貴集團所採用的會計政策進行比較；d) 僅檢查未經審計備考財務資料的算術計算及編製方法，以及根據香港核證委聘準則第3000號（經修訂）進行吾等認為在有關情況下屬必要的其他程序。吾等的工作不能令吾等（且吾等亦不會）對與編製未經審計備考財務資料有關的內部監控的設計或運行有效性提供任何保證。

吾等的合理核證委聘並不構成根據香港會計師公會頒佈的香港審計準則或香港審閱委聘準則進行的審計或審閱。因此，吾等不就未經審計備考財務資料發表審計或審閱意見。

## 意見

吾等認為，基於上文所述，就會計政策及計算方法而言，未經審計備考財務資料已根據本報告「董事的責任」一段所載 貴公司董事所採納的基準妥為編製，且編製基準在所有重大方面與 貴集團截至2022年12月31日止年度的經審計綜合財務報表及 貴集團截至2023年6月30日止六個月的未經審計中期綜合財務報表所載 貴集團所採納的會計政策一致。

此致

中國上海市  
靜安區  
廣延路383號  
引力樓11樓  
郵政編碼：200072  
易居(中國)企業控股有限公司  
董事會 台照

中匯安達會計師事務所有限公司  
執業會計師  
香港

謹啟

2023年12月11日

## 附錄四 – 邁時資本有限公司函件

邁時資本有限公司  
香港灣仔  
港灣道25號  
海港中心1908室

敬啟者：

**根據公司收購及合併守則（「收購守則」）規則10及聯交所證券上市規則（「上市規則」）第14.61條作出盈利預測**

吾等茲提述(i)根據上市規則14.58(7)條，貴公司日期為2023年12月11日的公告（「該公告」）「有關訂約方的資料－TM Home」一段及該公告附錄五「TM Home估值報告」（視情況而定）所載TM Home截至2021年及2022年12月31日止兩個財政年度以及截至2023年6月30日止六個月的未經審計財務數據以及有關該公告附錄六「克而瑞估值報告」所載克而瑞截至2023年6月30日止六個月的未經審計財務數據；(ii)假設出售事項已於2022年12月31日完成，貴公司因出售事項而預期應計的收益；及(iii)採納TM Home估值所根據的收益法（即貼現現金流法，涵蓋2023年8月至2030年12月期間）構成收購守則規則10及上市規則第14.61條項下盈利預測（(i)、(ii)及(iii)統稱為「盈利預測」），根據收購守則及上市規則，應由吾等進行報告（如下文所載）。除另有界定者外，本函件所用詞彙與該公告所界定者具有相同涵義。

**截至2021年及2022年12月31日止兩個財政年度以及截至2023年6月30日止六個月有關TM Home的未經審計財務數據以及截至2023年6月30日止六個月有關克而瑞的未經審計財務數據及 貴公司因出售事項而預期應計的收益**

吾等已審閱來自中匯安達會計師事務所有限公司（「核數師」）有關TM Home截至2021年及2022年12月31日止兩個財政年度以及截至2023年6月30日止六個月的未經審計財務數據、有關克而瑞截至2023年6月30日止六個月的未經審計財務數據及假設出售事項已於2022年12月31日完成，貴公司因出售事項而預期應計的收益的計算及基礎。核數師確認，該等未經審計財務數據源自同一套管理賬目（有關截至2023年6月30日止六個月者除外），有關賬目由 貴公司於彼等對 貴公司截至2022年12月31日止年度進行年度審計時向彼等提供。吾等亦已與核數師進行討論並從核數師了解到源自TM Home及克而瑞管理賬目的未經審計數據乃採用與 貴公司採用的相同會計準則編製。

## 採納TM Home收益法及克而瑞市場法

吾等已審閱 貴公司董事所負責的TM Home估值報告(涵蓋2023年8月至2030年12月期間)及克而瑞採用市場法的估值的相關預測。吾等已參與涉及 貴公司管理層及獨立估值師有關作出盈利預測的基礎及假設的討論。吾等亦已審閱作出盈利預測的基礎及假設。

此外，根據收購守則規則11.1(b)，吾等須就編製TM Home估值報告及克而瑞估值報告的獨立估值師的資格及經驗作出報告，且本函件亦構成吾等發出的有關報告的一部分。就獨立估值師的資格及經驗，吾等已開展合理檢查以評估獨立估值師的相關資格、經驗及專業知識，包括審閱有關獨立估值師資格的證明文件及與 貴公司及獨立估值師就彼等的資格及經驗進行討論。

吾等亦已考慮於該公告附錄二及附錄三所載核數師僅向 貴公司董事及僅為彼等的利益發出日期為2023年12月11日的函件，該函件有關作出盈利預測所依據的計算方法。

盈利預測乃使用一系列假設編製，其中包括對於未來事件的推測性假設以及其他可能會或預期可能不會發生的假設，因此，盈利預測除用於達致估值外，可能不適用於其他用途。即使推測性假設中預期事件確實發生，惟相關預期事件可能會如預期不時發生或未必會如預期發生，故實際結果仍可能與盈利預測有所不同，且差異可能重大。

吾等已與獨立估值師及 貴公司管理層進行討論並審閱了彼等於編製與TM Home估值報告有關的盈利預測時已採用或考慮的基準及假設。然而，吾等並無獨立核實獨立估值師釐定TM Home全部股權的計算方法。吾等並無參與或涉及TM Home全部股權的任何評估，且並無亦不會提供任何評估。因此，吾等對TM Home全部股權不承擔任何責任或發表任何意見。本函件中述及吾等已進行的評估、審閱以及討論乃基於本函件日期有效的財務、經濟、市場及其他狀況以及截至本函件日期可供吾等查閱的資料，吾等於達致意見時依賴 貴公司、獨立估值師及核數師向吾等提供的資料及材料以及 貴公司的僱員及／或管理層、獨立估值師及核數師發表的意見及陳述。吾等假設(未經獨立核實)所有提供的資料、材料及陳述(包括閣下身為貴公司董事須全權負責的該公告提述或所載的一切資料、材料及陳述)，於提供或作出時均為真實、準確、完整且並無誤導成分，且所提供資料及材料亦無遺漏重大事實或資料。吾等並無對該公告提述或所載的有關資料、材料、意見及／或陳述的準確性、真實性或完整性作出明確或隱含的聲明或保證，因此，我們不承擔任何相關的責任或義務。吾等於編製本函件時如得悉過往可能出現或日後可能出現的情況，則該等情況或將改變吾等的評估及審閱。

基於以上所述，吾等信納 貴公司董事所負責的盈利預測乃由 貴公司董事經審慎適當考慮後作出。吾等認為該等基礎及假設乃於合理的基礎上以適當審慎、周全及客觀的態度作出。吾等亦信納獨立估值師擁有適當資格及經驗，具備當下足夠的必要知識、技能及理解以勝任編製TM Home及克而瑞估值報告。

吾等發表上述意見之工作僅為根據上市規則第14.62(3)條及收購守則規則10.3向 貴公司董事報告之目的，不作其他用途。本函件不得被任何一方(全部或部分)使用、披露、參考或傳遞以用於任何其他用途，除非獲得吾等的事先書面批准。吾等概不向任何其他人士承擔工作所涉及、產生或相關之任何責任。

此致

中國上海市  
靜安區廣延路383號引力樓11樓  
郵政編碼：200072  
易居(中國)企業控股有限公司  
董事會 台照

為及代表  
邁時資本有限公司

董事總經理  
霍志達  
謹啟

2023年12月11日

## 附錄五 – TM HOME 估值報告

E-House (China) Enterprise Holdings Limited

尊敬的先生／女士，

### 1. 價值分析概要函

根據E-House (China) Enterprise Holdings Limited (簡稱「易居」，或「貴公司」) 與ValueLink Management Consultants Limited (簡稱「藍策」) 簽訂的協議 (下稱「協議」) 條款、條件和目的，貴公司聘請我們對2023年7月31日 (「價值分析基準日」) TM Home Limited (簡稱「TM Home」或「目標公司」) 的股東全部權益進行價值分析，以供貴公司內部參考使用。

本報告僅供貴公司內部參考使用。未經我們事先書面允許，不得用於任何法律或訴訟程序，不得散佈或傳播或見諸於任何公開出版發行的刊物、公告或年報中，也不得將本報告的部分或者全部內容複製或用於其他目的。本報告所載內容嚴格保密，並且 (在法律允許的範圍內) 未經我們事先書面允許，不得向除貴公司以外的任何第三方披露我們報告的部分或者全部內容。

我們理解貴公司在作出任何商業決定前會進行獨立的考慮和評價，而不會完全依賴於我們的報告，我們所出具的報告將不能替代委託方在達成商業決定時所應該實施的其他分析和調查工作。我們的報告不包括特定的購買和出售建議。

在法律允許的最大範圍內，藍策不就本報告和／或任何相關信息或解釋 (總稱為「信息」) 對任何第三方承擔注意義務。相應的，在法律允許的範圍內，藍策不對貴公司以外的任何第三方人士因基於信息而採取或不採取任何行動所致結果承擔任何義務 (不論是基於合同、侵權 (包括疏忽) 或其他)。

我們在本報告中所採用的信息來自本報告中標註的不同來源。本報告以貴公司及其代表提供的財務資料、財務預測以及公開的行業資源為基礎。貴公司已經向我們承諾將對上述財務資料、財務預測以及相關重要假設中的判斷及結果承擔完全責任。請注意我們在準備本報告時所進行的程序和調查不包括任何審計工作，也不構成按照普遍公認的審計標準進行的審查。因此，我們不承擔任何責任，也不對提供給我們的任何信息的準確性或完整性作出任何陳述，除非另有說明，也不作任何保證。

對於本報告中全部或部分價值分析結論所依據而由其他各方提供的信息資料，我們假定其為可信的而沒有進行驗證。我們對這些信息資料的準確性不作任何保證。

我們對市場情況的變化不承擔任何責任，亦沒有義務就報告出具日後發生的事項或情況修正我們的報告。

價值分析工作本質上並非一種精確的科學。在許多情況下，價值分析工作的結論會不可避免地帶有主觀性和個人判斷。儘管我們在報告中發表的建議是根據我們認為合適本項目的方法和理論得出，我們無法保證報告中提出的價值或者價值範圍會得到其他各方的認可。

我們與價值分析報告中的分析對象沒有現存或者預期的利益關係；與相關當事方沒有現存或者預期的利益關係，對相關當事方不存在偏見。

根據 貴公司提供的資料，並基於我們的工作程序及工作範圍的限制、以及相關的基本假設及特定假設，我們採用收益法對目標公司100%股東全部權益價值於價值分析基準日的市場價值的指示性價值進行了分析估算，結果為人民幣1,860,235千元。

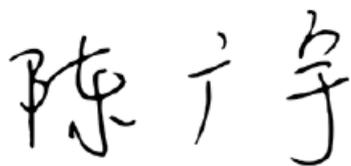
人民幣千元

|                  |               |                  |
|------------------|---------------|------------------|
| <b>企業價值</b>      |               | <b>1,360,214</b> |
| 加：溢餘資產           |               |                  |
| 貨幣資金             |               | 755,457          |
| 受限制資金            |               | 39,962           |
| 經營用現金            |               | (205,275)        |
| 其他應收款            |               | 386,029          |
| 遞延所得稅資產          |               | 393,193          |
| 投資性房地產           |               | 2,636            |
| 於聯營公司權益          |               | 6,774            |
| 使用權資產            |               | 36,160           |
| 其他非流動資產          |               | 8,306            |
| 減：溢餘負債           |               |                  |
| 其他應付款            |               | (606,189)        |
| 租賃負債             |               | (20,472)         |
| 租賃負債(非流動)        |               | (66,389)         |
| 少數股東權益(樂居)       | <b>44.30%</b> | (230,171)        |
| <b>溢餘資產／負債合計</b> |               | <b>500,020</b>   |
| <b>股權價值</b>      |               | <b>1,860,235</b> |

根據目標公司的財務表現，管理層對未來的預計及可比公司的市場數據，我們認為目標公司於2023年12月10日的價值與價值分析基準日的市場價值沒有重大差異，其差異在5%以內。

我們特此證明，我們對 貴公司或所報告的價值既無現有利益，也無未來利益。

誠摯呈上

Handwritten signature in black ink, consisting of the Chinese characters '陳廣宇' (Chen Guangyu).

陳廣宇(William Chen)

ABV，CFA，CPA(US)，MBA

認證商業評估師、特許金融分析師、美國註冊會計師、工商管理碩士

代表

ValueLink Management Consultants Limited

感謝您聘請藍策作為 貴公司的評估諮詢顧問。如果您有任何建議或者疑問，請立即聯繫劉美琳女士或陳廣宇先生（電話：861065978211）。

## 2. 導言

### 2.1 價值分析目的和對象

根據E-House (China) Enterprise Holdings Limited (簡稱「易居」，或「貴公司」) 管理層提供的信息，我們理解 貴公司擬進行重組，因此 貴公司委託我們對TM Home Limited (簡稱「TM Home」或「目標公司」) 的股東全部權益進行價值分析，以供 貴公司內部參考使用。

本次價值分析對象為目標公司股東全部權益於2023年7月31日 (簡稱「價值分析基準日」) 的市場價值。

註：本次目標公司股東全部權益的範圍包括a)與天貓網絡合作的在線房地產營銷服務業務；b)樂居的控股權權益，樂居作為領先的房地產O2O整合服務平台，服務於新房、二手房和家居三大領域，業務包括電子商務、在線廣告和二手房掛牌服務等。詳見章節3企業簡介。

### 2.2 價值分析基準日

經與 貴公司管理層確認，本次價值分析的基準日為2023年7月31日。

### 2.3 價值類型

在本次價值分析中，價值類型為「市場價值」。

市場價值定義是指經適當推銷後自願買方和自願賣方在各自理性行事且未受任何強迫的情況下，某項資產或負債在基準日進行正常公平交易的價值估計數額。

### 2.4 價值分析方法

鑒於價值分析基準日TM Home仍在快速擴張之中且在初期經營階段，考慮到目前的業務及業績規模，無法找到經營規模、經營風險、經營階段等完全一致的可比公司，故市場法不適用。考慮到管理層能夠提供相對可靠的財務預測以反映TM Home未來的盈利能力，我們採用收益法作為主要估值方法。

## 2.5 工作程序

根據業務約定書，我們完成了以下工作：

- 基於提供給我們的信息以及我們與 貴公司管理層的討論，了解目標公司財務與運營相關的信息；
- 獲取 貴公司提供的截止2023年6月的運營和財務數據；
- 獲取 貴公司提供的目標公司經營和財務信息，分析與目標公司有關的基礎資料信息，包括但不限於目標公司的歷史經營業績、未來戰略框架和商業計劃等；
- 與 貴公司管理層討論財務與運營方面的關鍵事宜並獲得其對有關資料的說明；
- 對具相同或類似業務的上市參考公司市場數據進行研究；
- 獲取 貴公司提供目標公司的2023年至2030年的財務預測，了解目標公司未來的經營發展計劃；
- 採用收益法估算了目標公司的市場價值的指示性價值；以及
- 將我們的工作程序、發現與結論、主要假設和限制條件記錄在本報告中。

我們沒有理由相信任何重要信息被隱瞞。我們沒有理由懷疑 貴公司提供給我們的信息的真實性和準確性。

根據我們的研究、分析，以及與管理層有關於對利潤預測的依據和假設的討論，我們認為公司編製目標公司財務預測的基礎是合理的，該預測代表了對截止價值分析基準日經濟狀況和目標公司運營的最佳估計。我們在相當程度上依賴 貴公司的預測來得出我們的價值意見。

### 2.5.1 工作範圍的限制

儘管我們在工作過程中盡可能的收集並分析了與本次價值分析業務相關的目標公司的財務及經營資料，我們提請您在考慮我們的工作成果時注意下文所述的限制：

- 我們對目標公司及經營狀況的了解主要基於管理層提供的財務資料、財務預測以及管理層對目標公司的經營戰略與發展前景的了解。我們沒有對我們在本項目期間獲取的信息的真實性、準確性和可靠性進行任何審計或審慎性調查。我們對 貴公司提供的資料準確性和完整性既不承擔任何責任，也不發表任何意見。
- 我們的工作包括與管理層的訪談、電話討論、現場詢問以及有限度的行業分析，因此我們的計算都是以目標公司所提供的經 貴公司認可的資料為基礎。
- 儘管我們已經就工作開展過程中了解到的目標公司關鍵運營和財務事項與 貴公司進行了溝通，我們的工作並不能取代 貴公司形成管理決策判斷時需要考慮的其他專業服務(包括但不限於審計業務或盡職調查等業務等)所能發現的可能影響決策判斷的其他事項。
- 我們所出具的報告將不能替代委託方在達成商業決定時所應該實施的其他分析和調查工作。我們的報告不包括特定的購買和出售建議。
- 可接受價格的確定和可利用的資產結構均是 貴公司的責任。任何交易中可接受價格的選擇都要考慮除我們提供信息以外的因素。由於交易環境的變化或者買賣雙方認知和動機的不同，實際交易價格可能會大大高於或低於我們的價值計算結果。
- 進行本服務的時候，我們並沒有根據相關註冊會計師協會發佈的專業準則執行審計或其他鑒證工作，所以我們對有關服務或依賴的信息不提供審計意見、認證或其他形式的鑒證意見。
- 對於報告日期後發生的任何其後事項和狀況，我們不承擔任何責任。

- 我們的工作並不構成根據中國資產評估準則要求所開展的對國有資產的法定評估業務或交易審批所需要的評估報告。我們的工作也並非以財務報告為目的。
- 如果我們被要求進一步實施額外的工作程序以及獲得更多的資料和信息，我們的價值分析結果可能會發生變化。

