

深圳怀新企业投资顾问股份有限公司关于深圳证券交易所 《关于对中天城投集团股份有限公司的重组问询函》 相关资产估值（评估）问题的回复

深圳证券交易所：

根据贵所公司管理部 2016 年 12 月 8 日下发的《关于对中天城投集团股份有限公司的重组问询函》（非许可类重组问询函[2016]第[27]号，以下简称“《问询函》”）的要求，深圳怀新企业投资顾问股份有限公司（以下简称“怀新投资”）作为中天城投集团股份有限公司（以下简称“公司”、“中天城投”）本次重大资产购买的估值机构，本着勤勉尽责和诚实信用的原则，就本次《问询函》所提相关资产估值（评估）问题逐项进行了认真核查及分析说明，现回复说明如下，请予以审核。

如无特别说明，本反馈意见回复中所使用的简称或名词的释义与《中天城投集团股份有限公司重大资产购买报告书》中的相同。

一、报告书显示，中融人寿 10,000 万股股份的净资产账面价值为 15,221.73 万元，本次交易价格为 200,000 万元，较其净资产账面价值溢价 1,213.91%。本次估值主要采用可比公司法和可比交易法作为估值参考。请公司说明：（1）本次估值结果的合理性、转让价格较标的公司净资产账面价值溢价较高的具体原因，并说明是否符合《重组办法》第十一条第（三）项的规定；（2）本次估值仅采用市场法是否符合《重组办法》第二十条第三款关于“评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值”的规定，若不符合，补充采取其他估值方法进行估值。请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复：

1、本次交易溢价情况及合理性分析

（1）本次交易溢价情况

根据信永中和出具的关于标的资产报告期内的审计报告（XYZH/2016CDA30441），截至 2016 年 6 月 30 日，中融人寿净资产账面价值

为 76,108.63 万元，折合本次竞拍标的中融人寿 10,000 万股股份的净资产账面价值为 15,221.73 万元。本次交易价格为 200,000 万元，较其净资产账面价值溢价 1,213.91%，相当于市净率 13.14 倍，与可比交易的对比情况如下：

标的公司	购买方	出售方	交易每股作价 (元)	每股净资产 ¹ (元)	市净率 (倍)
中新大东方人寿	恒大地产集团(南昌)有限公司	重庆市地产集团、重庆市城市建设投资(集团)有限公司	7.88	0.58	13.50
中法人寿	鸿商产业控股集团有限公司	中国邮政集团公司	3.11	0.59	5.23
可比交易案例平均			-	-	9.37
贵阳金控购买中融人寿 10,000 万股股份			20.00	1.52	13.14

本次交易市净率水平低于中新大东方人寿交易案例，高于中法人寿交易案例。

(2) 行使通过本次交易取得的新增股份认购权后的溢价情况

本次交易标的为清华控股持有的中融人寿 10,000 万股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权 (20,000 万股)。根据《中国保监会关于<保险公司股权管理办法>第四条有关问题的通知》(保监发[2013]29 号) 中单个股东 (包括关联方) 的持股比例不得超过 51% 的相关规定，贵阳金控至多认购中融人寿上述新增股份数为 19,234 万股，每股认购价格为 5 元/股，交易金额为 96,170 万元。

根据 2016 年 11 月 30 日中天城投第七届董事会第 55 次会议决议，中天城投决定行使上述新增股份认购权。以中融人寿截至 2016 年 6 月 30 日经审计数据为基础，不考虑其他因素，中天城投行使上述新增股份认购权后，相关交易的市净率情况如下：

项目	行次	数据
支付给清华控股的金额 (万元)	1	200,000.00
行使通过本次交易取得的新增股份认购权的出资金额 (万元)	2	96,170.00
交易金额合计 (万元)	3=1+2	296,170.00
清华控股转让的股份数 (万股)	4	10,000.00
中天城投行使通过本次交易取得的新增股份认购权而增加的股本数 (万股)	5	19,234.00
股本数合计 (万股)	6=4+5	29,234.00
每股交易作价 (元/股)	7=3/6	10.13

¹ 根据相关规定，保险公司需在其官网上公布年度报告，所以相关数据取其交易完成前一年度末数据；中融人寿数据为截至 2016 年 6 月 30 日数据。

项目	行次	数据
中融人寿截至 2016 年 6 月 30 日经审计净资产（万元）	8	76,108.63
因中天城投行使通过本次交易取得的新增股份认购权而增加的净资产（万元）	9	96,170.00
净资产合计（万元）	10=8+9	172,278.63
中融人寿截至 2016 年 6 月 30 日股本数（万股）	11	50,000.00
中天城投行使通过本次交易取得的新增股份认购权而增加的股本数（万股）	12	19,234.00
股本数合计（万股）	13=11+12	69,234.00
每股净资产（元/股）	14=10/13	2.49
市净率（倍）	15=7/14	4.07

