

**中联资产评估集团有限公司关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
(192328 号)资产评估相关问题回复的核查意见**

中国证券监督管理委员会：

国家电投集团东方新能源股份有限公司于 2019 年 9 月 26 日收到贵会出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（192328 号）。中联资产评估集团有限公司评估项目组对贵会反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题的回复出具核查意见，答复内容如下，请审核。

问题 9. 申请文件显示，1) 截至 2019 年 3 月 31 日，百瑞信托管理的信托资产 2052 亿元，持有交易性金融资产 40.97 亿元，发放贷款及垫款 28.23 亿元，百瑞信托计提资产减值准备 2.47 亿元和 0.65 亿元，2019 年 3 月，计提信用减值损失 0.19 亿元。2) 标的资产利息收入主要客户均位于河南。请你公司：1) 结合表外资产经营、前述诉讼进展、与诉讼相关的资产坏账计提情况，补充披露百瑞信托是否已足额计提资产减值准备，信托资产减值准备计提对标的资产估值的影响。2) 结合百瑞信托主要客户分布、资产结构变化等，补充披露投资策略、投资行业的合理性，是否存在进一步减值的风险。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合表外资产经营、前述诉讼进展、与诉讼相关的资产坏账计提情况，补充披露百瑞信托是否已足额计提资产减值准备，信托资产减值准备计提对标的资产估值的影响

（一）表外资产经营情况

截至 2019 年 6 月 30 日，百瑞信托管理信托资产规模 2,108.44 亿元，在受托管理信托资产过程中，百瑞信托谨慎经营，在业务全流程坚持全面性、审慎性、制衡性和相匹配原则，从业务受理、初审到业务决策、风险控制及业务监督，形成了较为成熟的风险事前防范、事中控制、事后监督和纠正的动态机制，确保了信托业务稳健开展、信托资产妥善经营。

根据信托法第十六条和第三十四条的规定，信托财产与属于受托人固有财产相区别，受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务。因此，百瑞信托作为受托人，在不存在违反信托目的处分信托财产、违背管理职责或处理信托事务不当导致信托财产受到损失的情况下，信托财产出现风险或发生减值损失对其固有财产均无影响，不会影响百瑞信托业绩。

在百瑞信托作为原告案件中，已对垫付的部分诉讼费、律师费、评估费、公证费等费用 305.11 万元全额计提了资产减值准备。百瑞信托作为被告和第三人案件无需计提资产减值或预计负债。因此，预计诉讼结果不会导致标的资产减值。

（二）固有业务减值情况

对自有资金用于贷款或投资等情形，百瑞信托基于审慎判断，对未来可能出现的风险及损失充分预计，计提相应的减值准备。截至 2019 年 6 月 30 日，固有资产计提 35,743.73 万元减值准备及预计负债，已充分反映资产面临的风险状况，减值准备计提充分。

报告期内，百瑞信托计提减值准备的金额明细如下：

2019 年计提信用减值损失情况

单位：万元

项目	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度
应收票据及应收账款坏账损失	133.29	不适用	不适用
其他应收款坏账损失	3.31	不适用	不适用
债权投资减值损失	-29.77	不适用	不适用
贷款坏账损失	2,598.81	不适用	不适用
合计	2,705.64	不适用	不适用

2017年、2018年计提资产减值损失情况

单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度
坏账损失	-	-400.66	152.10
贷款损失准备	-	615.20	700.00
可供出售金融资产减值损失	-	6,268.38	23,845.88
合计	-	6,482.92	24,697.98

综上，百瑞信托对表外业务垫付的部分诉讼费等款项，以及固有业务存在减值迹象的投资或贷款等均计提了充分的减值准备，评估基准日前计提的相关减值损失已在评估中纳入考虑，2019年计提的资产减值准备金额占标的资产规模较小，且过渡期间损益将归属于交易对方，因此，信托资产减值准备计提对标的资产评估值影响较小。

二、结合百瑞信托主要客户分布、资产结构变化等，补充披露投资策略、投资行业的合理性，是否存在进一步减值的风险

1、百瑞信托主要客户分布、资产结构

根据百瑞信托战略发展定位，以河南省内资源为主，在全国范围内开拓市场化业务，信托资产的主要客户主要在河南省、四川省、北京市、上海市及湖北省等多个省市地区，截至2019年6月底，前5大区域信托规模合计1,503.75亿元，占比71.32%。按信托资产的投资行业领域划分，主要投资于实业、金融机构、基础产业、房地产和证券市场5大行业，截至2019年6月30日，投资于5大行业信托资产合计1,893.33亿元，占比89.80%。

百瑞信托2017年末、2018年末及2019年6月末按行业领域划分的信托资产构成如下：

单位：亿元

项目	2019年6月30日		2018年12月31日		2017年12月31日	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
实业	685.39	32.51%	605.44	31.74%	313.22	17.77%
金融机构	182.16	8.64%	187.28	9.82%	161.96	9.19%
基础产业	478.56	22.70%	418.38	21.93%	360.62	20.46%

项目	2019年6月30日		2018年12月31日		2017年12月31日	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
房地产	546.23	25.91%	417.70	21.90%	510.35	28.95%
证券市场	0.99	0.05%	0.80	0.04%	-	-
其他	215.11	10.20%	278.03	14.57%	416.70	23.63%
合计	2,108.44	100.00%	1,907.62	100%	1,762.84	100.00%

注：其他类型资产主要包括财产权、金融产品以及消费金融、家族与慈善信托、资产收益权等资产

由上表可以看出，百瑞信托近年来持续发展实业领域信托业务，加强信托本源业务，服务实体经济发展。基础产业和房地产业作为重要的业务领域，规模基本保持稳定，同时，百瑞信托依托于研发优势，适时开展信托业务结构调整，在传统业务稳定收入和利润的同时，建立战略业务条线开展信托转型业务，丰富了资产证券化、家族信托、公益慈善信托等领域，通过转型业务的深入研究和探索，目前已经具备了大规模复制和推广的条件。

2、投资策略、投资行业的合理性，是否存在进一步减值的风险

（1）信托资产的行业投资策略

百瑞信托秉承“理性、稳健”的适中型风险偏好，合理设定信托业务的经营目标，充分研究外部宏观形势的变化和主要业务所属的行业状况，确定投资策略。主要行业的投资策略为：

实业方面，百瑞信托认真贯彻国家宏观调控精神和监管要求，积极支持实体经济发展。通过研究宏观形势，优选有较大市场空间及良好发展前景的实体经济行业，在行业中甄选头部企业或有突出竞争力的企业进行合作。

百瑞信托的房地产信托业务伴随着房地产业的兴起而发展，在开展房地产业务的过程中设定了严格的准入标准，采用选客户和选资产并行的方式，主要与行业内的头部企业和郑州本地的优质客户进行合作，并通过设定抵质押担保措施和驻场管控方式缓释风险。

百瑞信托的基础设施业务在城市建设中发挥了重要作用，通过严格风控标准把住准入关，采用选区域和选交易对手并行的方式，主要与经济发达地区的核心

地方国资合作。同时将区域负债率、城市财力、交易对手在其所属城市的地位等作为评判指标，建立量化评级模型辅助风险评判。

（2）固有资金投资策略

百瑞信托固有资金以流动性管理为核心，兼顾资产安全性和收益性，对整体固有资金进行运用。在流动性方面，固有资产与公募基金、国有大型商业银行合作货币基金、存款业务，参与银行间市场、证券交易市场开展资金拆借、国债逆回购业务，对固有资金进行流动性管理。在投资方面，主要开展贷款/债权投资、信托计划投资、股权投资、股票投资等业务。其中，在贷款/债权投资方面，百瑞信托坚持以安全性为原则，以历史数据及当前现状作为评判标准，与长期合作的客户开展短期债权业务。在信托计划投资方面，选取市场上安全性、收益性均相对较好的信托产品进行中期投资。在金融股权投资方面，对于高股息低估值银行股权长期存在配置需求，以便于抚平中短期业务的波动性。在股票投资方面，以安全性、流动性作为股票投资原则，以价值投资逻辑为基础，从国内外宏观经济、政府政策等多种指标判断市场趋势，以自上而下和自下而上两种方法寻找投资标的，并根据市场的动态变化适时对资产配置结构进行优化调整。

综上，在信托资产、固有资产的经营管理过程中，百瑞信托通过科学的投资策略，合理选择投资行业，并基于严密的风控体系，不断完善内部监督，完善内部控制，对重点领域加强风险防控，最大限度保障了信托资产、固有资产风险可控。除因经济环境等引起的个别风险项目外，其余项目均正常运行，预计未来能实现资产的本金和收益的流入。针对风险项目，百瑞信托已计提了充分的减值准备，资产存在进一步减值的可能性较小。

三、核查意见

经核查，评估师认为，上市公司结合表外资产经营、前述诉讼进展、与诉讼相关的资产坏账计提情况，补充披露了百瑞信托已足额计提资产减值准备，信托资产减值准备计提对标的资产评估值影响较小。结合百瑞信托主要客户分布、资产结构变化等，阐述了百瑞信托投资策略稳健，投资行业具备合理性，除因经济环境等引起的个别风险项目外，其余项目均正常运行，预计未来能实现资产的本金和收益的流入。针对风险项目，百瑞信托已计提了充分的减值准备，资产存在

进一步减值的可能性较小。上市公司上述分析及披露具备合理性。

问题 14. 申请文件显示，1) 本次交易以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，仅采用资产基础法进行评估，资本控股 100% 股权评估价值为 151.12 亿元，增值率 45.69%，增值部分主要为长期股权投资，相关长期股权投资均以市场法评估。2) 2018 年 12 月 21 日，资本控股引入南网资本、云能资本、国改基金、中豪置业等战略投资者，100% 股权评估价值为 87.35 亿元，增值率为 35.02%。考虑货币增资 48.16 亿元后，总价值为 135.51 亿元。3) 本次交易对国家电投财务评估值为 113.02 亿元，较 2018 年 6 月引进战略投资者评估增值 12.66%，较 2018 年 10 月股权转让评估减值 9.6%；国家电投保险经纪评估值为 11.67 亿元，较 2018 年 6 月引进战略投资者评估增值 67.34%；百瑞信托评估值为 116.14 亿元，较 2018 年 6 月引进战略投资者评估增值 24.04%；先融期货评估值为 21.98 亿元，较 2018 年 6 月引进战略投资者评估增值 17.86%。请你公司：1) 结合资本控股各子公司市净率、市盈率、行业地位、核心竞争力、可比交易情况、同行业公司情况等，进一步补充披露资本控股长期股权投资评估增值合理性。2) 补充披露标的资产 2018 年 12 月引入战略投资者的原因与合理性，与本次交易是否属于一揽子交易，考虑增资金额后，本次交易评估相比仍然增资的原因及合理性。3) 结合上述评估和资本控股引进战略投资者之间标的资产及其子公司收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况、同行业可比交易等，逐项补充披露：上述增资、评估和股权转让之间及与本次交易之间资本控股、国家电投财务、国家电投保险经纪、百瑞信托、先融期货对应估值差异的原因及合理性。4) 本次交易对资本控股仅采用资产基础法进行评估的原因，是否符合我会相关规定。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合资本控股各子公司市净率、市盈率、行业地位、核心竞争力、可比交易情况、同行业公司情况等，进一步补充披露资本控股长期股权投资评估增值合理性。

资本控股子公司百瑞信托、国家电投财务、先融期货、国家电投保险经纪本

次评估增值情况见下表：

单位：万元

序号	被投资单位名称	持股比例	账面价值	长期股权评估价值	增值率%
1	中电投先融期货股份有限公司	44.20%	66,014.15	97,160.34	47.18
2	国家电投集团保险经纪有限公司	100.00%	8,033.65	116,701.50	1,352.66
3	百瑞信托有限责任公司	50.24%	300,922.38	583,470.44	93.89
4	国家电投集团财务有限公司	24.00%	222,631.82	271,242.96	21.83
合计		-	597,602.00	1,068,575.24	78.81

