

上海电力股份有限公司拟收购
KES Power Limited 持有 K-Electric Limited 的 66.4% 股份项目
估值报告

Deloitte.
德勤

德勤咨询（上海）有限公司
二〇一六年十月十五日

免责声明

本估值报告初稿（下称“本报告”）由德勤咨询（上海）有限公司（“德勤上海”）起草。本报告的所有参数和假设均经上海电力股份有限公司（下称“贵公司”或“上海电力”或“客户”）审核批准。本报告的目的是协助上海电力拟收购 KES Power Limited 持有 K-Electric Limited 的 66.4%股份项目（“本项目”）的投资进行相关财务分析。除非经德勤上海明确书面同意，本报告仅供上海电力领导、员工及授权代表使用。

本报告包含的内容具有商业敏感性、受到专业特权约束并且具有专有及机密性质。任何专业特权并不因错误的交付或传播而放弃或丧失。

本报告所包含的信息尚未被独立证实。本报告不对任何所含信息或观点的公平性、准确性、完整性或正确性作出任何保证或陈述。本报告中所含信息应被认为在当时背景下所获得，并且未曾，且将不会依据随后的事实发展而更新。德勤上海及其分支机构、顾问或代表均不对因任何使用本报告、本报告内所含信息或与本报告有关的任何行为所导致的任何损失（因疏忽或其他原因）承担任何责任。

本报告可能包含对于本项目的各种预测、观点、预期的陈述。此类前瞻性陈述是基于对本项目的一系列假设以及德勤上海可控范围外的因素的基础上做出的。因此实际结果可能与此类前瞻性陈述有显著差别。德勤上海不负责修改前瞻性陈述以反映未来发生的事件或情况。由于任何模型其结果都是针对未来的预测，因此很可能遭受意外事件的影响。因为事件和情况的变化常常不同于预期，所以实际结果很可能与预测有所出入，甚至大为不同。模型所示预测结果的实现在某些程度上取决于管理层实施和执行基本业务计划措施的效能。德勤上海对于实际结果是否符合计划、预算、预测或预见情况，以及是否及具体接近程度，不会作出保证。

德勤上海

2016 年 10 月 15 日

目 录

一、	委托方、被估值单位及其他报告使用者概况	4
二、	估值目的	11
三、	估值对象和范围	12
四、	价值类型及其定义	12
五、	估值基准日	12
六、	估值方法	12
七、	估值假设	15
八、	估值结论	17
九、	特别事项说明	20
十、	估值报告使用限制说明	35
十一、	估值报告日	35

上海电力股份有限公司收购
KES Power Limited 持有 K-Electric Limited 的 66.4%股份项目
估值报告

上海电力股份有限公司：

德勤咨询（上海）有限公司接受贵公司的委托，根据有关法律、法规和资产评估准则、资产评估原则，按照必要的估值程序，对上海电力股份有限公司意向收购的 KES Power Limited 持有 K-Electric Limited 的 66.4%股份权益在 2016 年 3 月 31 日所表现的市场价值进行了估值工作。现将估值情况报告如下。

一、委托方、被估值单位及其他报告使用者概况

（一）委托方概况

名称：上海电力股份有限公司（股票代码：600021，以下简称“上海电力”）

住所：上海市中山南路 268 号

法定代表人：王运丹

注册资本：213,974 万元人民币

公司类型：股份有限公司（上市）

成立日期：1998 年 6 月 4 日

主要经营范围：在保持火电主营业务可持续发展基础上，始终致力于清洁能源、新能源、现代电力服务业以及循环经济等领域的发展。

上海电力是国家电力投资集团公司最主要的上市公司之一，于 2003 年 10 月 29 日于上海证券交易所正式挂牌交易，也是上海最主要的电力能源企业之一。百年上海电力是中国电力诞生的见证者，是中国电力大发展的参与者，是“奉献绿色能源，服务社会公众”的倡导者。

（二）被估值单位概况

名称：K-Electric Limited（以下简称“KE 公司”）

注册地址：KE House, 39-B, Sunset Boulevard, Phase-II, Defence Housing Authority, Karachi, Pakistan

登记编号：0000002

登记日期：1913 年 9 月 13 日

法定股本（在适当情况下分为不同类别）：125,000,000,000 巴基斯坦卢比，其中：

- 1) 115,000,000,000 巴基斯坦卢比股本分为 32,857,142,857 股普通股，每股 3.5 巴基斯坦卢比；
- 2) 10,000,000,000 巴基斯坦卢比股本分为 2,857,142,857 股可赎回优先股，每股 3.5 巴基斯坦卢比。

首席执行官：Tayyab Tareen

公司类型：有限公司

主营业务：是巴基斯坦和卡拉奇最具有战略重要性的电力公司，是从事发、输、配售电业务的垂直一体化上市公司，主要从事发电、储电、输电、配电，以及向城市、城镇、街道、码头、集市、剧院、建筑物及公共和私人场所供电及照明业务。

历史沿革：

1. 1913 年设立

标的公司是根据印度立法会 1882 年第六号法令，于 1913 年 9 月 13 日在孟买设立的有限责任公司，设立时的公司名称为 Karachi Electric Supply Corporation Limited。

2. 2005 年私有化

2003 年，巴基斯坦政府通过在报纸发布广告邀请有兴趣的投资者收购 KESC（后更名为 KE 公司）73% 的股份及管理控制权，Hasan Associates 财团参与了 2005 年 2 月 4 日举行的投标并于 2006 年 11 月 14 日中标。巴基斯坦政府通过巴基斯坦总统于 2006 年 11 月 29 日与 Hasan Associates 财团签订了股份购买协议及实施协议，最终价款于 2006 年 12 月 29 日支付。

2005 年 11 月，标的公司完成私有化，KES 能源公司成为标的公司的控股股东，具体股权比例如下：

名称	持股数量（股）	持股比例
KES Power Limited	9,414,458,612	71.50%
巴基斯坦政府	3,378,098,487	25.66%
其他股东	374,517,884	2.84%
合计	13,167,074,983	100.00%

3. 2008 年公司名称及性质变更

2008 年 1 月，巴基斯坦证券交易委员会根据《公司法令》第 40 条于颁发名称变更登记证书，标的公司的名称从 Karachi Electric Supply Corporation Limited 变更为 Karachi Electric Supply Company Limited，且 Karachi Electric Supply Company Limited 变更为公众有限公司。