### 2.5.2 未包含的工作範圍

我們的工作範圍不包括以下工作：

- 財務／稅務盡職調查；
- 法務盡職調查；
- 轉移定價策略的審閱；
- 商務、營運、市場盡職調查；
- 生產技術的盡職調查；
- 法定評估；
- 宏觀經濟預測；
- 外部市場（市場規模）、市場細分、增長趨勢以及競爭環境（主要競爭者、市場份額）分析；
- 對目標公司的財務／稅務信息進行審計（也沒有對評估分析中使用的會計／稅務原則進行審閱）；
- 與交易有關的重組結構諮詢（稅務和／或會計問題）；
- 貴公司的戰略定位分析；

- IT盡職調查(如果有)；
- 人力資源管理諮詢；以及
- 任何投資或定價決定。

## 2.6 信息來源

我們依賴以下由管理層提供給我們的相關信息，以及我們通過自己的研究收集到的公開可得到的信息：

- 註冊登記證書；
- TM Home 2023年6月30日未經審計的財務報表；
- 樂居2020-2022年度的經審計的財務報表以及2023年6月30日未經審計的財務報表；
- 其他與TM Home相關的運營及市場信息；
- TM Home未來8年(2023年8月至2030年12月)的財務預測數據；
- 在此次聘請估值的過程中討論及郵件獲取的管理層提供的有關於上述8年財務預測的相關基本假設及財務信息；
- 利用了政府部門、行業協會、公眾出版物、上市公司年報的有效信息和數據的調查研究；
- 可比公司的各種市場信息；
- S&P Capital IQ的市場數據，S&P Capital IQ(一家美國上市公司，成立於1860年，主要業務為提供財務信息及分析)是一個金融數據平台，提供股票市場的詳細研究和分析，由S&P Global Inc.於1999年成立；
- 中國房地產行業與經濟總體研究報告。

### 3. 企業簡介

#### 3.1 TM Home Limited

2021年9月1日，易居與TM Home Limited訂立協議，TM Home Limited認購易居國際的全部股權以及樂居55.7%的股權。易居國際間接持有添璣網絡及房友業務100%股權。交易完成後，易居持有TM Home Limited 70.23%的股權，Alibaba Investment持有TM Home Limited 29.77%的股權。

添璣網絡為一間專注於中國房地產行業在線網絡及數據分析服務的技術服務商。添璣網絡經營(a)房地產中介及電商服務，為企業提供互聯網服務工具及營銷解決方案，並經營一個線下融合在線房地產與電商相結合的電商平台；(b)房地產字典，提供儲存、編錄及整理住宅及非住宅房地產信息的數據庫平台（以及相關技術及系統）；(c)數據商城，向個人及企業提供房地產數據、數據報告、數據服務及系統；及(d) EBaaS（或房地產內存塊鏈即服務(Estate Blockchain as a Service)），專注於區塊鏈技術及應用的研發及創新，以從四個主要方面促進房地產行業的發展：房地產交易、金融、數據以及證書存儲及交換。

房友業務，包括提供房友品牌下整合了中國中小型二手房經紀門店的房地產經紀網絡服務。

樂居乃中國一間具領導地位的在線線下房地產服務供應商，透過其網上平台提供房地產電子商務、網上廣告及網上掛牌服務。該網上平台包括覆蓋370多個城市的本地網站及各種移動應用程序。樂居將網上平台與線下服務整合互補，促進住宅物業交易。樂居自2014年4月起在紐約證券交易所上市（股票代碼：LEJU）。

TM Home Limited於2021年1月28日註冊成立，旨在通過其間接全資附屬公司天貓好房公司開發天貓好房在線房地產營銷及交易平台。TM Home Limited（通過天貓好房公司）擁有經營天貓好房在線房地產營銷及交易平台的獨家權利。

TM Home Limited已開發與天貓好房業務有關的軟件系統產品，包括連接購房者、房地產公司及房地產市場上下游生態系統的在線房地產營銷平台及數字化全連接交易平台。TM Home Limited亦從事房地產相關金融產品的研究與開發。

根據 貴公司管理層的介紹， 貴公司擬終止與阿里的天貓好房獨家運營的合作。終止後，目標公司擬改名為添璣好房，將繼續在阿里巴巴的平台進行在線房地產營銷活動。

根據 貴公司管理層的介紹， 貴公司已將房友業務自TM Home Limited中剝離。

本次價值分析的範圍包括a)與天貓網絡合作的在線房地產營銷服務業務；b)樂居的控股權權益，樂居作為領先的房地產O2O整合服務平台，服務於新房、二手房和家居三大領域，業務包括電子商務、在線廣告和二手房掛牌服務等；不包括房友業務。

## 3.2 歷史財務數據

### 3.2.1 資產負債表

單位：人民幣千元  
未經審計

2023年6月30日

|                |                |
|----------------|----------------|
| 物業及設備          | 66,047         |
| 投資物業           | 2,636          |
| 商譽             | —              |
| 無形資產           | 483,111        |
| 於聯營公司權益        | 6,774          |
| 應收關聯方款項        | —              |
| 遞延稅項資產         | 393,193        |
| 其他非流動資產        | 8,306          |
| 使用權資產          | 36,160         |
| <b>非流動資產合計</b> | <b>996,227</b> |

2023年6月30日

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 應收賬款及應收票據      | 20,968           |
| 其他應收款項         | 60,669           |
| 應收關聯方款項        | 325,360          |
| 受限制銀行結餘        | 39,962           |
| 現金及現金等價物       | 755,457          |
| <b>流動資產合計</b>  | <b>1,202,416</b> |
| 應付賬款           | 294,628          |
| 客戶墊款           | 373,984          |
| 應計薪金及福利開支      | 58,902           |
| 其他應付款項         | 85,584           |
| 應付所得稅          | 371,623          |
| 應付關聯方款項        | 520,604          |
| 租賃負債           | 20,472           |
| <b>流動負債合計</b>  | <b>1,725,800</b> |
| 遞延稅項負債         | 122,461          |
| 租賃負債           | 66,389           |
| <b>非流動負債合計</b> | <b>188,850</b>   |
| 資本及儲備          | —                |
| 實繳股本           | 10,111           |
| 儲備             | 129,402          |
| 庫存股            | —                |
| 貴公司擁有人應佔權益     | 139,512          |
| 非控股權益          | 144,481          |
| <b>總權益</b>     | <b>283,994</b>   |

### 3.2.2 利潤表

單位：人民幣千元  
未經審計

|                       | 2023/1/1-<br>2023/6/30 |
|-----------------------|------------------------|
| 收入                    | 1,150,161              |
| 員工成本                  | (225,676)              |
| 其他收入                  | 12,283                 |
| 其他開支                  | (801)                  |
| 其他收益及虧損               | 4,707                  |
| 諮詢開支                  | (13,155)               |
| 分銷開支                  | (8,243)                |
| 宣傳及推廣開支               | (1,116,965)            |
| 短期租賃、低價資產租賃及可變租賃之租金開支 | (3,054)                |
| 折舊及攤銷開支               | (69,830)               |
| 面臨預期信貸損失的金融資產虧損撥備     | 24,357                 |
| 其他開支                  | (80,326)               |
| 應佔聯營公司業績              | 69                     |
| 融資成本                  | (3,343)                |
| 所得稅費用                 | 29,160                 |
| <b>淨利潤</b>            | <b>(300,656)</b>       |
| 少數股東權益                | 57,695                 |
| <b>淨利潤－歸母</b>         | <b>(242,961)</b>       |

## 4. 經濟狀況

分析國民經濟總體狀況需考慮的主要變量包括國內生產總值(GDP)、通貨膨脹率和匯率的當前水平及變化情況。中國國民經濟的總體情況是本次價值分析的一個重要方面。以下經濟討論摘自中國銀行研究所發佈的《2023年三季度經濟金融展望報告》。

## 4.1 經濟增長

2023年上半年，中國國內疫情影響明顯消退，需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力緩解，國內需求對經濟增長的貢獻提高，一季度中國GDP增長4.5%，好於市場預期。進入二季度，經濟恢復勢頭有所放緩，內生動力不強、需求不足的問題突出，預計二季度GDP增長6%左右，其增速高於一季度，主要是由於上年同期基數較低。

展望下半年，中國經濟增長仍將主要取決於內需的恢復程度。在促消費政策、服務消費加快釋放的帶動下，消費有望保持溫和修復，基建投資將繼續較快增長，高技術產業投資對製造業投資增長帶來支撐，房地產市場逐步探底修復。總體預計三季度GDP增長4.9%左右，全年增長5.4%左右。

## 4.2 通貨膨脹

上半年居民消費傾向依然較低，房地產市場尚在築底，出口較上年同期走弱。5月PMI新訂單、新出口訂單以及在手訂單指數分別為48.3%、47.2%和46.1%，均連續兩個月落於收縮區間，需求不足導致生產和物價整體低迷。一是工業生產節奏放緩，內需相關行業表現疲弱。1-5月規模以上工業企業增加值同比增長3.6%，2022-2023年兩年平均增速呈逐月回落態勢。從結構看，一方面，因房地產市場復甦偏慢，上游鋼鐵、建材相關行業生產節奏放緩，1-5月黑色金屬礦採選業、非金屬礦物製品和黑色金屬加工業增加值累計增速較1-4月分別回落1.6、0.8和0.5個百分點。另一方面，因居民商品消費較弱，下游消費品製造業生產經營持續承壓。1-5月農副食品、紡織業、家具業和醫藥製造業工業增加值同比下降1.5%、3%、10.3%和5.4%。二是物價水平維持低位。1-5月中國CPI和PPI分別同比上漲0.8%和下降2.6%。一方面，豬肉和能源價格持續下行是帶動CPI同比漲幅逐月回落的主因，疫後出行限制解除帶動旅遊相關服務價格大幅反彈，但受制於收入恢復，其他商品和服務價格保持低位。1-5月核心CPI同比上漲0.7%，低於2017-2019年同期1.9%的平均漲幅。另一方面，國際油價波動下行，國內外工業產品市場需求偏弱而供應整體充足，加之上年高基數，1-5月上游採掘工業、原材料工業產品價格分別同比下降4.6%和4%，帶動PPI降幅持續擴大。

### 4.3 匯率

2023年上半年美元人民幣匯率先快速升值至6.7附近，後維持在6.8-7區間內雙向波動，並於6月中旬走貶至7.1左右，整體呈雙向波動態勢。截至2023年6月20日，美元兌人民幣即期匯率為7.17。

近期人民幣匯率出現貶值的主要原因，一是美元指數短線走高。由於美國核心通脹漲幅仍高，市場對於美國緊縮路徑的預期再上調，美元指數於6月初走升至104左右。二是中美利差倒掛擴大。5月中旬以來，由於美國10年期國債收益率走升，同時中國10年期國債收益率降低，導致中美10年期國債利差倒掛有所擴大。截至6月20日，中美10年期國債利差走闊至-109BPs，較5月初的-61BPs利差再度擴大。三是國內經濟恢復基礎仍不牢固，且外需疲弱拖累出口，影響經常項目順差與匯兌收支。據海關總署統計，5月中國貿易順差658億美元，較2022年同期收窄16%。據國家外匯管理局數據，5月銀行結售匯順差33億美元，環比收窄39%，其中經常項目銀行代客結售匯順差環比減少38億美元至129億美元。

雖然近期人民幣匯率雙向波動幅度加大，但在6月美聯儲議息會議釋放明確信號後，美元指數走強較難持續，中美利差倒掛現象將有所改善。二是國內經濟增長將平穩回升。隨着宏觀政策協同發力，中國經濟復甦力度將進一步增強，內生增長動能將持續改善，居民信心將不斷修復，經濟基本面對外匯市場的支撐作用將逐漸增加。三是跨境資本流動將總體穩定。中國外匯市場供求交易理性有序、韌性顯著提升，匯率預期保持平穩，外匯儲備規模合理充裕，國際收支格局基本平衡。四是中國宏觀政策調控工具豐富充足。2023年5月，中國外匯市場指導委員會(CFXC)召開會議表示，人民銀行、外匯局將在必要時對順週期、單邊行為進行糾偏，遏制投機炒作。人民銀行穩匯率政策工具箱豐富，例如「逆週期因子」調節、外匯風險準備金、外匯存款準備金等，為未來人民幣匯率波動提供了糾偏保障。

## 5. 行業狀況

根據中誠信國際（一家中國領先的信用評級及金融證券諮詢服務提供商）於2023年3月發佈的《中國房地產行業展望》做出以下總結：

## 5.1 行業基本面

自2021年7月以來，受房地產企業信用風險發酵、需求疲軟、疫情管控、停貸斷貸事件等多重因素影響，單月商品房銷售額同比增速已持續17個月呈下滑態勢，2022年全年全國實現13.3萬億元商品房銷售額，同比大幅回落26.7%。值得關注的是，2021年四季度以來，主要監管部門出台了一系列政策支持房地產行業健康發展；隨着各地調降首付比、優化房貸利率、取消限購限售等政策的落地，以及央行、銀保監會多方位引導改善優質房企流動性，商品房銷售金額降幅自2022年8月開始收窄。根據中指研究院發佈的數據，2023年1~2月，百強房企銷售總額同比降幅已大幅收窄至4.8%。

從需求變化來看，國家統計局數據顯示，2008~2016年，65歲及以上人口佔總體比例每年上升的幅度在0.4%以內，至2022年該指標已上升至14.9%。人口出生率持續走低和人口老齡化進程加快意味着未來剛性需求減弱。截至2022年末我國城鎮化率上升至接近65%，距離發達國家70%~80%的城鎮化率區間雖仍有一定空間，但邊際提升速度將有所放緩，未來國內城鎮化進程將明顯放緩，純剛需難以支撐房地產市場繼續大規模擴容。從住房消費能力和意願來看，雖然2022年底國內疫情防控政策發生較大轉變，但新冠疫情或將階段性影響居民勞動力，居民可支配收入恢復性增長仍需時間；此外，在房地產企業持續暴雷情況下，房屋交付及質量不確定，更加大了居民購房意願恢復的難度。需求端的變化亦促使商品房銷售結構發生轉變。2022年初，國內期、現房銷售面積同比增速呈現明顯剪刀差，年內剪刀差持續走闊。中誠信國際認為，在多重外部不利因素衝擊下，2022年房地產銷售規模顯著回落，目前行業銷售處於修復階段。

2016年底以來在「房住不炒」政策基調下，房地產調控政策整體趨嚴，房地產銷售價格呈增速放緩趨勢。根據國家統計局數據顯示，2017~2022年70個大中城市新建商品住宅價格指數（以下簡稱「房價指數」）增速持續下行，從2017年1月的10.69%下降至2021年12月末的1.98%；雖然房價指數增幅呈收斂態勢，但房價上漲的預期仍能維持。然而，2022年以來，除一線城市外，其餘地區二手住宅和新建住宅房價指數先後進入下跌區間且跌幅持續擴大，資產保值增值預期被打破。分城市能級來看，一線城市得益於資源稀缺且需求相對充足，價格韌性較強，三年同比均保持增長態勢，2022年價格指數同比小幅上升，價格表現明顯優於二三線城市。二三線城市房價指數雖然同比均在2022年進入下跌趨勢，但三線城市價格由漲轉跌早於二線城市，且跌幅更大，價格支撐力度最弱。從庫存來看，2022年受銷售市場的疲軟，商品房去化速度進一步放緩，商品房待售面積攀升至5.6億平方米，同比增長10.5%，為2019年以來高位。中誠信國際認為，房地產市場環境變化導致城市能級間分化加劇、庫存水平上升的趨勢或將延續；房地產調控政策基調、需求及市場修復將決定房價未來走勢。

此外，外部環境變化使得行業競爭格局亦發生改變。從百強房企銷售集中度來看，在最近一個房地產週期內，行業集中度呈倒「V」態勢。2016~2020年，行業競爭加劇導致行業集中度快速上升，百強房企銷售佔房地產銷售的比重從2016年的44%上升到2020年的63%；2021年下半年，在融資環境收緊疊加需求疲軟等因素影響下，行業信用風險陸續暴露，頭部民營房企陸續發生風險事件標誌着行業內馬太效應（一種強者愈強、弱者愈弱的現象）被打破，自此行業集中度開始下行，2022年百強房企銷售集中度降至50%。此外，百強房企不同企業性質之間銷售情況分化顯著。根據克而瑞平台數據，2022年百強房企中國央企全口徑銷售金額同比下降約15%，而民企全口徑銷售金額同比下降約52%。2022年6月以來，民營企業在現金流吃緊、供貨不足等因素影響下，銷售降幅持續走闊；而第三季度的停貸斷貸事件進一步削弱非國有企業品牌認可度，導致在百強房企中，非國有房企降幅大於百強房企平均水平。相反，國有背景房企銷售降幅好於百強房企平均水平，在外部環境不利衝擊下更具競爭優勢。中誠信國際認為，國有背景企業憑藉其股東背景及便利的融資條件更具備競爭優勢，以國有背景房企為主要參與者的競爭格局已逐步顯現。

總體來看，受多重因素疊加影響，2022年房地產銷售已降至近年來的谷底；雖然房地產行業修復受人口紅利消減、資產和收入預期走弱以及城鎮化進程放緩等因素干擾，但在房地產支持政策的支撐下，行業銷售已進入修復階段。

2022年以來，房地產銷售市場持續低迷疊加信用風險事件頻發，房企獲現能力持續惡化，大部分房企不再採用過往債務推動型擴張模式，轉而採取更為謹慎的開發及投資策略，整體土地投資及項目開發呈收縮態勢；此外，房價指數回落導致未來項目盈利及去化存在不確定性，房企土地購置及土地投資意願和能力均大幅下滑。

