

海通证券股份有限公司

关于

上海交大昂立股份有限公司

重大资产购买

之

估值报告

估值机构



签署日期：二零一六年一月

估值机构声明

一、海通证券股份有限公司（下称“海通证券”、“我们”）作为本次交易中上海交大昂立股份有限公司（下称“交大昂立”、“上市公司”）的独立财务顾问及估值机构，在执行估值工作中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据我们在估值工作过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。本估值报告为海通证券根据中国相关法规要求独立出具。

二、本估值报告仅供交大昂立股东就本次交易相关事宜使用。本估值报告中的观点不构成对任何第三方（包括但不限于标的公司股东）的建议、推荐或补偿。

三、我们与估值报告中的估值对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。

四、我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。

五、就本估值报告中所涉及的公开信息，本估值报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

六、本估值报告未对标的公司及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对标的公司未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。

七、在形成本估值报告的过程中，我们并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的标的公司股东有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，标的公司股东应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师，税务顾问或其它专业顾问。

八、本估值报告的观点仅基于已披露的公开财务信息分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本估值报告亦不对收购完成或失败后标的

公司的股价表现做出评价。上述因素超出了本估值报告的考察范围和职责范围。

九、本估值报告中的可比公司分析并未覆盖标的公司所有潜在的可比公司。我们也注意到，香港市场上并无可比公司与标的公司在以下方面完全相同：市场地域、业务组成、业务规模、风险情况、资产规模、估值方法、会计政策、历史表现、未来预期、市场空间、政治风险及监管环境等。投资者应注意与可比公司的比较分析仅能作为截至 2015 年 12 月 31 日对标的公司潜在价值的示意性分析。

目 录

估值机构声明	1
目 录	3
第一章 背景情况介绍	4
一、上市公司及标的公司概况	4
二、本次交易情况	5
三、估值目的	5
四、估值基准日	5
第二章 估值思路及方法	6
一、估值思路及方法比较	6
二、可比公司法估值分析	7
三、现金流折现法估值	13
四、基于标的公司股价走势的定价合理性分析	13
第三章 估值假设	15
一、一般假设	15
二、特殊假设	15
第四章 估值结论	17
一、估值结论	17
二、估值报告使用限制	17

第一章 背景情况介绍

一、上市公司及标的公司概况

上海交大昂立股份有限公司（上海证券交易所上市公司，股票代码：600530.SH，以下简称“交大昂立”、“上市公司”）是国内保健品行中第一家上市公司，我国保健品龙头企业。公司主营现代生物和医药制品研制生产，开发微生物制剂和中草药制剂，并通过收购湖南金农生物资源股份有限公司 63% 股权跨入天然植物提取行业公司。目前已开发研制生产出昂立一号口服液、昂立多邦复方胶囊、昂立西洋参胶囊等一系列产品。公司还引入维生素和矿物质、植物提取物等天然营养补充剂开发了 4 大类 33 种“天然元”产品，初步形成了“昂立品牌功能性产品系列、天然元品牌营养补充剂产品系列”两驾马车的产品格局。公司主导产品昂立一号口服液、昂立多邦复方胶囊获得“上海名牌产品三连冠”称号，其拥有的昂立商标被评为中国驰名商标。

中国泰凌医药集团有限公司（香港联交所上市公司，股票代码：1011.HK，以下简称“泰凌医药”、“标的公司”）为中国最大的药品及疫苗第三方推广销售服务商。泰凌医药集药品及疫苗的经销、推广、生产、产品开发于一体，提供药品及疫苗的一站式服务，并注重自主产品的开发与培育。泰凌医药自有产品涉及中枢神经系统、抗感染、抗肿瘤、心血管等多种治疗领域，已有逾 150 种自有药品制剂及原料获得国家食品药品监督管理局（CFDA）颁发的生产许可证。泰凌医药与众多全球及国内领先的医药企业建立了合作伙伴关系，包括葛兰素史克（GSK）、辉瑞（Pfizer）、赛诺菲巴斯德（Sanofi-Pasteur）、诺华（Novartis）、国药集团、上药集团、中生集团、复旦张江、齐鲁制药、华兰生物、云南沃森等。为了提升竞争力及改善现金流，泰凌医药于 2012 年第二季度启动了业务模式重组工作，退出低利润率的疫苗业务、裁减疫苗推广及销售团队，该项重组工作已于 2014 年完成。目前，泰凌医药正专注经营药品制造、推广及销售业务，拓展其自有产品组合及发展研究开发能力。泰凌医药目前经营两个主要业务分部。第一个主要业务分部为第三方药品推广及销售，系复旦张江制造的肿瘤药里葆多的