资本控股长期股权投资评估增值合理性具体分析如下：

（一）百瑞信托

1、市净率、市盈率、可比交易情况

比较信托行业 2015 年至今资本市场增资转让并购等共 8 项可比交易案例，各交易案例市净率及市盈率情况如下表所示：

序号	交易标的	经济行为	基准日	PB	PE
1	紫金信托	协议收购	2018/7/31	1.32	11.32
2	中粮信托	发行股份购买资产	2017/9/30	1.59	11.68
3	东莞信托	增资	2017/12/31	1.46	14.74
4	杭州工商信托	协议收购	2016/12/31	1.47	9.39
5	昆仑信托	发行股份购买资产	2016/5/31	1.85	9.16
6	五矿信托	发行股份购买资产	2015/12/31	1.69	7.53
7	江苏信托	发行股份购买资产	2015/12/31	1.17	7.64
8	民生信托	现金增资	2015/12/31	1.27	11.70
平均值				1.48	10.40
中位数				1.46	10.36

注：市盈率以距基准日最近一期完整会计年度归属于母公司净利润进行计算，例：若基准日为 2016 年 5 月 31 日，则选取会计年度为 2015 年全年，若基准日为 2018 年 7 月 31 日，则选取会计年度为 2018 年全年

对比得出近期资本市场发生的信托行业可比交易案例的市净率（PB）的平均值为 1.48，中位数为 1.46，市盈率（PE）的平均值为 10.40，中位数为 10.36。

百瑞信托股东全部权益评估值为 1,161,366.32 万元，2018 年 12 月 31 日归属于母公司所有者权益账面值为 824,136.68 万元，2018 年归属于母公司净利润为 102,438.50 万元。经计算，百瑞信托市净率为 1.41，市盈率为 11.34。

从市净率角度分析，百瑞信托市净率低于可比案例的主要原因为：1）可比交易案例大多发生在 2015-2017 年，2018 年受二级市场影响，金融指数下跌，对一级市场存在一定冲击，市场平均价格倍数下降；2）在当前市场环境下，百瑞信托的发展战略谨慎稳健，信托产品的设计及投放趋于保守，对比可比案例，其信托资产规模、信托资产报酬率相对较低。

从市盈率角度分析，百瑞信托市盈率高于可比案例的主要原因为受整体市场环境以及百瑞信托谨慎性发展战略的影响，百瑞信托近两年更关注信托产品的风险，信托产品的设计及投放更加谨慎，因此 2018 年百瑞信托净资产收益率为 13.42%，略低于可比案例平均水平 15.73%。

因此，通过同近期的可比交易案例的市净率作比较，百瑞信托的市净率为 1.41，在交易案例区间范围内，且与可比交易案例市净率中位数及平均数较为接近。由于百瑞信托为金融行业，在经营过程中发展速度受到资本监管，资本是在充分考虑了信托资产可能存在的市场风险损失和变现损失基础上，对信托公司净资产进行风险调整的综合性监管指标，用于衡量信托公司资本充足性，故资本对于信托企业来说至关重要，因此市净率（PB）更能代表其估值水平。

2、同行业公司情况、行业地位与核心竞争力

从行业地位分析，根据信托网发布的 68 家信托公司 2018 年经营数据的排名情况，百瑞信托与可比案例的排名分析如下：

序号	交易标的	资本实力排名	盈利能力排名	业务能力排名	抗风险能力排名	综合实力排名
1	紫金信托	58	42	56	60	46
2	中粮信托	51	64	62	46	60
3	东莞信托	48	27	33	29	31

序号	交易标的	资本实力排名	盈利能力排名	业务能力排名	抗风险能力排名	综合实力排名
4	杭州工商信托	57	18	54	45	34
5	昆仑信托	10	33	43	23	22
6	五矿信托	13	11	13	25	9
7	江苏信托	7	2	5	2	5
8	民生信托	16	19	19	24	20
9	百瑞信托	31	16	22	38	21

百瑞信托在 68 家信托公司中，综合实力排名位于第 21 位，处于中上水平。与可比案例对比分析，综合实力排名与民生信托、昆仑信托较为接近。

从同行业竞争力分析，对比分析百瑞信托与可比案例核心数据指标如下：

序号	交易标的	净资产收益率	信托报酬率	净利润增长率	信托资产增长率	净资产/各项业务风险资本之和	净资产/净资产	信托资产规模市场份额
1	中粮信托	13.45%	0.60%	60.48%	37.72%	178.00%	93.00%	0.74%
2	东莞信托	10.12%	3.63%	-0.82%	10.55%	257.68%	86.93%	0.18%
3	杭州工商信托	16.78%	2.38%	19.85%	3.66%	245.06%	78.32%	0.17%
4	昆仑信托	15.04%	0.71%	14.53%	-21.35%	222.98%	87.47%	0.68%
5	五矿信托	27.19%	0.69%	30.11%	5.33%	228.21%	91.93%	1.72%
6	江苏信托	16.11%	0.26%	16.16%	99.60%	128.63%	83.71%	2.13%
7	民生信托	11.43%	0.93%	108.73%	77.78%	205.04%	83.13%	0.70%
	平均值	15.73%	1.31%	35.58%	30.47%	209.37%	86.36%	0.90%
	中位数	15.04%	0.71%	19.85%	10.55%	222.98%	86.93%	0.70%
	百瑞信托	13.42%	0.52%	-7.11%	7.90%	166.83%	76.17%	0.81%

注：上述数据均为交易案例基准日数据

经计算分析，与可比案例相比，百瑞信托各项核心数据指标均低于可比案例平均水平，主要原因为：可比案例的基准日大多在 2015-2017 年，而受金融监管趋严影响，2018 年信托行业整体信托资产规模大幅下降，同时受金融监管去通道政策影响，信托平均报酬率也呈现大幅下降，因此，百瑞信托在 2018 年各项数据均低于交易案例平均水平。

综上所述，百瑞信托在信托行业中处于中上水平，且可比案例的市净率在 1.17-1.85 区间，百瑞信托最终评估 PB 为 1.41，在可比案例市净率区间范围内。

（二）国家电投财务

1、市净率、市盈率、可比交易情况

对比分析财务公司行业 2016 至今资本市场增资转让并购等共 5 项可比交易案例，各交易案例市净率及市盈率情况如下表所示：

序号	交易标的	经济行为	评估基准日	PB	PE
1	南航财务 16.531% 股权	增资	2018.06.30	1.01	18.81
2	连云港财务 11% 股权	增资	2018.06.30	0.96	122.17
3	红豆财务 4.29% 股权	协议收购	2017.08.31	1.12	13.97
4	重工财务 17.5% 股权	增资	2016.12.31	1.21	24.22
5	中油财务 17% 股权	增资	2015.12.31	1.23	19.68
平均值				1.11	19.17
中位数				1.12	19.25

注：市盈率以距评估基准日当年实际发生归属于母公司净利润，或评估基准日最近一期年化后归属于母公司净利润进行计算，并剔除第 2 项案例异常值。

近年来资本市场发生的财务公司行业可比交易案例的市净率（PB）的区间为 0.96-1.23，平均值为 1.11，中位数为 1.12。国家电投财务本次评估 PB 为 1.11，处于可比交易案例的市净率的区间范围内，且与可比交易案例 PB 平均水平相同。财务公司行业可比交易案例的市盈率（PE）的区间考虑剔除异常数据后为 13.97-24.22，平均值为 19.17，中位数为 19.25。国家电投财务市盈率为 12.81，本次评估的 PE 倍数低于可比交易案例的平均水平。财务公司是以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的，为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构，属于资本驱动型公司，受资本充足率等风险指标监管，因此与同行业可比交易的 PB 估值比较更有参考意义。国家电投财务的 PB 倍数与同行业可比案例相比差异较小，评估值具有合理性。

2、同行业公司情况、行业地位与核心竞争力

由于财务公司行业各家财务公司的经营状况无公开数据统计，所以无法直接

通过行业排名等指标衡量国家电投财务的行业地位，结合各财务公司的财务数据披露情况，分别从盈利能力、发展能力、偿付能力、经营能力四个方面，从净资产收益率、净利润增长率、资产负债率、总资产占行业总资产比重、资产规模等角度将国家电投财务与同行业财务公司进行比较，对比如下：

项目		盈利能力	发展能力	偿付能力	经营能力	
		净资产收益率	净利润增长率	资产负债率	总资产占行业总资产比重	资产规模
优秀值	高于良好值的中值	12.31%	40.40%	75.49%	0.76%	15.36
良好值	高于中值的中值	11.40%	34.55%	78.03%	0.70%	15.24
平均值	等于行业中值	8.76%	17.91%	84.35%	0.30%	14.40
较低值	低于中值的中值	7.41%	7.14%	88.12%	0.13%	13.58
较差值	低于较低值的中值	5.67%	-0.80%	89.74%	0.12%	13.46
国家电投财务		9.00%	12.59%	77.35%	0.71%	15.29

注：总资产占行业总资产比重=评估基准日总资产/财务公司行业协会公布的评估基准日所在年度财务公司行业总资产规模

由上表可知，国家电投财务的净资产收益率处于同行业平均值与良好值之间，其净利润增长率处于同行业较低值与平均值之间，其资产负债率处于同行业良好值于优秀值之间，其总资产占行业总资产比重与资产规模均处于良好值于优秀值之间。可见，国家电投财务的盈利能力、偿付能力及经营能力均高于行业平均水平。

综上所述，国家电投财务盈利能力、偿付能力及经营能力处于行业中上游，本次评估，国家电投财务的市净率与可比交易案例和同行业相比差异较小，国家电投财务评估值具有合理性。

（三）先融期货

1、先融期货市净率、市盈率与可比交易及同行业公司情况

先融期货主要从事期货经纪、资产管理及风险管理等业务，其中风险管理业务为其主要盈利来源。截至评估报告日，A股市场上尚无上市期货公司，因此将先融期货标的资产评估值与可比交易进行比较，具体如下：

交易标的	评估基准日	收购股权比例	PB	PE
招金期货	2018年3月31日	19.09%	2.33	26.64
中信期货	2016年12月31日	6.53%	2.11	18.98
中粮期货	2017年9月30日	65.00%	1.44	27.75
大地期货	2015年9月30日	100.00%	1.24	27.09
新湖期货	2017年3月31日	8.00%	1.81	42.54
五矿经易期货	2015年12月31日	10.40%	1.84	44.12
均值			1.79	31.19
中值			1.82	27.42
先融期货	2018年12月31日	44.20%	1.43	36.63

将先融期货本次评估值与近年来截至评估报告出具日国内上市公司收购期货公司股权情况对比：

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	评估基准日	PB	PE
1	2018/10/12	金信期货 100% 股权	晨鸣纸业等	2018 年 4 月 30 日	3.30	亏损
2	2018/9/28	银河期货 16.68% 股权	中国银河证券	2017 年 12 月 31 日	0.77	6.21
3	2018/4/28	招金期货 19.0858% 股权	新华锦	2018 年 3 月 31 日	2.33	26.64
4	2018/12/3	中粮期货 65% 股权	中原特钢	2017 年 9 月 30 日	1.44	27.75
5	2018/4/25	汇鑫期货 22.5% 股权	哈投股份	2017 年 12 月 31 日	1.05	260.67
6	2017/11/6	中信期货 6.53% 股份	中信证券	2016 年 12 月 31 日	2.11	18.98
7	2017/9/20	新湖期货 8% 股权	新湖集团	2017 年 3 月 31 日	1.81	42.54
8	2017/3/16	大地期货 100% 股权	浙江东方集团	2015 年 9 月 30 日	1.24	27.09
9	2017/1/4	瑞龙期货 15.38% 股权	合晟资产	2016 年 9 月 30 日	2.89	亏损
10	2016/5/20	五矿经易期货 10.4% 股权	五矿资本	2015 年 12 月 31 日	1.84	44.12
平均值					1.88	27.62
中位数					1.82	27.09
先融期货				2018 年 12 月 31 日	1.43	36.63

