

中联资产评估集团有限公司关于对《关于对国家电投集团东方新能源股份有限公司的重组问询函》相关问题回复的核查意见

深圳证券交易所公司管理部：

2019年7月17日，国家电投集团东方新能源股份有限公司收到贵部《关于对国家电投集团东方新能源股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函〔2019〕第19号，以下简称“《问询函》”）。根据《问询函》的核查要求，中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵所问询函相关问题回复进行了认真的核查，并就资产评估相关问题回复出具了本核查意见：

问题 22. 报告书显示，对国家电投财务、百瑞信托及先融期货采用市场法进行评估时均选取了 PB 作为价值比率，但对国家电投保险经纪却选取了 PE 作为价值比率，且国家电投保险经纪的评估增值高达 464.91%。对国家电投保险经纪选取 PE 法的原因系“本次评估的企业是保险经纪企业，其收入和盈利相对稳定，波动性较小”。但国家电投保险经纪 2019 年 1-3 月的营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润进行年化处理后的金额远小于 2017 年及 2018 年对应的财务数据。另外，国家电投保险经纪引进战略投资增资时的评估值 6.97 亿元与本次交易评估值 11.67 亿元差异较大。

单位：万元

评估目的	评估基准日	评估方法	净资产	评估值	增值率
资本控股增资引进外部战略投资	2018年6月30日	收益法	12,650.22	69,738.21	451.28%
本次交易	2018年12月31日	市场法	20,658.28	116,701.50	464.91%

请你公司补充说明对国家电投保险经纪选取 PE 法评估的依据、评估增值较高的原因及合理性,以及在两次评估的评估基准日仅相隔半年的情况下评估值相差超过 4 亿元的原因及合理性。请独立财务顾问及资产评估师核查并发表意见。

【 回复 】

一、对国家电投保险经纪选取 PE 法评估的依据

保险经纪公司的主营业务一般不依托于资本或设备类资产,因而股权价值与账面值的联系并不十分紧密,不适宜使用资产基础价值比率,与评估范围内其它金融公司相比较,盈利基础价值比率更加适合体现保险经纪公司的价值,因此本次评估选择市盈率(P/E 比率)作为价值比率。

关于保险经纪公司年度内收入和盈利波动性的问题,详情如下:

2019 年 1-3 月,国家电投保险经纪营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润进行年化处理后的金额远小于 2017 年及 2018 年对应的财务数据,主要是由公司的经营特点和业务周期决定。

国家电投保险经纪营业收入中,占比较大的为统保业务收入。统保业务收入的实现与集团统保时间进度保持一致。集团统保年度为每年 7 月开始至次年 6 月结束,7 月开始统保陆续出单并确认收入,收入主要从下半年开始集中实现。每年上半年主要负责招标、签订合同、制定保险等业务,上半年的收入主要为少数新出单业务,在全年收入中占比较小。而成本费用基本按月平均分布,所以利润情况主要与收入情况保持一致。

2016 年、2017 年、2018 年营业收入分别为 11,820.23 万元、

13,182.59 万元、13,531.96 万元；净利润分别为 7,591.89 万元、8,495.31 万元、8,631.77 万元。从全年来看，国家电投保险经纪的收入和盈利相对稳定，波动性较小。

二、评估增值较高的原因及合理性

此次并购交易评估增值较高，主要原因如下：

(1) 保险经纪公司主要为集团内部提供经纪和咨询服务，依赖于集团统保业务，历史期公司市场化业务占比较低（8%左右），集团内部关联交易回款周期较短，企业无需依靠外部借款维持日常运营，偿债能力指标显著高于行业水平。