全国独家总代理。第二个主要业务分部为自有产品生产及销售，包括非典型抗精神病药物舒思以及各种其他药物。

二、本次交易情况

本次交易的标的公司为香港联交所主板上市公司泰凌医药，交大昂立及其境外全资子公司昂立国际投资拟综合运用二级市场购买、协议转让等方式，在首次购买标的公司股票之日起 12 个月内陆续购买泰凌医药不超过 29.99% 股权，购买均价不超过 2.50 港元/股，以使交大昂立成为泰凌医药的重要股东和战略投资者。

截至本估值报告签署日，交大昂立已经持有泰凌医药 7.52% 股权，系通过二级市场购买取得，首次购买的时间为 2015 年 10 月 2 日，购买的价格区间为 1.86 港元/股至 2.40 港元/股。

本次交易拟通过交大昂立及其境外全资子公司昂立国际投资，以协议转让、二级市场购买等方式购买泰凌医药股权，其中通过协议转让购买 9.40% 股权，转让价格为 2.50 港元/股。

三、估值目的

2016 年 1 月 4 日，交大昂立第六届第六次董事会审议通过了本次交易的具体方案及相关事宜、本次交易涉及的相关协议及信息披露文件，同意公司进行本次交易。

本次估值的目的是为上述经济行为提供价值参考意见，分析本次协议转让价格是否合理、是否存在损害上市公司及其股东利益的情形。

本估值报告的分析对象为标的公司的股东全部权益。

四、估值基准日

本次交易的公告日为 2016 年 1 月 4 日。据此，本估值报告所引用的市场价格数据截至 2015 年 12 月 31 日，即公告日前的最后一个交易日。

第二章 估值思路及方法

一、估值思路及方法比较

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、现金流折现法等方法为收购价格提供参考。

可比公司法本质上属于相对估值法，其理论依据是有效市场假设，即交易价格应该反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息。基本步骤是根据标的公司特点，选取与其可比的上市公司的相关指标和估值倍数作为参考，对标的公司收购价格进行分析。

现金流折现法本质上属于绝对估值法，基本步骤如下：首先，建立标的公司的财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；然后，针对标的公司的特点，选取合理的折现率，对自由现金流进行贴现，得到企业价值。

上述两种方法的利弊比较如下表所示：

估值方法	优点	缺点
可比公司法	1、具有有效市场假设的理论基础； 2、相关参数基于公开信息，容易获得 3、可比公司法被股票分析师广泛使用	1、很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整； 2、可能受市场短期波动影响； 3、可比公司估值水平可能受到市值较小、缺乏跟踪研究、公众持股量小、交易不活跃等因素的影响； 4、较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑； 5、一般不考虑收购后的经营战略、协同效应等因素
现金流折现法	1、从整体角度考察业务及资产价值，是理论上最为完善的方法； 2、受市场短期变化和非经济因素影响较小； 3、可以把收购后的经营战略、协同效应结合到模型中； 4、可以针对资产的具体情况调整各类参数，从而更好地反映资产的	1、变量较多，模型较为复杂； 2、变量选取和估值结论主要基于未来假设，对部分参数较敏感，相关参数的波动性对预测的准确性的影响较大，预测稳健性较差； 3、部分参数取值难以获得充分的依据，须依赖专业或主观判断