4. 私有化后的主要股东及股份变动情况

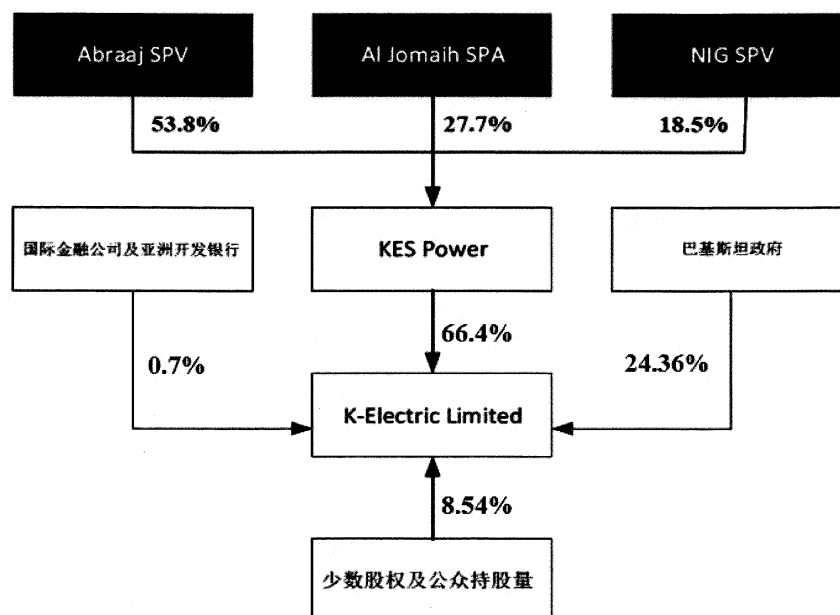
自 2009 年至 2012 年期间，KE 公司的股份变动情况如下：

- 1) 2009 年 5 月 27 日首次发行股票。KES 能源公司在本次发行完毕后，持有 71.5% 的股份，新认购了 3,034,397,193 股；
- 2) 2009 年 10 月 27 日，第二次发行股票，KES 能源公司的持股份额增长到 72.17%，新认购了 1,859,338,298 股；
- 3) 2010 年 8 月 26 日，第三次发行股票，KES 能源公司的持股份额增长到 72.45%，新认购了 1,145,240,381 股；
- 4) 2011 年 7 月 29 日，第四次发行股票，KES 能源公司的持股份额增长到 72.58%，新认购 1,147,516,087 股；
- 5) 2012 年 2 月 20 日，第五次发行股票，KES 能源公司的持股份额增长到 72.70%，新认购 1,556,424,745 股；
- 6) 在 2012-2013 财政年度，IFC 以及 ADB 将其享有的 2500 万美元的债权转化了股份，约占 KE 公司股份比重的 5%，KES 能源公司的股份比例降低到 69.20%；
- 7) 2015 年 2 月 2 日到 2 月 4 日，KES 能源公司将 774,639,41 股，约 2.8% 的 KE 公司普通股转让给了各个投资者，KES 能源公司的股份比例降低到约 66.40%。

5. 2014 年名称及性质变更

依巴基斯坦证券交易委员根据《公司法令》第 40 条于 2014 年 1 月 16 日颁发的名称变更登记证书，标的公司的名称再次从 Karachi Electric Supply Company Limited 变更为 K-Electric Limited，同时变更为股份有限公司，登记办事处位于卡拉奇。

公司股权结构：



当前股权结构：

	股份数量	百分比
KES Power Limited	18,335,542,678	66.40
巴基斯坦政府	6,726,912,278	24.36
亚洲开发银行	3,767,428	0.01
国际金融公司	191,358,214	0.69
其他股东	2,357,613,650	8.54
	27,915,194,248	100.00

KE 的子公司及其他投资：

1. KESC Sports Venture (Pvt.) Limited 公司信息

KESC Sports Venture (Private) Limited (“KSVL”)是根据《公司法令》于 2009 年 5 月 21 日设立的有限责任公司，登记办事处位于卡拉奇 Abdullah Haroon 路 11 号 State Life Building 7 楼。

根据 KSVL 的组织大纲，KSVL 股本为 10,000,000 巴基斯坦卢比，分为 1,000,000 股，每股 10 巴基斯坦卢比。

事项	说明
----	----

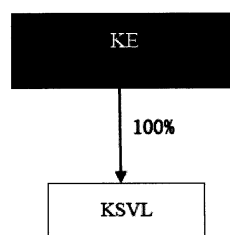
公司的完整法定名称	KESC Sports Venture (Private) Limited
登记编号	0069527
登记日期及地点	登记日期：2009年5月21日 登记地点：卡拉奇
主营业务活动（包括活动地点）	主要从事促进人们对足球及其他室内及室外运动会和体育活动的兴趣，培育并鼓励此类运动会和体育运动的发展，建设并维护运动场和体育馆，在体育运动和足球的帮助下，通过典型示范、宣传和技能培养关注普通人生命的改善。
法定股本（在适当情况下分为不同类别）	KSVL法定股本为10,000,000巴基斯坦卢比，分为1,000,000股普通股，每股10巴基斯坦卢比；
是否在任何证券交易所上市（如果是，注明哪家证券交易所）	否。

法律地位

根据 KE 董事会的决定，KE 已于 2010 年 7 月 27 日根据《公司简易退出方案》，向证交会提交注销 KSVL 登记的申请以及相关声明和文件。但是，证交会出具的一份函件指出为注销 KSVL 登记递交的文件中的矛盾之处迄今为止尚未得到纠正，因此 KSVL 仍然作为向证交会登记的法人实体出现在证交会网站上。

公司结构

我们从已提供的材料中获知，KSVL 的股权结构如下：



2. DATANG PAKISTAN KARACHI POWER GENERATION (PVT.) LIMITED 公司信息

Datang Pakistan Karachi Power Generation (Private) Limited (“DPKPG”) 是根据《公司法令》于 2016 年 5 月 26 日设立的有限责任公司，登记办事处位于卡拉奇 Clifton 第 4 街区 D-67/1 号，邮编：75500。

DPKPG 的法定股本为 21,000,000 巴基斯坦卢比，分为 2,100,000 股，每股 10 巴基斯坦卢比，其中有 1,050,500 股已缴清股款。

事项	说明
公司的完整法定名称	Datang Pakistan Karachi Power Generation (Private) Limited
登记编号	00998890
登记日期及地点	登记日期：2016年5月26日 登记地点：卡拉奇
主营业务活动（包括活动地点）	主要从事发电业务，购买、出售电力、输电及配电/燃煤发电，并处理因以上业务产生的或与之有关的所有产品以及来自传统能源（仅限于煤）的其他产品
法定股本（在适当情况下分为不同类别）	DPKPG法定股本为21,000,000巴基斯坦卢比，分为2,100,000股普通股，每股10巴基斯坦卢比；
是否在任何证券交易所上市（如果是，注明哪家证券交易所）	否

当前股权结构

K-ELECTRIC LIMITED	股份数量	百分比
KE	252,498	24.04
中国大唐集团海外投资有限公司	535,495	50.97
中国机械设备工程股份有限公司	262,498	24.99

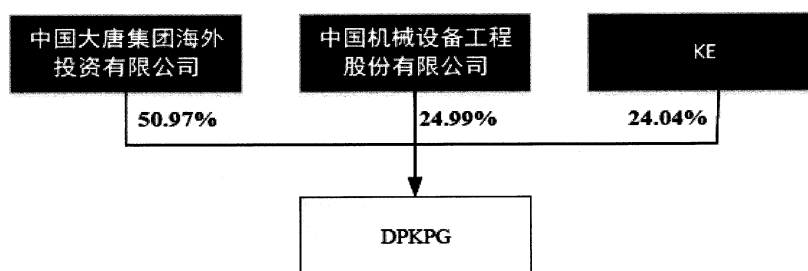
		100.0
--	--	-------

法律地位

DPKPG 目前为向证交会登记的法人机构，其登记证书于 2016 年 5 月 27 日颁发。KE 已向证交会提供其特别决议；根据该决议，KE 应与中国大唐集团海外投资有限公司和中国机械设备工程股份有限公司订立一份股东协议，以开发 2x350 兆瓦发电厂。

公司结构

我们从已提供的材料中获知，DPKPG 股权结构如下：



3. KARACHI ORGANIC ENERGY (PVT.) LIMITED 公司信息

Karachi Organic Energy(Private) Limited (“KOEL”)是根据《公司法令》于 2012 年 7 月 10 日设立的有限责任公司。