注：五矿经易期货公司市净率为对非经营性资产与负债进行调整后数值；市盈率以距基准日最近一期完整会计年度归属于母公司净利润进行计算，例：若基准日为 2018 年 3 月 31 日，则选取会计年度为 2017 年全年，若基准日为 2015 年 9 月 30 日，则选取会计年度为 2015 年全年。并剔除第 5 项案例 PE 异常值。

近年来 A 股市场期货行业可比交易案例的交易市净率范围为 1.24-2.33 倍，

国内上市公司收购期货公司股权交易价格的市净率范围为 0.77-3.30 倍，先融期货本次评估 PB 值处于此区间内，且低于可比交易案例 PB 平均水平。本次评估的 PE 倍数高于可比交易案例和同行业上市公司收购期货公司股权交易价格考虑剔除异常数据后的 PE 倍数平均值，考虑到净资产规模大小是决定期货公司客户权益规模及收入的根本因素，且在期货公司经营过程中发展速度受到资本监管，本次评估对先融期货的市场法估值采用市净率作为价值比率，因此与同行业可比交易的 PB 估值比较更有参考意义。本次评估先融期货的市净率与可比案例和同行业期货公司相比差异较小，评估值具有合理性。

2、行业地位与核心竞争力

根据中期协最新财务数据统计，截至 2017 年底先融期货净资本排名第 38 位，客户权益规模排名第 82 位，净利润排名第 57 位。先融期货 2014-2016 年净利润排名分别为第 112 位、第 106 位、第 96 位；自 2014 年起先融期货行业内净利润排名逐年攀升，净利润增长较快。

此外，我国期货监管机构大力推动期货行业发展的思路逐步明确，陆续推动期货产品和业务创新。2011 年以来，中国证监会、中期协颁布或修订了《期货公司期货投资咨询业务试行办法》、《期货公司资产管理业务试点办法》、《期货交易管理条例》、《期货公司风险监管指标管理办法》和《外商投资期货公司管理办法》等规章制度，促进了期货行业的业务创新和发展。先融期货已涉及资产管理及风险管理业务，未来随着风险管理业务逐渐发展成熟，其盈利能力有望获得较大增长。

综上所述，先融期货客户权益规模与净资本等指标居行业中上游；创新业务发展态势良好；本次评估先融期货市净率与可比交易案例和同行业公司相比差异较小，先融期货评估值处于合理范围内。

（四）国家电投保险经纪

国家电投保险经纪是经原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。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	市盈率	市净率
----	------	-------	---------	-----	-----

序号	标的公司	评估基准日	标的方所在行业	市盈率	市净率
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	7.25
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	2.54
3	海宁保险经纪有限公司	2015年9月30日	保险经纪商	11.44	8.21
同行业可比并购案例平均数				13.33	6.00
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	5.65

由上表可以看出，国家电投保险经纪市净率处于行业交易案例市净率区间范围内，且低于同行业平均水平。此外，国家电投保险经纪的市盈率为 13.52 倍，略高于同行业平均水平，与同行业并购案例平均数差异极小，略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，评估结果具有合理性。

此次并购交易估值出现较大增值的主要原因如下：

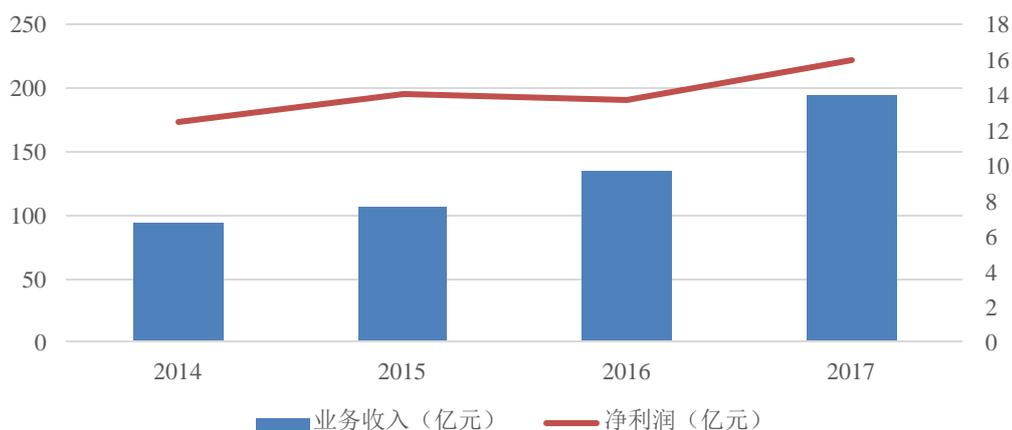
1、同行业公司情况

近两年来,保险经纪人作为保险市场重要主体之一，机构数量增加较快,股东多元化且不乏大型国企、央企、民企财团或网络巨头的身影，业务量、营业收入、盈利及市场份额稳中有升，呈现良性发展态势。

至 2018 年底,全国保险经纪机构增至 499 家，根据中国银行保险监督管理委员会最新发布的统计数据,2018 年度保险业实现原保险保费收入 38,016.62 亿元，同比增长 3.92%。2018 年保险经纪机构实现保费收入暂无最新的统计数据，但近年来市场份额及所占区域已趋于稳定，预计 2018 年度占全国总保费收入会在原有水平上有小幅上升。

2018 年度保险经纪行业实现业务收入目前暂无最新的统计数据，但根据保险经纪行业业务收入连续三年的增长情况预测，保守估计 2018 年度增长幅度应在 30%左右（2014 年 94.2 亿元、2015 年 106.3 亿元，2016 年 135.1 亿元、2017 年 194.1 亿元）；税后净利润增长率 10%左右（2014 年 12.46 亿元、2015 年 14.1 亿、2016 年 13.75 亿元、2017 年 16 亿元），高于保险行业平均利润率以及专业中介渠道代理及公估机构的利润水平，并且略高于发达国家（近年美国保险经纪行业平均税后利润率基本维持在为 8%左右）。

保险经纪行业财务数据指标



国家电投保险经纪回款周期较短，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。而且，国家电投保险经纪净资产收益率较高，企业资本经营效益较好。

2、行业地位

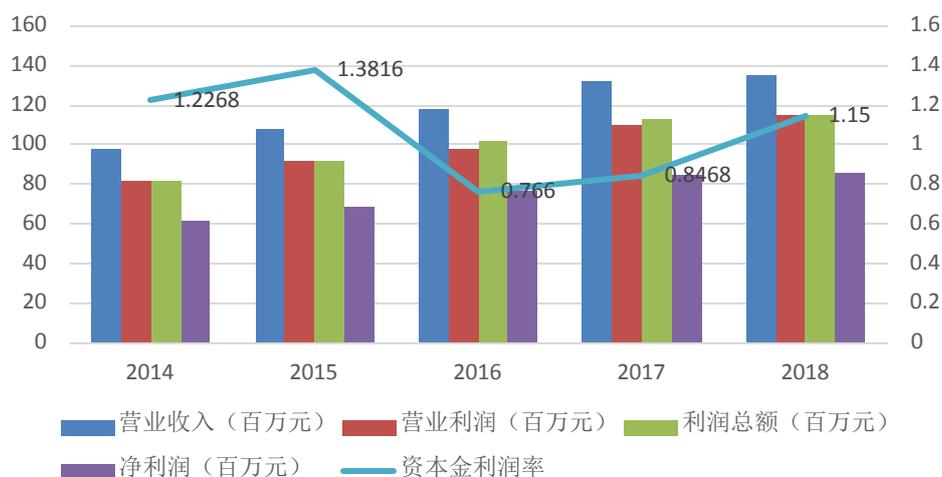
国家电投保险经纪是国家电投保险业务管理平台和中介服务机构，连续 8 年担任北京保险中介行业协会副会长单位，是国内具备核电保险安排经验的仅有的 2 家公司之一。

2018 年度，国家电投保险经纪实现主营业务收入 13,531.96 万元，同比增长 2.65%，利润总额 11,511.03 万元，同比增长 1.60%。2017 年国家电投保险经纪收入及盈利情况如下表所示。

项目	2017 年			
	国家电投保险经纪		全行业排名第一情况	
	数据	排名	数据	公司
主营业务收入(万元)	13,184	32	153,512	永达理保险经纪公司
净利润(万元)	8,468	9	29,795	英大长安保险经纪公司
人均净利润(百万元)	273.16	4	335.86	天津协和万邦保险经纪有限公司
资本金收益率(%)	84.68	12	278.24	中怡保险经纪有限责任公司

注：数据来自于《中国保险年鉴》及监管机构报表

经营情况统计表



3、核心竞争力

第一，国家电投保险经纪拥有雄厚的股东背景；第二，公司产业不断扩展，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；第三，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发展提供良好机会。

根据 2017 年保险经纪公司经营数据，营利排名前 20 名的保险经纪公司中有大型央企或国企股东背景的经纪公司占比接近 60%，其业务涉及电力、石化、铁路、纺织、医药、车辆制造、运输、教育、商业零售等行业，业务收入来源稳定，业务开发成本和投入不大，盈利情况良好。未来年度，保险经纪行业营利预计仍然会集中在业务来源稳定的经纪公司。2017 年，营利排名前 20 名的保险经纪公司情况如下：

序号	公司	利润总额 (百万元)	净利润(百万元)
1	英大长安保险经纪有限公司	398.12	297.95
2	永达理保险经纪有限公司	257.43	190.78
3	中怡保险经纪有限责任公司	183.58	136.42
4	昆仑保险经纪股份有限公司	169.70	127.18
5	华信保险经纪有限公司	159.76	119.82
6	明亚保险经纪股份有限公司	152.28	114.19
7	国电保险经纪（北京）有限公司	134.33	100.35
8	达信（中国）保险经纪有限公司	124.28	93.21

序号	公司	利润总额（百万元）	净利润（百万元）
9	国家电投集团保险经纪有限公司	113.07	84.68
10	达信（中国）保险经纪有限公司上海分公司	103.00	95.00
11	北京大唐泰信保险经纪有限公司	102.27	76.55
12	明亚保险经纪股份有限公司上海分公司	91.42	86.27
13	江泰保险经纪股份有限公司	85.03	63.90
14	诚合保险经纪有限公司	50.32	37.74
15	航联保险经纪有限公司	50.15	41.11
16	英大长安保险经纪有限公司浙江分公司	41.97	40.07
17	山东英大保险经纪有限公司	39.89	29.87
18	北京联合保险经纪有限公司	36.76	21.28
19	中铁汇达保险经纪有限公司	32.42	24.24
20	天津协和万邦保险经纪有限公司	31.36	23.51

注：数据来自于《中国保险年鉴》及监管机构报表

而且，国家电投保险经纪 2019 年获银保监会批准经营互联网保险业务，未来，公司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。互联网营销对传统业务模式产生冲击，这促使国家电投保险经纪利用新的形式和平台调整业务结构并进一步扩大业务规模。

综上，国家电投保险经纪评估增值率较高的主要原因是：（1）国家电投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，依托国家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；（2）国家电投保险经纪获银保监会批准开展互联网保险模式，未来，其市场化业务规模将进一步扩展。

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，且本次评估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，并能更好地切合股权交易的评估目的，虽然本次评估国家电投保险经纪的评估增值率较高，但评估结果具有合理性。

综上所述，长期股权投资评估增值主要原因为：（1）资本控股对长期股权投

资核算采用成本法核算，各子公司评估值是在各子公司于评估基准日归属于母公司所有者权益及归属于母公司净利润基础上乘以对应价值比率计算得出的评估结果，较资本控股长期股权投资账面值存在增值；（2）各子公司评估结果较各子公司于评估基准日归属于母公司所有者权益账面值存在差异。各子公司 PB 或 PE 处于行业交易案例价值比率区间范围内，且与同行业平均水平差异较小，评估结果具有合理性。