估值方法	优点	缺点
	实际情况； 5、可以将众多因素纳入估值模型， 进而处理大多数负责的情况	

本估值报告将结合本次交易的实际情况，从以上两种方法中选择合适的方法对本次交易的协议转让价格的合理性予以考察和分析。此外，本次交易的标的公司为香港联交所主板上市公司，本估值报告也将结合标的公司的历史股价走势分析协议转让价格的合理性。

二、可比公司法估值分析

在可比公司法中，我们以具有相似业务的香港联交所上市公司估值倍数为基础，判断被收购公司估值倍数的合理性。

（一）可比公司的选择

泰凌医药于 2012 年第二季度启动了业务模式重组工作，退出低利润率的疫苗业务、裁减疫苗推广及销售团队，该项业务模式重组工作于 2014 年完成。目前，泰凌医药正专注经营药品制造、推广及销售业务，拓展其自有产品组合及发展研究开发能力。

综合考虑泰凌医药最近三年的主营业务发展状况，与其具有相似业务的香港联交所上市公司包括复旦张江（1349.HK）、石药集团（1093.HK）等 14 家主营业务为药品生产与销售的企业。

（二）估值指标的选择

1、常用的估值指标

常用的估值指标主要包括市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）、市现率（P/CF）、企业价值比率（EV/EBITDA）等，以上估值指标的利弊比较及是否适用于标的公司如下表所示：

估值指标	优点	缺点	是否适合标的公司 及原因
市盈率 P/E	1、以每股收益来衡量盈利能力，是较为常见决定投资价值的因素； 2、市盈率指标在投资领域被广泛使用； 3、实证研究显示市盈率差异与长期平均股票回报差异具有显著关联关系	1、每股收益可以为负数，将使得市盈率失去意义； 2、净利润波动较为剧烈，且受多种因素影响，导致市盈率指标不稳定； 3、净利润容易被管理层操纵	不适合。 由于标的公司刚刚完成业务模式重组，2013 年净利润为负数、2014 年净利润较小、2015 年 1-6 月同比大幅增长，导致市盈率指标大幅波动、且部分期间市盈率指标失去意义，难以以此指标对标的公司进行估值。
市净率 P/B	1、净资产为累计数值且通常为正值，因此当市盈率指标失效时往往市净率指标仍可使用； 2、每股净资产比每股收益更加稳定，因此当每股收益剧烈波动时市净率指标往往更加有用； 3、实证研究显示市净率对于解释长期股票回报差异时具有帮助	1、当公司具有显著规模差异时市净率可能具有误导性； 2、会计政策差异可能导致股东运用市净率对于公司真实投资价值的判断错误； 3、通货膨胀和技术变革可能导致资产的账面价值与市场价值之间差异显著	不适合。 由于标的公司刚刚完成业务模式重组，期间产生了大额的重置费用，计提了大量的减值准备，经营亏损较为严重，导致净资产波动剧烈，同时标的公司业务模式进行了整体调整，导致标的公司净资产的账面价值与市场价值之间差异显著。
市销率 P/S	1、市销率对于经营亏损的公司依旧适用； 2、与每股收益和账面价值不同，销售收入往往难以被操纵或扭曲； 3、市销率不像市盈率那样波动剧烈； 4、实证研究显示市销率的差异与长期平均股票回报差异显著相关	1、高额的销售收入并不一定意味着高额的营业利润； 2、市销率未反应不同公司之间的成本结构差异； 3、尽管不像利润那样容易被扭曲，但销售收入的确认方式仍可能扭曲销售预测	适合。 尽管标的公司进行了业务模式重组，但其剥离的疫苗业务在 2013 年占营业收入的比例已不足 2%。2013 年起，泰凌医药的营业收入可以较好地反映其主营业务实际状况，以此指标作为估值基础具有良好的稳定性，可比公司的选择具有较为广泛的适用性。