KOEL 法定股本为 100,000,000 巴基斯坦卢比，分为 10,000,000 股，每股 10 巴基斯坦卢比。

事项	说明
公司的完整法定名称	Karachi Organic Energy (Private) Limited
登记编号	0080492
登记日期及地点	登记日期：2012 年 7 月 10 日 登记地点：卡拉奇
主营业务活动（包括活动地点）	主要利用从牲畜粪肥及生物降解厨余中回收的气体，从事废弃物发电设施的设计、拥有及运营

法定股本（在适当情况下分为不同类别）	KOEL 的法定股本为 100,000,000 巴基斯坦卢比，分为 10,000,000 股普通股，每股 10 巴基斯坦卢比；
是否在任何证券交易所上市（如果是，注明哪家证券交易所）	否。

当前的股权结构

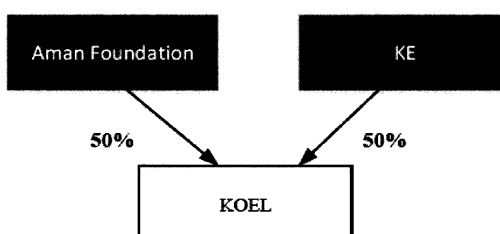
在对 2016 年 6 月 27 日的法律资料请求清单的回复中，KE 陈述其拥有 KOEL 50% 股权，剩余 50% 股权为 Aman Foundation 拥有，而且 KOEL 并非 KE 的子公司。由于我们对 KOEL 的公司查询正在进行，我们将在证交会于 2016 年 7 月 11 日重新开始办公后，根据取得的查询结果相应修订本报告。

法律地位

KOEL 目前为向证交会登记的法人实体。

公司结构

我们从已提供的材料中以及迄今为止的查询中获知，KOEL 股权结构如下：



（三）其他估值报告使用者概况

除委托方、国家法律法规规定的估值报告使用者外，业务约定书未约定其他估值报告使用者。

（四）委托方与被估值单位的关系

委托方上海电力股份有限公司拟收购被估值企业的股权。

二、估值目的

因上海电力股份有限公司拟收购 KE 公司 66.4% 股权，特委托德勤咨询（上海）有限公司对该经济行为涉及的 66.4% 股权进行估值，以提供价值参考依据。

三、估值对象和范围

委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围一致。

估值对象为 KE 公司的 66.4% 股东权益价值。

四、价值类型及其定义

估值价值类型包括市场价值和市场价值以外的价值类型。市场价值以外的价值类型一般包括（但不限于）投资价值、在用价值、清算价值、残余价值等。根据本次估值目的、市场条件以及估值对象自身条件，选择市场价值作为本次估值的价值类型。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

五、估值基准日

本次估值基准日是 2016 年 3 月 31 日。

六、估值方法

参考中国资产评估协会发布自 2012 年 7 月 1 日起施行的《资产评估准则——企业价值》第四章第二十二条规定，注册资产评估师执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收益法、市场法和成本法（资产基础法）三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或者多种资产评估基本方法。

（一）估值方法比较

收益法是将未来的现金流转换成现在的价值，反映了现在对将来现金流的期望。在应用收益法进行估值时，需了解公司的经营模式及架构、资产和负债情况和资本投资风险等，并和公司管理层探讨公司对未来盈利、支出、增长率以及行业的预期。用折现率将预期现金流进行折现，再根据公司的其他状况对折现的现金流进行合适的调整，以估计出公司的股权价值。

市场法应用了市场上相同及可比交易的价格、上司公司的股票价值及其他相关信息。在应用市场法时，一般会选择相似类型的多家上市公司，或选择同行业的可比收购及合并交易，通过计算可比倍数，得到标的公司相对市值。

成本法认为资产的价值是基于所评估资产的现时重置成本。一个审慎的投资者不会购买超过其重置成本的资产。这种方法广泛适用于土地改造、专用建筑及构筑物、系统和专用机械设备的评估。

就本项目而言，由于标的公司大部分电站、输配电资产均有稳定的运营往绩，且标的公司自身为上市公司，因此收益法和市场法均为较适用的估值方法。

传统成本法重点关注的是企业的各单项资产价值，没有考虑到资产整合后的协同效应，即企业并购中投资者最关心的问题。因此传统成本法不适合作为主要估值参考。建议使用改良成本法，基于私募基金早先购买股权的对价辅以私募投资基金一般所需内在收益率，对此次交易对价的合理性进行交叉性检验。

综上所述，本次采用收益法、市场法及改良成本法进行估值，并交叉验证，最终确定估值结论。

（二）收益法

1. 收益法的定义和原理

收益法是指通过估算被估值企业未来的预期收益并折算成现值(估值基准日的现在价值量)，借以确定被估值企业价值的一种方法。用收益法进行企业整体资产估值时，主要涉及到三个基本要素，即被估值资产的预期收益、折现率或资本化率以及被估值资产取得预期收益的持续时间。

2. 收益法的应用前提

本次估值是将 KE 公司置于一个完整、现实的经营过程和市场环境中，对其股东权益价值的估值。估值基础是对企业未来收益的预测和折现率的取值，因此被估值资产必须具备以下前提条件：

- 1) 被估值资产是能够而且必须用货币衡量其未来收益的单项资产或整体资产；
- 2) 资产经营与收益之间存有较稳定的比例关系，并且未来收益和产权所有者所承担的未来经营风险也必须能用货币加以衡量；
- 3) 被估值资产预期获利年限可以预测。

3. 经营现金流预测

本次估值中所采用的收益法下经营现金流预测的技术边界条件由上海电力设计院有限公司提供。

4. 折现率

加权平均资本成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)，是指企业以各种资本在企业全部资本中所占的比重为权数，对各种长期资金的资本成本加权平均计算出来的资本总成本。加权平均资本成本可用来确定具有平均风险投资项目所要求收益率，作为收益法估值时所采用的折现率。

(三) 市场法

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的评估方法。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与被估值单位处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与被估值单位比较分析的基础上，得出估值对象价值的方法。

交易案例比较法是指通过分析与被估值单位处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被估值单位比较分析的基础上，得出估值对象价值的方法。

由于可比交易案例难以收集且无法了解其中是否存在非市场价值因素，因此不宜选择交易案例比较法。对于可比上市公司的经营和财务数据的公开性比较强且比较客观，使得该方法具有较好的操作性。结合本次资产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料，本次选择上市公司比较法进行估值。

市场法中的上市公司比较法是通过比较与被估值单位处于同一行业的上市公司的公允市场价值来确定委估企业的公允市场价。这种方式一般是首先选择与被估值单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为可比公司，然后通过交易股价计算可比公司的市场价值。另一方面，再选择可比公司的一个或几个收益性、资产类或特殊类参数，如 EBIT、EBITDA 等作为“分析参数”，最后计算可比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系——称之为价值比率(Multiples)，将上述价值比率应用到被评估单位相应的分析参数中，并对缺少流动性折扣等因素进行调整，从而得到委估对象的市场价值。

(四) 改良成本法

基于当地法律顾问 K&T 出具的尽调报告，KE 在 2009 年-2012 年间向 KES Power Limited 发行 8,742,916,704 股股票。基于卖方原先收购的历史成本，同时考虑一般私募基金对投资的期望内在收益回报率区间，从而对卖方的心理价位进行估算。该成本法的估值对象为 Abraaj 集团于 KE 持股份额的股权价值，即约 35.72%（66.4%乘以 53.8%），并在此基础上反推 100%股权价值。