(2) 净资产收益率较高，资本控股母公司投入企业的自有资金获取净收益的能力较强，企业资本经营效益好。

(3) 国家电投保险经纪是国家电投保险业务管理平台和中介服务机构，连续 8 年担任北京保险中介行业协会副会长单位，是国内具备核电保险安排经验仅有的 2 家公司之一。此外，雄厚的股东背景，使得国家电投保险经纪以集团统保业务为支撑。产业从传统火电、水电扩展到核电、风电、煤炭业、铝业、港口、铁路和码头等。内部保险资源丰富并关联上下游业务链，为公司扩大业务范围和市场化业务提供良好机会。且保险经纪公司 2019 年获保监会批准经营互联网保险业务，将开启利用移动互联技术对线下客户进行精准营销并促成线上交易的新营销方式。

关于评估增值合理性，我们通过公开产权市场上搜集筛选保险经纪行业并购案例，详情如下：

序号	标的公司	评估基准日	标的方所在行业	静态市盈率
1	明亚保险经纪股份有限公司	2016年9月30日	保险经纪商	16.20
2	昆仑保险经纪股份有限公司	2016年5月31日	保险经纪商	12.36
3	海宁保险经纪有限公司	2015年9月30日	保险经纪商	11.44
同行业可比并购案例平均数				13.33
4	国家电投集团保险经纪有限公司	2018年12月31日	保险经纪商	13.52

注：由于保险经纪采用交易案例比较法，评估师无法获得可比公司动态财务数据，因此仅列示静态市盈率。

由上表可以看出，标的公司的静态市盈率为 13.52 倍，与同行业并购案例平均数差异极小，低于同行业产业并购基金收购明亚保险经纪股份有限公司的并购案例。标的公司估值指标略高于同行业平均水平，但在合理的范围内，且也存在比此次交易高的案例。

本次评估对可比案例的选取考虑可比案例与被评估单位主营业务的相似程度、经营范围的一致性、财务数据披露完整度进行筛选，对于可比案例的资产规模、盈利水平，在修正过程中综合考虑各项财务指标对企业价值的影响，统一进行了修正。

综上，保险经纪评估增值率较高的主要原因是：保险经纪作为保险服务行业，其业务发展不会受到资本约束，再加上历史年度经营业绩优良，依托国电投发电央企集团背景，有稳定增长的收益规模和利润水平，且获保监会批准开展互联网保险模式，扩展市场化业务。采用市盈率指标进行市场法评估，直接从投资者对保险经纪行业公司的认可程度方面反映企业股权的内在价值，且选取的可比案例无论从经

营模式和业务结构，还是从行业地位、发展潜力方面均有可比性，故在可比案例资料完备，市场交易公正公平的情况下，市场法能够更加直接反映企业价值，并能更好的切合股权交易的评估目的，虽然增值率较高，但评估结果具有合理性。

三、在两次评估的评估基准日仅相隔半年的情况下评估值相差超过 4 亿元的原因及合理性

国家电投保险经纪于 2018 年 6 月 30 日净资产账面值为 1.27 亿元，评估值为 6.97 亿元，增值 5.7 亿元，增值率为 448.82%；本次评估，2018 年 12 月 31 日净资产账面值为 2.07 亿元，评估值为 11.67 亿元，增值 9.60 亿元，增值率为 463.77%。本次重组评估较引战评估结果增加 4.70 亿元，主要原因如下：

第一，两次评估基准日期间，保险经纪因盈利导致净资产增加 0.8 亿元。

第二，引战评估时预测 2018 年度净利润为 8,223.6 万元，2018 年实际实现净利润 8,631.77 万元，相差约 5%。且假设在经营策略、市场环境无较大变化情况下，未来预测期保费规模保持不变。折现率计算过程中，由于没有同类上市公司，选取保险行业作为参考，企业特定风险调整系数取 3.0%，整体评估相对比较保守。

第三，关于评估方法上的差异，引战评估报告中提到在最近几年公开产权市场上找不到可供选择的交易实例，且评估时点保险经纪公司尚未面临挂牌上市，市场化份额增加及开拓新市场业务的影响，历史期集团内部统筹型保险经纪业务相对稳定，采用收益法予以定价。