估值指标	优点	缺点	是否适合标的公司及原因
市现率 P/CF	1、现金流较利润更难被管理层操纵； 2、市现率比市盈率更加稳定； 3、对于盈利质量而言，现金流比利润更加值得依赖； 4、实证研究显示市现率的差异与长期平均股票回报差异显著相关	1、市现率计算现金流量的方法是净利润加折旧摊销等非现金费用，并未考虑其他影响经营性现金流量的因素； 2、权益自由现金流量被认为是更好的指标，但较经营性现金流量波动也更为剧烈	不适合。 标的公司经营性现金流量波动剧烈，且 2013 年和 2015 年 1-6 月为负数，使得市现率指标失去意义，不适用于本次估值。
企业价值比率 EV/EBITDA	1、企业价值比率指标对于计算财务杠杆差异较大的公司具有帮助； 2、企业价值比率指标对于评估重资产高折旧的公司具有帮助； 3、息税折旧摊销前利润通常为正	1、如果运营资本持续增加，息税折旧摊销前利润将高估经营性现金流量； 2、公司自由现金流量比息税折旧摊销前利润在估值理论上更加相关	不适合。 息税折旧摊销前利润仍与净利润直接相关，且需要考虑折旧摊销等因素，由于标的公司刚刚完成业务模式重组，净利润波动剧烈，不适合采用与净利润直接相关的估值指标。

综合上表分析，常用的估值指标中只有市销率适合标的公司的估值指标选择。由于本次估值过程中不对标的公司进行任何的财务预测，因此选择历史市销率指标较为合适。

2、结合标的公司的财务状况确定估值指标

根据泰凌医药公开的财务信息，2012 年至 2014 年的业务模式重组工作产生了大额的重组费用，主要包括呆坏账拨备、撤销存货拨备、按金减值及缩减人手成本等；此外，为支持业务重组而进行的债务融资也产生了一定的财务费用。业务模式重组对泰凌医药的历史净利润影响较大，且业务模式重组期间，泰凌医药经营性现金流量波动较大，具体情况如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年 1-6 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入	38,090	86,462	75,412	73,913	275,814

项目	2015 年 1-6 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度	2011 年度
毛利	18,020	39,134	28,897	27,182	89,065
重组费用	-	-	-40,610	-67,672	-
营业利润	5,718	9,607	-57,764	-111,719	36,555
财务费用	-1,902	-7,874	-7,520	-6,010	-5,808
净利润	3,649	209	-67,346	-110,932	23,438
同期 变动百分比	1,490.67%	100.31%	39.29%	-573.30%	82.24%
经营性 现金流量	-9,368	7,272	-3,848	-684	-20,633

数据来源：泰凌医药公开财务信息，其中“-”号代表利润表减项

同时，业务模式重组对泰凌医药的净资产影响较大，具体情况如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年 6 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日	2012 年 12 月 31 日	2011 年 12 月 31 日
所有者权益	42,854.20	21,297.90	20,879.90	88,499.40	204,017.70
变动百分比	101.21%	2.00%	-76.41%	-56.62%	309.20%
其中：股本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
储备	42,854.10	21,297.80	20,879.80	88,499.30	204,017.60

数据来源：泰凌医药公开财务信息

综上所述，受业务模式重组影响，泰凌医药近年的净利润、经营性现金流量、净资产波动较为剧烈，对其主营业务实际状况反映程度较低；因此，使用历史市盈率（P/E）、企业价值比率（EV/EBITDA）、市现率（P/CF）、历史市净率（P/B）等与净利润、净资产有关的指标进行估值，参考意义较低。

根据泰凌医药公开的财务信息，其来自“第三方疫苗及其他药物”的营业收入及占比如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年 1-6 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入	38,090	86,462	75,412	73,913	275,814
变动百分比	-	14.65%	2.03%	-73.20%	3.58%
其中：第三方 疫苗及其他 药物	-	79	884	11,083	148,776

项目	2015年1-6月	2014年度	2013年度	2012年度	2011年度
占比	-	0.09%	1.17%	14.99%	53.94%

数据来源：泰凌医药公开财务信息

2012年度，泰凌医药的疫苗业务占营业收入的比例大幅下降，2013年度，疫苗业务占营业收入的比例已不足2%。2013年起，泰凌医药的营业收入可以较好地反映其主营业务实际状况。