從各地集中供地情況來看，2022年集中供地更具靈活性和常態化特徵；2022年一改往常一年只有3次供地的特點，四季度無錫、蘇州、南京、深圳、北京等多城完成第四、五批次集中供地，武漢完成第六次集中供地。從土地供應規模來看，根據中指研究院統計的數據，2022年集中供地總量1,688宗土地，成交數量1,506宗，成交金額同比下降21.39%至17,762億元；由於2022年土地供應規模同比下降，當年流拍率僅為10.27%。從百城土地成交情況來看，2022年百城土地成交金額約3.78萬億元，為近3年最低值，較上年同比下降26%，成交土地溢價率持續低位徘徊，全年平均溢價率由10.84%降至3.29%。

從拿地參與者來看，2022年央企及地方國企仍為參與土地出讓的主要參與者，對托底土地出讓市場起到壓艙石的作用；非國有企業在各批次集中供地中拿地佔比均低於20%。細分來看，在一批次、二批次集中供地中，央企拿地佔比超過40%。三批次至五批次集中供地中，地方國企拿地佔比顯著上升，均超過50%。但部分參與拿地的地方國企並非房地產開發企業，開發經驗和開發能力不足，拿地後開工意願較弱。2022年9月，財政部印發《關於加強「三公」經費管理嚴控一般性支出的通知》，隨後第六批次集中供地中地方國企拿地佔比明顯下降。但總體來看，未來一段時間內土地市場主要參與者仍為央國企。

房地產開發建設方面，2022年，受行業持續下行疊加疫情等不利因素影響，房地產行業投資活動減弱，2022年全年房地產新開工面積及房地產開發投資金額分別同比下降約39%和10%，房地產開發投資額自2020年疫情爆發後首次出現同比下降並回落至近5年的低點。2023年，隨着行業信用風險出清進入尾聲、房地產支持政策效果逐步顯現，今年房地產投資活動有望觸底回升。

從融資端來看，2021年四季度以來，在「房住不炒」政策基調下，主要監管部門出台了一系列政策引導金融機構滿足房地產合理融資需求，近期已形成支持房企融資「三支箭」的格局，但行業復甦仍有待觀察。銀行信貸方面，2022年3月國務院金融穩定發展委員會召開專題會議後，金融機構對房地產行業的信貸政策邊際好轉，8月以來，國內貸款及個人按揭貸款累計金額降幅觸底回升，降幅開始收窄。2022年11月13日，央行和銀保監會聯合發佈了《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》(以下簡稱「**16條**」)，通知提出鼓勵銀行對房地產合理信貸投放，階段性鬆綁包括貸款兩集中在內的金融管理政策，放開信託渠道房地產投向限制等。隨後銀保監會、住建部、人民銀行聯合印發《關於商業銀行出具保函置換預售監管資金有關工作的通知》，支持優質房地產企業合理使用預售監管資金，促進房地產業良性循環和健康發展。但是從絕對金額來看，2022年全年國內開發貸及按揭貸款累計金額僅為2020年半年度水平。中誠信國際認為，有利的信貸政策環境下金融機構投放意願有所增強，且隨着銷售逐步回暖，房地產投資活動將逐漸增加，並向市場釋放更多的投放標的，今年開發貸及個人按揭貸款絕對金額有望回升。

債券市場方面，2022年在融資收緊和銷售回款下滑的雙重打擊下，房地產發債企業信用風險事件頻發，非國有房地產企業已普遍出現流動性緊張狀況，目前國有背景房企為發債市場的主要參與者。2022年內有69家房地產發債企業境內外債券發生信用風險事件，發生信用風險事件數量為2021年的2.71倍。截至2022年末，流動性困難房地產企業涉及境內外信用債金額佔所有房企信用債比例為43%，且絕大部分發生流動性危機房企為民營企業；民營房企涉及的信用債金額佔所有民營房企信用債餘額比例為67%。在境內債券違約增多的同時，房企境外美元債違約事件也較頻繁，公開信息顯示，2022年全年有43家房企約369.79億美元（約2,503.48億元人民幣）境外債本息違約。值得關注的是，2022年下半年以來部分出險房企成功推動整體債務重組，體現了債權人信心的回升，但當前出險房企境內外債務化解方案多處於前期探討階段，債務重組進度值得關注。房企境內外債券市場頻發信用風險事件嚴重弱化投資者信心，2022年全年，房企在境內債券淨融資規模為-526億元，其中民營房企淨融資為-1,648.34億元；房企境外美元債到期規模大幅提升的同時，發行量大幅萎縮，淨融資額呈現339.91億美元淨流出。與非國有企業公開市場再融資受阻相反，2022年國有背景房企發債出現井噴（全年淨流入1,122億元），為2017年以來的峰值，絕大部分國資房企債券市場再融資渠道暢通。從債券到期情況來看，2023年為未來3年房企債券到期（含回售）高峰（3,560億元），且上半年超過一半的債券面臨到期（含回售）；全年到期（含回售）債券中有約一半為民營房企債券，在民營房企債券再融資尚未完全恢復的背景下，到期債券兌付仍然面臨一定不確定性。

2022年以來主要監管機構出台一系列支持政策支持房地產企業逐步恢復債券市場融資渠道。2022年5月，主要監管部門指導金融機構創設信用風險緩釋憑(CRMW)支持民營房企發債。2022年8月，在相關監管的指引下，中債信用增進投資股份有限公司（以下簡稱「中債增」）對民營房企發行的中期票據提供全額無條件不可撤銷連帶責任擔保。2022年11月8日，在人民銀行的支持和指導下，中國銀行間市場交易商協會（以下簡稱「交易商協會」）繼續推進並擴大民營企業債券融資支持工具（「第二支箭」），支持包括房地產企業在內的民營企業發債融資。目前來看，融資支持政策有助於提振市場信心，國央企債券融資渠道恢復情況較好，其淨融資金額已恢復至2018年的水平；然而民營房企債券投資信心修復仍需時間。從信託融資來看，2022年以來，房地產開發資金來源中國內貸款規模同比持續回落，至2022年8月，跌幅已經達到27.4%。與此同時，房地產信託及房企債券也呈持續淨收縮狀態。截至2022年9月末，房地產信託餘額12,807億元，較2021年末收縮4,808億元。雖然「16條」支持放開信託渠道房地產投向限制，但是考慮到房地產整體行業規模收縮疊加項目盈利空間收窄，土地投資及項目開發趨於謹慎，可匹配信託資金的房地產項目規模亦不斷萎縮，預計投向房地產領域的資金信託餘額仍將進一步下降。

第三支箭方面，2022年11月28日，證監會決定恢復上市房企和涉房上市公司再融資。值得關注的是，本次上市房企及涉房上市企業恢復股權融資渠道具有重要意義，且有助於改善上市房企資本結構；但考慮到股權融資審核流程相對複雜，融資後續落地情況仍有待關注。

中誠信國際認為，2021年四季度起行業政策逐步轉向，並在接下來的1年多時間內在市場供需端和融資端多維度不斷升級支持力度，充分體現了相關監管機構對維繫房地產行業健康發展的決心。當前房地產行業政策環境進一步回暖，房企多重再融資渠道得到修復，充分體現了房地產支持政策對提振資本市場信心起到的積極作用，行業融資環境得到改善。

## 5.2 樣本企業表現

中誠信國際選取2022年銷售規模排名行業Top50的房企作為樣本。總債務相關指標根據本報告後附公式統一計算，未做單獨項目調整；歷年權益口徑銷售金額採用克而瑞平台統計數據。2022年樣本企業權益口徑簽約銷售額合計佔全國商品房銷售額比例約為30%，受行業景氣度波動和部分頭部房企樣本被剔除等因素影響，集中度較上年雖有下滑但仍具有一定代表性。

從簽約銷售金額維度看，2019年以來樣本房企銷售金額增長保持雙位數增速，這一趨勢在2021年發生轉變，其中隨着2021年下半年房地產市場快速降溫，全年銷售業績僅實現同比微漲0.86%，2022年受疫情和外部經濟形勢等多重不利因素影響，全年銷售額同比下降36.51%，較全行業銷售額降幅多近10個百分點。而樣本房企間，銷售業績表現亦有所分化，2022年樣本房企中僅3家房企實現銷售業績正增長；9家房企銷售業績降幅在20%以內，且全部為國央企；16家房企銷售額降幅在20%至40%區間，其中5家為民營房企；剩餘22家房企銷售業績同比下滑均超過40%，且大部分為民營房企。總的來看，在市場下行的背景下，民營房企銷售業績表現整體弱於國央企。

從總資產規模維度看，樣本房企平均總資產規模過去5年間保持增長態勢，但增速逐年放緩，2021年增速已降至個位數；2022年6月末首次出現負增長。分樣本來看，2021年以來，樣本企業中10家出現資產縮水，降幅均在10%以內；截至2022年上半年末，樣本企業中31家房企資產規模較期初下降，其中有2家降幅超過10%。由於2022年以來房地產融資環境收緊、銷售下滑，房企使用自有資金償還到期債務，期末貨幣資金餘額大幅下降；同時，受流動性緊張的影響，房企減緩拿地力度和開發節奏，存貨規模明顯下降；此外，部分債務償付壓力重的房企亦採取資產處置的方式換取流動性。總體來看，當前房企融資環境尚未全面恢復，房企流動性困境尚存，預計年末及未來短期內樣本房企資產規模仍將延續負增長趨勢。

從淨資產角度看，近五年一期，樣本房企平均淨資產和平均少數股東權益均保持增長，一定程度上淨資產規模的推升源自少數股東權益的快速增長，但二者增速的差值近年快速收窄。從具體樣本來看，截至2022年上半年末，共計24家房企出現淨資產收縮，最高淨資產縮幅高達20.3%。其中，部分樣本房企淨資產下降主要受盈利虧損影響，部分樣本房企因合作開發項目大幅減少或處置合作項目導致少數股東權益降低，此外，亦有部分房企在流動性風險暴露後，前期與金融機構合作的「明股實債」股轉債導致少數股東權益下降。整體而言，隨着合作項目陸續結轉，疊加項目盈利空間承壓，我們預計2022年末淨資產規模或將與年中持平或由於房地產開發企業收入確認的滯後性，當期結轉的項目通常為過往實現簽約銷售的樓盤，隨着近年各地限價政策的繼續推行，房企仍面臨項目初始獲利空間收窄的壓力。從樣本房企的初始獲利空間看，2017~2021年及2022年上半年，樣本房企毛利率均值分別為29.63%、32.53%、31.02%、25.65%、19.94%和17.58%，由於近兩年房企結轉項目多為2018~2019年間獲取土地，彼時土地溢價率處於相對高位疊加全國熱點城市的商品房限價因素，我們預計2022年全年房地產項目毛利空間下探趨勢或將延續，但隨着2020年後拿地趨於理性及成本倒掛項目計提減值，未來短期內項目初始盈利空間進一步下探的壓力或將有所減弱。在近年項目毛利整體下行的背景下，通過提升項目周轉效率以及加強費用管控有利於增強房企盈利能力。從周轉效率來看，2017~2021年樣本房企存貨周轉率中位數水平分別為0.38倍、0.35倍、0.34倍、0.35倍和0.39倍，與毛利率走勢相反，樣本房企存貨周轉率在2019年達到階段性低點後，近兩年呈加速回升趨勢。存貨周轉率的提升既與樣本房企加強經營效率提升有關，也在一定程度上源自其土地拓展節奏的放緩。我們認為在商品房銷售市場持續回落及需求端偏好從剛需向改善型偏移的行業背景下，未來房企在看中項目周轉速度的同時，或將加大對項目自身品質提升的關注。從期間費用來看，2017~2021年及2022年上半年樣本房企期間費用率均值分別為8.45%、9.66%、9.29%、7.95%、8.42%及10.57%，整體呈先升後降趨勢，其中2022年上半年樣本房企平均銷售費用和管理費用金額分別同比下降12.45%和15.12%，銷售費用及管理費用佔營業收入比重較上年同期小幅下降；由於房地產項目開工面積下降，利息支出滿足資本化條件的金額減少，利息費用化比重提高使得2022年上半年財務費用佔營業收入比重分別較2021年上半年和2021年全年增長1.61個百分點和2.25個百分點，帶動當期期間費用率提升。考慮到當前房企收入結轉速度有所放緩及期間費用率中三費和營業收入的期限錯配因素，未來短期內期間費用率仍有一定上行壓力。

從樣本房企淨利率水平來看，受項目初始盈利空間收窄、市場景氣度下行帶動結算收入規模下降、企業計提的資產／信用減值規模增大等多重因素影響，2018年以來樣本房企淨利率水平呈現持續回落趨勢，2022年上半年樣本房企淨利率已下滑至3.12%。考慮到當前上述因素尚貨幣資金短債比、淨負債率分別從短期流動性和槓桿水平方面，衡量房企短期及中長期的償債壓力。截至2022年6月末，樣本房企平均淨負債率、貨幣資金／短期債務分別為82%、1.45倍，分別較2021年末提升6.87個百分點和下降0.21倍，2022年上半年樣本房企槓桿水平及短期償債指標的惡化主要源自銷售回款疲軟且再融資壓力加重，房企貨幣資金餘額較年初減少；此外，樣本房企短期債務壓力亦有所上升，2022年上半年短期債務合計值較2021年末小幅增長。考慮到當前銷售回款資金被優先用於項目層面「保交樓」，房企可自由動用的償付信用債的貨幣資金規模降低，樣本房企的實際流動性壓力較之上述指標顯示結果更為悲觀。儘管下半年「三支箭」及「16條」等行業支持政策的出台有助於房企融資渠道的恢復，但房企淨融資整體仍呈淨流出態勢，且銷售業績回暖仍需時間，房企流動性困境尚存。

### 5.3 行業發展的機遇與挑戰：國產替代，創新致勝

2022年房地產市場在經歷了一輪風險出清後，市場規模快速回落至2017年水平。雖然人口紅利消滅、資產和收入預期走弱以及城鎮化進程放緩等因素干擾行業修復進程，但2021年四季度行業政策轉向以來，市場供需端和融資端多維度支持政策不斷發力，目前行業銷售已進入底部修復階段。同時，2022年行業開發規模與土地投資探底，目前已形成了以央企及國有背景開發商成為土地市場主要參與者的新格局，隨着利潤空間的收窄，未來行業投資活動有望實現理性回歸。融資環境邊際持續向好助力房企再融資恢復，目前金融機構投放意願增強，房地產提振政策對重塑市場信心起到積極作用。目前行業信用風險出清已進入尾聲，行業信用基本面觸底，信用風險蔓延並引發新一輪信用風險危機的可能性很小。

## 6. 價值分析方法

### 6.1 價值分析方法

估值方法一般分為以下三種方法：成本法、市場法和收益法。下面對三種估值方式進行簡要介紹：

成本法是以複製或重置成本作為初步估值基準的方法，以一項新資產（完全相同（複製）或具有相同功能（重置））複製或取代目標資產所需成本確立審慎投資者可能支付的最高金額。倘目標資產的功能因實際耗損、功能過時及／或經濟過時而較新資產遜色，則目標資產的價值須就該等價值扣減作出調整。可就年期長短、實際耗損、技術上效率不足、價格水平變動、需求下降及其他因素作出調整。

市場法是透過分析就經濟角度而言屬可資比較的資產於估值基準日的實際交易或放盤來估計價值的方法。過程基本上是將目標資產與近期售出或正在市場上放售的同類資產作比較及對照，並須就可資比較資產在地點、年期長短、銷售時間、規模及用途及其他方面的差異調整其成交價或放盤價。可資比較資產的經調整價格為目標資產提供指標價值。

收益法開宗明義將某項資產（負債）的當前價值建基於預期可於有關資產（負債）的剩餘年期收取（支付）其所產生的未來經濟利益（責任）。該等利益的形式可以是盈利、淨收入、現金流量或其他盈利能力的計量，並包括最終出售所得款項以及所節省的成本及稅項扣減。價值指標是按將預期利益按所規定回報率（包含金錢的時間價值及與特定資產相關的風險）貼現至其現值制定。

所選貼現率一般以類別、質量及於估值基準日的風險相若的另類投資所提供的預計回報率為依據。

在估值過程中，我們考慮了以上三種公認的估值方法，即成本法、市場法和收益法。儘管成本法適用於某些估值，但是一般情況下，成本法並不適用於持續經營企業的價值分析，因為它不考慮企業的未來盈利潛力。所以本次估值分析不使用成本法。鑒於價值分析基準日目標公司仍在快速擴張之中且在初期經營階段，考慮到目前的業務及業績規模，無法找到經營規模、經營風險、經營階段等完全一致的可比公司，故市場法不適用。考慮到 貴公司管理層能夠提供相對可靠的財務預測以反映TM Home未來的盈利能力，我們採用收益法作為主要估值方法。

## 6.2 收益法

### 6.2.1 基本假設

- 假設在TM Home目前及未來存續期間內，相關的法律法規、行業政策以及財政和貨幣政策、所處經濟環境等不會發生重大變化；
- 假設對TM Home所適用的稅務政策將不會發生重大變動，TM Home沒有重大的稅務糾紛；
- 假設現行利率、匯率不會發生重大變化；
- 假設TM Home未來將一直保持持續經營狀態，並且有足夠的運營資金和人力資源以實現其財務預測；
- 假設管理層預計的資本性支出能夠滿足TM Home增長的需要，且TM Home有能力獲得必要的融資；
- 假設 貴公司提供的財務預測從市場投資者角度看來是合理且可行的；
- 假設所有的關聯交易均屬公平合理，都是以公平交易為基礎的；