二、补充披露标的资产 2018 年 12 月引入战略投资者的原因与合理性，与本次交易是否属于一揽子交易，考虑增资金额后，本次交易评估相比仍然增资的原因及合理性。

（一）补充披露标的资产 2018 年 12 月引入战略投资者的原因与合理性，与本次交易是否属于一揽子交易

1、标的资产 2018 年 12 月引入战略投资者的原因及合理性

（1）推进混合所有制改革，完善法人治理结构的重要举措

根据《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发〔2015〕22 号）、《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》（国发〔2015〕63 号）、《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》（国发〔2015〕54 号）等涉及国有企业改革文件的指导精神，鼓励国有企业引入其他国有资本或各类非国有资本实现股权多元化，推动完善现代企业制度，健全企业法人治理结构。引入上述新股东是推进混合所有制改革、实现股权多元化的重要举措，有利于提升资本控股市场化经营水平、完善公司法人治理结构。

此外，金融产业属资金密集型行业，实施增资扩股引入新股东有利于增强资本实力，扩大业务规模、提高整体竞争实力、提升抗风险能力。

（2）积极响应国有企业及金融行业“去杠杆”要求，进一步提升防范金融风险的能力。2016 年以来，《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54 号）、《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》等文件颁布，对国企降杠杆提出了相关要求。2017 年 10 月，党的十九大报告中提出，要坚决打好防范化解重大风险的攻坚战。防范化解金融风险是打好防范化解重大风险攻坚战的重

点，结构性去杠杆是防范化解金融风险的重要切入点。

在此背景下，资本控股增资扩股引入上述新股东，有利于降低资产负债率，稳步推进“去杠杆”工作，提升抗风险能力。

(3) 金融监管趋严背景下，有利于资本控股增强资本实力，提高整体竞争能力

2018 年以来，金融监管趋严态势较为明显，金融产业属资金密集型行业，金融监管趋严对金融机构的资本实力提出了更高的要求。同时，随着资本控股各项金融业务的发展，资本控股对资本的需求也日益凸显。在此背景下，实施增资扩股引入新股东有利于增强资本实力，满足金融业务的发展需求，应对监管趋严对资本实力的客观要求，并提高整体竞争实力、服务实体经济的能力和抗风险水平。

2、与本次交易是否属于一揽子交易

资本控股 2018 年 12 月引入战略投资者与本次交易不属于一揽子交易。

(1) 交易各方针对两次交易履行了独立的决策程序，并分别签署协议

1) 2018 年 12 月引入战略投资者：就资本控股引入战略投资者事项，国家电投、资本控股、南网资本、云能资本、国改基金、中豪置业于 2018 年下半年履行内部决策程序，同意增资入股事项，并于 2018 年 12 月 21 日签署《国家电投集团资本控股有限公司之增资协议》，约定增资价格为 1.8314 元/注册资本，南网资本、云能资本、国改基金、中豪置业需缴纳的增资款总额合计 481,556.43 万元，其中，262,944.43 万元计入注册资本、218,612 万元计入资本公积。

2) 本次交易：就本次东方能源重大资产重组事项，交易各方于 2019 年初履行内部决策程序，同意东方能源向交易对方发行股份购买资本控股 100% 股权，并于 2019 年 4 月 8 日签署了发行股份购买资产协议；2019 年 7 月 8 日，东方能源与国家电投、南网资本、云能资本、国改基金和中豪置业签署了发行股份购买资产协议之补充协议。

交易各方针对两次交易履行了独立的决策程序，并分别签署协议，两次交易

均为交易各方的独立决策，不互为前提和条件，不属于“一揽子交易”。

(2) 不符合构成会计准则“一揽子交易”的认定条件

根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》及《企业会计准则解释第 5 号》，通常符合以下一种或多种情况的，应将多次交易事项作为“一揽子交易”进行会计处理。两次交易与准则对比分析具体情况如下所示：

序号	准则的判断条件	两次交易是否适用	具体理由
1	这些交易是同时或者在考虑了彼此影响的情况下订立的	否	两次交易相互独立，均系谈判双方根据现实状况独立做出
2	这些交易整体才能达成一项完整的商业结果	否	两次交易均可独立达成商业结果
3	一项交易的发生取决于其他至少一项交易的发生	否	两次交易互不依赖、不取决于对方
4	一项交易单独考虑时是不经济的，但是和其他交易一并考虑时是经济的	否	两次交易各自都是经济的，估值合理，单次的交易价格符合市场实际情况

经对照分析，两次交易相互独立，均为独立的商业行为并可独立达成商业结果，每次交易均具有经济性，任何一次交易均不取决于另一次交易，不符合会计准则构成“一揽子交易”的认定条件。

综上，资本控股 2018 年 12 月引入战略投资者具备合理性，与本次交易相互独立，不属于“一揽子交易”。

(二) 考虑增资金额后，本次交易评估相比仍然增值的原因及合理性

资本控股引入战略投资者时其 100% 股权评估价值为 87.35 亿元，考虑货币增资 48.16 亿元后，总价值为 135.51 亿元。考虑增资金额后，本次交易评估相比引战时评估仍然增值的原因如下：

1、百瑞信托

引战时百瑞信托评估值为 93.63 亿元，重组时百瑞信托评估值为 116.14 亿元，重组评估结果较引战时评估结果增加 22.50 亿元，增值原因如下：

(1) 在 2018 年 6 月 30 日至 2018 年 12 月 31 日期间，百瑞信托盈利 5.07 亿元，同时，金融资产公允价值上升导致其他综合收益也有所增加。在此期间，

百瑞信托合并报表归属于母公司所有者权益账面值由 70.65 亿元，增加至 82.14 亿元，增加了 11.49 亿元；

(2) 本次审计，审计师将百瑞信托持有的 11 项信托计划纳入合并范围，这导致百瑞信托归母所有者权益增加 0.27 亿元；

(3) 百瑞信托两次市场法评估选取的交易案例略有差异，引战评估时选取的案例为杭州工商信托、北方信托和中航信托；本次评估考虑到对应经济行为背景，选取近期重大资产重组涉及到的信托公司作为可比交易案例，包括中粮信托、东莞信托、杭州工商信托、昆仑信托、五矿信托、江苏信托及民生信托。另外，百瑞信托两次市场法评估选取的修正指标以及比较体系均不同。本次评估从盈利能力、发展能力、偿付能力、经营能力 4 个方面选取了 8 项指标，同时以整个信托行业数据建立评价体系，对可比案例及被评估单位进行比较修正，修正后百瑞信托 PB 为 1.41，较引战评估时的 1.36 有所增加。

综上所述，百瑞信托重组评估较引战评估出现增长的主要原因是净资产增加以及市场法选择的可比交易案例及比较分析体系存在差异，重组评估较引战评估增值具有合理性。

评估基准日	2018/6/30	2018/12/31	变动率
沪深 300 金融指数	5,769.06	5,473.78	-5.12%
信托资产规模(万元)	15,662,033.36	18,468,993.92	17.92%
归母权益(万元)	706,516.33	824,136.68	16.65%
PB	1.36	1.41	3.75%
评估结果(万元)	936,318.95	1,161,366.32	24.04%

2、国家电投财务

引战时，国家电投财务在评估基准日 2018 年 6 月 30 日净资产账面值为 96.73 亿元，评估值为 100.34 亿元，增值 3.61 亿元，增值率为 3.73%。

本次交易采用市场法评估，国家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 101.79 亿元，评估值为 113.02 亿元，评估增值 11.23 亿元，增值率为 11.03%。

本次评估与引战时相比存在差异的原因及合理性如下：

(1) 国家电投财务于 2018 年 6 月 30 日净资产账面值为 967,374.04 万元，于 2018 年 12 月 31 日净资产账面值为 1,017,900.16 万元，净资产账面价值增加了 50,526.12 万元。

(2) PB 引战时为 1.04，本次评估为 1.11，差异的原因主要是：引战时，国家电投财务的股权评估值=基准日账面净资产+房屋建筑物增值，增值部分仅为房屋建筑物的增值额，股权评估值未体现除房产外其他资产的价值。国家电投财务的房屋建筑物及投资性房地产为位于西直门金茂大厦 C 座的办公楼及车位，建筑面积共计 22,792.97 m²，其中投资性房地产部分建筑面积为 10,270.39 m²。考虑到国家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，最后将经营性资产的价值与非经营性资产的价值加总得到国家电投财务的股东全部权益价值。

综上所述，国家电投财务重组评估较引战评估出现增长的主要原因是净资产账面值的增加及评估方法的差异，国家电投财务本次交易评估较引战评估增值具有合理性。

3、先融期货

引战时先融期货评估值为 18.65 亿元，重组时先融期货评估值为 21.98 亿元，重组评估较引战时评估结果增加 3.33 亿元，增值原因如下：

(1) 财务指标的变化

先融期货引战时母公司口径净利润为 4,495.38 万元，重组时母公司口径净利润为 5,691.71 万元。两次评估时财务数据相比，重组时先融期货母公司口径净利润较引战时增长了 26.61%。2018 年下半年先融期货形成的利润留存构成了净资产的一部分，金融企业是典型的资本驱动性公司，留存的利润在市场法下形成了一定的估值溢价。

(2) 可比案例选取不一致

引战时选取了华鑫期货、大地期货与五矿经易期货三个交易案例，平均市净率为 1.28；重组时选取可比案例为招金期货、中信期货、中粮期货、大地期货、新潮期货与五矿经易期货，平均市净率为 1.79。截至重组评估报告出具日华鑫期

货交易案例尚未成交，因此本次重组评估在市场法案例选取时将此案例剔除。两次评估选取的可比交易案例存在差异，本次重组评估交易案例的市净率平均值高于引战时评估交易案例的市净率平均值，因此本次重组的 PB 较引战时 PB 有所增加。

(3) 可比指标的差异

先融期货两次市场法评估选取的修正指标以及比较体系均不相同。重组评估时从盈利能力、发展能力、偿付能力、经营能力、分类评级 5 个方面选取了 8 项指标，同时以整个期货行业数据建立评价体系，对可比案例及被评估单位进行比较修正。可比指标包括：净资产收益率（ROE）、权益转化率、净利润增长率、手续费收入增长率、净资本/净资产、客户权益市场份额、手续费收入市场份额、以及分类评级。修正后先融期货 PB 为 1.43，较引战评估时 1.24 有所增加。

综上所述，先融期货本次交易评估结果较引战时增值的主要原因为先融期货在两次评估基准日期间盈利导致净资产增加以及交易案例的增加导致平均市净率有所增长，先融期货重组评估较引战评估估值增值具有合理性。

评估基准日	2018/6/30	2018/12/31	变动率
母公司口径净利润（万元）	4,495.38	5,691.71	26.61%
风管业务收入（万元）	151,747.17	389,007.57	156.35%
资管业务收入（万元）	3,689.00	5,660.97	53.46%
手续费收入（万元）	1,256.51	2,626.16	109.00%
所有者权益账面值（万元）	150,225.15	153,720.13	2.33%
评估结果（万元）	186,538.43	219,819.78	17.84%
PB	1.24	1.43	15.32%

4、国家电投保险经纪

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，国家电投保险经纪于 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%。本次重组评估结果较引战评估结果增加 4.70 亿元，主要原因如下：

(1) 净资产增加

两次评估基准日期间，国家电投保险经纪因盈利导致净资产增加 0.8 亿元。

(2) 引战时评估整体较为保守

1) 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%。

2) 引战评估时，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，相对较为保守。

3) 引战评估时，在折现率计算过程中，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%，相对比较保守。

(3) 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，且在引战评估时点国家电投保险经纪尚未面临挂牌上市、市场化份额增加及开拓新市场业务的影响，同时历史期集团内部统筹型保险经纪业务相对稳定，所以对国家电投保险经纪采用收益法予以定价。

本次评估时点集团正在降本增效，压缩费用，这将导致集团保险经纪业务波动，同时国家电投保险经纪在互联网转型期，业务结构将发生较大变化，未来期保费规模难以预测。此外，资本控股上市后，国家电投保险经纪市场化份额将增加，集团体系内业务占比降低，可能开拓新的市场业务，该行为对国家电投保险经纪未来期经营模式、业务结构及交易规模所造成的影响无法量化预估。所以本次评估不具备采用收益法进行评估的前提条件。