七、估值假设

本估值报告及估值结论的成立，依赖于以下估值假设：

（一）基本假设

1. 交易假设。交易假设是假定所有待估值资产已经处在交易过程中，估值师根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价；
2. 公开市场假设。公开市场假设是假定待估值资产在公开市场中进行交易，从而实现其市场价值。资产的市场价值受市场机制的制约并由市场行情决定，而不是由个别交易决定。这里的公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获得足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的，而非强制或不受限制的条件下进行的；
3. 被估值企业经营所遵循的国家及地方现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响；
4. 针对估值基准日资产的实际状况，假设企业持续经营；
5. 假设被估值企业现有的和未来的经营管理者是尽职的，且公司管理层有能力担当其职务。能保持被估值企业正常经营态势，发展规划及生产经营计划能如期基本实现；
6. 假设被估值企业完全遵守国家所有相关的法律法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项；
7. 假设公司未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致；
8. 假设公司在现有的管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前方向保持一致；

9. 假设根据国家规定，目前已执行或已确定将要执行的有关利率、汇率、税赋基准和税率以及政策性收费规定等不发生重大变化；
10. 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；
11. 根据资产估值的要求，认定这些假设条件在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

（二）具体假设

本估值报告及估值结果的成立，依赖于以下商业条件，包括但不限于：

1. GSA：需要透过燃气供应协议或其他解决方案，保证对 KE 公司的供气量充足；
2. MYT：新 MYT 的条款本质上跟已经到期的 MYT 一样或更优；
3. 三角债：寻求买卖双方同意的解决方案，妥善解决三角债问题；

（三）收益法下的其他假设

1. 技术边界条件

本次估值中所采用的收益法下经营现金流预测的技术边界条件由上海电力设计院有限公司提供。主要假设如下：

- i. 预测期内的峰值负荷复合年增长率为 9%；
- ii. 新建 5 台 9F 级燃气机组、700MW 燃煤电站和 1200MW 燃煤电站；
- iii. 除了已签署的 TP-1000 输电网计划，新增 TP-2 和 TP-3 计划，以达到扩建容量的需求；
- iv. 投资配电网的两大驱动因素为降低线损和扩容以满足负荷增长需求。

2. 折现率

折现率的计算为每种资本的成本乘以占总资本的比重，继而相加所得：

$$WACC = (E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1 - Tc)$$

其中：

WACC=Weighted Average Cost of Capital（加权平均资本成本）

Re = 股本成本

Rd = 债务成本

E = 公司股本的市场价值

D = 公司债务的市场价值

$V = E + D$

E/V = 股本占融资总额的百分比

D/V = 债务占融资总额的百分比

Tc = 企业税率

下表为本次估值收益法项下 WACC 的计算：

分项	折现率计算
市场股权投资风险	17.5%
标的公司股权投资成本	17.5-19.5%
税后债务成本	6.1%
债务比率*	44.3%
折现率	12.4%-13.6%

*假设可比公司的债务比率平均值为标的公司的目标债务比率。

八、估值结论

（一）收益法估值结果

在估值基准日 2016 年 3 月 31 日，66.4%KE 股东权益的估值价值为 13.25 亿美元 - 18.50 亿美元。

(亿美元)	下限	上限
加权资本成本	13.6%	12.4%
终端增长率	2.50%	2.50%
FCFF现值	9.78	11.26
(+) 终值现值	18.24	24.67
企业价值	28.03	35.93
(-) 净负债	8.07	8.07
(-) 或有负债	N/A	N/A
(=) 股权价值(100%)	19.96	27.86
(*) 占股比例	66.40%	66.40%
购买价格	13.25	18.50

加权平均资本成本为平均风险投资项目所要求收益率，用以对未来现金流进行折现。

FCFF 现值为未来 15 年现金流经折现率折现后的总和。

终值现值为终值（由终端增长率加权资本成本、预测期内最后一年自由现金流计算所得）经折现率折现后的现值。

净负债援引自财务尽职调查报告中基础方案下的数值。

（二）市场法估值结果

本次评估市场法下采用 EV/EBITDA 作为估值倍数，主要原因如下：

1. 由于目标公司存在三角债问题、大量法律及税务纠纷，相比直接与股权价值挂钩的倍数（如市盈率、市净率等），使用 EV/EBITDA 能先计算企业价值，然后对净负债作出相关的调整，最后计算出股权价值；
2. EBITDA 剔除了利息、折旧与摊销和税金的影响，因此不会受到可比公司的在这些方面的特殊情况影响。反观市盈率使用净利润作为估值的基础，估值机构计算可比公司的净利润时可能要作出正常化调整，其中牵涉一定的主观性。

可比公司及倍数（基于 2016 年 3 月 31 日信息）

可比公司	所在国	业务领域	可比因素	市值（亿美元）	EV/EBITDA
Hub Power Company	巴基斯坦	发电	• 本国能源行业龙头，市场价值可比	13	8.19
Tata Power	印度	发输配电	• NEPRA 在设计其电价结构大部分借鉴了邻国印度，因此能源行业体系可比； • 由于印度业务领域与标的公司完全可比的公司较为有限，我们亦纳入该国其他业务较为单一的能源公司。	29	6.34
Tenaga Nasional Berhad	马来西亚	发输配电	• 受制于巴基斯坦及南亚区域内有限的可比公司，我们将筛选范围扩充至东南亚发展中国家中与标的公司业主领域完全可比，即同时覆盖发电、输电和配电的公司。	197	7.63

EV/EBITDA (平均值)	目标公司未来12个月预期EBITDA	流动性折扣因子	企业价值	净负债	100%股权价值	66.4%股权价值
7.39	4.89	5%	34.31	8.07	26.24	17.43
		0%	36.12	8.07	28.05	18.63

市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。市场流动性折扣(DLOM)是对流动性较强投资的流动性受损程度的量化指标。考虑到 KE 公司上市流通股只占 7.3%，加上巴基斯坦股

票市场的流动性相对较低，市场法估值考虑了 0-5%的流动性折扣因子，以此反映市场流动性的缺失。

从可比公司分析，标的公司 66.4%股权价值区间为 17.43 亿美元 - 18.63 亿美元。

（三）改良成本法估值结果

根据前文所述 35.72%股权价值的估值区间倒算，100%股权价值的估值区间为 23.09 亿美元至 29.82 亿美元。66.4%股权价值的估值区间为 15.33 亿美元- 19.80 亿美元。

（四）估值结论

综合多种估值方法下的估算结果，66.4%股权价值的建议区间为 17.43 亿美元 - 18.50 亿美元。

烦请留意，本报告对股权的估值中净负债的数值为 8.07 亿美元，援引自财务尽职调查报告。该数值并未考虑 KE 公司目前的未决诉讼等特定款项，是否将该部分纳入考虑及具体金额有待法务及财务尽调方面的进一步意见。净负债金额亦会根据具体意见做进一步的调整。

（五）估值差异及原因

66.4%股东权益价值的三种估值结果的差异如下表所示：

估值方法	66.4%股权价值
收益法	13.25 亿美元 - 18.50 亿美元
市场法	17.43 亿美元 - 18.63 亿美元
改良成本法	15.33 亿美元 - 19.80 亿美元
建议估值区间	17.43 亿美元 - 18.50 亿美元

差异原因主要在于：收益法是立足于判断资产获利能力的角度，将被估值单位预期收益资本化或折现来估算企业价值。市场法估值是以被评估企业的市场参考物的现实价值为基础的，评估所需的数据资料直接来源于对比上市公司，通过将评估对象与可比上市公司进行比较，确定评估对象价值，上市公司的可比性、市场的波动等因素对被评估企业的估值影响较大，而改良成本法是基于私募基金早先购买股权的对价辅以私募投资基金一般所需内在收益率，收益率的要求很大程度上取决于基金的主观意图，因此三种评估方法的评估结论存在差异。

