

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



**Trendzon Holdings Group Limited**  
**卓航控股集團有限公司**  
(於開曼群島註冊成立的有限公司)  
(股份代號：1865)

**(1) 補充公告一**  
**有關收購目標公司100%股權的須予披露交易：**  
**(2) 完成收購事項**

茲提述卓航控股集團有限公司(「本公司」)日期為二零二五年三月四日的公告(「該公告」)，內容有關構成本公司須予披露交易的收購事項。除文義另有規定者外，本公告所用詞彙與該公告所界定者具有相同涵義。

**有關目標公司估值的澄清**

本公司謹此就收購事項提供以下澄清及補充資料：

由於本公司在該公告中不慎出現筆誤，本公司謹此澄清，該公告「代價基準」一節中「獨立估值師使用市場法對目標公司100%股權的初步評估價值不少於人民幣2,200,000元」的陳述應修訂並重列為「獨立估值師使用資產法對目標公司100%股權的初步評估價值不少於人民幣2,200,000元」。有關估值詳情，請參閱目標公司的以下補充資料。

## 目標公司的補充資料

董事會謹此就收購事項提供以下進一步資料：

於評估收購事項的代價基準時，本公司已委聘獨立估值師滌鋒評估有限公司（「**估值師**」）評估目標公司於二零二五年一月三十一日（「**估值日期**」）的全部股權的價值。

據董事作出一切合理查詢後所深知、全悉及確信，本公司並不知悉估值師與本集團、買方或彼等各自的任何主要股東、董事或主要行政人員或彼等各自的聯繫人之間有任何可能合理地被視為與估值師的獨立性有關的關係或權益。除就估值應付估值師的正常專業費用外，並無任何安排致使估值師將收取本公司、買方或彼等各自的任何主要股東、董事或主要行政人員或彼等各自的任何聯繫人的任何費用或利益，且本公司並不知悉存在任何情況或當中存在的變動會影響彼等的獨立性。估值師已向本公司確認彼等的獨立性。因此，董事認為估值師符合獨立進行估值的資格。

### 估值師資格

龔仲禮先生為英國皇家特許測量師學會會員及香港測量師學會會員、英國皇家特許測量師學會註冊估值師、註冊專業測量師（產業測量）及香港商業價值評估公會註冊商業估值師，並於香港及海外業務資產及業務實體估值方面擁有逾20年經驗。

李振松先生為CFA特許資格持有人、香港會計師公會會員及英國皇家特許測量師學會會員，並於香港及海外業務資產及商業企業估值方面擁有逾10年經驗。

## 董事會對目標公司股權估值的評估

根據初步估值，於二零二五年一月三十一日採用資產法的目標公司評估價值約為人民幣2,201,000元。

就目標公司股權的估值而言，董事會向估值師了解到，資產法乃對股權進行估值的最合適估值方法，原因為：(i)於二零二五年一月三十一日，中華人民共和國的建築及工程市場極不明朗，難以合理準確地預測未來建築項目。此外，編製長期預測本質上依賴多項主觀假設及判斷，而該等假設及判斷可能會亦可能不會持續；(ii)除若干預期收入及溢利相對確定的在建項目外，未來新項目存在高度不確定性；(iii)鑒於未來項目的高度不確定性，資產法透過研究資產淨值另加已訂約進行中項目（「無形資產」）所產生經濟利益的現值，最能代表目標公司的價值；及(iv)市場法並不適合，原因為並無足夠相關可比交易或具有相同投資組合的可比公司，為估值師的價值意見提供可靠基礎。

目標公司的全部股權的估值概述如下：

|                        | 於二零二五年一月三十一日     |                |                  |
|------------------------|------------------|----------------|------------------|
|                        | 賬面值              | 價值變動           | 市值               |
|                        | 人民幣元             | 人民幣元           | 人民幣元             |
| <b>流動資產</b>            |                  |                |                  |
| 現金及現金等價物               | 3,113,000        | –              | 3,113,000        |
| 貿易應收款項及其他應收款項<br>(附註2) | 17,312,000       | (1,369,000)    | 15,943,000       |
| <b>非流動資產</b>           |                  |                |                  |
| 無形資產 (附註3)             | -                | 1,532,000      | 1,532,000        |
| <b>流動負債</b>            |                  |                |                  |
| 貿易應付款項及其他應付款項          | (10,287,000)     | –              | (10,287,000)     |
| 銀行貸款                   | (8,100,000)      | –              | (8,100,000)      |
| <b>權益總額</b>            | <b>2,038,000</b> | <b>163,000</b> | <b>2,201,000</b> |