本次评估不采用收益法的主要原因系集团正在降本增效，压缩费用，将导致被评估单位集团保险经纪业务波动，同时公司互联网转型期，业务结构将发生较大变化，未来期保费规模难以预测。具体解释如下：企业对国电投集团业务依赖性强，业务主要为集团统筹型保险经纪业务，公司的市场化业务占比较低（8%左右），市场业务开发经验相对不足，历史期业务规模持续稳定。近年电力体制改革政策逐步推进实施，电力行业市场化竞争程度更加激烈，政府工作报告指出“要降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低 10%”，随着国家供给侧改革的推进，销售电价呈下调趋势，直接影响集团公司电力业务收入。同时，伴随着推进风电、光伏发电无补贴平价上网政策；受煤炭去产能等因素影响，煤炭市场价格维持高位运行，火电行业燃料成本压力加大；环保治理设施改造投入的增加，集团公司运营成本将进一步提高。降本增效可能是集团企业较长时期内的经营基调之一，公司压缩成本费用，进而导致后续的总体保费增长乏力。另一方面，国务院《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（“新国十条”）颁布之后，加快保险业发展正式成为国家战略。“互联网+”对保险行业的转型发展带来了新的机遇期，保险经纪公司 2019 年 1 月 4 日获批经营互联网保险业务。考虑到保险经纪公司未来业务模式面临转型，收入结构拟调整，成本费用率等都会发生变化，未来盈利状况无法预测。此外，保险经纪公司主要为集团内部提供经纪和咨询服务，依赖于集团统保业务。本次经济行为实现后，其 100%股权注入国家电投集团东方新能源股份有限公司，实现持牌金融资产上市，

公司市场化份额将增加，对集团体系内业务依赖程度降低，可能开拓新的市场业务，该行为对未来期经营模式、业务结构及交易规模所造成的影响无法量化预估。故而本次评估不具备采用收益法的前提条件。

本次评估在 wind 并购库外，通过新闻、巨潮等途径获取并购事件信息，并从企业公告及评估说明中摘取财务数据，搜集了近年保险经纪行业股权转让的交易案例，同时考虑到财务数据的完整性，最终选取了与国电集团保险经纪有限公司具有较强可比性的 3 个交易案例作为可比案例，具体如下所示：

序号	目标公司	涉及比例	评估基准日	最新进度	PE
1	明亚保险经纪股份有限公司	67%	2016年9月30日	完成	16.20
2	昆仑保险经纪股份有限公司	51%	2016年5月31日	完成	12.36
3	海宁保险经纪有限公司	100%	2015年9月30日	完成	11.44

本次采用交易案例进行评估时，主要对可比交易案例的主营业务内容、持有牌照、经营范围及交易背景进行了筛选，受各可比案例的盈利能力、发展能力、偿付能力、经营能力等影响，因此各交易案例的价值比率存在一定差异。对于保险经纪公司，考虑到交易案例基准日时间以及资本市场上可获得数据的情况，最终保留 3 项可比交易案例，对其涉及的交易对象的经营情况进行了对比分析修正，最终修正后 PE 的离散程度明显小于修正前 PE 的离散程度，可以认为该修正过程较为合理。

序号	交易案例	并购交易时 PE	修正后 PE
1	明亚保险经纪股份有限公司	16.20	15.20
2	昆仑保险经纪股份有限公司	12.36	12.89
3	海宁保险经纪有限公司	11.44	12.47

采用市盈率指标进行市场法评估，通过分析同行业可比案例交易

情况来评定其权益价值，反映了在正常公平交易的条件下公开市场对保险经纪权益价值的评定。

综上所述，国家电投保险经纪本次重组评估较前次引战评估结果增加 4.70 亿元具有合理性。

四、中介机构核查意见

经核查，资产评估师认为：上市公司从保险经纪行业特性角度补充披露了选择市盈率(P/E 比率)作为价值比率的原因及适用性；上市公司结合历史期企业经营情况数据佐证了 PE 指标在合理范围内，解释了保险经纪采用市场法评估增值的合理性；上市公司就本次评估与引战评估的估值时点不同，相应市场条件、经济行为背景、企业经营情况导致评估方法选择上的差异，对比分析两次评估作价存在差异的原因。上述披露及分析具备合理性。