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，搜集了近年来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，本次评估最终选取了与国家电投保险经纪具有较强可比性的 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

序号	目标公司	涉及比例	评估基准日	最新进度	PE
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

本次评估，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，各交易案例的价值比率存在一定差异。对于国家电投保险经纪，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于国家电投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结果较前次引战评估结果增加4.70亿元具有合理性。

三、结合上述评估和资本控股引进战略投资者之间标的资产及其子公司收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况、同行业可比交易等，逐项补充披露：上述增资、评估和股权转让之间及与本次交易之间资本控股、国家电投财务、国家电投保险经纪、百瑞信托、先融期货对应估值差异的原因及合理性。

（一）资本控股

关于资本控股，其引战时评估和本次重组评估的合并口径主要财务指标如下：

单位：万元

事项	评估基准日	评估值	总资产	归属于母公司股东权益	营业收入	归属于母公司股东的净利润	市净率	市盈率
引战增资	2018年6月30日	873,523.11	1,913,561.83	646,936.78	218,143.89	124,764.65	1.35	7.00
本次重组	2018年12月31日	1,511,244.29	6,538,105.89	1,241,361.76	702,239.15	183,004.52	1.22	8.26

两次评估的评估结果出现差异的主要原因：

第一，资本控股引战增资后，资本控股本部获得了 48.16 亿元的战略投资者增资，该增资事项直接增加了资本控股本部总资产、净资产及对应的评估值。

第二，资本控股及其下属子公司从事金融行业，其 2018 年下半年形成的利润留存，构成了核心资本的一部分。金融企业是典型的资本驱动性公司，留存的利润在市场法下都形成了一定的估值溢价。

第三，资本控股各下属公司经营指标的变化以及估值时点变动导致其各下属公司估值乘数也有所变化。

（二）百瑞信托

1、2018年6月引进战略投资者

引战以 2018 年 6 月 30 日为评估基准日，根据中发评报字[2018]第 150 号《评估报告》，百瑞信托净资产账面价值 706,516.33 万元，采用市场法进行评估以后企业股东全部权益价值为 936,318.95 万元，评估增值 229,802.62 万元，增值率 32.53%。主要财务指标如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	总负债	营业收入	归母净资产	市净率	市盈率
2018年6月30日	936,318.95	981,242.52	274,726.19	85,480.90	706,516.33	1.33	9.04

2、本次重组

本次重组以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，根据中联评报字[2019]第 806 号《评估报告》，百瑞信托归属于母公司所有者权益账面价值为 824,136.68 万元，评估值为 1,161,366.32 万元，评估增值 337,229.64 万元，增值率为 40.92%。主要

财务指标如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	总负债	营业收入	归母净资产	市净率	市盈率
2018年12月31日	1,161,366.32	946,879.96	122,743.28	163,660.05	824,136.68	1.41	11.34

3、主要差异原因

(1) 在2018年6月30日至2018年12月31日期间，百瑞信托取得营业收入7.82亿元，盈利5.07亿元，归属于母公司所有者权益账面值由70.65亿元，增加至82.14亿元，增加了11.49亿元。引战评估时市净率为1.33，对比2018年全年归属于母公司净利润动态市盈率为9.14，重组评估时市净率为1.41，市净率为11.34。

(2) 引战时百瑞信托评估值为93.63亿元，重组时百瑞信托评估值为116.14亿元，重组评估较引战时评估结果增加22.50亿元。增值原因如下：

1) 在2018年6月30日至2018年12月31日期间，百瑞信托盈利5.07亿元，同时，金融资产公允价值上升导致其他综合收益也有所增加。在此期间，百瑞信托归属于母公司所有者权益账面值由70.65亿元，增加至82.14亿元，增加了11.49亿元；

2) 本次审计，审计师将百瑞信托持有的11项信托计划纳入合并范围，这导致百瑞信托归母所有者权益增加0.27亿元；

3) 百瑞信托两次市场法评估选取的交易案例略有差异，引战评估时选取的案例为杭州工商信托、北方信托和中航信托；本次评估考虑到对应经济行为背景，选取近期重大资产重组涉及到的信托公司作为可比交易案例，包括中粮信托、东莞信托、杭州工商信托、昆仑信托、五矿信托、江苏信托及民生信托。另外，百瑞信托两次市场法评估选取的修正指标以及比较体系均不同。本次评估从盈利能力、发展能力、偿付能力、经营能力4个方面选取了8项指标，同时以整个信托行业数据建立评价体系，对可比案例及被评估单位进行比较修正，修正后百瑞信托PB为1.41，较引战评估时的1.36有所增加。

综上所述，百瑞信托重组评估较引战评估出现增长的主要原因是所有者权益

增加以及市场法比较分析体系存在差异，具有合理性。

4、同行业可比交易对比情况

对比分析 2016 年-2018 年资本市场关于信托公司的交易案例，PB 范围在 1.17-1.85 之间，PB 均值为 1.48，PB 中位数为 1.46，具体如下表：

序号	交易标的	经济行为	基准日	PB
1	紫金信托	协议收购	2018/7/31	1.32
2	中粮信托	发行股份购买资产	2017/9/30	1.59
3	东莞信托	增资	2017/12/31	1.46
4	杭州工商信托	协议收购	2016/12/31	1.47
5	昆仑信托	发行股份购买资产	2016/5/31	1.85
6	五矿信托	发行股份购买资产	2015/12/31	1.69
7	江苏信托	发行股份购买资产	2015/12/31	1.17
8	民生信托	现金增资	2015/12/31	1.27
平均值				1.48
中位数				1.46

由于百瑞信托处于金融行业，在经营过程中发展速度受到资本监管，资本是在充分考虑了信托资产可能存在的市场风险损失和变现损失基础上，对信托公司净资产进行风险调整的综合性监管指标，用于衡量信托公司资本充足性，故资本对于信托企业来说至关重要，因此市净率（PB）更能代表其估值水平。可比案例的市净率在 1.17-1.85 期间，百瑞信托最终评估 PB 为 1.41，在可比案例市净率区间范围内，且与可比案例的市净率的平均值和中位数较为接近，因此本次重组评估具有合理性。

（三）国家电投财务

1、2018 年 6 月引进战略投资者

引战以 2018 年 6 月 30 日为评估基准日，根据中发评报字[2018]第 150 号《评估报告》，国家电投财务净资产账面价值 967,374.04 万元，采用市场法进行评估以后企业股东全部权益价值为 1,003,395.86 万元，评估增值 36,021.82 万元，增值率 3.72%。主要财务数据如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	总负债	归母净资产	营业收入	净利润	市净率	市盈率
2018/6/30	1,003,395.86	4,038,742.62	3,071,368.59	967,374.04	76,221.45	37,256.50	1.04	13.47

2、2018年10月股权转让

2018年10月股权转让以2018年9月30日为基准日，根据中同华评报字(2018)第061015号《评估报告》，国家电投财务全部权益账面价值为991,843.23万元，评估值为1,250,000.00万元，评估增值258,156.77万元，增值率为26.03%。

主要财务指标如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	总负债	归母净资产	营业收入	净利润	市净率	市盈率
2018年9月30日	1,250,000.00	4,667,828.47	3,675,985.25	991,843.23	102,081.57	61,451.67	1.26	15.26

3、本次重组

本次重组以2018年12月31日为评估基准日，根据中联评报字[2019]第806号《评估报告》，国家电投财务股东全部权益账面价值为1,017,900.16万元，评估值为1,130,179.00万元，评估增值112,278.84万元，增值率为11.03%。主要财务指标如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	总负债	归母净资产	营业收入	净利润	市净率	市盈率
2018年9月30日	1,250,000.00	4,667,828.47	3,675,985.25	991,843.23	166,200.54	61,451.67	1.26	15.26

本次交易的评估值较2018年6月引进战略投资者评估增值12.66%，较2018年10月股权转让评估减值9.6%。

4、本次评估与引战时差异的原因

(1) 国家电投财务于2018年6月30日净资产账面值为967,374.04万元，于2018年12月31日净资产账面值为1,017,900.16万元，净资产账面价值增加了50,526.12万元。

(2) PB引战时为1.04，本次评估为1.11，差异的原因主要是：引战时，国家电投财务的股权评估值=基准日账面净资产+房屋建筑物增值，增值部分仅为

房屋建筑物的增值额，股权评估值未体现除房产外其他资产的价值。国家电投财务公司的房屋建筑物及投资性房地产为位于西直门金茂大厦 C 座的办公楼及车位，建筑面积共计 22,792.97 m²，其中投资性房地产部分建筑面积为 10,270.39 m²。考虑到国家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，最后将经营性资产的价值与非经营性资产的价值加总得到国家电投财务的股东全部权益价值。

综上所述，国家电投财务重组评估较引战评估出现增长的主要原因是净资产账面值的增加及评估方法的差异，国家电投财务本次交易评估较引战评估增值具有合理性。

5、本次评估与 2018 年 10 月股权转让时评估存在差异的原因

（1）非经营性资产的处理

2018 年 10 月股权转让时，评估过程中未考虑非经营性资产。本次评估中将投资性房地产确认为非经营性资产，将投资性房地产单独评估，并以调整非经营性资产后的资产负债表为基础进行财务指标的计算，与可比交易案例进行比较。

（2）可比案例的选取

股权转让时评估选取了巨化财务、一汽财务、红豆财务、重工财务、亨通财务、电子财务、三峡财务、北控财务等 8 个可比交易案例，平均市净率为 1.18；重组时评估选取的可比交易案例为南航财务、连云港财务、红豆财务、重工财务、中油财务等，平均市净率为 1.11。由于评估基准日不同，本次评估选取的可比案例与股权转让时评估选取的案例有所不同。同时两次评估的财务指标修正体系不同，因此在选取可比交易案例时，根据财务数据披露的局限性对交易案例进行了甄选。

（3）结果的选取方式

结论选取时，本次评估由于案例修正后 PB 差异较大，最终选取了调整后市净率的中值作为国家电投财务的市净率，而股权转让时评估选取了调整后市净率的均值作为国家电投财务的市净率。

综上所述，本次评估与 2018 年 10 月股权转让时评估存在差异的原因主要是非经营性资产处理方式不同、可比案例选取存在差异以及最终结果选取方式（中值或均值）的不同，本次重组评估值与股权转让评估值存在差异具有合理性。

（四）先融期货

1、2018 年 6 月引进战略投资者

引战以 2018 年 6 月 30 日为评估基准日，根据中发评报字[2018]第 150 号《评估报告》，先融期货净资产账面价值 150,225.15 万元，采用市场法进行评估以后企业股东全部权益价值为 186,538.43 万元，评估增值 36,313.28 万元，增值率 23.56%。主要财务指标如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	归母净资产	营业收入	净利润	市净率	市盈率
2018 年 6 月 30 日	186,538.43	277,059.30	150,225.15	7,924.96	4,495.38	1.24	41.50

2、本次重组

本次重组以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，根据中联评报字[2019]第 806 号《评估报告》，先融期货股东全部权益账面价值为 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%。主要财务指标如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	归母净资产	营业收入	归母净利润	市净率	市盈率
2018 年 12 月 31 日	219,819.78	296,891.27	153,720.13	400,162.31	6,000.62	1.43	36.63

3、两次评估的评估结果出现差异的主要原因

（1）财务指标的变化

先融期货引战时母公司口径净利润为 4,495.38 万元，重组时母公司口径净利润为 5,691.71 万元。两次评估时财务数据相比，重组时先融期货母公司口径净利润较引战时增长了 26.61%。2018 年下半年先融期货形成的利润留存构成了净资产的一部分，金融企业是典型的资本驱动性公司，留存的利润在市场法下形成了一定的估值溢价。

（2）可比案例选取不一致

引战时选取了华鑫期货、大地期货与五矿经易期货三个交易案例，平均市净率为 1.28；重组时选取可比案例为招金期货、中信期货、中粮期货、大地期货、新湖期货与五矿经易期货，平均市净率为 1.79。截至重组评估报告出具日华鑫期货交易案例尚未成交，因此本次重组评估在市场法案例选取时将此案例剔除。两次评估选取的可比交易案例存在差异，本次重组评估交易案例的市净率平均值高于引战时评估交易案例的市净率平均值，因此本次重组的 PB 较引战时 PB 有所增加。