中天城投行使通过本次交易取得的新增股份认购权后，不考虑其他因素，本次交易的市净率为 4.07 倍，低于中新大东方人寿交易案例及中法人寿交易案例市净率水平。

国内上市保险公司截至 2016 年 6 月 30 日的市净率水平如下：

公司	市净率（倍）
中国平安	1.68
新华保险	2.20
中国太保	1.85
中国人寿	1.94
天茂集团	2.61
西水股份	1.95
国内上市保险公司平均	2.04

根据中天城投未来战略规划，亟需取得保险公司牌照，鉴于保险公司为受中国保监会严格监管之机构，若申请新设保险公司，程序复杂、耗时较长。为抓住机遇，做大做强金融业务，中天城投拟通过购买方式，取得保险公司牌照。

本次交易涉及中融人寿控股（制）权的变更，交易实质是获取保险公司牌照，存在较高的控股（制）权溢价。而控股（制）权溢价受国家政策、行业监管、行业发展前景、市场状况及资本市场等多方面因素的影响，为交易双方的商业谈判结果。

综上，本次交易的估值定价具有合理性与公允性，不存在损害中天城投及其股东合法利益的情形，符合《重组办法》第十一条第（三）项的规定。

2、本次估值使用方法情况

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、可比交易法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性、公允性分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

可比交易法是挑选与标的公司同行业、在本次交易前一段合适时期内被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，据此评估本次交易的定价是否合理、公允。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

本次估值主要采用可比公司法和可比交易法，作为标的资产估值参考，并对本次交易对价的合理性、公允性进行分析，符合《重组办法》第二十条第三款关于“评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值”的规定。

经核查，怀新投资认为：认为本次交易的估值定价具有合理性与公允性，不存在损害中天城投及其股东合法利益的情形，符合《重组办法》第十一条第（三）项的规定；本次估值使用方法符合《重组办法》第二十条第三款的规定。

二、报告书显示，2015年10月29日，贵阳金控与联合铜箔原股东中科英华高技术股份有限公司和西藏中科英华科技有限公司签订协议，约定剥离联合铜箔除所持中融人寿10,000万股股份之外的其他资产和负债，将其持有的联合铜箔的100%股权转让予贵阳金控，转让价款为200,000万元。该次股权转让采用资产基础法，其中长期股权投资—中融人寿保险股份有限公司账面值35,032.99万元，评估值为200,961.12万元，增值率为473.63%。请公司说明该次评估增值率与本次估值增值率存在巨大差异的原因及合理性，并提示相关风险。请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复：

根据前述问题分析，本次交易价格为200,000万元，较其净资产账面价值溢价1,213.91%，相当于市净率13.14倍；中天城投行使通过本次交易取得的新增股份认购权后，不考虑其他因素，本次交易的市净率为4.07倍，相当于溢价307.14%。

2015年度交易为中天城投第一次购买中融人寿股权，成交价格以评估值为参考，交易双方谈判确定；本次交易涉及中融人寿控股（制）权的变更，成交价格通过北京产权交易所竞拍方式确定。两次交易的背景、交易方式等，存在明显差异，导致成交价（评估值）较账面净资产溢价率（增值率）存在巨大差异。

已在报告书中进行如下风险提示：本次交易价格为200,000万元，较其净资产账面价值溢价1,213.91%，相关溢价率与公司2015年度购买中科英华高技术股份有限公司和西藏中科英华科技有限公司间接持有的中融人寿10,000万股股份时的资产评估增值率473.63%，存在巨大差异，提请投资者注意相关风险。

经核查，怀新投资认为：上述两次交易的背景、交易方式等，存在明显差异，导致成交价（评估值）较账面净资产溢价率（增值率）存在巨大差异，相关差异具有合理性。

三、报告书显示，标的公司最近三年曾多次进行与交易、增资或改制相关的评估或估值，请公司补充披露相关评估或估值的方法、评估或估值结果及其与账面值的增减情况，交易价格、交易对方和增资改制的情况，并列表说明该经营性资产最近三年评估或估值情况与本次重组评估或估值情况的差异原因。请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复：