- 假設TM Home不存在未披露的實際或或有資產或負債，沒有不尋常的義務或實質性的承諾，也沒有任何未決訴訟或受到威脅，以對TM Home的股東權益價值產生重大影響；
- 假設TM Home負責任的履行資產所有者的義務並稱職地對有關資產實行了有效的管理；以及
- 除 貴公司已提供的資料之外，假定不存在影響TM Home分析的其他重要信息。

## 6.2.2 特殊假設

收益法中的貼現現金流法（「**DCF**」）認為一項投資的現值取決於投資的預期未來經濟利益，比如定期產生的收入、節約的成本或銷售收益。貼現現金流法用一個能同時反映當前市場要求的收益率和投資固有風險的貼現率將未來淨現金流量折算為現值，以此得出分析值。

### 貼現率

貼現率用於將年度淨現金流量折算成現值，它基於估計的加權平均資本成本（「**WACC**」），**WACC**由股本成本和債務成本組成，按資本結構的比例加權平均計算。

**WACC**的計算公式：

$$\text{WACC} = K_d \times (1 - t) \times \% \text{debt} + K_e \times \% \text{equity}$$

其中：

$K_d$ =債務成本

$t$ =有效稅率

$\% \text{debt}$ =債務佔資本總額的比例

$K_e$ =股本成本

$\% \text{equity}$ =股本佔資本總額的比例

利用資本資產定價模型（簡稱「**CAPM**」）估算股本成本或要求的股本收益率。

分析相關證券的當期收益，以價值分析舉債成本。利用適當的資本結構按比例考慮股本成本和舉債成本價值分析結果所佔的權重，價值分析資本成本或折現率。

利用如下CAPM估算股本成本（簡稱「**Ke**」）或要求的股本收益率。

$$Ke = Rf + \beta(ERP) + SRP + ARP$$

Rf=無風險利率

$\beta$ =股票系統風險衡量

ERP=Rm-Rf=市場風險溢價

SRP=小公司風險溢價

ARP=根據公司具體情況進行的附加風險溢價

CAPM基於以下假設：一個行業的資本化率應等於無風險收益率加上經行業風險係數 $\beta$ 調整後的股本風險溢價。 $\beta$ 係數通過分析特定行業投資者要求的收益率與整個市場中投資者要求的平均收益率之間的過往關係進行確定。由於目標公司的相對規模，在估計適當股本成本時採用小公司溢價。可能會就公司特定因素作出額外調整。

按照上述程序，吾等已識別並於下文描述業務性質與目標公司相似的可資比較公司：

### 篩選條件

篩選條件包括如下：

- 可比公司為在大中華區從事房地產服務業務的中國、香港或美國上市公司；
- 可比公司上市時間超過2年；
- 可比公司的相關資料公開披露，包括股價及其他財務數據在內的足夠的數據可以從S&P Capital IQ平台獲取；
- 可比公司大部分收入（超過50%）為從事線上線下房地產經紀服務或房地產代理服務產生；
- 可比公司的Beta在具有統計學意義（通過T-test）；

- 可比公司的有息負債／權益小於200%。

根據上述篩選標準，我們識別了如下可比公司：

SHENZHEN WORLD UNION GROUP INCORPORATED. (SZSE: 002285)  
(簡稱「**深圳世聯行**」)

深圳世聯行集團股份有限公司主營業務是房地產諮詢、房地產代理、房地產經紀、物業管理。主要產品代理銷售業務、互聯網+業務、金融服務業務、資產運營服務、物業管理服務、裝修服務業務、顧問策劃業務、資產投資服務。

5I5J HOLDING GROUP CO., LTD. (SZSE: 000560) (簡稱「**我愛我家**」)

我愛我家控股集團股份有限公司是一家主要從事房地產業務的中國公司。該公司主要經營三種業務。房地產經紀業務包括二手房經紀業務、新房業務和海外業務。房屋資產管理業務從事住宅租賃及物業管理。商業資產管理業務從事百貨大樓等商業出租運營管理。該公司還從事商業零售業、酒店旅遊服務業、房地產開發、物業服務等業務。該公司於國內市場及海外市場開展業務。

## KE HOLDINGS INC. (NYSE: BEKE) (簡稱「貝殼」)

貝殼控股有限公司於2018年7月6日根據開曼群島公司法在開曼群島註冊成立。貝殼找房是以技術驅動的品質居住服務平台，聚合和賦能全行業的優質服務者，打造開放的品質居住服務生態，致力於為三億家庭提供包括二手房、新房、租賃、裝修和社區服務等全方位居住服務。

## MIDLAND HOLDINGS LIMITED (SEHK: 1200) (簡稱「美聯」)

美聯集團於1973年成立，並於1995年6月8日在香港聯合交易所掛牌上市，成為香港首間最大地產代理上市公司(香港聯交所編號：1200)，擁有40年行業經驗，財雄勢厚，專業服務享譽國際。美聯中國有限公司(國內簡稱「美聯物業」)為香港美聯集團屬下子公司，專責國內房地產買賣及租賃服務，成立於1992年。隨着中國經濟日益富強，房地產市場發展逐漸蓬勃，集團致力發展中國的重點城市，分公司遍佈在深圳、廣州、南寧、重慶、成都、杭州、上海、北京及瀋陽，而項目更輻射至鄭州、柳州、長沙、武漢、福建、桂林、天津、廈門、海南及南海多個城市。美聯物業不單將香港房地產成功經驗帶入內地，開創國內房地產代理的經營新局面，亦主力策劃國內優質樓盤，促進中國內地與香港經濟交流。

根據上述選擇標準，我們認為，可比公司的選擇是窮盡的。

綜上所述，價值分析基準日 貴公司的SRP、ARP、股本成本及稅後債務成本，權益負債比例和加權平均資本如下表所示：

| 公司名稱             | 股票代碼         | 上市地  | 負債權益比  | Beta |
|------------------|--------------|------|--------|------|
| 深圳世聯行集團股份有限公司    | SZSE: 002285 | 中國大陸 | 0.0%   | 0.71 |
| 我愛我家控股集團股份有限公司   | SZSE: 000560 | 中國大陸 | 196.2% | 0.38 |
| KE HOLDINGS INC. | NYSE: BEKE   | 美國   | 0.0%   | 1.14 |
| 美聯集團有限公司         | SEHK: 1200   | 中國香港 | 20.6%  | 0.48 |
| 平均Beta(中國大陸)     |              |      |        | 0.55 |
| 平均Beta(中國香港)     |              |      |        | 0.48 |
| 平均Beta(美國)       |              |      |        | 1.14 |

|                  | Rf    | 利率差異   | 國家<br>風險差異 | 股權<br>風險溢價            | Beta           | 不含SRP和<br>ARP的<br>平均股權成本                             |
|------------------|-------|--------|------------|-----------------------|----------------|--|
|                  | a     | b      | c          | d                     | $\beta$        | $e = \beta \times d + a + b + c$                     |
| 中國大陸             | 3.03% | 0.00%  | 0.00%      | 6.07%                 | 0.55           | 6.34%  |
| 中國香港             | 4.24% | -1.22% | 0.16%      | 5.91%                 | 0.48           | 6.04%  |
| 美國               | 4.01% | -0.99% | 1.07%      | 5.00%                 | 1.14           | 9.82%  |
| 不含SRP和ARP的平均股權成本 |       |        |            | <b>f=average of e</b> |                | <b>7.40%</b>   |
| 目標公司的WACC：       |       |        |            |                       |                |  |
| 不含SRP和ARP的平均股權成本 |       |        |            |                       | f              | 7.40%  |
| SRP              |       |        |            |                       | g              | 3.05%  |
| ARP              |       |        |            |                       | h              | 5.00%  |
| 股權成本             |       |        |            |                       | <b>i=f+g+h</b> | <b>15.45%</b>  |
| Kd               |       |        |            |                       |                | 4.2%   |
| 所得稅稅率            |       |        |            |                       |                | 25%  |
| Kd*(1-企業所得稅稅率)   |       |        |            |                       | j              | 3.15%  |
| 選取的負債權益比         |       |        |            |                       | k              | 0.00%  |
| 目標公司的WACC(取整)    |       |        |            |                       |                | <b>WACC = j*k/(1+k) + i*1/(1+k)</b><br><b>15.00%</b> |

樂居的WACC：

|                  |                                     |               |
|------------------|-------------------------------------|---------------|
| 不含SRP和ARP的平均股權成本 | f                                   | 7.40%         |
| SRP              | g                                   | 3.05%         |
| ARP              | h                                   | 4.00%         |
| 股權成本             | <b>i=f+g+h</b>                      | <b>14.45%</b> |
| <br>             |                                     |               |
| Kd*(1-企業所得稅稅率)   | j                                   | 3.15%         |
| 選取的負債權益比         | k                                   | 0.00%         |
| 樂居的WACC(取整)      | <b>WACC = j*k/(1+k) + i*1/(1+k)</b> | <b>14.00%</b> |

附註：

1. Beta取自評估基準日的S&P Capital IQ數據並重新槓桿化。
2. Rf摘自評估基準日investing.com的各國期限最長的政府債券的到期收益率。
3. ERP摘自紐約大學Aswath Damodaran教授(Aswath Damodaran是紐約大學斯特恩商學院金融學教授，專攻企業融資和估值)發佈的《國家違約利差和風險溢價》中的2023年股票風險溢價。
4. SRP摘自Duff & Phelps (Duff & Phelps成立於1932年，提供併購諮詢服務、估值、投資銀行、交易諮詢、爭議、法律管理和稅務諮詢服務)發表的「Cost of Capital Navigator」研究。
5. Kd取自評估基準日中國銀行發佈的稅前貸款市場利率和目標公司的所得稅稅率。
6. 負債權益比為評估基準日目標公司的負債權益比。
7. 部分數字由於取整可能不會精確計算得出。

自由現金流的定義

自由現金流(「FCF」)的等式如下：

$$FCF=NI+DEPR+INT-CAPEX-NWC$$

其中：

FCF=股東和債權人可支配的預測的自由現金流

NI=稅後淨利潤

DEPR=折舊和攤銷費用

INT=稅後利息費用

CAPEX=資本性支出

NWC=淨營運資本的變化(扣除流動負債後的流動資產淨值)

貼現現金流法需要盈利預測，尤其是現金流的預測。預測期內每年的自由現金流的計算都源於上述公式。由於企業是持續經營的，2030年以後年度的自由現金流按每年2.0%的永續增長率計算。

## 財務預測假設

管理層於價值分析基準日提供了2023年至2030年的財務預測。我們分析了財務預測中的主要項目，比如收入預測和經營費用預測等。我們的分析基於我們對經濟、行業前景和價值分析基準日市場狀況的有限研究，對比公司歷史財務業績和可比公司的財務數據，以及我們與 貴公司管理層進行的討論。主要假設如下：

### 收入預測

根據與管理層的溝通，目標公司在阿里巴巴的天貓平台進行在線房地產營銷活動，主要收入包括：1)天貓好房收入；2)樂居收入。目標公司總收入將從2023年8-12月的12.4億元逐漸上漲至2030年的57.6億元。

總收入的預測關鍵因素如下：

| 人民幣百萬元    | 2023<br>(8月-12月) | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-----------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入預測的關鍵因素 |                  |       |       |       |       |       |       |       |
| 1) 天貓好房收入 | 44               | 348   | 560   | 664   | 710   | 755   | 801   | 851   |
| 增長率       |                  |       | 61%   | 19%   | 7%    | 6%    | 6%    | 6%    |
| 2) 樂居收入   | 1,195            | 3,895 | 4,221 | 4,376 | 4,596 | 4,697 | 4,800 | 4,906 |
| 增長率       |                  |       | 8%    | 4%    | 5%    | 2%    | 2%    | 2%    |
| 總收入       | 1,239            | 4,243 | 4,782 | 5,040 | 5,306 | 5,452 | 5,601 | 5,757 |
| 增長率       |                  |       | 13%   | 5%    | 5%    | 3%    | 3%    | 3%    |

## 1) 天貓好房收入

根據管理層提供的信息，天貓好房收入包括a. 店舖年費收入；b. 新房交易佣金收入。

天貓好房收入的預測關鍵因素如下：

| 人民幣百萬元        | 2023<br>(8月-12月) | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---------------|------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 天貓好房收入預測的關鍵因素 |                  |      |      |      |      |      |      |      |
| a. 店舖年費收入     | 44               | 294  | 452  | 516  | 541  | 567  | 594  | 622  |
| 增長率           |                  |      | 54%  | 14%  | 5%   | 5%   | 5%   | 5%   |
| b. 新房交易佣金收入   | -                | 54   | 109  | 148  | 169  | 188  | 208  | 229  |
| 增長率           |                  |      | 102% | 37%  | 14%  | 11%  | 10%  | 10%  |
| 總收入           | 44               | 348  | 560  | 664  | 710  | 755  | 801  | 851  |
| 增長率           |                  |      | 61%  | 19%  | 7%   | 6%   | 6%   | 6%   |

### a. 店舖年費收入

由於運營天貓房地產營銷平台，邀請房地產經紀人／經紀門店在天貓房地產營銷平台上開店進行新房、二手房、租房的營銷活動，目標公司將向其收取年費及廣告費。

年費收入=門店數量×每家店舖年費

根據與管理層的溝通，截止2023年7月，天貓好房平台上註冊了約1.1萬家經紀人及開發商項目店舖。隨着用戶習慣的養成，門店數量預計自2023年的1.6萬家上漲至2030年的3.1萬家，8年複合增長率約為10%。

根據與管理層的溝通，每家店舖年費預計自2023年的0.3萬元／年（5個月）上漲至2030年的2萬元／年。

根據「天貓2023年度各類目年費軟件服務費一覽表」，每家天貓店舖的年費收入約為3-6萬元一年。考慮到預計的天貓好房年費中包含了為獲取潛在用戶線索的廣告費用，管理層預估的年費是合理的。

預測期年費收入將從2023年8-12月的約0.44億元上漲至2030年的6.22億元。

## b. 新房交易佣金收入

在天貓房地產營銷平台上開店交易的經紀人店進行新房購房券交易，目標公司為其提供平台服務並收取佣金。

新房交易佣金收入=購房券交易額(GMV)×平台抽佣比例

GMV=年交易量×新房交易的購房券單價金額。

年交易量預計從每年度的6萬個增長至每年度的25.6萬個，蘊含每家店舖銷售的購房券預估從每年6張增加至每年15張，購房券的金額預估維持在4.5萬元，GMV預計從2024年的26.9億元上漲至2030年的114.5億，7年複合增長率為27%。

假設平均每個房屋交易的平均單價為200萬元，天貓好房的交易成交總額將從2024年的1,200億元增長至2030年的5,110億元，這佔據了貝殼2022年新房總交易額的約54%以及國家統計局2022年公佈的中國商品房交易總額(13.3萬億元)的約4%。

平台佣金費率預計與行業水平保持一致，2023年為0%、2024年至2030年為2%。

預測期新房購房券佣金收入將從2024年的約0.54億元上漲至2030年的2.29億元。

## 2) 樂居收入

根據管理層提供的信息，樂居收入包括a. 電商收入；b. 廣告收入。

樂居收入的預測關鍵因素如下：

| 人民幣百萬元      | 2023<br>(8月-12月) | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 樂居收入預測的關鍵因素 |                  |       |       |       |       |       |       |       |
| a. 電商收入     | 948              | 3,193 | 3,512 | 3,659 | 3,872 | 3,957 | 4,044 | 4,133 |
| 增長率         |                  |       | 10%   | 4%    | 6%    | 2%    | 2%    | 2%    |
| b. 廣告收入     | 246              | 703   | 710   | 717   | 724   | 740   | 756   | 773   |
| 增長率         |                  |       | 1%    | 1%    | 1%    | 2%    | 2%    | 2%    |
| 總收入         | 1,195            | 3,895 | 4,221 | 4,376 | 4,596 | 4,697 | 4,800 | 4,906 |
| 增長率         |                  |       | 8%    | 4%    | 5%    | 2%    | 2%    | 2%    |

### a. 電商收入

樂居向購房者出售購房券，為購房者鎖定房源並提供折扣，以此向房地產開發商提供營銷服務。

電商收入=銷售的購房券數量×單價。

根據與管理層的溝通，購房券數量預計自2023年8-12月的2.5萬張上漲至2030年的9.2萬張，8年複合增長率為8%。購房券單價預計自2023年8-12月的3.8萬元／張上漲至2030年的4.5萬元／張。

假設平均每個房屋交易的平均單價為200萬元，樂居的交易成交總額將從2023年8月的500億元增長至2030年的1,840億元，佔貝殼2022年新房成交總額的20%以及國家統計局2022年公佈的中國商品房銷售總額的1%。

電商收入將從2023年8-12月的9.5億元上漲至2030年的41.3億，8年複合增長率為10%。

## b. 廣告收入

廣告收入為在樂居平台上為房地產開發商及項目公司提供廣告服務收入。按照增長率進行預測。

根據與管理層的溝通，預測期廣告收入將從2023年8-12月的約2.46億元上漲至2030年的7.72億，8年複合增長率為7%。

### 成本及費用預測

根據與管理層的溝通，成本及費用主要包括：1)天貓好房成本費用；2)樂居成本費用。

成本及費用預測關鍵因素如下：

| 人民幣百萬元                              | 2023<br>(8月-12月) | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | 2030           |
|-------------------------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>成本及費用預測的關鍵因素</b>                 |                  |                |                |                |                |                |                |                |
| 1) 天貓好房的<br>成本及費用<br>佔天貓好房收入的<br>比例 | (96)             | (280)          | (349)          | (378)          | (397)          | (412)          | (428)          | (445)          |
|                                     | -220%            | -81%           | -62%           | -57%           | -56%           | -55%           | -53%           | -52%           |
| 2) 樂居的成本及費用<br>佔樂居收入的比例             | (1,194)          | (3,891)        | (4,215)        | (4,369)        | (4,586)        | (4,687)        | (4,790)        | (4,895)        |
|                                     | -99.9%           | -99.9%         | -99.8%         | -99.8%         | -99.8%         | -99.8%         | -99.8%         | -99.8%         |
| <b>成本及費用<br/>佔總收入的比例</b>            | <b>(1,290)</b>   | <b>(4,171)</b> | <b>(4,564)</b> | <b>(4,747)</b> | <b>(4,983)</b> | <b>(5,099)</b> | <b>(5,218)</b> | <b>(5,340)</b> |
|                                     | -104.2%          | -98.3%         | -95.4%         | -94.2%         | -93.9%         | -93.5%         | -93.2%         | -92.8%         |