问题 23. 请你公司结合资本控股行业地位、经营状况、盈利情况、主要客户关系等说明资本控股评估增值 45.69%的原因、评估作价的合理性。独立财务顾问及资产评估师核查并发表意见。

【回复】

一、结合资本控股行业地位、经营状况、盈利情况、主要客户关系等说明资本控股评估增值 45.69%的原因、评估作价的合理性

国家电投集团资本控股有限公司评估基准日的净资产账面价值 1,037,290.66 万元，评估值 1,511,244.29 万元，评估增值 473,953.63 万元，增值率 45.69%。评估值与账面价值比较变动主要原因为可供出售金融资产增值 2,980.72 万元，增值率 16.90%；长期股权投资增值

470,973.24 万元，增值率 78.81%。具体分析如下：

国家电投集团资本控股有限公司属于金融投资控股公司，本部主要行使对下属子公司的管理职能，评估增值体现在可供出售金融资产及长期股权投资的增值，增值原因系各投资单位依托国电投集团背景，且拥有金融企业资质，历史年度收益情况良好，评估值在原始投资成本基础上，体现了经营积累所带来的资本收益，故而形成评估增值。

截至 2018 年末，资本控股资产总额、净资产分别达到 653.81 亿元、251.08 亿元，归属于母公司净资产收益率 4.96%，实现营业总收入 70.22 亿元，利润总额为 25.04 亿元。国家电投建设世界一流清洁能源企业的分阶段战略目标和产业发展方向，为资本控股带来核电领域和国际化两个市场机遇，这是资本控股发展的强大基础。资本控股拥有深厚的能源产业背景，依托集团的电力、煤炭、铝业、成套设备等产业背景，充分利用上下游客户资源，在深化产融，服务产业方面具有广阔的发展空间。同时，拥有深度与广度兼具的金融业务体系，资本控股所属平台企业涵盖的金融子行业较为齐全，可以为集团公司产业发展提供多种支持方式和服务模式。资本控股拥有分布广泛的分支机构，平台企业分布在不同城市，具有了解和掌握不同区域金融需求的信息优势。

资本控股系发电央企集团所属金融控股公司，较难获取持有金融牌照完全相同的对标企业，现阶段管理类非银行金融单位的可比企业的股权交易案例较少，同时与同行业上市公司在规模、业务、区域范围上有较大的差异。本次评估搜集比对例如五矿资本、中航资本、中

油资本等同类上市公司，详情如下：

被评估单位基准日主营业务收入占比情况如下：

业务名称	2018 年度	
	收入	成本
商品销售业务	3,878,515,748.90	3,816,288,814.21
保险经纪业务	123,885,263.39	8,415,088.86
资产管理业务	56,609,667.54	--
风险管理业务	11,559,963.77	--
产权经纪业务	10,248,170.42	1,128,551.29
咨询服务业务	1,476,396.45	--
合 计	4,082,295,210.47	3,825,832,454.36

五矿资本作为金融类投资管理公司，主要职能是对各子公司进行投资管理并获取投资收益，其核心资产主要为投资的各牌照公司，包括：五矿信托、五矿证券、五矿经易期货、外贸租赁等企业。其 2018 年度主营业务收入占比情况如下：

主营业务分行业情况			
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)
期货公司	5,519,430,064.33	5,370,201,883.09	2.70
信托公司	2,409,704,780.84	771,986,662.77	67.96
证券公司	603,174,423.04	813,901,766.34	-34.94
租赁公司	4,347,755,138.00	2,722,066,175.97	37.39

中油资本主要通过其控股、参股公司昆仑银行、中油财务、昆仑金融租赁、中油资产、专属保险、中意财险、中意人寿、昆仑保险经纪、中银国际与中债信增，分别经营银行业务、财务公司业务、金融租赁业务、信托业务、保险业务、保险经纪业务、证券业务与信用增进业务，是一家全方位综合性金融业务公司。其 2018 年度主营业务收入占比情况如下：