（3）可比指标的差异

先融期货两次市场法评估选取的修正指标以及比较体系均不相同。重组评估时从盈利能力、发展能力、偿付能力、经营能力、分类评级 5 个方面选取了 8 项指标，同时以整个期货行业数据建立评价体系，对可比案例及被评估单位进行比较修正。可比指标包括：净资产收益率（ROE）、权益转化率、净利润增长率、手续费收入增长率、净资本/净资产、客户权益市场份额、手续费收入市场份额、以及分类评级。修正后先融期货 PB 为 1.43，较引战评估时 1.24 有所增加。

综上所述，先融期货本次交易评估结果与引战时评估结果存在差异主要由于先融期货在两次评估基准日期间盈利导致净资产增加以及交易案例的增加导致平均市净率有所增长。先融期货重组评估值与引战评估值存在差异具有合理性。

（4）同行业可比交易对比情况

先融期货两次估值与近年来截至评估报告出具日国内上市公司收购期货公司股权情况对比如下：

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	评估基准日	PB	PE
1	2018/10/12	金信期货 100% 股权	晨鸣纸业等	2018 年 4 月 30 日	3.30	亏损
2	2018/9/28	银河期货 16.68% 股权	中国银河证券	2017 年 12 月 31 日	0.77	6.21
3	2018/4/28	招金期货 19.0858% 股权	新华锦	2018 年 3 月 31 日	2.33	26.64
4	2018/12/3	中粮期货 65% 股权	中原特钢	2017 年 9 月 30 日	1.44	27.75
5	2018/4/25	汇鑫期货 22.5% 股权	哈投股份	2017 年 12 月 31 日	1.05	260.67

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	评估基准日	PB	PE
6	2017/11/6	中信期货 6.53% 股份	中信证券	2016 年 12 月 31 日	2.11	18.98
7	2017/9/20	新湖期货 8% 股权	新湖集团	2017 年 3 月 31 日	1.81	42.54
8	2017/3/16	大地期货 100% 股权	浙江东方集团	2015 年 9 月 30 日	1.24	27.09
9	2017/1/4	瑞龙期货 15.38% 股权	合晟资产	2016 年 9 月 30 日	2.89	亏损
10	2016/5/20	五矿经易期货 10.4% 股权	五矿资本	2015 年 12 月 31 日	1.84	44.12
平均值					1.88	27.62
中位数					1.82	27.09
先融期货				2018 年 6 月 30 日	1.24	41.50
				2018 年 12 月 31 日	1.43	36.63

注：五矿经易期货公司市净率为对非经营性资产与负债进行调整后数值；市盈率以距基准日最近一期完整会计年度归属于母公司净利润进行计算，例：若基准日为 2018 年 3 月 31 日，则选取会计年度为 2017 年全年，若基准日为 2015 年 9 月 30 日，则选取会计年度为 2015 年全年

近年来国内上市公司收购期货公司股权交易价格的市净率范围为 0.77-3.30 倍，先融期货两次评估的 PB 倍数均在此区间范围内，且低于平均 PB 水平。考虑到净资产规模是决定期货公司客户权益规模及收入的根本因素，且在期货公司经营过程中发展速度受到资本监管，两次评估对先融期货的市场法估值均采用市净率作为价值比率，因此与同行业可比交易的 PB 估值比较更有参考意义。先融期货两次评估的 PB 倍数均低于可比交易 PB 倍数的平均水平，评估值均处于合理区间内。

（五）国家电投保险经纪

1、收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况

（1）2018 年 6 月引进战略投资者

引战以 2018 年 6 月 30 日为评估基准日，根据中发评报字[2018]第 150 号《评估报告》，国家电投保险经纪净资产账面价值 12,650.22 万元，采用收益法进行评估以后企业股东全部权益价值为 69,738.21 万元，评估增值 57,088.00 万元，增值率 451.28%。主要财务指标如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	净资产	营业收入	净利润	市净率	市盈率
2018年6月30日	69,738.21	16,998.13	12,650.22	1,338.68	553.39	5.51	8.24

(2) 本次重组

本次重组以2018年12月31日为评估基准日，根据中联评报字[2019]第806号《评估报告》，国家电投保险经纪股东全部权益账面价值为20,658.28万元，评估值为116,701.50万元，评估增值96,043.22万元，增值率为464.91%。主要财务指标如下所示：

单位：万元

评估基准日	评估值	总资产	净资产	营业收入	净利润	市净率	市盈率
2018年12月31日	116,701.50	20,887.04	20,658.28	13,531.96	8,631.77	5.65	13.52

2、上述增资、评估和股权转让之间及与本次交易之间估值差异的原因及合理性

引战时国家电投保险经纪评估值为6.97亿元，重组时国家电投保险经纪评估值为11.67亿元，重组评估结果较引战时评估结果增加4.70亿元。增值原因如下：

(1) 净资产增加

两次评估基准日期间，国家电投保险经纪因盈利导致净资产增加0.8亿元。

(2) 引战时评估整体较为保守

1) 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%。

2) 引战评估时，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，相对较为保守。

3) 引战评估时，在折现率计算过程中，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%，相对比较保守。

(3) 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，且在引战评估时点国家电投保险经纪尚未面临挂牌上市、市场化份额增加及开拓新市场业务的影响，同时历史期集团内部统筹型保险经纪业务相对稳定，所以对国家电投保险经纪采用收益法予以定价。

本次评估时点集团正在降本增效，压缩费用，这将导致集团保险经纪业务波动，同时国家电投保险经纪在互联网转型期，业务结构将发生较大变化，未来期保费规模难以预测。此外，资本控股上市后，国家电投保险经纪市场化份额将增加，集团体系内业务占比降低，可能开拓新的市场业务，该行为对国家电投保险经纪未来期经营模式、业务结构及交易规模所造成的影响无法量化预估。所以本次评估不具备采用收益法进行评估的前提条件。

3、同行业可比交易对比情况

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，并从公司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，本次评估最终选取了与国家电投保险经纪具有较强可比性的 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

本次评估，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，各交易案例的价值比率存在一定差异。对于国家电投保险经纪，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

序号	交易案例	并购交易时 PE	修正后 PE
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于国家电投保险经纪权益价值的评定。上述可比交易案例中，昆仑保险经纪股份有限公司在经营模式、资产规模等方面与国家电投保险经纪最为相似，其评估亦采用市场法 PE 价值比率予以定价，且修正后价值乘数与国家电投保险经纪较为接近，这更加表明本次市场法评估结果较为合理。

综上所述，国家电投保险经纪重组评估结果较引战评估结果出现增长的主要原因是净资产的增加和评估方法差异，具有合理性。

四、本次交易对资本控股仅采用资产基础法进行评估的原因，是否符合我会相关规定。

（一）中国证监会关于评估方法的有关规定

依据《企业价值评估准则》第八条规定“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、资产收集等情况，分析收益法、市场法和资产基础法三种基本方法的适用性，选择评估方法。”

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条规定“前二款情形中，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”。

根据中国证监会发布的《会计监管风险提示第 5 号—上市公司股权交易资产评估》，对上市公司股权交易进行资产评估的评估方法选择规定如下：“对股权进行评估时，应逐一分析资产基础法、收益法和市场法等 3 种基本评估方法的适用性。在持续经营前提下，原则上应当采用两种以上方法进行评估。除被评估企业不满足其中某两种方法的适用条件外，应合理采用两种或两种以上方法进行评估。如果只采用了一种评估方法，应当有充分依据并详细论证不能采用其他方法进行评估的理由。”

（二）本次评估仅采用资产基础法的原因

1、本次评估未对资本控股采用市场法评估的原因如下：

对于市场法评估，首先，根据中国金融出版社《上市公司并购重组市场法评估研究》第二章“可比对象的选择和调整”中描述：考虑到进行上市公司比较法评估操作时需要进行一定的统计处理，需要一定的股票交易历史数据，因此一般需要可比对象要有一定的上市历史；同时，有一定时间的交易历史将能有效保证可比对象的经营稳定性，因此建议可比对象的上市交易历史至少在 24 个月左右为好。在中国 A 股资本市场上，央企控股的金融投资控股公司仅四家：中航资本、五矿资本、中油资本和中粮资本。且中粮资本 2019 年完成上市，从交易历史看，其不宜作为可比上市公司。由于目前可比上市公司较少，因此无法采用市场法进行评估。

其次，针对金融投资控股公司，各金融投资控股公司持有下属金融公司的股权比例以及下属金融公司拥有的金融牌照不尽相同，不同行业金融公司在估值时选取的 P/B 倍数也存在差异，而上述因素对其市场价值的影响较大。对于中粮资本、中油资本、五矿资本和中航资本，无论是旗下的各金融公司的牌照与业务组成结构，还是控股公司对不同金融公司的持股比例均与资本控股有较大差异，因此不宜选为可比对象进行市场法评估。

综上，由于同类公司无法作为适合的可比对象，资本控股无法采用市场法进行评估。

2、本次评估未采用收益法评估的原因如下：

对于收益法评估，国家电投集团资本控股有限公司属于金融投资控股公司，资本控股本部需根据国家电投战略方针制定金融板块具体发展计划，行使日常管理职能，其主要生产经营能力体现在其控股子公司，资本控股母公司的利润主要来源于长期股权投资的投资收益，由于下属控股或参股公司未来的收益或分红情况无法准确合理预测，故资本控股无法采用收益法进行评估。

综上，资本控股为控股型公司，母公司没有经营性业务，其下属金融公司与其他金融投资控股公司下属公司拥有的金融牌照存在差异，且母公司未来收益无法准确合理预测，因此，只采用了资产基础法对资本控股进行评估，但资本控股下属公司均采用了两种评估方法进行评估，并选择了恰当的评估结果作为评估结论。

因此，本次评估对资本控股仅采用资产基础法，方法选择是恰当的，符合《企业价值评估准则》规定，也符合中国证监会的相关规定。

五、核查意见

经核查，评估师认为，上市公司结合资本控股各子公司市净率、市盈率、行业地位、核心竞争力、可比交易情况、同行业公司情况等，进一步补充披露了资本控股长期股权投资评估增值的合理性；解释了 2018 年 12 月引入战略投资者的合理原因及引入战略投资者与本次交易不属于一揽子交易，并分析了考虑增资金额后，本次交易评估相比引战时评估仍然增值的合理性；上市公司已从收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况、同行业可比交易等方面逐项补充披露了增资和股权转让与本次交易之间资本控股及其子公司估值差异的原因；分析了由于同类公司无法作为可比对象，且资本控股未来收益无法准确合理预测，本次交易对资本控股仅采用资产基础法进行评估的合理原因，符合证监会相关规定。上述披露及分析较为全面，具备合理性。

问题 15. 申请文件显示，1) 本次交易资本控股对国家电投财务、国家电投保险经纪、百瑞信托、先融期货的长期股权投资均采用市场法评估结构作为作价依据，均采用近期市场交易作为可比案例，除国家电投保险经纪采用市盈率外，均采用市净率作为比例乘数，标的资产的净资产作为被乘数。2) 本次评估从盈利能力、发展能力、成长能力、偿付能力、经营能力等维度选取指标对价值比率乘数进行修正，各子公司选取了的维度与具体指标均存在差异，同时，对财务指标评分，部分评估对象依据《中国上市公司业绩评价指标体系》，部分则根据《金融企业绩效评价办法》，在选取修正后的价值乘数时，有的选取平均数、有的选取中位数。3) 本次评估未考虑流动性折扣与控制权溢价。请你公司：

1) 补充披露市场法评估时采用市场交易案例而非同行业上市公司市值作为可比案例的原因和合理性，以及该评估过程、依据是否符合《资产评估准则》的相关规定。2) 补充披露所选取可比案例的可比性及可比对象选取的充分性。3) 结合各子公司业务特点及经营模式，补充披露市场法评估中，各子公司评估过程中选择的修正维度及指标维度选取的依据及合理性、充分性，在各子公司评