九、特别事项说明

（一）许可证

KE 为垂直一体化的公司，已由 NEPRA 分别授予发电、输电及配电许可证。

1. 发电许可证：NEPRA 于 2002 年 11 月 18 日向 KE 授予编号为 GL/04/2002 的发电许可证，有效期至 2027 年 11 月 17 日。
2. 输电许可证：NEPRA 于 2010 年 6 月 11 日向 KE 授予编号为 TL/02/2010 的输电许可证，有效期至 2030 年 6 月 10 日。
3. 配电许可证：NEPRA 于 2003 年 7 月 21 日向 KE 授予编号为 09/DL/2003 的配电许可证（“配电许可证”），有效期至 2023 年 7 月 20 日。

（二）重大知识产权

1. 我们已收到以下根据《商标法令》第 22(1)款登记商标的申请（参照《商标规则》第 12 条）：
 - 1) 2014 年 1 月 21 日以 K-Electric Limited 名义登记第 39 类关于电和配电服务的商标“KE”的申请；
 - 2) 2014 年 1 月 21 日以 K-Electric Limited 名义登记第 09 类关于控制电流的装置、设备和电缆的商标“KE”的申请；
 - 3) 2014 年 1 月 21 日以 K-Electric Limited 名义登记第 39 类关于电和配电服务的商标“KE Energy That Moves Life”的申请；
 - 4) 2014 年 1 月 21 日以 K-Electric Limited 名义登记第 09 类关于控制电流的装置、设备和电缆的商标“KE Energy That Moves Life”的申请；
2. 我们已被告知，申请因以下原因未决：“第 39 类和第 9 类 KE 标志仍在登记当中，因此登记证明仍未发布。原因是商标登记处由于人手不够和其管理问题导致大量工作积压，但我们预计程序会及时完成。”
3. 对于第 16 类商标“AZM 标志”，我们亦已收到审查员对诉因通知的回应。发送诉因通知的依据是由于商标指明商标下货物的质量，故其为描述性。从通信看，似乎诉因通知仍被 KE 争辩。

4. 我们预期申请或诉因通知未决不会对 KE 的业务造成任何重大不利影响。

(三) 估值基准日存在的法律、经济等未决事项

涉案金额超过上海电力最新一期（2015 年度）经审计的净资产 0.05%的诉讼或未超过上海电力最新一期（2015 年度）经审计的净资产 0.05%但对 KE 公司有重大影响的诉讼合计 12 宗，如下表所示：

编号	案件	事实	金额	现状
涉及与私有化相关的诉讼				
1	2005 年第 1511 号 CP KESC 工会诉巴基斯坦联邦 关于私有化纠纷的诉讼	KESC 工会提出反对 KE 公司私有化的申请。法院于 2010 年 4 月 28 日作出临时裁决，裁定 KE 公司的财团成员未获得法庭许可，不得转让股份，并且该转让或交易不得违反原来的私有化协议。	不适用	申请尚待高院的裁决。在 2016 年 10 月 18 日左右，申请人递交申请要求中止 KE 公司所有权的转让，理由是该预期转让违反了法院 2010 年 4 月 28 日作出的临时裁定。申请人于 2016 年 10 月 15 日左右递交申请，要求将上海电力新增为该申请的参与方。
2	2016 年第 59 号 CP Jamal-e-Islami 等诉巴基斯坦联邦等 关于私有化纠纷的诉讼	申请人在最高法院提出的反对 K-Electric 自 2005 年起私有化的申请，并要求撤销私有化。于 2016 年 5 月 11 日，首席法官命令向应诉人发出通知	不适用	尚待裁决。
涉及与 NEPRA 纠纷相关的诉讼				
3	2015 年 2256 号 CP Ke 公司诉 NEPRA 等 关于电表租金的纠纷	NEPRA 出具的关于 KE 公司收取电表租金的诉因通知，声称 KE 公司收取电表租金未获批准，命令 KE 公司即刻停止收取电表租金，并对申请人罚款一千万巴基斯坦卢比。 KE 公司声称其已自 1913 年起收取电表租金，并依赖巴基斯坦政府与之相关的批准。	约合 9.5 万美元 元罚款及返还 从用户已收取 的电表租金金 额	法庭作出临时裁定，裁定不采取强制行动。临时命令目前仍有效力。

编号	案件	事实	金额	现状
4	2015 年第 2123 号 KE 公司诉 NEPRA 等 关于银行手续费的纠纷	KE 公司声称, 其根据 NEPRA 的批准征收银行手续费, 且银行手续费不属于多年电价一部分。 2013 年 12 月 3 日, NEPRA 称 KE 公司重复收取银行手续费, 并要求 KE 公司停止收取银行手续费并告知自 2006 年以来重复收取的金额。	自 2006 年以来收取的银行手续费	根据 2015 年 11 月 17 日法庭作出的临时裁定, 裁定 NEPRA 不得对 KE 公司采取强制行动。
5	2014 年第 556 号 KE 公司诉 NEPRA 及 巴基斯坦政府 关于电价差额申请的纠纷	NEPRA 制定的电价机制中包括“用户电价”及“决定电价”, “用户电价”和“决定电价”之间的差价由 NEPRA 以补贴的形式在 KE 公司提交“电价差额申请”(TDC)后支付给 KE 公司。 KE 公司对 NEPRA 作出的关于降低“决定电价”的决定表示异议, 认为 NEPRA 应根据“电价差额申请”支付 KE 公司 512.3 亿巴基斯坦卢比。	约合 4.87 亿美元	法庭于 2014 年 4 月 7 日作出有利于 KE 公司的临时裁决, 中止了 NEPRA 关于降低“决定电价”的决定, 不得影响电价机制。
6	2015 年第 989 号 KE 公司诉 NEPRA 及 巴基斯坦政府 关于追回机制的纠纷	根据多年期电价机制, KE 公司需将上一财年的部分利润转让或分享给 KE 公司的用户(追回机制)。NEPRA 在 2009 年调整了基础电价并拒绝了 KE 公司关于推迟/暂停追回机制的申请。 KE 公司主张, NEPRA 通过调整基础电价实施追回机制的方式是非法的。	不确定	法庭于 2015 年 6 月 11 日作出临时禁令, 限制 NEPRA 对相关时间内(2014 年 10 月至 12 月)的“追回机制”等事项作出决定。
7	2014 年第 2138 号诉讼 和 HCA 208/2015 年 KE 公司诉 NEPRA 等	本案是由与“2015 年第 989 号”相同, 且涉及 2011 至 2012 年和 2012 年至 2013 年的财政年度(FY)。	不确定	2015 年, 法庭驳回了 KE 公司的临时禁令申请; KE 公司上诉,