## 1) 天貓好房成本費用

包括税金、人工、獲取用戶成本。其中，獲取用戶成本主要為獲取用戶的廣告投入及研發投入。

天貓好房成本費用的預測關鍵因素如下：

| 人民幣百萬元          | 2023<br>(8月-12月) | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-----------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 天貓好房成本費用預測的關鍵因素 |                  |       |       |       |       |       |       |       |
| 税金              | (3)              | (18)  | (27)  | (31)  | (32)  | (34)  | (36)  | (38)  |
| 估天貓好房收入的<br>比例  | -6.1%            | -5.1% | -4.8% | -4.6% | -4.5% | -4.5% | -4.5% | -4.5% |
| 人工成本            | (78)             | (237) | (294) | (319) | (334) | (346) | (357) | (370) |
| 估天貓好房收入的<br>比例  | 178.2%           | 68.2% | 52.5% | 48.0% | 47.0% | 45.8% | 44.6% | 43.4% |
| 獲取用戶成本          | (16)             | (25)  | (28)  | (29)  | (30)  | (32)  | (34)  | (36)  |
| 估天貓好房收入的<br>比例  | -36.2%           | 7.2%  | -4.9% | -4.3% | -4.3% | -4.3% | -4.3% | -4.3% |
| 天貓好房成本費用        | (96)             | (280) | (349) | (378) | (397) | (412) | (428) | (445) |
| 估天貓好房收入的<br>比例  | 220.5%           | 80.5% | 62.2% | 56.9% | 55.8% | 54.6% | 53.4% | 52.2% |

預測期內，隨着運營優化後，税金佔天貓好房收入的比例自2024年的5%下降至2030年的4.5%左右；人工佔天貓好房收入的比例由於規模效應的產生自2024年的68%下降至2030年的43%左右；獲取用戶成本佔天貓好房收入的比例由於前期投入產生的平台效應用戶習慣的養成，自2024年的7.2%下降至2030年的4.3%左右。

根據深圳世聯行年報中的披露，2021年至2022年與房地產代理相關的人工及佣金成本佔收入的比例約為26%-48%。根據美聯年報中的披露，2021年至2022年人工成本佔收入的比例約為48%至60%。據此管理層對人工成本的假設在行業水平範圍內。

根據貝殼年報中的披露，2021年至2022年銷售與營銷推廣費用佔收入的比例約為5.3%-7.5%。據此管理層對獲取用戶成本的預測在行業水平範圍內。

預測期天貓好房成本費用佔天貓好房收入的比例自2024年的81%下降至2030年的52%左右。

## 2) 樂居成本費用

包括人工及佣金、廣告推廣成本及其他成本。

樂居成本費用預測的關鍵因素如下：

| 人民幣百萬元               | 2023<br>(8月-12月) | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | 2030           |
|----------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>樂居成本費用預測的關鍵因素</b> |                  |                |                |                |                |                |                |                |
| 人工及佣金                | (128)            | (355)          | (372)          | (385)          | (402)          | (411)          | (420)          | (429)          |
| 估樂居收入的比例             | -10.7%           | -9.1%          | -8.8%          | -8.8%          | -8.8%          | -8.8%          | -8.8%          | -8.8%          |
| 廣告推廣及<br>資源投放成本      | (40)             | (138)          | (152)          | (158)          | (165)          | (169)          | (173)          | (177)          |
| 估樂居收入的比例             | -3.4%            | -3.5%          | -3.6%          | -3.6%          | -3.6%          | -3.6%          | -3.6%          | -3.6%          |
| 其他成本                 | (1,026)          | (3,398)        | (3,691)        | (3,826)        | (4,018)        | (4,107)        | (4,197)        | (4,290)        |
| 估樂居收入的比例             | -85.8%           | -87.3%         | -87.4%         | -87.4%         | -87.4%         | -87.4%         | -87.4%         | -87.4%         |
| <b>樂居成本費用</b>        | <b>(1,194)</b>   | <b>(3,891)</b> | <b>(4,215)</b> | <b>(4,369)</b> | <b>(4,586)</b> | <b>(4,687)</b> | <b>(4,790)</b> | <b>(4,895)</b> |
| 估樂居收入的比例             | -99.9%           | -99.9%         | -99.8%         | -99.8%         | -99.8%         | -99.8%         | -99.8%         | -99.8%         |

根據與管理層的溝通，預測期內，隨着運營優化後，人工及佣金估樂居收入的比例為9%-11%左右；廣告推廣成本估樂居收入的比例為87%左右；其他成本估樂居收入的比例為3.4%-3.6%左右。

預測期樂居成本費用估樂居收入的比例自2023年8-12月的99.9%下降至2030年的99.8%左右。

## 企業所得稅

根據與 貴公司管理層的討論，目標公司的所得稅稅率為25%。

## 淨營運資本

營運資本包括經營用現金、應收賬款、應付賬款、預收賬款、應付職工薪酬和應付所得稅，根據歷史模式和行業水平估計。

- 1) 經營用現金於2023至2030年約為30天的成本和費用支出(扣除折舊和攤銷)，預測期間，經營用現金佔收入比將從2023年的11%下降至2030年9%左右。
- 2) 預測期間，應收賬款的周轉天數維持在3天左右。(收入)
- 3) 預測期間，應付賬款的周轉天數維持在30天左右。(成本和費用)
- 4) 預測期間，預收賬款的周轉天數維持在40天左右。(樂居收入)
- 5) 預測期間，應付職工薪酬周轉天數維持在30天左右。(人工成本)
- 6) 應付稅款－所得稅，預測期間，應付稅款周轉天數維持在90天左右。(企業所得稅)

營運資金預測的關鍵因素如下：

| 人民幣百萬元      | 2023<br>(8月-12月) | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|-------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營運資金預測的關鍵因素 |                  |       |       |       |       |       |       |       |
| 營運資金        | (265)            | (400) | (445) | (465) | (489) | (501) | (513) | (525) |
| 佔總收入的比例     | -10%             | -9%   | -9%   | -9%   | -9%   | -9%   | -9%   | -9%   |

## 資本性支出

目標公司的固定資產主要為辦公設備服務器等。已有的設備按5年折舊，新增的設備按照5年折舊。預測期內資本性支出將用於採購辦公設備等，採購固定資產的支出佔收入比穩定在0.3%左右。

目標公司的無形資產主要為軟件及收購產生的無形資產等。已有的軟件按8年折舊，新增的軟件按照5年折舊。收購產生的無形資產的攤銷不進行預測。預測期內資本性支出將用於採購軟件更新等，採購無形資產的支出佔收入比穩定在0.2%左右。

### 6.2.3 股權價值推導

通過以上財務預測，以目標公司貼現率將未來淨現金流量折算的現值之和即為目標公司的企業價值，接着我們加上溢餘現金、溢餘資產（其他應收款、遞延所得稅資產、投資性房地產、於聯營公司權益、其他非流動資產及使用權資產），並減去溢餘負債（其他應付款及租賃負債），並減去少數股東權益（樂居44.3%的股權，基於前述樂居的相關預測採用收益法得出），得出目標公司的股權價值。

具體測算過程如下：

| 人民幣百萬元           | 2023<br>(8月-<br>12月) | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 終值   |      |
|------------------|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|------|
| 總收入              | 1,239                | 4,243   | 4,782   | 5,040   | 5,306   | 5,452   | 5,601   | 5,757   |      |      |
| 總成本費用            | (1,290)              | (4,171) | (4,564) | (4,747) | (4,983) | (5,099) | (5,218) | (5,340) |      |      |
| 息稅前利潤            | (52)                 | 72      | 218     | 293     | 323     | 353     | 384     | 417     |      |      |
| 企業所得稅            | -                    | (5)     | (55)    | (73)    | (81)    | (88)    | (96)    | (104)   |      |      |
| 淨利潤              | (52)                 | 67      | 164     | 220     | 242     | 264     | 288     | 312     |      |      |
| + 折舊及攤銷          | 6                    | 18      | 22      | 27      | 33      | 32      | 26      | 27      |      |      |
| + 稅收調整後的<br>財務成本 | -                    | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       |      |      |
| - 資本性支出          | (13)                 | (21)    | (24)    | (25)    | (27)    | (27)    | (28)    | (29)    |      |      |
| + 營運資金投資         | (608)                | 135     | 45      | 20      | 25      | 12      | 12      | 13      |      |      |
| 自由現金流            | (667)                | 198     | 207     | 242     | 273     | 281     | 297     | 323     | 329  |      |
| 折現因子             | 15%                  | 0.97    | 0.88    | 0.76    | 0.66    | 0.58    | 0.50    | 0.44    | 0.38 | 2.92 |
| 預測期現金流現值         | 398                  |         |         |         |         |         |         |         |      |      |
| 終值的現值            | 963                  |         |         |         |         |         |         |         |      |      |
| <b>企業價值</b>      | <b>1,360</b>         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |
| 非經營性資產／負債        | 500                  |         |         |         |         |         |         |         |      |      |
| <b>股東全部權益價值</b>  | <b>1,860</b>         |         |         |         |         |         |         |         |      |      |

## 7. 價值分析結論

根據 貴公司提供的資料，並基於我們的工作程序及工作範圍的限制、以及相關的基本假設及特定假設，我們採用收益法對目標公司100%股東全部權益價值於價值分析基準日的市場價值的指示性價值進行了分析估算，結果為人民幣1,860,235千元。

人民幣千元

|                  |                         |
|------------------|-------------------------|
| <b>企業價值</b>      | <b>1,360,214</b>        |
| 加：溢餘資產           |                         |
| 貨幣資金             | 755,457                 |
| 受限制資金            | 39,962                  |
| 經營用現金            | (205,275)               |
| 其他應收款            | 386,029                 |
| 遞延所得稅資產          | 393,193                 |
| 投資性房地產           | 2,636                   |
| 於聯營公司權益          | 6,774                   |
| 使用權資產            | 36,160                  |
| 其他非流動資產          | 8,306                   |
| 減：溢餘負債           |                         |
| 其他應付款            | (606,189)               |
| 租賃負債             | (20,472)                |
| 租賃負債(非流動)        | (66,389)                |
| 少數股東權益(樂居)       | <b>44.30%</b> (230,171) |
| <b>溢餘資產／負債合計</b> | <b>500,020</b>          |
| <b>股權價值</b>      | <b>1,860,235</b>        |

根據目標公司的財務表現，管理層對未來的預計及可比公司的市場數據，我們認為目標公司於2023年12月10日的價值與價值分析基準日的市場價值沒有重大差異，其差異在5%以內。

## 假設和限制條件

本報告是基於下列一般假設及限制條件：

據我們所知，本報告內如包含所用來形成意見和結果或提出的任何數據（含歷史財務數據）都是真實準確的。雖然我們相信本報告所載的信息是準確的，我們對本分析報告內含有的任何數據、意見或他人提供的估值結論的真實性不提供任何擔保或承擔任何責任。

本文提出的估價結論和意見是基於估價日期當時的經濟狀態和報告內列出的貨幣購買力。估價結論和意見所對應的估值日期在報告內列出。

本報告僅限於列出的用途，而並無意向或適合用於其他方面。它不適用於任何其他用途或目的，或被任何第三方用於其他用途。本公司特此聲明，我們不為任何非預期的使用帶來的任何損害和／或損失承擔責任。

本報告的任何部分（尤其是任何結論、簽署或和本報告關聯的個人或其關聯的時間、或提及其關聯的職業協會或組織，或前述組織授予的指定內容）都不可以在未獲得我們書面同意和批准的情況下通過如招股說明書，廣告宣傳品，公共關係，新聞的任何方式洩露給第三方。

除非本報告另作聲明，我們並未計劃或進行任何環境影響研究。除非報告內另外聲明，定義和說明，我們認為完全遵守可行的法律和政府法規。我們也認為與本估值報告相關的任何所有權是可靠的，且任何必要的許可證、同意書或其他任何可行的政府部門或私人組織的法規或行政程序都已經完成或更新。

除本報告中另有註明外，本報告內包含的價值估值特別排除了以下物質的影響，如石棉、尿素甲醛泡沫絕緣材料、其他化學品、有毒廢物、或其他潛在有害物質的存在或結構破壞或影響污染環境。建議報告讀者就潛在的結構／環境缺陷問題估值諮詢合格的結構工程師和／或工業衛生師，該類問題的存在可能會對價值估值造成影響。

## 附錄六 — 克而瑞估值報告

E-House (China) Enterprise Holdings Limited

尊敬的先生／女士，

### 1. 價值分析概要函

根據E-House (China) Enterprise Holdings Limited (簡稱「易居」，或「貴公司」) 與ValueLink Management Consultants Limited (簡稱「藍策」) 簽訂的協議 (下稱「協議」) 條款、條件和目的，貴公司聘請我們對2023年7月31日 (「價值分析基準日」) CRIC Holdings Limited (簡稱「CRIC」或「目標公司」) 的股東全部權益進行價值分析，以供貴公司內部參考使用。

本報告僅供貴公司內部參考使用。未經我們事先書面允許，不得用於任何法律或訴訟程序，不得散佈或傳播或見諸於任何公開出版發行的刊物、公告或年報中，也不得將本報告的部分或者全部內容複製或用於其他目的。本報告所載內容嚴格保密，並且 (在法律允許的範圍內) 未經我們事先書面允許，不得向除貴公司以外的任何第三方披露我們報告的部分或者全部內容。

我們理解貴公司在作出任何商業決定前會進行獨立的考慮和評價，而不會完全依賴於我們的報告，我們所出具的報告將不能替代委託方在達成商業決定時所應該實施的其他分析和調查工作。我們的報告不包括特定的購買和出售建議。

在法律允許的最大範圍內，藍策不就本報告和／或任何相關信息或解釋 (總稱為「信息」) 對任何第三方承擔注意義務。相應的，在法律允許的範圍內，藍策不對貴公司以外的任何第三方人士因基於信息而採取或不採取任何行動所致結果承擔任何義務 (不論是基於合同、侵權 (包括疏忽) 或其他)。

我們在本報告中所採用的信息來自本報告中標註的不同來源。本報告以貴公司及其代表提供的財務資料、財務預測以及公開的行業資源為基礎。貴公司已經向我們承諾將對上述財務資料以及相關重要假設中的判斷及結果承擔完全責任。請注意我們在準備本報告時所進行的程序和調查不包括任何審計工作，也不構成按照普遍公認的審計標準進行的審查。因此，我們不承擔任何責任，也不對提供給我們的任何信息的準確性或完整性作出任何陳述，除非另有說明，也不作任何保證。

對於本報告中全部或部分價值分析結論所依據而由其他各方提供的信息資料，我們假定其為可信的而沒有進行驗證。我們對這些信息資料的準確性不作任何保證。

我們對市場情況的變化不承擔任何責任，亦沒有義務就報告出具日後發生的事項或情況修正我們的報告。

價值分析工作本質上並非一種精確的科學。在許多情況下，價值分析工作的結論會不可避免地帶有主觀性和個人判斷。儘管我們在報告中發表的建議是根據我們認為合適本項目的方法和理論得出，我們無法保證報告中提出的價值或者價值範圍會得到其他各方的認可。

我們與價值分析報告中的分析對象沒有現存或者預期的利益關係；與相關當事方沒有現存或者預期的利益關係，對相關當事方不存在偏見。

根據 貴公司提供的資料，並基於我們的工作程序及工作範圍的限制、以及相關的基本假設及特定假設，我們採用市場法對目標公司100%股東全部權益價值於價值分析基準日的市場價值的指示性價值進行了分析估算，結果為人民幣1,327,014千元。

單位：人民幣千元

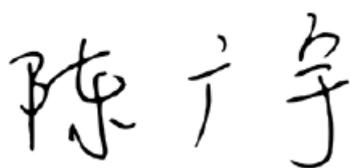
|                           |                   |           |
|---------------------------|-------------------|-----------|
| 選用的可比公司市盈率                | a                 | 25.84     |
| 2023年7月31日推算的全年淨利潤        | b                 | 56,272    |
| 股權價值(未考慮缺乏流動性折扣及控制權溢價)    | $c=a*b$           | 1,454,262 |
| 缺乏流動性折扣                   | d                 | 27%       |
| 控制權溢價                     | e                 | 25%       |
| 考慮缺乏流動性折扣及控制權溢價後的股東全部權益價值 | $f=c*(1-d)*(1+e)$ | 1,327,014 |

附註： 部分數字由於取整可能不會精確計算得出。

根據目標公司的財務表現及可比公司的市場數據，我們認為目標公司於2023年12月10日的價值與價值分析基準日的市場價值沒有重大差異，其差異在5%以內。

我們特此證明，我們對 貴公司或所報告的價值既無現有利益，也無未來利益。

誠摯呈上

Handwritten signature of William Chen in black ink.