附註：

1. 上述數字已四捨五入。
2. 其他應收款項及其他應收款項已根據與目標公司管理層的討論作出調整，以減去數筆被識別為無法收回的應收款項。
3. 無形資產指於估值日期目標公司所承接的進行中項目。無形資產的估值詳情於下文討論。

### **董事會對無形資產估值的評估**

根據初步估值，於二零二五年一月三十一日採用收入法—超額盈利法的無形資產評估價值約為人民幣1,532,000元。

就無形資產股權的估值而言，董事會向估值師了解到，收入法—超額盈利法乃對無形資產進行估值的最合適估值方法，原因為：(i)收入法—超額盈利法具體考慮源自無形資產的預測收入；(ii)由於並無足夠的相關可比交易作為吾等估值意見的可靠基礎，故市場法並不適合；及(iii)成本法由於忽略了無形資產的未來經濟利益，故並不適合。

於進行估值時，估值師已採納(其中包括)以下輸入數據及假設進行估值：

### 1. 預測收入及期間

預測收入乃根據目標公司的以下主要已訂約進行中項目、預算成本及完工百分比(參考所產生的實際成本釐定)及完成項目所需的估計時間編製。

| 合約        | 合約金額              | 估計成本<br>總額        | 完工百分比<br>(基於已花費<br>成本) | 估計完工  | 將予確認的<br>毛利      |
|-----------|-------------------|-------------------|------------------------|-------|------------------|
| A         | 44,806,000        | 40,367,000        | 30%                    | 二零二五年 | 3,121,000        |
| B         | 9,509,000         | 8,986,000         | 47%                    | 二零二五年 | 278,000          |
| C         | 1,487,000         | 1,264,000         | 0%                     | 二零二五年 | 223,000          |
| <b>總額</b> | <b>55,802,000</b> | <b>50,617,000</b> |                        |       | <b>3,622,000</b> |

### 2. 其他經營開支

目標公司的其他經營開支估計約為人民幣759,000元，乃參考目標公司截至二零二四年十二月三十一日止年度的實際行政開支另加2%增長(經參考中國的預期通脹率釐定)釐定。

### 3. 企業所得稅率

估值採用25%的企業所得稅率。

### 3. 無形資產的經濟年限

鑒於所有項目預期將於二零二五年完工，故預期無形資產的剩餘經濟年限將至二零二五年十二月。

#### 4. 貢獻資產開支

於評估無形資產應佔收入時，估值師已剔除其他已識別的貢獻資產應佔的收入部分。其他已識別貢獻資產包括集結勞動力及非現金營運資金。集結勞動力的除稅後實繳資產質押率為13.9%，乃基於目標公司的加權平均資本成本計算。非現金營運資金的除稅後實繳資產質押率為2.7%，乃基於目標公司的除稅後債務成本計算。

#### 5. 貼現率

估值師採用加權平均資本成本（「**加權平均資本成本**」）得出無形資產的貼現率。此乃估值對象為滿足其各資本提供者（包括股東及債務持有人）而須賺取的最低規定回報。加權平均資本成本乃經考慮資本架構各組成部分的相對比重計算。估值中採用的貼現率遵循以下公式：

$$\text{貼現率} = W_e \times R_e + W_d \times R_d \times (1 - T)$$

其中

$R_e$  = 股權成本

$R_d$  = 債務成本

$W_e$  = 股權價值佔企業價值的比例

$W_d$  = 債務價值佔企業價值的比例

$T$  = 企業稅率

i) 股權成本

估值師已使用資本資產定價模型(「資本資產定價模型」)釐定目標公司的適當股權成本。資本資產定價模型會計算風險溢價，即超出無風險利率的所需額外回報。已加入額外風險溢價(如國家風險溢價、規模溢價及特定風險溢價)以反映目標公司的其他風險因素。所有估計均受到Refinitiv及Kroll資本成本指南等公開資料來源的支持。

股權成本 = 無風險利率 + 股權貝他係數 x 市場風險溢價 + 規模溢價 + 國家風險溢價 + 特定風險溢價

股權成本計算：

|             |               |
|-------------|---------------|
| (1) 無風險利率   | 1.65%         |
| (2) 股權貝他係數  | 1.03          |
| (3) 市場風險溢價  | 7.17%         |
| (4) 規模溢價    | 2.91%         |
| (5) 國家風險溢價  | 0.94%         |
| (6) 特定風險溢價  | 2.00%         |
| <b>股權成本</b> | <b>14.87%</b> |