主营业务分行业情况

分行业	营业收入	营业成本	占营业总收入比重
财务公司	16,133,153,590.48	8,681,531,299.66	47.61%
商业银行	12,062,716,008.81	8,537,876,426.25	35.60%
金融租赁	3,384,143,227.55	1,366,133,483.04	9.99%
信托业务	888,201,559.06	298,070,859.02	2.62%
其他业务	1,417,385,440.47	1,182,649,712.10	4.18%

中航资本为控股型公司，公司经营范围为“实业投资；股权投资；投资咨询”。公司主要通过下属中航租赁、中航信托、中航证券、中航财务、中航期货、产业投资公司、中航资本国际等控股子公司，经营租赁业务、信托业务、证券业务、财务公司业务、期货业务、产业投资业务与国际业务。其 2018 年度主营业务收入占比情况如下：

主营业务分行业情况			
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)
租赁公司	7,164,056,286.00	5,932,441,400.52	17.19
信托公司	2,993,751,283.52	1,106,083,927.31	63.05
财务公司	2,338,048,331.51	1,494,518,402.39	36.08
证券公司	844,703,422.46	894,280,988.02	-5.87

通过对比上述三家控股公司基准日披露财务数据，与被评估单位在主营业务构成方面存在较大差异，其利润的实现均来自金融子公司。

资本控股下属企业在各自行业所处地位有所差异，其中信托、期货板块处于行业中游，其他板块正处在稳步发展阶段。各子公司增值原因分析如下：

(1) 百瑞信托

百瑞信托评估基准日的归属于母公司所有者权益账面价值 824,136.68 万元，评估值 1,161,366.32 万元，评估增值 337,229.64 万元，增值率 40.92%，PB 为 1.41。评估值较账面增值的主要原因为采用市场法评估，从企业整体分析估算企业价值，考虑了资本市场对信托公司的估值水平以及百瑞信托的收益能力，最终评估结论是包含了

企业账面未记录的牌照、客户关系、品牌价值等无形资产的价值，因此较评估基准日百瑞信托归属于母公司所有者权益账面价值存在一定增值。

对比同行业交易案例水平，2015年-2018年，资本市场中关于信托公司的交易案例平均PB水平如下表所示：

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	交易总价值 (万元)	最新进度	方式	PB水平
1	2019/1/3	中粮信托 76.01% 股权	中原特钢 (002423.SZ)	522,809.70	完成	发行股份购买 资产	1.59
2	2018/11/30	东莞信托 16.2069%股权	东莞控股 (000828.SZ)	121,250.00	完成	增资	1.46
3	2017/8/8	杭州工商信托 6.2625%股权	百大集团 (600865.SH)	30,590.94	完成	二级市场收购	1.47
4	2016/12/24	昆仑信托 82.18% 股权	中油资本 (000617.SZ)	683,513.77	完成	发行股份购买 资产	1.85
5	2016/5/20	五矿信托 1.86% 股权	五矿资本 (600390.SH)	17,993.64	完成	发行股份购买 资产	1.85
6	2016/4/29	江苏信托 81.49% 股权	江苏国信 (002608.SZ)	834,790.00	完成	收购	1.17
7	2016/2/5	民生信托 59.65% 股权	泛海控股 (000046.SZ)	272,961.98	完成	增资	1.27

如上表所示，信托公司并购PB水平在1.17-1.85左右，PB均值为1.52，中值为1.47。经过对比分析修正，本次评估百瑞信托最终PB为1.41，处于市场交易区间范围内，且低于交易平均水平。因此本次百瑞信托估值处于合理水平。

(2) 期货公司

先融期货在评估基准日2018年12月31日归属于母公司所有者权益账面价值为153,720.13万元，评估值为219,819.78万元，评估增值66,099.66万元，增值率为43.00%。评估值较账面增值的主要原因为采用市场法评估，尽可能多的选取近几年与标的公司经营模式及交易背景更为相似的案例进行比较分析，同时对各交易案例的盈利能力、