陳廣宇(William Chen)

ABV，CFA，CPA(US)，MBA

認證商業評估師、特許金融分析師、美國註冊會計師、工商管理碩士

代表

ValueLink Management Consultants Limited

感謝您聘請藍策作為 貴公司的評估諮詢顧問。如果您有任何建議或者疑問，請立即聯繫劉美琳女士或陳廣宇先生（電話：861065978211）。

## 2. 導言

### 2.1 價值分析目的和對象

根據E-House (China) Enterprise Holdings Limited (簡稱「易居」，或「貴公司」) 管理層提供的信息，我們理解 貴公司擬進行重組，因此 貴公司委託我們對其子公司CRIC Holdings Limited (簡稱「CRIC」或「目標公司」) 的股東全部權益進行價值分析，以供 貴公司內部參考使用。

本次價值分析對象為CRIC股東全部權益於2023年7月31日 (簡稱「價值分析基準日」) 的市場價值。

註：本次目標公司股東全部權益的範圍包括CRIC及中房研協，詳見章節3企業簡介。

### 2.2 價值分析基準日

經與 貴公司管理層確認，本次價值分析的基準日為2023年7月31日。

根據 貴公司管理層的介紹， 貴公司已將其持有的中房研協相關業務裝入CRIC中。本次價值分析的範圍包括CRIC相關諮詢業務及中房研協相關測評諮詢業務。

### 2.3 價值類型

在本次價值分析中，我們採用的價值類型為「市場價值」。

市場價值定義：是指經適當推銷後自願買方和自願賣方在各自理性行事且未受任何強迫的情況下，某項資產或負債在基準日進行正常公平交易的價值估計數額。

### 2.4 價值分析方法

由於可以獲取足夠的與CRIC業務相似的上市公司，故本次價值分析採用市場法。鑒於收益法的財務預測中涉及諸多假設，考慮到公司未來經營的不確定性，故並無選用收益法而我們採用市場法對目標公司股權價值進行價值分析。

## 2.5 工作程序

根據業務約定書，我們完成了以下工作：

- 基於提供給我們的信息以及我們與 貴公司管理層的討論，了解目標公司財務與運營相關的信息；
- 獲取 貴公司提供的截止2023年6月的運營和財務數據；
- 獲取 貴公司提供的目標公司經營和財務信息，分析與目標公司有關的基礎資料信息，包括但不限於目標公司的歷史經營業績、未來戰略框架和商業計劃等；
- 與 貴公司管理層討論財務與運營方面的關鍵事宜並獲得其對有關資料的說明；
- 對具相同或類似業務的上市公司的市場數據進行研究；
- 採用市場法分析估算了目標公司的市場價值的指示性價值；
- 將我們的工作程序、發現與結論、主要假設和限制條件記錄在本報告中。

### 2.5.1 工作範圍的限制

儘管我們在工作過程中盡可能的收集並分析了與本次價值分析業務相關的目標公司的財務及經營資料，我們提請您在考慮我們的工作成果時注意下文所述的限制：

- 我們對目標公司及經營狀況的了解主要基於管理層提供的財務資料、財務預測以及管理層對目標公司的經營戰略與發展前景的了解。我們沒有對我們在本項目期間獲取的信息的真實性、準確性和可靠性進行任何審計或審慎性調查。我們對 貴公司提供的資料準確性和完整性既不承擔任何責任，也不發表任何意見。

- 我們的工作包括與管理層的訪談、電話討論、現場詢問以及有限度的行業分析，因此我們的計算都是以目標公司所提供的經 貴公司認可的資料為基礎。
- 儘管我們已經就工作開展過程中了解到的目標公司關鍵運營和財務事項與 貴公司進行了溝通，我們的工作並不能取代 貴公司形成管理決策判斷時需要考慮的其他專業服務(包括但不限於審計業務或盡職調查等業務等)所能發現的可能影響決策判斷的其他事項。
- 我們所出具的報告將不能替代委託方在達成商業決定時所應該實施的其他分析和調查工作。我們的報告不包括特定的購買和出售建議。
- 可接受價格的確定和可利用的資產結構均是 貴公司的責任。任何交易中可接受價格的選擇都要考慮除我們提供信息以外的因素。由於交易環境的變化或者買賣雙方認知和動機的不同，實際交易價格可能會大大高於或低於我們的價值計算結果。
- 進行本服務的時候，我們並沒有根據相關註冊會計師協會發佈的專業準則執行審計或其他鑒證工作，所以我們對有關服務或依賴的信息不提供審計意見、認證或其他形式的鑒證意見。
- 對於報告日期後發生的任何其後事項和狀況，我們不承擔任何責任。
- 我們的工作並不構成根據中國資產評估準則要求所開展的對國有資產的法定評估業務或交易審批所需要的評估報告。我們的工作也並非以財務報告為目的。

### **2.5.2 未包含的工作範圍**

我們的工作範圍不包括以下工作：

- 財務／稅務盡職調查；
- 法務盡職調查；

- 轉移定價策略的審閱；
- 商務、營運、市場盡職調查；
- 生產技術的盡職調查；
- 法定評估；
- 宏觀經濟預測；
- 外部市場(市場規模)、市場細分、增長趨勢以及競爭環境(主要競爭者、市場份額)分析；
- 對目標公司的財務／稅務信息進行審計(也沒有對評估分析中使用的會計／稅務原則進行審閱)；
- 與交易有關的重組結構諮詢(稅務和／或會計問題)；
- 貴公司的戰略定位分析；
- IT盡職調查(如果有)；
- 人力資源管理諮詢；以及
- 任何投資或定價決定。

## 2.6 信息來源

我們依賴以下由管理層提供給我們的相關信息，以及我們通過自己的研究收集到的公開可得到的信息：

- 目標公司註冊登記證；
- 目標公司截至2020年、2021年及2022年12月31日的審計財務報表，以及截至2023年6月30日的未經審計的管理層報表；
- 與目標公司相關的市場信息；

- 利用了政府部門、行業協會、公眾出版物、上市公司年報和季度報告的有效信息和數據的調查研究；
- 可比公司市場信息；
- 從S&P Capital IQ提取的各種市場信息，S&P Capital IQ（一家美國上市公司，成立於1860年，主要業務為提供財務信息及分析）是一個金融數據平台，提供股票市場的詳細研究和分析，由S&P Global Inc.於1999年成立；
- 中國房地產行業及中國整體經濟的研究報告。

### 3. 企業簡介

#### 3.1 CRIC Holdings Limited

CRIC Holdings Limited是行業領先的中國房地產大數據應用服務商，現信息覆蓋387個城市。克而瑞依託強大的專業研究力量和諮詢顧問團隊，服務於TOP100強中95%以上的房地產企業，並為政府、企業和購房者提供房地產線上線下信息服務的全面解決方案。經過十餘年淬煉，從行業數據到客戶數據，實現了房地產大數據閉環。克而瑞依託中國房地產決策諮詢數據平台(CRIC平台)和中國房地產資管信息服務平台(CAIC平台)的支持，CRIC平台業務覆蓋地產、資管、租賃、物管等房地產領域。創新研發產品CRIC平台系統、投資決策系統、數據營銷系統、場景化大屏、柵格土地評估系統、租賃系統，CAIC平台投管雲、資管雲等，為大量房企提供了決策依據。

中房研協是業界專業的房地產市場研究機構，旨在通過專業的市場報告、權威的測評成果，深度的研究分析，精準的觀點闡釋，為政府主管部門、行業協會、房地產開發企業、中介企業、金融機構、研究機構、普通投資者提供專業、權威、客觀的研究產品和成果。

CRIC Holdings Limited為易居的全資子公司。

根據 貴公司管理層的介紹， 貴公司已將其持有的中房研協相關業務裝入CRIC中。本次價值分析的範圍包括CRIC相關諮詢業務及中房研協相關測評諮詢業務。

## 3.2 歷史財務數據

### 3.2.1 資產負債表

未審數  
單位：人民幣千元

|                      | 2023/6/30       |
|----------------------|-----------------|
| 貨幣資金                 | 138,665         |
| 應收賬款                 | 13,179          |
| 其他應收款                | 40,813          |
| <b>流動資產總計</b>        | <b>192,657</b>  |
| 固定資產                 | 7,869           |
| 無形資產                 | 23,884          |
| 長期股權投資               | 3,298           |
| 使用權資產                | 23,873          |
| 其他非流動資產              | 1,897           |
| <b>非流動資產總計</b>       | <b>60,820</b>   |
| <b>總資產</b>           | <b>253,477</b>  |
| 應付賬款                 | 23,636          |
| 預收款項                 | 55,764          |
| 應付職工薪酬               | 85,099          |
| 應交稅費                 | 8,546           |
| 其他應付款                | 74,363          |
| 應付股利                 | 21,841          |
| 租賃負債                 | 22,929          |
| <b>流動負債總計</b>        | <b>292,178</b>  |
| <b>非流動負債總計</b>       | <b>-</b>        |
| 股本(實收資本)             | 7               |
| 盈餘公積                 | (62,688)        |
| <b>歸屬於母公司所有者權益合計</b> | <b>(62,681)</b> |
| 少數股東權益               | 23,980          |
| <b>股東權益合計</b>        | <b>(38,701)</b> |
| <b>負債和股東權益總計</b>     | <b>253,477</b>  |

### 3.2.2 利潤表

單位：人民幣千元

|           | 審計數<br>2020/12/31 | 審計數<br>2021/12/31 | 審計數<br>2022/12/31 | 未經審計<br>2023/6/30 |
|-----------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 主營業務收入    | 900,534           | 887,133           | 527,045           | 205,277           |
| 主營業務稅金及附加 | (6,354)           | (5,596)           | (2,793)           | (1,050)           |
| 主營業務成本    | (248,512)         | (274,111)         | (243,331)         | (135,450)         |
| 毛利        | <b>645,668</b>    | <b>607,426</b>    | <b>280,921</b>    | <b>69,827</b>     |
| 市場銷售費用    |                   |                   |                   |                   |
| 行政管理費用    | (316,237)         | (387,304)         | (281,644)         | (57,472)          |
| 研究開發費用    |                   |                   |                   |                   |
| 息稅前利潤     | <b>329,432</b>    | <b>220,122</b>    | <b>(723)</b>      | <b>12,355</b>     |
| 財務費用      | 4,363             | 2,329             | 268               | (499)             |
| 非經營收入／支出  | 10,599            | 7,298             | 9,490             | 3,210             |
| 稅前利潤      | <b>344,393</b>    | <b>229,749</b>    | <b>9,035</b>      | <b>15,066</b>     |
| 所得稅       | (58,859)          | (39,747)          | (14,934)          | (1,401)           |
| 淨利潤       | <b>285,534</b>    | <b>190,002</b>    | <b>(5,899)</b>    | <b>13,665</b>     |
| 少數股東權益    | (115,221)         | (27,349)          | 480               | 14,471            |
| 歸母淨利潤     | <b>170,313</b>    | <b>162,653</b>    | <b>(5,419)</b>    | <b>28,136</b>     |

註：根據 貴公司管理層的介紹， 貴公司已將其持有的中房研協相關業務裝入CRIC中。本次價值分析的範圍包括CRIC相關諮詢業務及中房研協相關測評諮詢業務。

價值分析基準日的資產負債表包含了CRIC相關諮詢業務及中房研協相關測評諮詢業務。2020年至2023年6月的利潤表也包含了CRIC相關諮詢業務及中房研協相關測評諮詢業務。

## 4. 經濟狀況

分析國民經濟總體狀況需考慮的主要變量包括國內生產總值(GDP)、通貨膨脹率和匯率的當前水平及變化情況。中國國民經濟的總體情況是本次價值分析的一個重要方面。以下經濟討論摘自中國銀行國際金融研究所發佈的《2023年三季度經濟金融展望報告》。

### 4.1 經濟增長

2023年上半年，中國國內疫情影響明顯消退，需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力緩解，國內需求對經濟增長的貢獻提高，一季度中國GDP增長4.5%，好於市場預期。進入二季度，經濟恢復勢頭有所放緩，內生動力不強、需求不足的問題突出，預計二季度GDP增長6%左右，其增速高於一季度，主要是由於上年同期基數較低。展望下半年，全球經濟增速將繼續放緩，出口增長面臨壓力。中國經濟增長仍將主要取決於內需的恢復程度。在促消費政策、服務消費加快釋放的帶動下，消費有望保持溫和修復，基建投資繼續較快增長，高技術產業投資對製造業投資增長帶來支撐。房地產市場逐步探底修復，房地產開發投資降幅緩慢收窄。總體預計三季度GDP增長4.9%左右，全年增長5.4%左右。考慮到外部環境不確定性仍然較大，國內經濟內生增長動力不強，尤其是近期經濟恢復弱於預期，應引起高度重視。建議多措並舉穩定市場預期；財政政策進一步發力，加大穩增長力度；金融政策要「總量+結構+監管」三重發力，助力經濟持續恢復；促進內生動力增強、社會預期改善的良性循環，形成擴大內需合力；關注國際需求不振對外貿企業衝擊；穩樓市政策重在持續穩預期、化風險。

### 4.2 通貨膨脹

年內生豬產能相對充裕，疊加2022年下半年豬肉價格基數走高，食品價格漲幅相對溫和。隨着就業和收入情況改善，居民對耐用商品和各類服務消費需求將進一步釋放，從而推動核心CPI逐步上行。二是國內經濟修復疊加基數影響減弱，PPI降幅逐步收窄。受全球需求收縮和主要產地供給收緊的動態調整影響，石油等國際大宗商品價格將持續波動，工業產品價格將隨着經濟需求修復逐步企穩回升。疊加下半年翹尾因素的負向影響減弱，PPI降幅逐步收窄。預計三季度CPI和PPI分別同比上漲0.7%和下降2.1%左右，全年分別同比上漲0.9%和下降2.2%左右。

### 4.3 匯率

2023年上半年美元人民幣匯率先快速升值至6.7附近，後維持在6.8-7區間內雙向波動，並於6月中旬走貶至7.1左右，整體呈雙向波動態勢。截至2023年6月20日，美元兌人民幣即期匯率為7.17。近期人民幣匯率出現貶值的主要原因，一是美元指數短線走高。由於美國核心通脹漲幅仍高，市場對於美國緊縮路徑的預期再上調，美元指數於6月初走升至104左右。二是中美利差倒掛擴大。5月中旬以來，由於美國10年期國債收益率走升，同時中國10年期國債收益率降低，導致中美10年期國債利差倒掛有所擴大。截至6月20日，中美10年期國債利差走闊至-109BPs，較5月初的-61BPs利差再度擴大。三是國內經濟恢復基礎仍不牢固，且外需疲弱拖累出口，影響經常項目順差與匯兌收支。據海關總署統計，5月中國貿易順差658億美元，較2022年同期收窄16%。據國家外匯管理局數據，5月銀行結售匯順差33億美元，環比收窄39%，其中經常項目銀行代客結售匯順差環比減少38億美元至129億美元。

## 5. 行業狀況

根據中誠信國際（一家中國領先的信用評級及金融證券諮詢服務提供商）於2023年3月發佈的《中國房地產行業展望》做出以下總結：

### 5.1 行業基本面

自2021年7月以來，受房地產企業信用風險發酵、需求疲軟、疫情管控、停貸斷貸事件等多重因素影響，單月商品房銷售額同比增速已持續17個月呈下滑態勢，2022年全年全國實現13.3萬億元商品房銷售額，同比大幅回落26.7%。值得關注的是，2021年四季度以來，主要監管部門出台了一系列政策支持房地產行業健康發展；隨着各地調降首付比、優化房貸利率、取消限購限售等政策的落地，以及央行、銀保監會多方位引導改善優質房企流動性，商品房銷售金額降幅自2022年8月開始收窄。根據中指研究院發佈的數據，2023年1~2月，百強房企銷售總額同比降幅已大幅收窄至4.8%。

從需求變化來看，國家統計局數據顯示，2008~2016年，65歲及以上人口佔總體比例每年上升的幅度在0.4%以內，至2022年該指標已上升至14.9%。人口出生率持續走低和人口老齡化進程加快意味着未來剛性需求減弱。截至2022年末我國城鎮化率上升至接近65%，距離發達國家70%~80%的城鎮化率區間雖仍有一定空間，但邊際提升速度將有所放緩，未來國內城鎮化進程將明顯放緩，純剛需難以支撐房地產市場繼續大規模擴容。從住房消費能力和意願來看，雖然2022年底國內疫情防控政策發生較大轉變，但新冠疫情或將階段性影響居民勞動力，居民可支配收入恢復性增長仍需時間；此外，在房地產企業持續暴雷情況下，房屋交付及質量不確定，更加大了居民購房意願恢復的難度。需求端的變化亦促使商品房銷售結構發生轉變。2022年初，國內期、現房銷售面積同比增速呈現明顯剪刀差，年內剪刀差持續走闊。中誠信國際認為，在多重外部不利因素衝擊下，2022年房地產銷售規模顯著回落，目前行業銷售處於修復階段。

2016年底以來在「房住不炒」政策基調下，房地產調控政策整體趨嚴，房地產銷售價格呈增速放緩趨勢。根據國家統計局數據顯示，2017~2022年70個大中城市新建商品住宅價格指數（以下簡稱「房價指數」）增速持續下行，從2017年1月的10.69%下降至2021年12月末的1.98%；雖然房價指數增幅呈收斂態勢，但房價上漲的預期仍能維持。然而，2022年以來，除一線城市外，其餘地區二手住宅和新建住宅房價指數先後進入下跌區間且跌幅持續擴大，資產保值增值預期被打破。分城市能級來看，一線城市得益於資源稀缺且需求相對充足，價格韌性較強，三年同比均保持增長態勢，2022年價格指數同比小幅上升，價格表現明顯優於二三線城市。二三線城市房價指數雖然同比均在2022年進入下跌趨勢，但三線城市價格由漲轉跌早於二線城市，且跌幅更大，價格支撐力度最弱。從庫存來看，2022年受銷售市場的疲軟，商品房去化速度進一步放緩，商品房待售面積攀升至5.6億平方米，同比增長10.5%，為2019年以來高位。中誠信國際認為，房地產市場環境變化導致城市能級間分化加劇、庫存水平上升的趨勢或將延續；房地產調控政策基調、需求及市場修復將決定房價未來走勢。