估过程中，上述修正过程存在较大差异的原因及合理性，参照不同的评分规则的原因及合理性。4) 结合拟购买资产特别是百瑞信托、国家电投财务净资产的真实性、是否已计提足额的资产减值准备等，补充披露市场法评估结果的合理性。5) 最终选取修正后的价值乘数时，选取平均值和中位数的原因及合理性，上述选取差异是否合理。6) 结合国家电投保险经纪静态市盈率、动态市盈率，比对可比交易公司情况，进一步补充披露评估作价的合理性。7) 补充披露本次估值是否考虑流动性折扣与控制权溢价，并说明原因及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露市场法评估时采用市场交易案例而非同行业上市公司市值作为可比案例的原因和合理性，以及该评估过程、依据是否符合《资产评估准则》的相关规定。

(一) 采用市场交易案例而非同行业上市公司市值作为可比案例的原因和合理性

根据《资产评估执业准则—企业价值》，企业价值评估中的市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体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获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。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，计算价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。交易案例比较法更为适合本次评估，具体原因如下：

1、百瑞信托

由于近年信托公司股权转让的交易案例在并购市场较为活跃，且并购案例相关信息，影响交易价格的特定的条件及相关指标数据可以通过信托年报或者上市公司的公告获知，可以对其交易价格做出分析。而在A股上市公司中，属于信托行业的上市公司为2家，分别为陕国投A及安信信托，港股市场为1家，即山东国信，且上市时间为2017年末，上市公司数量较少，不适用上市公司比较法，

因此本次评估采用交易案例比较法。

2、国家电投财务

由于近三年财务公司股权转让的交易案例在并购市场较为活跃，且并购案例相关关系、影响交易价格的特定的条件及相关指标数据可以通过上市公司的公告获知，满足对其交易价格做出分析的条件。在 A 股中无单独上市的财务公司，不适用上市公司比较法，因此本次评估采用交易案例比较法。

3、先融期货

先融期货主要从事期货经纪、资产管理及风险管理等业务，其中风险管理业务为其主要盈利来源。截至评估报告日，A 股市场上没有从事期货业务的上市公司，不适用上市公司比较法。期货行业近两年并购市场较为活跃，且与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件以及相关数据可以通过相关公告或公开渠道获知，可以对其对价值做出分析，因此，本次评估采用交易案例比较法。

4、国家电投保险经纪

由于国内 A 股市场上没有从事保险经纪业务的上市公司，不适用上市公司比较法。市场上可收集到一定数量的非上市保险经纪公司股权交易案例，同时可获取交易案例的经营和财务数据。因此，本次评估采用交易案例比较法。

综上，对百瑞信托、国家电投财务、先融期货、国家电投保险经纪采用交易案例比较法进行评估具有合理性。

(二) 该评估过程、依据是否符合《资产评估准则》的相关规定。

市场法评估过程如下：

(1) 选择可比案例

选择与被评估单位属于同一行业、从事相同或相似的业务、交易类型一致、时间跨度接近、受相同市场环境影响的交易实例，同时对交易实例中标的企业的主要经营业务范围、主要目标市场、业务结构、经营模式、公司规模、盈利能力、所处经营阶段等方面进行详细的研究分析，以选择可比案例。

(2) 对可比案例信息进行整理分析

对可比案例的信息进行整理，通过公开渠道收集可比企业的各项信息，如与交易相关的交易报告书、独立财务顾问报告、审计报告、评估报告、行业统计数据、上市公司公告等，对相关信息进行整理。

（3）分析调整财务报表

对所选择的可比企业的业务和财务情况与被评估单位的情况进行比较、分析，并做必要的调整。

（4）选择、计算、调整价值比率

在对可比企业财务数据进行分析调整后，需要选择合适的价值比率，如市盈率(P/E 比率)、市净率(P/B 比率)、市销率(P/S 比率)等权益比率，或企业价值比率，并根据以上工作对价值比率进行必要的分析和调整。

（5）运用价值比率

在计算并调整可比企业的价值比率后，与评估对象相应的财务数据或指标相乘，计算得到需要的权益价值或企业价值。并对被评估单位的非经营性资产价值进行调整。

评估模型为：

$$E=P+C$$

E：股东全部权益价值；

P：评估对象的经营性资产价值；

C：溢余及非经营资产的价值；

上述评估过程主要依据《资产评估执业准则—企业价值》以下条款制定：

第十一条 执行企业价值评估业务，应当根据评估业务的具体情况，确定所需资料的清单并收集相关资料。

第十二条 资产评估专业人员应当尽可能获取被评估单位和可比企业经审计后的财务报表或者公开财务资料，无论财务报表是否经过审计，资产评估专业人员都应当根据所采用评估方法对财务报表的使用要求对其进行分析和判断，但对

相关财务报表是否公允反映评估基准日的财务状况和当期经营成果、现金流量发表专业意见并非资产评估专业人员的责任。

第十三条 采用收益法或者市场法进行企业价值评估时，可以根据评估对象、评估假设、价值类型等相关条件，在与委托人和其他相关当事人协商并获得有关信息的基础上，对被评估单位和可比企业财务报表进行分析和必要的调整，以使评估中采用的财务数据以及相关参数适用、可比。根据评估业务的具体情况，分析和调整事项通常包括：

- (一) 财务报表编制基础；
- (二) 非经常性收入和支出；
- (三) 非经营性资产、负债和溢余资产及其相关的收入和支出。

第十四条 采用收益法或者市场法进行企业价值评估，应当与委托人和其他相关当事人进行沟通，了解被评估单位资产配置和使用情况，谨慎识别非经营性资产、负债和溢余资产，并根据相关信息获得情况以及对评估结论的影响程度，确定是否单独评估。

第三十二条 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，计算价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

控制权以及交易数量可能影响交易案例比较法中的可比企业交易价格。在切实可行的情况下，应当考虑评估对象与交易案例在控制权和流动性方面的差异及其对评估对象价值的影响。

如因客观条件限制无法考虑控制权和流动性对评估对象价值的影响，应当在资产评估报告中披露其原因以及可能造成的影响。

第三十三条 资产评估专业人员应当关注业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素，恰当选择与被评估单位进行比较分析的可比企业。

资产评估专业人员所选择的可比企业与被评估单位应当具有可比性。可比企

业应当与被评估单位属于同一行业，或者受相同经济因素的影响。

第三十四条 价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑：

- (一) 选择的价值比率有利于合理确定评估对象的价值；
- (二) 计算价值比率的数据口径及计算方式一致；
- (三) 对可比企业和被评估单位间的差异进行合理调整。

根据《资产评估执业准则—企业价值》，对资本控股子公司国家电投财务、国家电投保险经纪、百瑞信托、先融期货采用市场法评估时，对所需资料进行了收集，获得了各子公司经审计的财务报表，可比案例数据为也可从公开渠道获得的财务数据，同时与相关当事人对各子公司的财务报表进行了分析及调整，识别了非经营性资产、负债和溢余资产，并根据可比案例的公开披露信息，识别了可比案例的非经营性资产、负债和溢余资产；在进行可比案例选择时，充分考虑了与各子公司为同行业的公司，其业务结构、经营模式、资产配置等与各子公司均较为可比；对于价值比率的计算与可比案例均选取基准日数据进行计算，口径一致；对于评估说明的撰写按照《资产评估执业准则—企业价值》要求对相关内容进行披露。

综上，对国家电投财务、国家电投保险经纪、百瑞信托、先融期货采用市场评估的评估过程及评估依据符合《资产评估准则》的相关规定。

二、补充披露所选取可比案例的可比性及可比对象选取的充分性。

(一) 百瑞信托

通过市场公开信息查询，选取 2016 年-2018 年已完成的国内信托公司股权交易案例作为可比案例。具体如下表所示：

首次披露日	交易标的	交易买方	交易方式	是否选取
2019/1/3	中粮信托 76.01% 股权	中原特钢	发行股份购买资产	是
2018/11/30	东莞信托 16.2069% 股权	东莞控股 (000828.SZ)	增资	是
2018/9/26	兴业信托 8.4167% 股权	厦门国贸	协议收购-国资收外资	否

首次披露日	交易标的	交易买方	交易方式	是否选取
2017/8/8	杭州工商信托 6.2625% 股权	百大集团 (600865.SH)	协议收购	是
2016/12/24	昆仑信托 82.18% 股权	中油资本	发行股份购买资产	是
2016/5/20	五矿信托 1.86% 股权	五矿资本 (600390.SH)	发行股份购买资产	是
2016/4/29	江苏信托 81.49% 股权	江苏国信 (002608.SZ)	发行股份购买资产	是
2016/2/5	民生信托 59.65% 股权	泛海控股 (000046.SZ)	现金增资	是

本次评估选取 2016 年-2018 年已完成的国内信托公司股权交易案例进行比较分析，因此本次评估可比案例选取具有充分性。

本次评估时，从交易案例的规模、交易时间、交易是否完成等方面进行了筛选，同时由于厦门国贸收购兴业信托 8.4167% 股权为国资收购外资，受政策及市场影响因素交易价格过低，予以剔除，最终选取本次重组评估基准日近 3 年的交易案例进行比较分析。

百瑞信托与中粮信托、东莞信托、杭州工商信托、昆仑信托、五矿信托、江苏信托、民生信托经营范围一致，均为信托管理业务；主要收入来源均为信托业务手续费及佣金收入以及金融资产投资收益；表内主要资产结构类似，均为可供出售金融资产、交易性金融资产、货币资金等，表外主要资产结构类似均为管理的信托资产。百瑞信托与 8 家可比公司业务结构、产品类型相似度高，PB 倍数离散程度小，因此交易案例选取具有可比性。

（二）国家电投财务

通过市场公开信息查询，选取 2016 年-2018 年已完成的国内财务公司股权交易案例作为可比案例。具体如下表所示：

序号	首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)	最新进度	是否选取	未选取的原因
1	2019-03-02	南航财务公司 16.531% 股权	50,000.00	签署转让协议	是	-
2	2018-12-27	中国能源建设集团财务 0.73% 股权	166,100.00	签署转让协议	否	仅一期财务数据或未披露财务数据

序号	首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)	最新进度	是否选取	未选取的原因
3	2018-08-23	连云港财务部分股权	50,686.13	完成	是	-
4	2018-07-20	中集财务10.54%股权	14,999.53	签署转让协议	否	仅一期财务数据或未披露财务数据
5	2018-06-12	财务公司11%股权(江西铜业)	33,755.00	签署转让协议	否	无基准日净资产数据
6	2017-11-28	财务公司部分股权	319,912.50	完成	否	仅一期财务数据或未披露财务数据
7	2017-11-23	一汽财务部分股权	319,800.00	完成	否	仅一期财务数据或未披露财务数据
8	2017-10-19	红豆财务公司4.29%股权	4,654.47	完成	是	-
9	2017-08-31	重工财务公司17.5%股权	64,800.00	完成	是	-
10	2017-08-31	重工财务公司部分股权	97,231.09	完成	否	仅一期财务数据或未披露财务数据
11	2017-08-05	财务公司20.6%股权	234,000.00	完成	否	无基准日净资产数据
12	2017-07-14	亿利财务公司16.5%股权	300,000.00	完成	否	未披露估值情况
13	2017-05-27	财务公司0.833%股权	2,786.39	完成	否	基准日前仅披露一期
14	2017-04-29	中铁建财务部分股权	300,000.00	完成	否	未披露估值情况
15	2017-04-29	兖矿财务公司65%股权	112,422.75	完成	否	基准日前仅披露一期
16	2017-03-08	东方财务95%股权;国合公司100%股权;东方自控100%股权等	325,284.43	完成	否	指标异常
17	2017-03-08	三峡财务10%股权	92,866.67	完成	否	含两个标的,对两个标的合并后的公司增资,无合并后财务数据