发展能力、偿付能力、经营能力、监管评级进行了对比分析及修正。最终评估结论是包含了企业账面未记录的牌照、客户关系、品牌价值等无形资产的价值，因此较评估基准日先融期货归属于母公司所有者权益账面价值存在一定增值。

先融期货可比交易案例情况

金额单位：万元

序号	交易标的	交易价值	交易股比	基准日净资产	经营性 PB
1	招金期货	6,000.00	19.09%	13,515.88	2.33
2	中信期货	45,100.00	6.53%	327,024.00	2.11
3	中粮期货	242,276.52	65%	258,842.43	1.44
4	大地期货	80,136.70	100%	64,533.36	1.24
5	新湖期货	9,600.00	8%	66,412.13	1.81
6	五矿经易期货	36,387.55	10.40%	221,089.00	1.84
	平均值				1.79

由上表可知，可比交易案例的 PB 区间为 1.24-2.33，平均值为 1.79，中值为 1.82。此次评估，先融期货的经营性 PB 为 1.43，较可比案例平均 PB 低，其原因在于期货行业有 149 家公司，根据证监会公布的 2018 年期货公司分类评价结果先融期货监管评级 CC，排名第 147 位。处于市场交易区间范围内，且低于交易平均水平。本次先融期货评估增值在合理范围内。

截至 2018 年 12 月 31 日，先融期货实现净利润 6,000.62 万元，同比上期增长 11.36%，2017 年实现净利润 5,401.16 万元，较 2016 年增长 121.21%。2018 年，手续费收入占营业收入的 0.66%；利息收入占营业收入的 0.70%；投资收益占总收入的 1.73%；商品贸易收入占营业收入的 96.92%；资产管理业务收入占营业收入的 1.41%。其中商品贸易收入主要来自于风险管理业务中的基差贸易业务。2018 年先

融期货合并口径商品贸易收入较上年增加 227.61%。

综合以上因素，先融期货自 2016 年新三板挂牌上市之后注册资本增加，经营状况良好，盈利能力在先融风管的加持下稳步上升，未来存在较大的上升空间。

(3) 保险经纪公司

国家电投集团保险经纪是经中国保险监督管理委员会批准的全国性专业保险经纪公司。通过在公开产权市场上搜集筛选保险经纪行业并购案例，详情如下：

序号	标的公司	评估基准日	标的方所在行业	静态市盈率
1	明亚保险经纪股份有限公司	2016 年 9 月 30 日	保险经纪商	16.20
2	昆仑保险经纪股份有限公司	2016 年 5 月 31 日	保险经纪商	12.36
3	海宁保险经纪有限公司	2015 年 9 月 30 日	保险经纪商	11.44
同行业可比并购案例平均数				13.33
4	国家电投集团保险经纪有限公司	2018 年 12 月 31 日	保险经纪商	13.52

注：由于保险经纪采用交易案例比较法，评估师无法获得可比公司动态财务数据，因此仅列示静态市盈率。

由上表可以看出，标的公司的静态市盈率为 13.52 倍，比同行业并购案例平均数差异极小，低于同行业产业并购基金收购明亚保险经纪股份有限公司的并购案例。标的公司估值指标略高于同行业平均水平，但在合理的范围内，且也存在比此次交易高的案例。

此次并购交易估值相比于同行业可比案例略高，主要是因为：

(1) 保险经纪公司主要为集团内部提供经纪和咨询服务，依赖

于集团统保业务，历史期公司市场化业务占比较低（8%左右），集团内部关联交易回款周期较短，企业无需依靠外部借款维持日常运营，偿债能力指标显著高于行业水平。

（2）净资产收益率较高，资本控股母公司投入企业的自有资金获取净收益的能力较强，企业资本经营效益好。

（3）国家电投保险经纪是国家电投保险业务管理平台和中介服务机构，连续 8 年担任北京保险中介行业协会副会长单位，是国内具备核电保险安排经验仅有的 2 家公司之一。此外，雄厚的股东背景，使得国家电投保险经纪以集团统保业务为支撑。产业从传统火电、水电扩展到核电、风电、煤炭业、铝业、港口、铁路和码头等。内部保险资源丰富并关联上下游业务链，为公司扩大业务范围和市场化业务提供良好机会。且保险经纪公司 2019 年获保监会批准经营互联网保险业务，将开启利用移动互联技术对线下客户进行精准营销并促成线上交易的新营销方式。