此外，外部環境變化使得行業競爭格局亦發生改變。從百強房企銷售集中度來看，在最近一個房地產週期內，行業集中度呈倒「V」態勢。2016~2020年，行業競爭加劇導致行業集中度快速上升，百強房企銷售佔房地產銷售的比重從2016年的44%上升到2020年的63%；2021年下半年，在融資環境收緊疊加需求疲軟等因素影響下，行業信用風險陸續暴露，頭部民營房企陸續發生風險事件標誌着行業內馬太效應（一種強者愈強、弱者愈弱的現象）被打破，自此行業集中度開始下行，2022年百強房企銷售集中度降至50%。此

外，百強房企不同企業性質之間銷售情況分化顯著。根據克而瑞平台數據，2022年百強房企中國央企全口徑銷售金額同比下降約15%，而民企全口徑銷售金額同比下降約52%。2022年6月以來，民營企業在現金流吃緊、供貨不足等因素影響下，銷售降幅持續走闊；而第三季度的停貸斷貸事件進一步削弱非國有企業品牌認可度，導致在百強房企中，非國有房企降幅大於百強房企平均水平。相反，國有背景房企銷售降幅好於百強房企平均水平，在外部環境不利衝擊下更具競爭優勢。中誠信國際認為，國有背景企業憑藉其股東背景及便利的融資條件更具備競爭優勢，以國有背景房企為主要參與者的競爭格局已逐步顯現。

總體來看，受多重因素疊加影響，2022年房地產銷售已降至近年來的谷底；雖然房地產行業修復受人口紅利消滅、資產和收入預期走弱以及城鎮化進程放緩等因素干擾，但在房地產支持政策的支撐下，行業銷售已進入修復階段。

2022年以來，房地產銷售市場持續低迷疊加信用風險事件頻發，房企獲現能力持續惡化，大部分房企不再採用過往債務推動型擴張模式，轉而採取更為謹慎的開發及投資策略，整體土地投資及項目開發呈收縮態勢；此外，房價指數回落導致未來項目盈利及去化存在不確定性，房企土地購置及土地投資意願和能力均大幅下滑。

從各地集中供地情況來看，2022年集中供地更具靈活性和常態化特徵；2022年一改往常一年只有3次供地的特點，四季度無錫、蘇州、南京、深圳、北京等多城完成第四、五批次集中供地，武漢完成第六次集中供地。從土地供應規模來看，根據中指研究院統計的數據，2022年集中供地總量1,688宗土地，成交數量1,506宗，成交金額同比下降21.39%至17,762億元；由於2022年土地供應規模同比下降，當年流拍率僅為10.27%。從百城土地成交情況來看，2022年百城土地成交金額約3.78萬億元，為近3年最低值，較上年同比下降26%，成交土地溢價率持續低位徘徊，全年平均溢價率由10.84%降至3.29%。

從拿地參與者來看，2022年央企及地方國企仍為參與土地出讓的主要參與者，對托底土地出讓市場起到壓艙石的作用；非國有企業在各批次集中供地中拿地佔比均低於20%。細分來看，在一批次、二批次集中供地中，央企拿地佔比超過40%。三批次至五批次集中供地中，地方國企拿地佔比顯著上升，均超過50%。但部分參與拿地的地方國企並非房地產開發企業，開發經驗和開發能力不足，拿地後開工意願較弱。2022年9月，財政部印發《關於加強「三公」經費管理嚴控一般性支出的通知》，隨後第六批次集中供地中地方國企拿地佔比明顯下降。但總體來看，未來一段時間內土地市場主要參與者仍為央國企。

房地產開發建設方面，2022年，受行業持續下行疊加疫情等不利因素影響，房地產行業投資活動減弱，2022年全年房地產新開工面積及房地產開發投資金額分別同比下降約39%和10%，房地產開發投資額自2020年疫情爆發後首次出現同比下降並回落至近5年的低點。2023年，隨着行業信用風險出清進入尾聲、房地產支持政策效果逐步顯現，今年房地產投資活動有望觸底回升。

從融資端來看，2021年四季度以來，在「房住不炒」政策基調下，主要監管部門出台了一系列政策引導金融機構滿足房地產合理融資需求，近期已形成支持房企融資「三支箭」的格局，但行業復甦仍有待觀察。銀行信貸方面，2022年3月國務院金融穩定發展委員會召開專題會議後，金融機構對房地產行業的信貸政策邊際好轉，8月以來，國內貸款及個人按揭貸款累計金額降幅觸底回升，降幅開始收窄。2022年11月13日，央行和銀保監會聯合發佈了《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》(以下簡稱「**16條**」)，通知提出鼓勵銀行對房地產合理信貸投放，階段性鬆綁包括貸款兩集中以內的金融管理政策，放開信託渠道房地產投向限制等。隨後銀保監會、住建部、人民銀行聯合印發《關於商業銀行出具保函置換預售監管資金有關工作的通知》，支持優質房地產企業合理使用預售監管資金，促進房地產業良性循環和健康發展。但是從絕對金額來看，2022年全年國內開發貸及按揭貸款累計金額僅為2020年半年度水平。中誠信國際認為，有利的信貸政策環境下金融機構投放意願有所增強，且隨着銷售逐步回暖，房地產投資活動將逐漸增加，並向市場釋放更多的投放標的，今年開發貸及個人按揭貸款絕對金額有望回升。

債券市場方面，2022年在融資收緊和銷售回款下滑的雙重打擊下，房地產發債企業信用風險事件頻發，非國有房地產企業已普遍出現流動性緊張狀況，目前國有背景房企為發債市場的主要參與者。2022年內有69家房地產發債企業境內外債券發生信用風險事件，發生信用風險事件數量為2021年的2.71倍。截至2022年末，流動性困難房地產企業涉及境內外信用債金額佔所有房企信用債比例為43%，且絕大部分發生流動性危機房企為民營企業；民營房企涉及的信用債金額佔所有民營房企信用債餘額比例為67%。在境內債券違約增多的同時，房企境外美元債違約事件也較頻繁，公開信息顯示，2022年全年有43家房企約369.79億美元(約2,503.48億元人民幣)境外債本息違約。值得關注的是，2022年下半年以來部分出險房企成功推動整體債務重組，體現了債權人信心的回升，但當前出險房企境內外債務化解方案多處於前期探討階段，債務重組進度值得關注。房企境內外債券市場頻發信用風險事件嚴重弱化投資者信心，2022年全年，房企在境內債券淨融資規模為-526億元，其中民營房企淨融資為-1,648.34億元；房企境外美元債到期規模大幅提升的

同時，發行量大幅萎縮，淨融資額呈現339.91億美元淨流出。與非國有企業公開市場再融資受阻相反，2022年國有背景房企發債出現井噴（全年淨流入1,122億元），為2017年以來的峰值，絕大部分國資房企債券市場再融資渠道暢通。從債券到期情況來看，2023年為未來3年房企債券到期（含回售）高峰（3,560億元），且上半年超過一半的債券面臨到期（含回售）；全年到期（含回售）債券中有約一半為民營房企債券，在民營房企債券再融資尚未完全恢復的背景下，到期債券兌付仍然面臨一定不確定性。

2022年以來主要監管機構出台一系列支持政策支持房地產企業逐步恢復債券市場融資渠道。2022年5月，主要監管部門指導金融機構創設信用風險緩釋憑(CRMW)支持民營房企發債。2022年8月，在相關監管的指引下，中債信用增進投資股份有限公司（以下簡稱「中債增」）對民營房企發行的中期票據提供「全額無條件不可撤銷連帶責任擔保」。2022年11月8日，在人民銀行的支持和指導下，中國銀行間市場交易商協會（以下簡稱「交易商協會」）繼續推進並擴大民營企業債券融資支持工具（「第二支箭」），支持包括房地產企業在內的民營企業發債融資。目前來看，融資支持政策有助於提振市場信心，國央企債券融資渠道恢復情況較好，其淨融資金額已恢復至2018年的水平；然而民營房企債券投資信心修復仍需時間。從信託融資來看，2022年以來，房地產開發資金來源中國內貸款規模同比持續回落，至2022年8月，跌幅已經達到27.4%。與此同時，房地產信託及房企債券也呈持續淨收縮狀態。截至2022年9月末，房地產信託餘額12,807億元，較2021年末收縮4,808億元。雖然「16條」支持放開信託渠道房地產投向限制，但是考慮到房地產整體行業規模收縮疊加項目盈利空間收窄，土地投資及項目開發趨於謹慎，可匹配信託資金的房地產項目規模亦不斷萎縮，預計投向房地產領域的資金信託餘額仍將進一步下降。

第三支箭方面，2022年11月28日，證監會決定恢復上市房企和涉房上市公司再融資。值得關注的是，本次上市房企及涉房上市企業恢復股權融資渠道具有重要意義，且有助於改善上市房企資本結構；但考慮到股權融資審核流程相對複雜，融資後續落地情況仍有待關注。

中誠信國際認為，2021年四季度起行業政策逐步轉向，並在接下來的1年多時間內在市場供需端和融資端多維度不斷升級支持力度，充分體現了相關監管機構對維繫房地產行業健康發展的決心。當前房地產行業政策環境進一步回暖，房企多重再融資渠道得到修復，充分體現了房地產支持政策對提振資本市場信心起到的積極作用，行業融資環境得到改善。

## 5.2 樣本企業表現

中誠信國際選取2022年銷售規模排名行業Top50的房企作為樣本。總債務相關指標根據本報告後附公式統一計算，未做單獨項目調整；歷年權益口徑銷售金額採用CRIC平台統計數據。2022年樣本企業權益口徑簽約銷售額合計佔全國商品房銷售額比例約為30%，受行業景氣度波動和部分頭部房企樣本被剔除等因素影響，集中度較上年雖有下滑但仍具有一定代表性。

從簽約銷售金額維度看，2019年以來樣本房企銷售金額增長保持雙位數增速，這一趨勢在2021年發生轉變，其中隨着2021年下半年房地產市場快速降溫，全年銷售業績僅實現同比微漲0.86%，2022年受疫情和外部經濟形勢等多重不利因素影響，全年銷售額同比下降36.51%，較全行業銷售額降幅多近10個百分點。而樣本房企間，銷售業績表現亦有所分化，2022年樣本房企中僅3家房企實現銷售業績正增長；9家房企銷售業績降幅在20%以內，且全部為國央企；16家房企銷售額降幅在20%至40%區間，其中5家為民營房企；剩餘22家房企銷售業績同比下滑均超過40%，且大部分為民營房企。總的來看，在市場下行的背景下，民營房企銷售業績表現整體弱於國央企。

從總資產規模維度看，樣本房企平均總資產規模過去5年間保持增長態勢，但增速逐年放緩，2021年增速已降至個位數；2022年6月末首次出現負增長。分樣本來看，2021年以來，樣本企業中10家出現資產縮水，降幅均在10%以內；截至2022年上半年末，樣本企業中31家房企資產規模較期初下降，其中有2家降幅超過10%。由於2022年以來房地產融資環境收緊、銷售下滑，房企使用自有資金償還到期債務，期末貨幣資金餘額大幅下降；同時，受流動性緊張的影響，房企減緩拿地力度和開發節奏，存貨規模明顯下降；此外，部分債務償付壓力重的房企亦採取資產處置的方式換取流動性。總體來看，當前房企融資環境尚未全面恢復，房企流動性困境尚存，預計年末及未來短期內樣本房企資產規模仍將延續負增長趨勢。

從淨資產角度看，近五年一期，樣本房企平均淨資產和平均少數股東權益均保持增長，一定程度上淨資產規模的推升源自少數股東權益的快速增長，但二者增速的差值近年快速收窄。從具體樣本來看，截至2022年上半年末，共計24家房企出現淨資產收縮，最高淨資產縮幅高達20.3%。其中，部分樣本房企淨資產下降主要受盈利虧損影響，部分樣本房企因合作開發項目大幅減少或處置合作項目導致少數股東權益降低，此外，亦有部分房企在流動性風險暴露後，前期與金融機構合作的「明股實債」股轉債導致少數股東權益下降。整體而言，隨着合作項目陸續結轉，疊加項目盈利空間承壓，我們預計2022年末淨資產規模或將與年中持平或由於房地產開發企業收入確認的滯後性，當期結轉的項目通常為過往實現簽約銷售的樓盤，隨着近年各地限價政策的繼續推行，房企仍面臨項目初始獲利空間收窄的壓力。從樣本房企的初

始獲利空間看，2017~2021年及2022年上半年，樣本房企毛利率均值分別為29.63%、32.53%、31.02%、25.65%、19.94%和17.58%，由於近兩年房企結轉項目多為2018~2019年間獲取土地，彼時土地溢價率處於相對高位疊加全國熱點城市的商品房限價因素，我們預計2022年全年房地產項目毛利空間下探趨勢或將延續，但隨着2020年後拿地趨於理性及成本倒掛項目計提減值，未來短期內項目初始盈利空間進一步下探的壓力或將有所減弱。在近年項目毛利整體下行的背景下，通過提升項目周轉效率以及加強費用管控有利於增強房企盈利能力。從周轉效率來看，2017~2021年樣本房企存貨周轉率中位數水平分別為0.38倍、0.35倍、0.34倍、0.35倍和0.39倍，與毛利率走勢相反，樣本房企存貨周轉率在2019年達到階段性低點後，近兩年呈加速回升趨勢。存貨周轉率的提升既與樣本房企加強經營效率提升有關，也在一定程度上源自其土地拓展節奏的放緩。我們認為在商品房銷售市場持續回落及需求端偏好從剛需向改善型偏移的行業背景下，未來房企在看中項目周轉速度的同時，或將加大對項目自身品質提升的關注。從期間費用來看，2017~2021年及2022年上半年樣本房企期間費用率均值分別為8.45%、9.66%、9.29%、7.95%、8.42%及10.57%，整體呈先升後降趨勢，其中2022年上半年樣本房企平均銷售費用和管理費用金額分別同比下降12.45%和15.12%，銷售費用及管理費用佔營業收入比重較上年同期小幅下降；由於房地產項目開工面積下降，利息支出滿足資本化條件的金額減少，利息費用化比重提高使得2022年上半年財務費用佔營業收入比重分別較2021年上半年和2021年全年增長1.61個百分點和2.25個百分點，帶動當期期間費用率提升。考慮到當前房企收入結轉速度有所放緩及期間費用率中三費和營業收入的期限錯配因素，未來短期內期間費用率仍有一定上行壓力。

從樣本房企淨利率水平來看，受項目初始盈利空間收窄、市場景氣度下行帶動結算收入規模下降、企業計提的資產／信用減值規模增大等多重因素影響，2018年以來樣本房企淨利率水平呈現持續回落趨勢，2022年上半年樣本房企淨利率已下滑至3.12%。考慮到當前上述因素尚貨幣資金短債比、淨負債率分別從短期流動性和槓桿水平方面，衡量房企短期及中長期的償債壓力。截至2022年6月末，樣本房企平均淨負債率、貨幣資金／短期債務分別為82%、1.45倍，分別較2021年末提升6.87個百分點和下降0.21倍，2022年上半年樣本房企槓桿水平及短期償債指標的惡化主要源自銷售回款疲軟且再融資壓力加重，房企貨幣資金餘額較年初減少；此外，樣本房企短期債務壓力亦有所上升，2022年上半年短期債務合計值較2021年末小幅增長。考慮到當前銷售回款資金被優先用於項目層面「保交樓」，房企可自由動用的償付信用債的貨幣資金規模降低，樣本房企的實際流動性壓力較之上述指標顯示結果更為悲觀。儘管下半年「三支箭」及「16條」等行業支持政策的出台有助於房企融資渠道的恢復，但房企淨融資整體仍呈淨流出態勢，且銷售業績回暖仍需時間，房企流動性困境尚存。

## 5.3 結論

2022年房地產市場在經歷了一輪風險出清後，市場規模快速回落至2017年水平。雖然人口紅利消減、資產和收入預期走弱以及城鎮化進程放緩等因素干擾行業修復進程，但2021年四季度行業政策轉向以來，市場供需端和融資端多維度支持政策不斷發力，目前行業銷售已進入底部修復階段。同時，2022年行業開發規模與土地投資探底，目前已形成了以央企及國有背景開發商成為土地市場主要參與者的新格局，隨着利潤空間的收窄，未來行業投資活動有望實現理性回歸。融資環境邊際持續向好助力房企再融資恢復，目前金融機構投放意願增強，房地產提振政策對重塑市場信心起到積極作用。我們認為，目前行業信用風險出清已進入尾聲，行業信用基本面觸底，信用風險蔓延並引發新一輪信用風險危機的可能性很小。

## 6. 價值分析方法

### 6.1 價值分析方法

估值方法一般分為以下三種方法：成本法、市場法和收益法。下面對三種估值方式進行簡要介紹：

成本法是以複製或重置成本作為初步估值基準的方法，以一項新資產（完全相同（複製）或具有相同功能（重置））複製或取代目標資產所需成本確立審慎投資者可能支付的最高金額。倘目標資產的功能因實際耗損、功能過時及／或經濟過時而較新資產遜色，則目標資產的價值須就該等價值扣減作出調整。可就年期長短、實際耗損、技術上效率不足、價格水平變動、需求下降及其他因素作出調整。