\* 上述數字已四捨五入

附註：

- (1) 此乃中國政府債券基準收益曲線的十年期收益率，是成熟市場的無風險利率。
- (2) 此乃參考具有可比業務性質及營運的公開上市公司後的經調整貝他係數，有關資料源自Refinitiv。

- (3) 市場風險溢價 = 市場回報率 – 無風險利率。為得出長期股權風險溢價，估值師參考Kroll資本成本指南所發佈的美國長期預期股權風險溢價（基於歷史數據）。由於估值師得出估值中採用的穩定長期貼現率，故採用成熟市場股權風險溢價；因此，估值師已採用美國的平均市場回報，而非發展中股權市場回報。國家風險溢價（見下文附註5）反映目標公司的預期營運地點。
- (4) 根據Kroll資本成本指南所發佈的研究，資本資產定價模型並未完全計及小型公司股票的較高回報。

根據其對微型市值公司於一九二六年至二零二三年歷史回報的研究數據，規模溢價（即超出資本資產定價模型預測的回報）為2.91%。

- (5) 此乃由於在中國經營的風險增加，其風險狀況與吾等分析中應用的市場溢價不同，包括業務風險、財務風險、流動資金風險、匯率風險及國家風險。於釐定目標公司的國家風險溢價時，估值師參考源自Damodaran Online (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)的數據及方法（已更新至二零二五年）。

Damodaran Online由Aswath Damodaran（現為紐約大學史登商學院金融學教授）編製。Damodaran先生已出版多本著作，其中包括四本股權估值書籍及兩本企業融資書籍。彼亦曾於《金融與定量分析雜誌》、《金融雜誌》、《金融經濟學雜誌》及《金融研究評論》上發表論文。

- (6) 此乃股權成本的額外特定風險溢價。

鑒於上述變數，估值師得出股權成本為14.87%。

ii) 債務成本

債務成本指於借貸或發行債務(例如公司債券)時,目標公司就債務融資所需作出的估計回報。估值師已透過採用中國五年以上基準貸款利率3.60%估計債務成本。

iii) 債務比重

為在行業中保持競爭力,可合理假設目標公司隨時間將以接近行業可比公司平均債務比重的債務水平營運。透過分析行業可比公司,債務比重估計為16%。

iv) 股權比重

按上述相同基準估計的股權比重為84%。

v) 企業所得稅稅率

於估值日期,中國企業所得稅稅率為25%。

根據上述分析,加權平均資本成本的計算方法如下:

$$\begin{aligned} \text{加權平均資本成本} &= 84\% \times 14.87\% + 16\% \times 3.60\% \times (1-25\%) \\ &\approx 12.9\% \end{aligned}$$

\* 上述數字已四捨五入

進一步加入1.0%的無形資產風險溢價,以反映無形資產的較高風險。經考慮上文所述以及1.0%的無形資產風險溢價,於估值日期就無形資產估值所採用的貼現率為13.9%。

無形資產的估值過程如下表所示：

|                                     |       | 人民幣                  |
|-------------------------------------|-------|----------------------|
| 將予確認的毛利                             |       | 3,622,378 (A)        |
| 減：其他經營開支                            |       | (759,653) (B)        |
| 減：企業所得稅                             |       | <u>(715,681) (C)</u> |
| 除稅後經營收入                             |       | 2,147,044            |
| 期初營運資金 <sup>(1)</sup>               |       | 5,493,110            |
| 期末營運資金 <sup>(2)</sup>               |       | <u>20,911,879</u>    |
| 營運資金的貢獻資產開支 <sup>(3)</sup>          | 2.7%  | (356,467) (D)        |
| 期初集結勞動力 <sup>(4)</sup>              |       | 120,000              |
| 期末集結勞動力 <sup>(5)</sup>              |       | <u>122,400</u>       |
| 集結勞動力的貢獻資產開支 <sup>(6)</sup>         | 13.9% | (16,847) (E)         |
| 扣除貢獻資產開支後的<br>自由現金流量 <sup>(7)</sup> |       | 1,773,730 (F)        |
| 期間調整 <sup>(8)</sup>                 |       | 1,625,919            |
| 貼現期 <sup>(9)</sup>                  |       | 0.46                 |
| 貼現系數 <sup>(10)</sup>                | 13.9% | 0.94                 |
| 自由現金流量現值 <sup>(11)</sup>            |       | 1,531,765            |
| <b>無形資產市值</b>                       |       | <b>1,531,765</b>     |