中融人寿最近三年评估或估值情况如下：

评估（估值）目的	评估（估值）基准日	评估（估值）方法	评估（估值）结果（万元）	账面净资产（万元）	评估（估值）增值率	交易情况	与本次重组估值对比
股权转让	2014年9月30日	收益法	179,585.85	151,647.45	18.42%	启迪控股将其持有的4,400万股股份转让给清华控股，交易总金额为15,840万元。	注2
股权转让 ²	2014年12月31日	资产基础法	200,961.12	35,032.99	473.63%	中科英华和西藏中科英华将间接持有的中融人寿10,000万股股份转让给贵阳金控，交易总金额为200,000万元。	注2
增资	2015年12月31日	收益法	244,787.77	185,783.95	31.76%	中融人寿股本由5亿增至15亿，增资价格5元/股（注1）。	注2
股权转让	2015年12月31日	收益法	244,787.77	185,783.95	31.76%	清华控股将其所持中融人寿10,000万股股份及其对中融人寿的新增股份认购权，通过北京产权交易所竞拍方式转让给贵阳金控，交易总金额为200,000万元。	注2
股权转让	2016年6月30日	可比交易法	本次交易的估值定价具有合理性与公允性，不存在损害中天城投及其股东利益的情况。			贵阳金控通过北京产权交易所竞拍获得清华控股	

² 该次资产评估的对象为联合铜箔（惠州）有限公司，本表引用的资产评估数据为评估报告中的“长期股权投资-中融人寿”数据，而非联合铜箔（惠州）有限公司整体股东权益数据。

评估(估值)目的	评估(估值)基准日	评估(估值)方法	评估(估值)结果(万元)	账面净资产(万元)	评估(估值)增值率	交易情况	与本次重组估值对比
						持有的中融人寿10,000万股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权,交易总金额为200,000万元。	

注1: 中融人寿2016年9月18日通过进行增资扩股的股东会决议,增加股本100,000万股,股本由50,000万股增加至150,000万股,增资价格为每股5元,增资总金额为500,000万元。其中清华控股根据持股比例享有认购20,000万股新股的权利,根据中融人寿股东会决议,清华控股享有的认购新股权利随同其所持中融人寿股份一并由购买方承接。除清华控股享有的20,000万股新股认购权外,其余80,000万股新增股本均已完成出资,并经中国保监会2016年11月17日批准。具体出资情况如下:

序号	股东名称	原有股份结构		本次增资股份结构		霍氏不增部分		增资后股份结构	
		股份(万股)	比例(%)	股份(万股)	增资(万元)	股份(万股)	增资(万元)	股份(万股)	比例(%)
1	清华控股有限公司	10,000.00	20.00					10,000.00	7.69
2	联合铜箔(惠州)有限公司	10,000.00	20.00	12,566.00	62,830.00			22,566.00	17.36
3	吉林省信托有限责任公司	8,000.00	16.00					8,000.00	6.15
4	中润合创投资有限公司	7,800.00	15.60	15,600.00	78,000.00	1,234.00	6,170.00	24,634.00	18.95
5	深圳市力元资产管理有限公司	7,000.00	14.00	14,000.00	70,000.00	1,108.00	5,540.00	22,108.00	17.01
6	宁波杉辰实业有限公司	5,000.00	10.00	10,000.00	50,000.00	792.00	3,960.00	15,792.00	12.15
7	霍氏文化产业集团有限公司	2,200.00	4.40					2,200.00	1.69
8	贵阳金融控股有限公司			23,434.00	117,170.00	1,266.00	6,330.00	24,700.00	19.00
合计		50,000.00	100.00	75,600.00	378,000.00	4,400.00	22,000.00	130,000.00	100.00

注 2：本次估值目的是分析本次交易的定价是否公允、合理以及是否存在损害公司及其股东利益的情形；本次估值结论为本次交易的估值定价具有合理性与公允性，不存在损害中天城投及其股东利益的情况。另外，本次交易存在控股(制)权变更、通过北京产权交易所竞价交易、交易标的包括新增股份认购权等特殊因素。

中融人寿近三年因股权转让或增资而进行的资产评估，为按收益法或资产基础法，对企业的全部股东权益价值进行评估，评估结论为某一具体数值。

本次估值与中融人寿近三年因股权转让或增资而进行的资产评估，在背景、方法、目的等方面，存在较大差异，不具有可比性。

经核查，怀新投资认为：本次估值与中融人寿近三年因股权转让或增资而进行的资产评估，在背景、方法、目的等方面，存在较大差异，不具有可比性。

（此页无正文，为《深圳怀新企业投资顾问股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对中天城投集团股份有限公司的重组问询函>相关资产估值（评估）问题的回复》之盖章页）



深圳怀新企业投资顾问股份有限公司

2016年12月29日