市場法是透過分析就經濟角度而言屬可資比較的資產於估值基準日的實際交易或放盤來估計價值的方法。過程基本上是將目標資產與近期售出或正在市場上放售的同類資產作比較及對照，並須就可資比較資產在地點、年期長短、銷售時間、規模及用途及其他方面的差異調整其成交價或放盤價。可資比較資產的經調整價格為目標資產提供指標價值。

收益法開宗明義將某項資產（負債）的當前價值建基於預期可於有關資產（負債）的剩餘年期收取（支付）其所產生的未來經濟利益（責任）。該等利益的形式可以是盈利、淨收入、現金流量或其他盈利能力的計量，並包括最終出售所得款項以及所節省的成本及稅項扣減。價值指標是按將預期利益按所規定回報率（包含金錢的時間價值及與特定資產相關的風險）貼現至其現值制定。

所選貼現率一般以類別、質量及於估值基準日的風險相若的另類投資所提供的預計回報率為依據。

在估值過程中，我們考慮了以上三種公認的估值方法，即成本法、市場法和收益法。儘管成本法適用於某些估值，但是一般情況下，成本法並不適用於持續經營企業的價值分析，因為它不考慮企業的未來盈利潛力，所以本次估值分析不使用成本法。

目前的資本市場充分發展、較為活躍，且資本市場中存在足夠數量的與目標公司相同或類似的公司或交易信息，能夠收集並獲得相關市場信息及財務信息。由於可以獲取足夠的與CRIC性質、業務相似的上市公司，這些公司的市值為良好指標，故本次價值分析採用市場法。由於收益法涉及對公司財務預測的諸多假設，且未來業績具有不確定性，故本次價值分析未採用收益法，而採用市場法對目標公司股權價值進行價值分析。

## 6.2 市場法

### 6.2.1 一般假設

- 假設在CRIC目前及未來存續期間內，相關的法律法規、行業政策以及財政和貨幣政策、所處經濟環境等不會發生重大變化；
- 假設對CRIC所適用的稅務政策將不會發生重大變動，CRIC沒有重大的稅務糾紛；
- 假設現行利率、匯率不會發生重大變化；
- 假設CRIC未來將一直保持持續經營狀態，並且有足夠的運營資金和人力資源以實現其財務預測；
- 假設CRIC在經營過程中，未來經營計劃、成本、市場銷售等無不可預見的重大變化；
- 假設所有的關聯交易均屬公平合理，都是以公平交易為基礎的；

- 假設CRIC不存在未披露的實際或或有資產或負債，沒有不尋常的義務或實質性的承諾，也沒有任何未決訴訟或受到威脅，以對CRIC的股東權益價值產生重大影響；
- 假設CRIC負責任的履行資產所有者的義務並稱職地對有關資產實行了有效的管理；以及
- 除 貴公司已提供的資料之外，假定不存在影響CRIC分析的其他重要信息。

## 6.2.2 市場法分析

市場法常用的具體方法包括上市公司比較法和可比交易法（基於與目標公司類似業務的交易價格得出）。具體過程本質上為將標的資產與相關交易中的相似資產或業務進行比較及關聯。價值乘數是由相似企業的交易價格除以適當的財務指標（如歷史或預期的收入或利潤）確定的倍數。再將價值乘數應用在相應的財務指標上得出評估值。同時需要對交易價格或價值乘數進行調整，以反映標的企業與可比企業的差異。

由於目標公司所在行業存在若干業務類似的上市公司，因此採用市場法—上市公司比較法進行價值分析。目標公司主要業務是為房企、政府、金融、資管等企業提供房地產大數據系統及營銷分析系統，目標公司的主要產品為CRIC平台系統、諮詢服務及房地產開發商測評服務。

此次價值分析中可比公司的選擇標準如下：

- 可比公司為A股或港股上市公司；
- 與目標公司所屬行業相同，即主要（佔總營業收入比大於40%）從事數字化服務、數據提供及IT諮詢服務，主要應用領域包括：房地產／政府／金融行業等；
- 可比公司官方網站中對其主營業務介紹／目標客戶描述中包含了房地產行業；
- 可比公司財務數據可通過公開信息獲取；
- 除競爭對手明源雲外，可獲取2023年淨利潤預測值。

根據上述原則，選取的4家可比公司具體情況如下：

| 公司名稱                       | 股票代碼            | 上市地 | 業務介紹  | 市值<br>(人民幣百萬) | 各業務板塊<br>收入佔比%  |
|----------------------------|-----------------|-----|---|---------------|---|
| 明源雲集團<br>控股有限公司            | SEHK:<br>909    | 香港  | 明源雲是一家房地產軟件解決方案供應商，專注於為房地產開發商等用戶提供企業級ERP解決方案及SaaS產品，擁有銷售營銷、成本採購、項目管理以及房地產資產管理等功能。   | 7,769         | 雲服務：78.5%<br>本地化部署軟件及服務：21.5%   |
| 上海漢得信息技術<br>股份有限公司         | SZSE:<br>300170 | 深圳  | 漢得信息成立於2007年8月10日，是以大數據和創新技術賦能中國房地產市場(特別是商業地產市場)的數據SaaS工具、市場推廣服務綜合運營商。下設大數據中心、研發中心、技術開發部、土地事業部、商辦事業部等部門，擁有600多位優秀數據研發和專業分析師團隊，分支機構遍佈中國主要城市。   | 10,331        | 軟件服務行業：<br>99.6%<br>商業保理：0.2%<br>未分配的其他：0.1%  |
| 軟通動力信息<br>技術(集團)<br>股份有限公司 | SZSE:<br>301236 | 深圳  | 軟通動力信息技術(集團)股份有限公司(以下簡稱「軟通動力」)是中國領先的軟件與信息技術服務商，致力於成為具有全球影響力的數字技術服務領導企業，企業數字化轉型可信賴合作夥伴。2005年，公司成立於北京，立足中國，服務全球市場。目前，在全球40餘個城市設有近百個分支機構和超過20個全球交付中心，員工90,000餘人。秉承用數字技術提升客戶價值的使命，軟通動力長期提供軟件與數字技術服務和數字化運營服務，其中軟件與數字技術服務包括諮詢與解決方案、數字技術服務和通用技術服務；憑藉深厚的行業積累，公司在10餘個重要行業服務超過1,000家國內外客戶，其中超過200家客戶為世界500強或中國500強企業。 | 22,756        | 通訊設備 <sup>(1)</sup> : 45.2%<br>互聯網服務：19.0%<br>金融科技：19.9%<br>高科技與製造：<br>12.2%<br>其他：3.7% |

| 公司名稱                   | 股票代碼            | 上市地 | 業務介紹  | 市值<br>(人民幣百萬) | 各業務板塊<br>收入佔比% |
|------------------------|-----------------|-----|---|---------------|----------------|
| 廣州賽意信息<br>科技股份<br>有限公司 | SZSE:<br>300687 | 深圳  | 賽意信息成立於2005年，作為「國家級高新技術企業」，賽意信息是國內在工業互聯網及智能製造、核心ERP及業務運營中台等領域頂尖的產品及解決方案提供商，專注於面向製造、零售、現代服務等行業領域的集團及大中型企業客戶提供數字化及智能製造產品，及系統部署、上線運營、後期運維等實施交付服務，已服務超1,000家頭部企業。據IDC數據顯示，賽意信息在高科技電子及計算機通信領域廠商份額第一；2018年，賽意信息獲「廣東省互聯智造(賽意)工程技術研究中心」認定、2022年獲「廣東省科技進步獎一等獎」等多項榮譽認證。 | 9,520         | 軟件服務業：100.0%   |

上述信息來源於：*S&P Capital IQ*

- (1) 根據公司年度報告，通信設備收入主要包括：軟件項目研究、分析設計、維護服務、裝載服務、開發與測試、運營等。此外，根據公司年度報告，數字創新業務的營業收入佔總收入比為43.4%。

根據上述選擇標準，我們認為，可比公司的選擇是窮盡的。

在進行價值分析中，我們考慮了包括市淨率(P/B)倍數、市盈率(P/E)倍數和企業價值比收入(EV/S)倍數。我們認為對於目標公司而言，市淨率倍數並不適用，由於賬面值僅反映了公司有形資產，對於一個公司如果創造了任何市場附加值(如市淨率大於1)，則應具備無形資產帶來的競爭優勢。而這些無形資產帶來的競爭力和優勢並不能反應在其市淨率倍數中。因此，一般而言，公司股權賬面價值與其市場價值關係較小，故不採用市淨率對目標公司股權價值進行價值分析。

EV/S倍數通常用於對初創型企業價值分析，EV/S倍數忽略了企業成本結構以及盈利能力。因此，我們認為採用EV/S倍數不適用於對目標公司股權價值分析。

本次價值分析採用了P/E倍數，P/E倍數是最常用的市場倍數之一，同時考慮了目標公司的盈利能力及成本結構。

通過選擇上述可比公司及其對應的市盈率倍數，我們對目標公司股權價值進行了價值分析計算，具體描述如下：

| 可比公司法          | 代碼          | • 市盈率<br>2023/7/31 |
|----------------|-------------|--------------------|
| 明源雲            | SEHK:909    | NM                 |
| 漢得信息           | SZSE:300170 | 32.15              |
| 軟通動力           | SZSE:301236 | 17.82              |
| 賽意信息           | SZSE:300687 | 27.56              |
| 最大值            |             | 32.15              |
| 最小值            |             | 17.82              |
| 平均值            |             | 25.84              |
| 中值             |             | 27.56              |
| <b>選取的價值乘數</b> |             | <b>25.84</b>       |

通過將選取的市盈率倍數乘以目標公司2023年年化淨利潤後，我們計算得出目標公司的股權價值。

根據管理層提供的財務數據，2023年1月至2023年6月，目標公司累計淨利潤為人民幣28,136千元，年化淨利潤為人民幣56,272千元。選取可比公司的2023年預測市盈率平均值為25.84倍，計算得出目標公司未考慮控制權溢價及缺少流通性折扣的股權價值為人民幣1,454,262千元。

### 6.2.3 缺少流通性折扣

流通性概念涉及所有者權益的流動性，也就是說所有者在選擇出售其權益時的變現速度和便捷性。缺少流通性折扣反映了私有公司的股份沒有現成的交易市場。私有公司的所有者權益通常不像上市公司那樣可直接流通。因此，私有公司的股票價值通常低於上市公司的類似股票價值。

本次價值分析使用Finnerty模型使用平均價格亞式期權(Average-price Asian put option)法估算流動性折扣(LOMD)。Finnerty模型使用平均價格亞式期權(Average-price Asian put option)估計流動性折扣，簡稱AAP模型。平均價格亞式期權的執行價格為期權期限內的資產市場價格的平均值，其認為即使不存在流動性限制，投資者也很少能以最高價格變現資產，所以假設以平均價格賣出更為合理。

LOMD計算採用的參數概述如下：

| 價值分析基準日 |          | 2023/7/31 |
|---------|----------|-----------|
| 到期年限(年) | T        | 5.00      |
| 波動率(%)  | $\delta$ | 62%       |
| 股息生息率   | q        | 0%        |
| 缺乏流動性折扣 |          | 27%       |

#### 6.2.4 控制權溢價

由於上市公司市值是基於少數股權的，在確定目標公司100%股權公允價值是基於控股基礎的價值，而少數股東對於目標公司的經營戰略、財務管理、利潤分配等重大方面相對缺少控制力。因此，採用上市公司比較法確定的目標公司100%股權時，需考慮控制權溢價。

控制溢價是控制權所固有的額外價值，這與反映控制權的少數股權形成鮮明對比。當然，證券交易所每天的數千筆交易是少數股權交易。公共市場通過收購交易提供有關控制溢價的信息。當上市公司的控股權被收購並私有化時，購買者通常會支付高於自由交易的少數股權股價的溢價。股票在收購前的收市價與控股權益的購買價格之間的差異被稱為控制溢價。

為了估計適用於目標公司的控制溢價，我們依賴於平均控制溢價的指示，採用來自最近四年（就常見慣例而言，一般選擇三至五年的數據）由Capital IQ來源的從事房地產業務的公司收購交易的數據。正如市場數據（即Capital IQ的數據）所示，25%的控制溢價被認為是合適的。

自近四年收購交易數據選取的控制溢價如下：

| 交易<br>公佈日期 | 目標／發行人   | 買家／投資者  | 行業分類<br>目標／<br>發行人 | 尋求<br>百分比(%) | 目標股票<br>溢價－<br>1個月前<br>(%) |
|------------|--|---|--------------------|--------------|----------------------------|
| 2021/7/7   | Magnolia<br>Bostad<br>AB (publ)<br>(OM :<br>MAG) | Andersson<br>Real Estate<br>Investment<br>Management ;<br>Holmstrom<br>Fastigheter AB | 房地產(主<br>要)        | 100          | 31.03                      |
| 2021/1/11  | Quabit<br>Inmobiliaria,<br>S.A.                  | Neinor Homes,<br>S.A. (BME :<br>HOME)   | 房地產(主<br>要)        | 100          | 15.75                      |
| 2019/10/27 | TLG<br>Immobilien<br>AG<br>(XTRA :<br>TLG)       | Aroundtown SA<br>(XTRA : AT1)   | 房地產(主<br>要)        | 77.5         | 26.17                      |

| 交易<br>公佈日期 | 目標／發行人   | 買家／投資者                                | 行業分類<br>目標／<br>發行人 | 尋求<br>百分比(%) | 目標股票<br>溢價－<br>1個月前<br>(%) |
|------------|--|---------------------------------------|--------------------|--------------|----------------------------|
| 2019/9/25  | AGROB<br>Immobilien<br>AG (DB :<br>AGR)            | Apollo Capital<br>Management,<br>L.P. | 房地產(主<br>要)        | 75.02        | 25.98                      |
| 2019/9/17  | 時代環球集團<br>控股有限公司<br>(SEHK :<br>2310)               | –                                     | 房地產(主<br>要)        | 60.17        | 33.04                      |
| 2021/3/26  | Eastern &<br>Oriental<br>Berhad<br>(KLSE :<br>E&O) | Amazing Parade<br>Sdn. Bhd.           | 房地產(主<br>要)        | 57.29        | 42.86                      |
| 2020/6/29  | Consus Real<br>Estate AG<br>(XTRA :<br>CC1)        | Adler Group<br>S.A. (XTRA :<br>ADJ)   | 房地產(主<br>要)        | 50.97        | 17.02                      |
| 平均值(已約整)   |  |                                       |                    |              | <b>25.00</b>               |

## 7. 價值分析結論

根據 貴公司提供的資料，並基於我們的工作程序及工作範圍的限制、以及相關的基本假設及特定假設，我們採用市場法對目標公司100%股東全部權益價值於價值分析基準日的市場價值的指示性價值進行了分析估算，結果為人民幣1,327,014千元。

單位：人民幣千元

|                           |                 |           |
|---------------------------|-----------------|-----------|
| 選用的可比公司市盈率                | a               | 25.84     |
| 20230731推算的全年淨利潤          | b               | 56,272    |
| 股權價值(未考慮缺乏流動性折扣及控制權溢價)    | c=a*b           | 1,454,262 |
| 缺乏流動性折扣                   | d               | 27%       |
| 控制權溢價                     | e               | 25%       |
| 考慮缺乏流動性折扣及控制權溢價後的股東全部權益價值 | f=c*(1-d)*(1+e) | 1,327,014 |

附註： 部分數字由於取整可能不會精確計算得出。

根據目標公司的財務表現及可比公司的市場數據，我們認為目標公司於2023年12月10日的價值與價值分析基準日的市場價值沒有重大差異，其差異在5%以內。

### 假設和限制條件

本報告是基於下列一般假設及限制條件：

據我們所知，本報告內如包含所用來形成意見和結果或提出的任何數據(含歷史財務數據)都是真實準確的。雖然我們相信本報告所載的信息是準確的，我們對本分析報告內含有的任何數據、意見或他人提供的估值結論的真實性不提供任何擔保或承擔任何責任。

本文提出的估價結論和意見是基於估價日期當時的經濟狀態和報告內列出的貨幣購買力。估價結論和意見所對應的估值日期在報告內列出。

本報告僅限於列出的用途，而並無意向或適合用於其他方面。它不適用於任何其他用途或目的，或被任何第三方用於其他用途。本公司特此聲明，我們不為任何非預期的使用帶來的任何損害和／或損失承擔責任。

本報告的任何部分（尤其是任何結論、簽署或和本報告關聯的個人或其關聯的時間、或提及其關聯的職業協會或組織，或前述組織授予的指定內容）都不可以在未獲得我們書面同意和批准的情況下通過如招股說明書，廣告宣傳品，公共關係，新聞的任何方式洩露給第三方。

除非本報告另作聲明，我們並未計劃或進行任何環境影響研究。除非報告內另外聲明，定義和說明，我們認為完全遵守可行的法律和政府法規。我們也認為與本估值報告相關的任何所有權是可靠的，且任何必要的許可證、同意書或其他任何可行的政府部門或私人組織的法規或行政程序都已經完成或更新。

除本報告中另有註明外，本報告內包含的價值估值特別排除了以下物質的影響，如石棉、尿素甲醛泡沫絕緣材料、其他化學品、有毒廢物、或其他潛在有害物質的存在或結構破壞或影響污染環境。建議報告讀者就潛在的結構／環境缺陷問題估值諮詢合格的結構工程師和／或工業衛生師，該類問題的存在可能會對價值估值造成影響。