\* 上述數字經已約整

附註：

- 1.) 期初營運資金乃參考目標公司於估值日期的貿易應收款項、預付款項、其他應收款項、貿易應付款項及預收款項的總和釐定。
- 2.) 期末營運資金乃參考目標公司持有的總合約金額(包括已完成及未完成項目)約人民幣135,356,000元乘以非現金營運資金比率15.4%(該比率乃以期初營運資金除以目標公司截至二零二五年一月三十一日止過往十二個月的收益(約人民幣35,555,000元)計算得出)釐定。
- 3.) 營運資金的貢獻開支釐定為：(期初營運資金與期末營運資金的平均數) $\times$ 除稅後貢獻資產開支率2.7%。
- 4.) 期初集結勞動力乃參考目標公司過往兩個月的除稅後員工成本釐定。
- 5.) 期末集結勞動力乃參考期初集結勞動力按2%的通脹率調整後釐定。
- 6.) 集結勞動力的貢獻開支釐定為：(期初集結勞動力與期末集結勞動力的平均數)  $\times$  除稅後貢獻資產開支率13.9%。
- 7.) 扣除貢獻資產開支後的自由現金流量(F)為：(A) + (B) + (C) + (D) + (E)。
- 8.) 扣除貢獻資產開支後的自由現金流量指一整年的現金流量。由於我們的餘下期間應只剩11個月(即二零二五年二月一日至二零二五年十二月三十一日)，故我們作出相應的時間調整以計算全年的部分。
- 9.) 貼現期的計算假設現金流量發生於二零二五年一月三十一日至二零二五年十二月三十一日的11個月期間中途。透過考慮二零二五年一月三十一日至二零二五年十二月三十一日期間全年的部分，然後除以一半，貼現期相等於約0.46。
- 10.) 貼現系數的計算方式為 $1/(1 + r)^n$ ；其中 $r$ 為貼現率，即13.9%， $n$ 為貼現期(即0.46)。
- 11.) 自由現金流量現值的計算方式為將扣除貢獻資產開支及時間調整後的自由現金流量(即人民幣1,625,919元)乘以貼現系數(即0.94)。

## 6. 假設

- 無形資產的訂約方將根據無形資產訂明的條款及條件行事；
- 無形資產於其可使用年期內不會以嚴重影響其經濟利益的方式被取代或以其他方式遭侵犯；
- 就目標公司持續經營而言，目標公司將成功開展其業務發展所需的一切活動；
- 主要管理人員、合資格人員、專業及技術人員將全部留任，以支持目標公司持續經營；
- 融資的可用性將不會限制目標公司按照業務計劃發展業務的預測增長；
- 目標公司經營所在地的市場趨勢及條件整體上不會嚴重偏離經濟預測；
- 向吾等提供的目標公司的財務資料，乃按真實準確地反映目標公司於相應財務報表日期的財務表現及狀況的方式編製；
- 目標公司的業務策略及其經營架構將不會出現重大變動；
- 目標公司開展業務的當地利率及匯率將不會大幅偏離當前的現行利率及匯率；

- 除非另有說明，否則將自任何地方、省級或國家政府或私營實體或組織正式取得於目標公司營運或擬營運所在地經營業務所需的一切相關批准、營業證書、牌照或其他立法或行政授權，並可於到期時續新；及
- 目標公司營運或擬營運所在地的政治、法律、技術、經濟或財務狀況及稅法將不會出現重大變動，從而對目標公司應佔收入及溢利產生不利影響。

除上文所披露者外，該公告所載的所有其他資料均維持不變，並就所有目的而言繼續有效。本公告為該公告的補充，應與該公告一併閱讀。

## 完成收購事項

董事會欣然宣佈，收購協議項下的先決條件已獲達成，而完成已於二零二五年三月十九日發生。於完成後，本集團擁有目標公司100%股權，而目標公司成為本公司的間接全資附屬公司。

承董事會命  
卓航控股集團有限公司  
主席  
馮嘉敏

香港，二零二五年三月十九日

於本公告日期，董事會包括執行董事馮嘉敏女士、劉建甫先生、徐源華先生、趙建紅女士、梁耀祖先生、方恒輝先生及羅偉業先生；非執行董事董常舟先生；以及獨立非執行董事胡啟騰先生、石峻松先生、邱越先生及譚詠欣女士。