编号	案件	事实	金额	现状
	关于追回机制的纠纷			法庭暂时中止了前述驳回临时禁令的判决。
涉及与 SSGC 纠纷相关的诉讼				
8	2012 年第 1641 号诉讼 SSGC 诉 KE 公司 关于天然气协议纠纷	SSGC 称其前身与 KE 公司签署了天然气供应协议，而 KE 公司因未付款违反了该等协议，其中未付天然气账单为 450 亿巴基斯坦卢比及商誉损失 100 亿巴基斯坦卢比；KE 公司辩称，SSGC 已违反供应协议，因此 SSGC 要求的赔偿金额应根据 KE 公司应收巴基斯坦政府的款项作出调整。	约合 5.23 亿美元	KE 公司与 2013 年提出反诉，详见“2013 年第 91 号诉讼”。
9	2013 年第 91 号诉讼 (标记为 2012 年第 1641 号诉讼) KE 公司诉 SSGC 等 关于天然气协议纠纷	KE 公司声称，SSGC 未向 KE 公司提供天然气供应，而向自备电生产商供应天然气违反了天然气供应协议及 2005 年和 2012 年的天然气分配管理政策并对 SSGC 提出 596.14 亿巴基斯坦卢比的索赔；同时，巴基斯坦政府未按照天然气分配和供应的政策向 KE 公司分配天然气。 SSGC 认为，KE 公司的诉讼仅为 SSGC 于 2012 年提出的诉讼的回应，属于滥用；KE 公司迫使 SSGC 在其权利之上以公共成本向 KE 公司供应天然气；本诉讼有关问题已在 2013 年第 91 号诉讼中反应审理中，且 KE 公司未能向 SSGC 支付双方签署的各协议项下的天然气费用。	约合 5.70 亿美元	根据 2015 年 7 月 16 日法庭作出的临时裁定，裁定 SSGC 违反天然气分配管理政策，限制其向自备电生产商供应天然气。
关于与税务纠纷相关的诉讼				

编号	案件	事实	金额	现状
10	2009 年第 580 号 KESC 诉 CDGK 等 关于入市税及土地租金的纠纷	CDGK 要求 KE 公司应按照每千瓦时两派萨的价格缴纳入市税, 金额为 364, 759, 4175 巴基斯坦卢比; KMC 则要求 KE 公司缴纳 198,691,6539 巴基斯坦卢比的土地相关索赔; KE 公司声称, 根据 1991 年 6 月 20 日的入市税通知, KE 公司的责任只限于按每千瓦两派萨 (每派萨=百分之一卢比) 的价格就引进电支付入市税, 此外, KMC 土地租赁部门的主张违反了《土地收入法》。	约合 5,342 万美元	法庭中止了 SDGK 及 KMC 的诉求
11	2012 年第 560 号诉讼 KE 公司诉巴基斯坦政府等 关于电费缴税的纠纷	2012 年 5 月 7 日, 税务局向 KE 公司发出通知 (涉及期间为 2007 年 6 月至 2011 年 6 月), 称 KE 公司没有就从巴基斯坦政府收取的电费缴纳税款。 KE 公司主张上述税款不适用于用巴基斯坦政府给予的补贴, 因补贴不收销售税法律管辖。而且, 补贴不构成 KE 从客户处收取电费的一部分, 因此不违反销售税法。	约合 2.09 亿美元	法庭于 2012 年 5 月 21 日作出临时裁决, 暂停了税务局的诉因通知
12	2012 年第 210 号 ITAR 税务局局长诉 KE 公司 关于报税金额的纠纷	税务局对税务局上诉审查处作出的法令进行上诉的附带申请, 其下列内容提起诉讼: (1) 上诉审查处使用的, 非审计报告中的数据是否公允; 上诉审查处将补贴从营业额中排除是否公允。 上诉审查处认为 113 条不适用于电费调整机制, 因为其不构成营业税目的下的营业额。而且 113 条规定了, 在扣除折旧及其他管理费用的损失总额时, 有一个豁免额度。损失总额是在销售所得营业额和营业成本之间的差额。	约合 0.13 亿美元	税务局已经做出了不利于 KE 公司的决定

(四) 截至估值基准日，所有权或使用权受到限制的资产如下：

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，截至本报告书签署之日，KE 公司已在其动产之上设立担保押记，该等动产包括但不限于存货、原材料、货物、产品、油料、备件、仓库库存物资及设备、钢管、铜缆、高压电缆、现货、制成品与半成品以及在 KE 公司的当前及未来账面债务、未结款项、应收账款、合同、票据、契约、变电站以及当前和未来的机械与设备以及账户和存款（收款账户）之上设立了押记。此外，KE 公司先前通过将业权契据存放于银行，于其在 Korangi 发电厂不动产中的全部地产和权益之上设立了押记。具体内容如下：

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
1	阿斯卡里银行	PKR 1,334,000,000	1、所有 KE 公司现有的或未来的流动资产，包括但不限于股票、原材料、商品、产品、石油、零件备件、存货、货仓中的备件、管道、电线、H.T. 电缆、B.C. 电线、可交易的股票、正在进行、完成的、未完成的产品、变压器、OCB 面板、工具、高压电线/电缆以及其他与供电给巴基斯坦境内客户有关的存货以及所有运输中的货物、信托收据以及将来可能有的存货等等；2、对 KE 公司现有或者未来的本书债务、贸易债务、未偿贷款、应收账款、索赔、账单、合同、债务、债券以及权利设立了押记。
2	渣打银行及 KASB	PKR1,333,333,3334 和 USD 14,040,000 及 PKR1,067,000,000	1、KE 公司所有现在或将来的电站、机械、设备、工具、附件、零件、存货以及备件、电子及其他设备、家具以及现在或未来属于 KE 公司或者现在或将来安装或储存在 SITE 并网电站的固定装置；2、在 SITE 燃气涡轮电站之上设置抵押，包括所有房屋、构筑物、固定装置或即将建设的建筑物以及所有权益、通行权等。
3	巴基斯坦国家银行	USD 20,000,000	对 KE 公司在巴基斯坦国家银行公司开户行号码为 990013-2 的账户享有第一顺位留置权以及质押权。
4	渣打银行	USD 33,333,334	对 KE 公司公司在渣打银行开户行号码为 08-1251317-06 的账户享有第一顺位留置权以及质押权。

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
5	巴基斯坦文莱投资	PKR 22,000,000,000	对 KE 公司客户应收账款的第一顺位同等权益本书债务质押
6	渣打银行	USD 24,600,000	对 KE 公司所有现有的及未来的固定资产, 包括变压器、开关装置等, 但是不包括土地及房屋
7	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 8,000,000,000	KE 公司所有现有的以及未来的 22 家并网电站的固定资产, 包括但不限于属于 KE 公司的变压器以及开关装置。
8	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 5,000,000,000	对 KE 公司在哈比卜银行开户行号码为 2336-03 的账户享有第一顺位留置权以及质押权。
9	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 1,000,000,000	1、对 KE 公司公司在哈比卜银行开户行号码为 2334-03 的账户享有第一顺位留置权以及质押权;
10	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 2,000,000,000	2、对 KE 公司公司在哈比卜银行开户行号码为 2337-03 的账户享有第一顺位留置权以及质押权。
11	Meezan 银行	PKR 1,444,324,528	对 KE 公司电站以及机械设备的第一份抵押补充
12	迪拜伊斯兰银行	PKR 655,000,000	动产质押, 即 BOC 并网电站、Gadap 并网电站以及 DHA132(Kv)
13	Faysal 银行	PKR 1,333,333,333	1、KE 公司现有的及未来的全部特定网点固定资产的独占抵押权, 包括但不限于并网电站设备、变压器、开关装置、仪表板等, 位于下列电站: (i) Old Town 并网电站, (ii) Pipri West 并网电站, (iii) K.E.P.Z 并网电站, (iv) Surjani Town 并网电站, (v) SITE-I 并网电站, (vi) Haroonabad SITE-II, (vii) Pipri West; 2、所有现在已有或在运输过程中即将在上述电站有的必要零件和标准附件。
14	KASB 银行	PKR 936,426,570	Azizabad、Hospital 及 Memon Goth 并网电站的特定固定资产以及所有必要的零件和标准附件。
15	Al Falah 银行	PKR 2,133,333,334	没有担保文件
16	渣打银行	PKR 7,217,972,927	没有担保文件