综上，采用历史市销率（P/S）估值，可比性与可参考性较强。

（三）可比公司估值分析

可比公司及其历史市销率如下表所示：

公司简称	股票代码	P/S (2013年度)	P/S (2014年度)	P/S (2015年半年)
天大药业	0455.HK	4.35	7.72	10.49
四环医药	0460.HK	8.03	12.32	21.42
朗生医药	0503.HK	1.20	0.98	2.37
康哲药业	0867.HK	65.50	8.08	14.19
李氏大药厂	0950.HK	8.17	5.96	11.91
石药集团	1093.HK	4.71	4.27	8.17
中国生物制药	1177.HK	5.29	4.23	7.03
复旦张江	1349.HK	15.50	13.69	30.10
丽珠医药	1513.HK	2.72	2.26	4.03
康臣药业	1681.HK	7.46	5.83	11.01
绿叶制药	2186.HK	8.94	7.13	12.84
东瑞制药	2348.HK	4.44	5.18	8.30
罗欣药业	8058.HK	2.50	2.29	3.89
海王英特龙	8329.HK	1.52	1.43	2.81
最高值		65.50	13.69	30.10
最低值		1.20	0.98	2.37
平均值		10.02	5.81	10.61
中位数		5.00	5.51	8.30
泰凌医药 (以协议转让价格 2.50 港币计算)		4.33	3.77	8.57

注：

1、数据来源：Wind 资讯，港币汇率取 2015 年 12 月 31 日港股收盘时中间价，即 0.8376 人民币/港币，

0.1290 美元/港币；

2、P/S（2013 年度）=2015 年 12 月 31 日收盘价*2015 年 12 月 31 日收盘时总股数/2013 年度主营业务收入；

3、P/S（2014 年度）=2015 年 12 月 31 日收盘价*2015 年 12 月 31 日收盘时总股数/2014 年度主营业务收入；

4、P/S（2015 年半年）=2015 年 12 月 31 日收盘价*2015 年 12 月 31 日收盘时总股数/2015 年上半年主营业务收入，天大药业半年报截止日期为 9 月 30 日，其余可比公司及泰凌医药半年报截止日期为 6 月 30 日。

本次交易中，协议转让价格为每股 2.50 港元，根据泰凌医药公开财务资料，泰凌医药的 P/S 倍数各期均小于可比上市公司平均水平。计算过程如下表所示：

指标	数值
协议转让价格（港元/股）	2.50
2015 年 12 月 31 日总股数（万股）	155,799.78
2013 年度主营业务收入（万元）	75,411.50
2014 年度主营业务收入（万元）	86,462.10
2015 年 1-6 月主营业务收入（万元）	38,090.30
P/S（2013 年度）	4.33
P/S（2014 年度）	3.77
P/S（2015 年 1-6 月）	8.57

注：港币对人民币汇率取 2015 年 12 月 31 日港股收盘时中间价 0.8376 人民币/港币

为了进一步分析泰凌医药与可比公司的差异，本估值机构对于泰凌医药与可比公司的 2014 年度关键财务指标比较如下：

公司简称	销售毛利率 （%）	销售净利率 （%）	资产负债率 （%）	总资产周转率 （次）
天大药业	50.06	-16.39	14.40	0.15
四环医药	68.46	53.95	16.93	0.29
朗生医药	53.48	11.94	50.66	0.55
康哲药业	56.18	35.41	18.64	0.67
李氏大药厂	70.20	19.48	27.06	0.76
石药集团	38.22	11.58	34.79	0.90
中国生物制药	76.41	19.01	37.74	1.03
复旦张江	92.18	23.42	17.96	0.60

公司简称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	资产负债率 (%)	总资产周转率 (次)
丽珠医药	60.86	10.11	44.10	0.79
康臣药业	78.25	28.90	13.82	0.47
绿叶制药	84.70	19.47	17.83	0.66
东瑞制药	58.68	26.12	26.29	0.46
罗欣药业	68.41	16.01	23.64	0.97
海王英特龙	42.69	6.86	40.69	0.67
均值	64.20	18.99	27.47	0.64
中位值	64.63	19.24	24.96	0.67
泰凌医药	45.26	0.24	85.66	0.59