本次评估对可比案例的选取考虑可比案例与被评估单位主营业务的相似程度、经营范围的一致性、财务数据披露完整度进行筛选，对于可比案例的资产规模、盈利水平，在修正过程中综合考虑各项财务指标对企业价值的影响，统一进行了修正。

综上，保险经纪评估增值率较高的主要原因是：保险经纪作为保险服务行业，其业务发展不会受到资本约束，再加上历史年度经营业绩优良，依托国电投发电央企集团背景，有稳定增长的收益规模和利润水平，且获保监会批准开展互联网保险模式，扩展市场化业务。采

用市盈率指标进行市场法评估，直接从投资者对保险经纪行业公司的认可程度方面反映企业股权的内在价值，且选取的可比案例无论从经营模式和业务结构，还是从行业地位、发展潜力方面均有可比性，故在可比案例资料完备，市场交易公正公平的情况下，市场法能够更加直接反映企业价值，并能更好的切合股权交易的评估目的，虽然增值率较高，但评估结果具有合理性。

(4) 财务公司

经采用市场法评估，国电投财务在评估基准日 2018 年 12 月 31 日的所有者权益账面价值为 1,017,900.16 万元，评估值为 1,130,179.00 万元，评估增值 112,278.84 人民币万元，增值率为 11.03%。考虑到国电投财务的投资性房地产为租赁给集团内成员单位的房屋建筑物，本次评估将投资性房地产作为非经营性资产单独评估。国电投财务经营性净资产的账面值为 987,002.65 万元，评估值为 1,075,832.89 万元，增值率为 9.00%；投资性房地产的账面值为 30,897.51 万元，评估值为 54,346.11 万元，增值率为 75.89%。综上，国电投财务整体的评估增值主要来自投资性房地产的增值。

财务公司行业案例交易情况

金额单位：人民币万元

序号	交易案例	交易总价值	交易股比	基准日净资产	PB
1	南航财务	50,000.00	16.53%	174,230.10	1.01
2	连云港财务	50,686.13	11.00%	53,070.72	0.96
3	红豆财务	4,654.47	4.29%	96,873.49	1.12
4	重工财务	64,800.00	17.50%	133,858.95	1.21
5	中油财务	1,947,070.96	17.00%	2,980,025.52	1.23
平均值					1.10

由上表可知，可比交易案例的 PB 区间为 0.96-1.23，平均值为

1.10。此次评估，国电投财务的经营性 PB 为 1.09，其增值处于财务公司行业平均水平。

国电投财务在集团内承担“集团资金归集平台、集团资金结算平台、集团资金监控平台、集团金融服务平台”四项功能。国电投财务 2018 年的资金归集度为 75%，在同行业处于较高水平。根据中国财务公司协会公布的财务公司行业基本经营数据，2018 年财务公司行业资产规模为 614,955,568.59 万元，国电投财务资产规模占财务公司行业资产规模的 0.71%，在同行业中处于较高水平。因此，国电投财务公司的增值具有合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司阐明了资本控股及下属子公司依托国电投集团背景，且拥有覆盖面较全的金融企业资质，实现历史期良好的收益情况，并分析了资本控股作为发电央企集团所属金融控股公司，资本市场中难以搜集完全对标的企业，其盈利模式为经营管理下属金融企业，以获取投资收益，进而通过分析同行业上市公司市值或市场交易的情况来评定各金融子公司的价值，较为充分地论证了评估增值的原因。上述披露及分析较为全面，具备合理性。

(此页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于对《关于对国家电投集团东方新能源股份有限公司的重组问询函》相关问题回复的核查意见》之签字盖章页)