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
17	联盟银行/阿斯卡里银行/Faysal 银行/哈比卜银行 KASB 银行/MCB 银行/巴基斯坦国家银行/渣打银行/Summit 银行/联合银行/艾尔巴拉卡银行/Meezan 银行/NIB 银行/中国工商银行/信德省银行/第一女子 Burj 银行/AI 哈比卜银行/Samba 银行/Soneri 银行/Punjab 银行/伊斯兰巴基斯坦银行	短期贷款主协议以及所有补充协议	1、KE 公司所有的被抵押资产上设置了同等权益的第一顺位抵押权，抵押资产包括在 KE 公司所有流动资产上设置的流动抵押，包括但不限于存货以及备货，但不包括(a)应收账款质押以及(b)排除的资产，但是 SCB 特定巴基斯坦政府客户收款账户以及 SCB 债务服务留存账户不属于被排除资产。渣打银行享有的留置权也已经解除。此种被解除质押的资产自动被认定为组成本项下被质押流动资产的一部分；2、应收账款质押指的是 KE 公司所有现有的以及未来的本书债务、应收账款、索赔，但不包括被排除资产，但是 SCB 特定巴基斯坦政府客户收款账户以及 SCB 债务服务留存账户不属于被排除资产。渣打银行享有的留置权也已经解除。此种被解除质押的资产自动被认定为组成本项下被质押流动资产的一部分；3、已经为联合银行在金库账户以及分期还款账户上设置了一个留置权。金库账户指的是在联合银行支行的账户。分期还款账户指的是在联合银行支行的尾号为 8296 的公司账户。
18	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 4,000,000,000	
19	哈比卜银行 巴基斯坦国家银行 渣打银行	USD 33,333,334 USD 100,000,000 USD 33,333,334	1、下列资产的质押权：Bin Qasim 电站或者 Korangi 热电站的全部电站及机械及 KE 公司因上述资产的保险和再保险政策所取得的所有权益、权证以及红利；2、所有贷款人均对 KE 公司在贷款行开具的银行账户中的款项享有留置权。所有贷款人均享有抵消以及转让这些账户中资金的权力，贷款人有权全部或部分行使要求还款权利。当 KE 公司未全部偿还贷款时，其无权从贷款人处要求取回上述资金。除非是根据 LC 贷款合同项下规定的例外；3、设置在哈比卜银行、巴基斯坦

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
			斯坦国家银行以及渣打银行持有的 KE 公司的 20,000,000 美元以及担保账户信用证的第一顺位留置权; 4、对 Bin Qasim 以及 Korangi 电站所有的土地以及楼宇的建设性权利证书托存的第二顺位抵押, 仅次于担保受托人的抵押权后; 5、对 Bin Qasim 以及 Korangi 电站的所有电厂以及机械设备上设置的第二顺位抵押权, 仅次于担保受托人的抵押权后; 6、因上述担保财产的保险及再保险政策, KE 公司所取得的权益、权利以及红利的第二顺位质押权, 仅次于担保受托人的质押权后; 7、设置在 KE 公司在哈比卜银行、巴基斯坦国家银行以及渣打银行账户上的第一顺位的质押权, 超出金额已存入, 并且付款支付账户已经从主收款账户中取出, 并且根据主收款协议转入 KE 公司账户以及其他账户内的存款; 7、设置在根据主收款协议应当从主收款账户转入 KE 公司账户的付款支付账户内的资金以及 KE 公司现在及未来将有的超出金额上的第一顺位质押权。
20	联盟银行	PKR 3,386,304,304	抵押资产包括下列电站: Gulistan-e-Johar, Malir cantonment, DHA, Uthal, Orangi, Queens Road, Korangi East 以及 Lyar
21	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 29,333,333,334	1、尾号为 0699,1590,0623 以及 3626-2 账户上设置的第一顺位同等权益质押权; 2、就下列质押权享有同等权益: (i)境内留置权(ii)留置权(iii)境外留置权。
22	哈比卜银行(作为外国被担保方的红利的担保受托人)	UD 455,333,334 及 EUR 62,000,000	1、KE 公司在下列资产上设置了第一顺位同等权益抵押权: 位于 Bin Qasim(而不是 BQPS-1 的 3 和 4 单元)、Korangi Site 以及 Korangi 燃气电站的资产和财产(不包括存货、备件和燃油), 包括但不限于: 上述电站中的所有电厂、机械以及设备、发电扩容以及 Jenbacher 项目扩容组成部分的资产和财产、Bin Qasim、Korangi、Jenbacher 的设备供应商依据与设备供应协议提供给 KE 公司的资产和财产、不超过所有存货、备件总价值 15%的存货、备件和燃料、不包括不动产、流动资产、客户应收账款质押、账户和存款、项目文件、保险金以及保险权益; 2、KE 公司在下列质押财产上设置了第一顺位质押: 客户应收账款质押-来自有关客户以及其他相关客户的, 根据账单而支付的特定应收账款; 3、5 个账户及存款质押, KE 公司在上述账户及存款上设立的第一顺位同等权益留置权, 留置权人为哈比卜银行。

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
23	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 666,666,667	尾号为 0699,1590,0623 以及 3626-2 的账户上设置的第一顺位同等权益留置权
24	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 29,333,333,334	抵押财产包括位于 Bin Qasim、Korangi、Korangi 燃气电站 以及 SITE 电站的现有的及未来的资产及财产、项目文件下的应付款项、保险金及保险权益。
25	哈比卜银行	PKR 4,000,000,000	1、抵押资产包括：所有位于 Bin Qasim、Korangi、Korangi 燃气电站 以及 SITE 电站的现有的及未来的资产和财产，不包括存货、备件以及燃料；2、所有根据项目文件应当支付给 KE 公司的款项、KE 公司有权依据项目文件提出索赔活款的款项以及所有 KE 公司因项目文件而获得的款项；3、KE 公司根据保险合同应当取得的款项；4、KE 公司作为保险受益人应当享有的所有权益和红利、所有索赔请求，包括退还保险金及根据保险合同获得除正常保险索赔程序外赔付的金额；5、KE 公司为哈比卜银行在抵押资产上设置了第二顺位同等权益抵押权。
26	哈比卜银行	PKR 10,266,667	1、所有位于 Bin Qasim、Korangi、Korangi 燃气电站 以及 SITE 电站的现有的及未来的资产和财产，不包括存货、备件以及燃料；2、所有根据项目文件应当支付给 KE 公司的款项、KE 公司有权依据项目文件提出索赔活款的款项以及所有 KE 公司因项目文件而获得的款项；3、KE 公司根据保险合同应当取得的款项、KE 公司作为保险受益人应当享有的所有权益和红利，包括所有索赔请求，如退还保险金及根据保险合同获得除正常保险索赔程序外赔付的金额。
27	联合银行	PKR 706,782,337	Liaqatabad 并网电站，价值 PKR 364,592,177 以及 Valika 并网电站，价值 PKR 342,190,160。
28	联盟银行	PKR 1,000,000,000	在 KE 公司位于 Lalazar 的并网电站上设置了 25%的第一顺位抵押权。
29	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 400,000,000	留置权和抵消权