数据来源：Wind 资讯，其中天大药业年报截止日期为次年 3 月 31 日，其余可比公司及泰凌医药年报截止日期为当年 12 月 31 日。

尽管上述公司均为香港联交所上市公司，主营业务为药品生产与销售，与泰凌医药具有相似的业务模式，但其产品结构、公司规模、财务状况等具有各自的特点，因此，上述可比公司估值水平仅能提供一定的示意性参考。

综合比较上述估值指标，本次交易协议转让价格对应的市销率倍数处在可比公司市销率倍数参考区间内，且低于可比公司市销率倍数平均水平，协议转让价格公允。

三、现金流折现法估值

在收购完成之前，泰凌医药受香港上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及盈利预测，且公布盈利预测可能会引起泰凌医药的股价异动，增加本次收购的不确定性，因此本次收购未进行盈利预测。

因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

四、基于标的公司股价走势的定价合理性分析

自 2012 年 12 月 31 日起，泰凌医药股价走势如下图所示：



数据来源：Wind 资讯，价格或指数为收盘价

截至 2015 年 12 月 31 日的近三年，泰凌医药每股价格最高 3.24 港元，最低 0.68 港元。具体情况如下表所示：

单位：港元

时间段	最高价 (以收盘价计)	最低价 (以收盘价计)	交易量加权 平均价 (VWAP)	协议转让价 格对 VWAP 溢价 (%)
2015.9.30-2015.12.31, 近三个月	2.52	1.80	2.20	13.63
2015.6.30-2015.12.31, 近六个月	2.52	1.35	1.99	25.69
2014.12.31-2015.12.31, 近一年	3.13	1.14	2.03	23.01
2012.12.31-2015.12.31, 近三年	3.13	0.75	1.63	53.33

综合考虑标的公司的股价走势情况、标的公司业务模式重组完成、经营业绩持续改善、2016 年两款重要新药预计上市、2017 年两款新药预计投产、购买较大数额的股份一般需要一定的溢价等多种因素，本次交易协议转让价格 2.50 港元/股具有合理性。

第三章 估值假设

本次估值中，估值人员遵循了以下估值假设：

一、一般假设

（一）公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

（二）资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据被估值资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

二、特殊假设

（一）本次估值假设估值基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

（二）企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

（三）估值对象在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

（四）无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

（五）本次估值假设标的公司相关的基础资料、财务资料和公开信息真实、准确、完整。

（六）本次估值测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

第四章 估值结论

一、估值结论

考虑到本次交易可获得的财务预测数据有限，本估值报告主要采用可比公司法对本次交易价格的合理性进行分析，并且比较了标的公司股价走势。结合前述分析，本估值机构认为本次交易的协议转让价格（即每股 2.50 港元）较为合理，能够合理反映标的公司的公允价值，同时充分考虑了标的公司的市场价格，不存在损害交大昂立及其股东利益的情况。

二、估值报告使用限制

本估值报告只能用于本报告载明的估值目的和用途。同时，本次估值结论是在本次估值目的下，论证本次交易协议转让价格是否合理，没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方可能追加付出的价格等对估值价格的影响，同时，本报告也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及估值中遵循的持续经营原则等其它情况发生变化时，估值结论一般会失效。本估值机构不承担由于这些条件的变化而导致估值结果失效的相关法律责任。

本估值报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本估值机构同意并审阅相关内容，估值报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本估值机构在报告中发表的意见均基于截至 2015 年 12 月 31 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本估值报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据估值目的及业务范围，本报告未考虑标的公司股票未来的交易活动及股价表现。

本估值报告的使用有效期为 6 个月：自 2016 年 1 月 4 日至 2016 年 7 月 3 日使用有效。

（以下无正文）

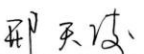
（本页无正文，为《海通证券股份有限公司关于上海交大昂立股份有限公司
重大资产购买之估值报告》之签字盖章页）

估值人员：


姜 健


李 昕

协办人员：


邢天凌



海通证券股份有限公司

2017年1月4日