

中和资产评估有限公司
对深圳证券交易所中小板公司管理部
《关于对秦皇岛天业通联重工股份有限公司的问询函》
（中小板问询函【2018】第 467 号）发表的意见

深圳证券交易所中小板公司管理部：

中和资产评估有限公司接受深圳通联投资咨询企业（有限合伙）的委托，在本报告载明的估值前提和假设条件下，对深圳通联投资咨询企业（有限合伙）拟收购股权所涉及的银联商务股份有限公司（以下简称“银联商务”）股东全部权益在估值基准日 2017 年 12 月 31 日的价值进行估值。现就贵部《关于对秦皇岛天业通联重工股份有限公司的问询函》（中小板问询函【2018】第 467 号）中涉及我公司的事项发表意见如下：

1、本次收购以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，采用市场法和收益法进行评估，最终采用了市场法评估结果。截至 2017 年 12 月 31 日，银联商务股东净资产账面价值为 51.14 亿元，最终交易双方商定银联商务估值为 230 亿，较净资产账面价值有大幅增值。请说明：

（1）本次评估采用市场法评估结果的合理性和依据，不采用收益法评估的原因，收益法和评估法的评估结果差异的情况及原因；

（2）采用市场法评估结果大幅增值的原因及合理性、评估过程的谨慎性、可比交易对象选取的合理性、交易定价依据及公允性。

请评估机构、独立董事对上述事项发表意见。

上市公司答复：

（1）本次评估采用市场法评估结果的合理性和依据，不采用收益法评估的原因，收益法和评估法的评估结果差异的情况及原因；



银联商务股份有限公司（以下简称“银联商务”）为非上市公司，其核心业务数据及商业资料为非公开资料；本次交易标的所占比例小，转让方作为银联商务小股东（财务投资者），不参与银联商务日常经营活动，对银联商务的影响小；银联商务作为重要的非金融支付服务机构其业务范围广，分支机构众多，业务类型庞大，加之根据中国人民银行《非金融机构支付管理办法》第二十三条“支付机构应当依法保守客户的商业秘密，不得对外泄露”的规定等诸多条件限制，本次交易难以开展全面尽职调查工作，因此无法做出详尽的盈利预测，因而没有采用收益法的估值结果。

银联商务按市场法估值区间204.64亿元至260.23亿元。

由于银联没有提供盈利预测的基础数据，评价机构是在收益法各个参数选取方面不可避免的会带有主观性和个人判断，作为定价依据的可靠性较差；而市场法有可比的上市公司和交易案例，我们认为以此作为定价依据更可靠。

（2）采用市场法评估结果大幅增值的原因及合理性、评估过程的谨慎性、可比交易对象选取的合理性、交易定价依据及公允性。

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估值方法。两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

银联商务主营业务是从事线下、互联网以及移动支付的综合支付与信息服务，由于专门从事该行业的可比上市公司数量较少，本次测算选取非银行金融板块中的10家中国A股上市公司作为可比公司。

本次上市公司比较法测算按如下程序进行：

- ①在对银联商务所属行业现状及发展前景分析、判断的基础上，筛选、确定可比上市公司；
- ②选取并测算可比公司适用价值比率；
- ③测算股权非流通性折扣；

④测算估值单位股东全部权益。

银联商务主营业务是从事线下、互联网以及移动支付的综合支付与信息服务，银联商务主营业务为第三方支付业务，由于专门从事该行业的可比上市公司数量较少，本次测算选取非银行金融板块中的10家中国A股上市公司作为可比公司，确定价值比率，进而确定估值对象价值。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与估值对象比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