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
30	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 666,666,667	留置权和抵消权
31	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 1,600,000,000	留置权和抵消权
32	渣打银行及巴基斯坦文莱投资公司	PKR 6,666,666,667	1、质押资产包括：(i)收款账户以及(ii)押金账户。质押收款账户尾号为 0421-01(账户名：KESC-250 特定客户账户)。押金账户中被质押的是所有托收账户信用证的金额以及票据贴现的金额； 2、KE 公司已经将从 250 名特定客户(在上述转让契据中规定的)处取得的、现有的及未来的应收账款有关的所有权益、权利、利润、红利一并转让。所以抵押资产中还包括了 KE 公司从转让应收账款中所获得的权利和款项。
33	Faysal 银行	PKR 670,000,000	没有担保文件
34	Al Falah 银行	PKR 1,333,333,334	没有担保文件
35	Faysal 银行	PKR 1,333,333,333	固定资产包括：(i)现有的及未来的公司的下列特定电站的网点固定资产，包括但不限于并网电站设备、变电器、开关装置、仪表板等。
36	哈比卜银行 (作为担保权受托人)	PKR 13,180,555,510	1、KE 公司在下列资产上设置了第一顺位平等权益抵押权：所有位于 Bin Qasim、Korangi、Korangi 燃气电站以及 SITE 电站的现有的及未来的资产和财产，不包括存货、备件以及燃料，不超过所有存货、备件总价值 15% 的存货、备件和燃料，不包括不动产、流动资产、客户应收账款质押、账户和存款、项目文件、保险金以及保险权益；2、KE 公司在下列质押财产上设置了第一顺位质押权：客户应收账款质押-来自有关客户以及其他相关客户的，根据账单而支付的特定应收账款；3、6 个银行账户及存款质押。KE 公司在上述账户及存款上设立的第一顺位同等权益留置权，留置权人为哈比卜银行。

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
37	Al Baraka 银行	PKR 1,118,981,499	对位于花园路以及 ICI 的并网网站的所有现有的及未来的固定资产设置独占抵押权, 资产主要是变压器及开关装置
38	MCB Bank	PKR 667,000,000	KE 公司所有现有的及未来的债务、应收账款(包括账单、应收账款)、未偿贷款、现金、索赔、账单、合同、债务、证券及权利
39	Habib Bank Limited	PKR 10,667,000,000 USD 166,667,000	1、抵押资产-Bin Qasim 电站或者 Korangi 热电站的所有现有的及未来的资产以及与电站扩容有关的现有的或未来的固定资产; 2、应收账款质押-KE 公司从客户, 相关客户以及其他相关客户处依据账单取得的款项; 3、项目文件权利; 4、保险金及保险权益; 5、#EZ/1/1 地块, 90300 平方米, 地块位于 Qasim 港, 在 Bin Qasim 警局管辖范围内; 6、所有 KE 公司现有的或未来的流动资产, 包括但不限于股票、原材料、商品、产品、石油、零件备件、存货、货仓中的备件、管道、电线、H.T. 电缆、B.C. 电线、可交易的股票、正在进行、完成的、未完成的产品、变压器、OCB 面板、工具、高压电线/电缆以及依赖于 Bin Qasim 电站客户以及其他巴基斯坦境内客户有关的存货以及所有运输中的货物、信托收据以及将来可能有的存货等等。以及对 KE 公司现有或者未来的本书债务、贸易债务、未偿贷款、应收账款、索赔、账单、合同、债务、债券以及权利。
40	巴基斯坦国家银行 哈比卜银行 联盟银行 联合银行 MCB 银行 Faysal 银行	PKR 2,666,666,667 PKR 800,000,000 PKR 2,000,000,000 PKR 2,000,000,000 PKR 666,666,667 PKR 1,000,000,000	同等权益流动资产抵押。
41	渣打银行	PKR 4,000,000,000	#ST-01 地块, 第 19 区, 24 号援助计划。位于卡拉奇市, Gulshan-e-Iqbal

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
			-F-255 号地块, 5.6 英亩, 卡拉奇市, SITE。
42	KASB 银行	PKR 400,000,000	1、所有下列地块: 1/19, 第 10 区, Korangi 工业园, 卡拉奇; F/255 调查表第 35-P/L-35-L/13 号, SITE 地区, 卡拉奇; Gulshan-e-Iqbal 并网电站, 1 号街, 19 区, Gulshan-e-Iqbal, 卡拉奇以及所有现有的及未来的房屋、建筑、工厂、车间、家具、棚屋、电厂、机械、设备等。以及所有上层构造; 2、对 KE 公司现有的及未来的电厂、机械、设备、家具、固定设备、电脑、发电机、其他办公设备、工具、附件、存货以及备件等, 包括自此后 KE 公司将会安装的权利在内。
43	联盟银行	PKR 400,000,000	1、KE 公司现有的或将有的所有原材料库存、半成品、完成产品、包装原料以及在运输中的库存; 2、KE 公司所有现有的及未来的债务、应收账款, 不论是否实际累计或有负债, 不论是否现在到期或将来到期, 不论是否在 KE 公司本书中记录, 不论是否存在争议或诉讼、不论是否被承认或通过任何文件、协议、说明等证明。
44	阿斯卡里银行	PKR 666,666,667	无担保文件
45	KASB 银行	PKR 666,666,667	特定固定资产抵押函以及特定机械抵押函
46	渣打银行	PKR 3,280,000,000	抵押资产包括如下并网电站: (i) Elender Road; (ii) Korangi Creek; (iii) Clifton; (iv) Korangi South; (v) Dhabaji; (vi) Jacob Line; (vii) KDA (132 KV); (viii) KDA (220KV); (ix) Maripur; (x) Baldia; (xi) K.E.P.Z; (xii) Surjani 镇及 SITE-1。
47	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 2,267,000,000	1、KE 公司为下列公司设置了应收账款以及账户质押函: (a) 巴基斯坦文莱公司作为 TFC2 的托管人享有 TFC 持有人的权益以及 (b) 巴基斯坦文莱公司作为 TFC3 的托管人享有 TFC3 持有人的权益; 2、为了取得如下 TFCs 持有人红利而为 TFCs 托管人设立的第一顺位同等权益抵押函: 按照 KE 公司发出的账单支付的特定应收账款以及 6 个账户及其存款质押; 3、质押的 TFCs 托管人股份情况如下: (a) TFC 2 托管人(为了 TFC2 持有人的权益, 价值 PKR 1,600,000,000)、(b) TFC 3 托管人(为了 TFC3 持有人的权益, 价值 PKR 667,000,000)。

序号	贷方	抵押担保额度	提供的抵押担保
48	巴基斯坦文莱投资公司	PKR 29,333,333,334	1、KE 公司为巴基斯坦文莱投资公司作为伊斯兰债券托管人享有伊斯兰债券的权益设置第一顺位同等权益抵押：按照 KE 公司发出的账单支付的特定应收账款以及尾号为 10699, 1590, 0623, 6262, 8083, 9023 的账户及其存款质押；3、为了巴基斯坦文莱公司的权益，KE 公司签署的留置权及抵消权函。任意时间的托收资金均应存入下列账户：伊斯兰债券支付账户：5000-79003562-63 哈比卜银行。

十、 估值报告使用限制说明

- (一) 估值报告只能用于估值报告载明的估值目的和用途。
- (二) 估值报告只能由估值报告载明的估值报告使用者使用。
- (三) 报告估值的全部或者部分内容被摘抄、引用或者披露于公开媒体，需估值机构审阅相关内容，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。
- (四) 估值报告所揭示估值结论的使用有效期为一年，自估值基准日 2016 年 3 月 31 日起，至 2017 年 3 月 30 日止。

十一、 估值报告日

估值报告日为 2016 年 10 月 15 日。

(此页无正文)

德勤咨询(上海)有限公司

中国·上海



授权代表: 冯达新

2016 年 10 月 15 日