本次交易案例比较法测算按如下程序进行：

①在对银联商务所属行业现状及发展前景分析、判断的基础上，筛选、确定与标的公司相同或类似的公司的交易信息作为可比交易案例；

②选取并测算可比交易案例适用价值比率；

③对可比交易案例数据进行分析、调整；

④测算估值对象股东全部权益。

本次交易案例比较法，根据数据来源不同又分为行业可比交易和先前可比交易。

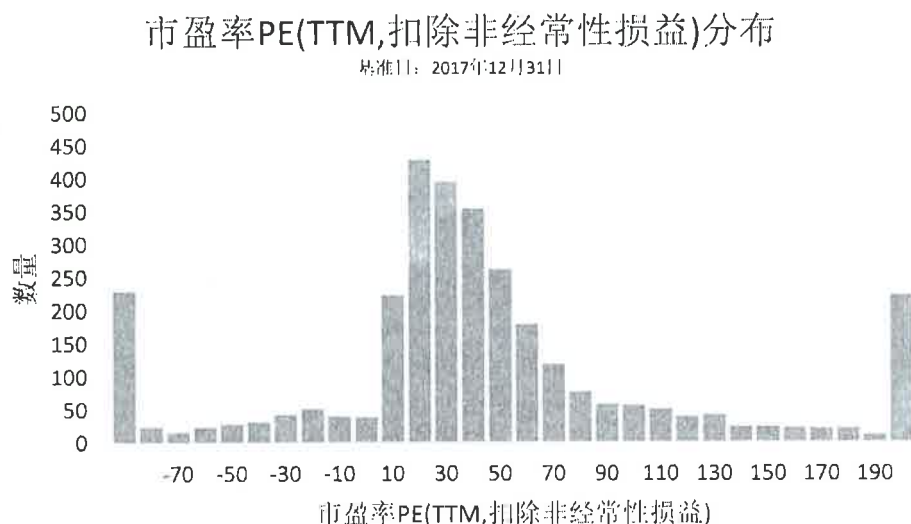
行业可比交易选取了4个同行业可比交易案例。被收购方均为非上市公司、均属于第三方支付行业，其中3家持有高含金量的银行卡收单的支付牌照，主营业务主要为银行卡收单、电子支付、在线支付等，与估值对象业务类型类似，具有可比性。

先前可比交易选取估值对象2016年发生过三次股权收购交易案例，确定价值比率，进而确定估值对象价值。

估值基准日2017年12月31日，银联商务的上市公司比较法估值结果为204.64亿元，交易案例比较法以同行业可比交易案例P/E倍数确定的股东全部权益估值为260.23亿元，以银联商务先前交易案例P/E倍数确定的股东全部权

益估值为220.90亿元。本次市场法估值综合可比上市公司与可比交易案例测算结果，银联商务股份有限公司的市场法估值区间为204.64亿元至260.23亿元。

2017年12月31日A股3174家上市公司的市盈率PE（扣除非经常性损益）分布图如下：



上市公司比较法中，在考虑流动性折扣前确定的P/E倍数为44.6x，考虑流动性折扣后确定的P/E倍数为31.22x；交易案例比较法中，同行业可比交易案例确定的P/E倍数为39.7x，先前交易案例确定的P/E倍数为33.7x。参考上图并同时考虑到银联商务在细分行业中的地位、银联商务股权先前交易的市场反响、银联商务的非重资产特征，我们认为，这些倍数作为标的公司股权估值的P/E倍数均在合理区间内，估值结果较账面有较大增值具有合理性。

在本次市场法估值时，估值机构从不同角度，分别采用上市公司比较法和交易案例比较法中行业可比交易案例和先前交易案例进行估值。估值结果反映了估值时点市场参与者对标的公司股权的一般价值判断，我认为估值过程谨慎，可比上市公司和可比交易案例选择合理。我以估值报告确定的估值区间为基础，确定的交易定价公允、合理。

中和资产评估有限公司意见：

根据我公司与深圳通联投资咨询企业（有限合伙）签订的《价值咨询服务合

同》，我公司在特定的估值前提和假设条件下，对银联商务股东全部权益在估值基准日 2017 年 12 月 31 日的价值进行了估值。

1. 通过对不同估值方法适用性的分析，我们认为估值结论采用市场法确定的估值区间是合理的。
2. 市场法确定的估值区间反映了估值时点市场参与者对标的公司的一般价值判断。我们的估值过程是谨慎的，可比交易案例选择是合理的。上市公司以该估值区间为基础，确定的交易定价具有合理性。

（此页无正文，为中和资产评估有限公司对深圳证券交易所中小板公司管理部
《关于对秦皇岛天业通联重工股份有限公司的问询函》（中小板问询函【2018】
第 467 号）的回复之盖章页）



中和资产评估有限公司
二〇一八年六月十一日

六四