序号	首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)	最新进度	是否选取	未选取的原因
18	2016-12-06	冀中财务部分股权	45,000.00	完成	否	仅一期财务数据或未披露财务数据
19	2016-11-04	福能财务10%股权	14,164.85	完成	否	未披露基准日财务数据
20	2016-01-19	一拖财务6%股权	4,273.80	完成	否	仅一期财务数据或未披露财务数据
21	2016年12月	中油财务	1,947,070.96	完成	是	-

本次评估选取 2016 年-2018 年已完成的国内财务公司股权交易案例进行比较分析，本次通过对交易背景、交易方式、资产规模等方面分析，剔除了财务数据披露不足以进行财务指标计算的 13 个案例，剔除了未披露估值情况的 2 个案例，剔除了指标异常的 1 个案例，最终选取了与国家电投财务具有较强可比性的 5 个交易案例进行比较分析，因此可比对象的选取具有充分性。

国家电投财务与南航财务、连云港财务、红豆财务、重工财务、中油财务等经营范围一致，均在集团内承担“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”等四项功能；主要收入来源均为利息收入和手续费及佣金收入等；主要资产为发放贷款及垫款及货币资金。国家电投财务与 5 家可比公司业务结构、收入来源及资产构成相似度高，PB 倍数离散程度小，因此本次评估可比案例的选取具有可比性。

（三）先融期货

近年来国内期货公司股权交易情况如下：

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	是否选取
1	2018/10/12	金信期货 100% 股权	晨鸣纸业等	是
2	2018/9/28	银河期货 16.68% 股权	中国银河证券	否
3	2018/4/28	招金期货 19.0858% 股权	新华锦	否
4	2018/12/3	中粮期货 65% 股权	中原特钢	是
5	2018/4/25	汇鑫期货 22.5% 股权	哈投股份	否
6	2017/11/6	中信期货 6.53% 股份	中信证券	是
7	2017/9/20	新湖期货 8% 股权	新湖集团	是
8	2017/3/16	大地期货 100% 股权	浙江东方集团	是

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	是否选取
9	2017/1/4	瑞龙期货 15.38% 股权	合晟资产	否
10	2016/5/20	五矿经易期货 10.4% 股权	五矿资本	是

其中，汇鑫期货 22.5% 股权案例为评估基准日后公布完成的案例，无法作为可比交易案例。本次评估剔除了截至评估报告日尚未完成的金信期货 100% 股权案例，详细数据未公开的瑞龙期货 15.38% 股权案例，从 PB 离散程度分析银河期货倍数较异常也予以剔除。综合上述，通过市场公开信息查询，本次评估从财务信息的可获得性、PB 的离散程度方面对案例进行了比较分析，最终选取招金期货、中粮期货、中信期货、新湖期货、大地期货、五矿经易期货 6 个可比案例作为可比公司。因此本次评估可比对象选取具有充分性。

先融期货与招金期货、中粮期货、中信期货、新湖期货、大地期货、五矿经易期货六家公司经营业务范围一致，均为商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理业务资格、投资咨询业务资格；均取得上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所会员资格，代理四家期货交易所上市交易的所有品种。此外，先融期货与中粮期货、中信期货、新湖期货、大地期货、五矿经易期货五家公司皆设有期货风险管理子公司，即先融期货与六家可比公司业务结构、产品类型相似度高，PB 倍数离散程度小，因此本次评估可比案例选取具有可比性。

（四）国家电投保险经纪

近三年 A 股市场保险经纪公司股权转让等相关已成交案例的具体情况如下：

序号	交易案例标的公司	首次披露日	交易股比	是否选取
1	上海合晖保险经纪有限公司	2018/9/18	70.00%	否
2	北京众合四海保险代理有限公司	2016/2/29	51.00%	否
3	上海明大保险经纪有限公司	2018/6/6	99.00%	否
4	明亚保险经纪股份有限公司	2017/7/1	66.67%	是
5	中华联合保险控股股份有限公司	2016/1/9	13.06%	否
6	昆仑保险经纪股份有限公司	2016/9/6	51.00%	是
7	鼎力（北京）保险经纪有限公司	2018/10/17	100.00%	否
8	江苏东吴保险经纪股份有限公司	2018/10/15	64.00%	否

序号	交易案例标的公司	首次披露日	交易股比	是否选取
9	海宁保险经纪有限公司	2015/12/12	100.00%	是

通过市场公开信息查询，本次评估选取 2015 年-2018 年国内保险经纪公司股权交易案例进行了比较分析，因此，本次评估可比对象选取具有充分性。

本次评估时，从市盈率价值比率指标是否适用的角度进行了筛选，剔除了上海合晖、上海明大、鼎力（北京），从交易案例的资产规模、业务类型等方面进行了筛选，剔除了主营业务类型存在差异的中华联合，规模较小的北京众合四海、江苏东吴等交易案例，最终选取明亚保险经纪股份有限公司、昆仑保险经纪股份有限公司、海宁保险经纪有限公司等交易案例标的公司作为可比交易案例。

国家电投保险经纪与明亚保险经纪、昆仑保险经纪、海宁保险经纪三家公司经营业务范围一致，均为原中国保监会批准的保险经纪业务。国家电投保险经纪与三家可比公司业务结构、产品类型相似度高，PE 倍数离散程度小，因此本次评估可比案例选取具有可比性。

三、结合各子公司业务特点及经营模式，补充披露市场法评估中，各子公司评估过程中选择的修正维度及指标维度选取的依据及合理性、充分性，在各子公司评估过程中，上述修正过程存在较大差异的原因及合理性，参照不同的评分规则的原因及合理性。

市场法评估时，关于可比指标参照了财政部颁布的《金融企业绩效评价办法》（财金[2016]35 号）中的评价指标，并同时参考《资产评估专家指引第 4 号——金融企业市场法评估模型与参数确定》（中评协[2015]65 号）。分别从盈利能力、发展能力、偿付能力及经营能力四个方面选取指标，同时考虑案例数据的有效性进行删减或增加。而对于可比指标评价体系的建立，参照《中国上市公司业绩评价指标体系》建立财务指标评分体系，后进行逐一比对后得出对应的各项指标的打分结果。各子公司评估过程中均参照上述规则进行调整。

（一）百瑞信托

百瑞信托为传统信托行业公司，其主要业务为信托产品管理产生的手续费及佣金收入，以及自有资产投资产生的投资收益。信托资产的盈利能力主要体现在信托产品的平均报酬率上，即该信托产品为信托公司带来的平均手续费率。针对

影响信托公司企业价值参数的具体情况，本次修正因素主要选择盈利能力、发展能力、风险因素、经营能力及时间因素等方面。

1、财务指标

对于盈利能力指标选取净资产收益率及信托报酬率；而信托公司主要的盈利来源于信托资产规模及自有资产规模，因此对于其未来的发展潜力及目前经营能力的体现，选取净利润增长率、信托资产规模增长率作为发展能力指标、信托资产份额及总资产规模作为经营能力的体现；同时，由于信托行业受银保监会监管，其风险指标主要为净资本/各项业务风险资本之和及净资本/净资产，因此本次评估将上述两项风险指标作为修正维度。其中：

净资产收益率是指企业一定时期内的净利润同平均净资产的比率。平均净资产收益率充分体现了投资者投入企业的自有资本获取净收益的能力，突出反映了投资与报酬的关系，是评价企业资本经营效益的核心指标。

信托报酬率即受托人报酬率，是指受托人因承担管理、运用或者处分信托财产而应当收取的报酬率，反映企业的报酬收益水平。

净利润增长率越高，说明信托公司盈利能力提升速度越快，是企业未来发展能力的重要体现。

信托资产规模增长率综合反映信托公司信托资产管理能力以及信托市场抢占能力。

信托资产规模是信托公司管理能力、收入能力的综合体现，一般信托资产规模越大，其市场占有率越高，企业的规模效益越大。

资产规模是通过比较信托公司总资产规模，对信托公司的规模效应进行判断。一般认为，不同规模公司的盈利增长难度是不同的，大企业可以获得规模效益，但利润或资产的增长速度很难与小企业相比。

净资本是衡量金融企业资本充足和资产流动性状况的一个综合性监管指标，是金融企业净资产中流动性较高、可快速变现的部分，它表明金融企业可随时用于变现以满足支付需要的资金数额。

净资本/各项业务风险资本之和的比率是由于信托公司开展的各项业务存在一定风险并可能导致资本损失，所以应当按照各项业务规模的一定比例计算风险资本并与净资本建立对应关系，确保各项业务的风险资本有相应的净资本来支撑。净资本不得低于各项风险资本之和的 100%。

本次评估对财务指标以全部信托行业 68 家公司 2018 年及 2017 年年度数据作为基础，对各个指标进行计算，建立评价体系。在考虑行业、规模影响因素的基础上，进一步将评价标准分类细化，分为优秀、良好、平均、较低、较差五个档次。按照五个级次平均权重计算，步距为 5 分，即优秀值 100 分、良好值 95 分、平均值 90 分、较低值 85 分和较差值 80 分。同时比较可比案例各指标与优秀值、良好值、平均值、较低值和较差值的差异，进行分数修正。其中平均值为全行业该指标的中位数，良好值为高于平均值的中位数，优秀值为高于良好值的中位数，较低值为低于平均值的中位数，较差值为低于较低值的中位数。

根据上述调整因素的描述及调整系数的确定方法，各因素调整系数打分表如下表：

序号	交易标的	盈利能力		发展能力		偿付能力		市场地位		总分值
		净资产收益率	信托报酬率	净利润增长率	信托资产增长率	净资本/各项业务风险资本之和	净资本/净资产	信托资产规模市场份额	资产规模	
1	中粮信托	96	96	100	100	89	100	86	87	95
2	东莞信托	90	100	94	94	98	99	80	81	92
3	杭州工商信托	100	100	100	93	97	88	80	80	92
4	昆仑信托	98	97	100	87	95	100	85	87	94
5	五矿信托	100	97	100	93	95	100	94	84	96
6	江苏信托	100	85	100	100	80	93	97	90	94
7	民生信托	93	99	100	100	92	92	85	83	93
8	百瑞信托	96	94	92	94	87	86	87	90	91

2、时间因素

一般认为，案例的交易价格与整个资本市场股价的波动存在一定的相关性。当整个资本市场较为活跃，市场高涨的情况下，股权的交易价格较高。本次主要

选取交易案例所在基准日前 30 日的沪深 300 金融指数平均值进行可比案例时间因素修正。

由于可比案例在交易时受资本市场影响，会产生定价的差异，本次采用评估基准日前 30 日沪深 300 金融指数平均数对可比案例间的时间因素进行调整。以评估基准日指数为标准值 100 分，各交易日期指数变动每 100 点修正 1 分。时间因素打分表如下表：

序号	交易标的	评估基准日	基准日前 30 日沪深 300 金融指数平均值	总分值
1	中粮信托	2017/9/30	6,298.66	108
2	东莞信托	2017/12/31	6,595.57	111
3	杭州工商信托	2016/12/31	5,722.93	102
4	昆仑信托	2016/5/31	5,298.51	98
5	五矿信托	2015/12/31	6,012.12	105
6	江苏信托	2015/12/31	6,012.12	105
7	民生信托	2015/12/31	6,012.12	105
8	百瑞信托	2018/12/31	5,473.78	100

财务及时间因素修正系数如下表：

序号	交易标的	原始 PB	财务修正系数	时间修正系数
1	中粮信托	1.59	0.96	0.93
2	东莞信托	1.46	0.99	0.90
3	杭州工商信托	1.47	0.99	0.98
4	昆仑信托	1.85	0.97	1.02
5	五矿信托	1.85	0.95	0.95
6	江苏信托	1.17	0.97	0.95
7	民生信托	1.27	0.98	0.95

因此，本次评估对百瑞信托采用市场法评估过程中选择的修正维度及指标维度选取具有合理性及充分性。

（二）国家电投财务

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。财务公司无行业公开统计的各财务

公司的财务数据，仅能从交易案例披露的相关公告中获取财务数据相关的信息，且一般在交易公告中仅披露基准日时点或一年一期的资产总额、负债总额、所有者权益、营业收入、净利润等。因此，结合各财务公司的财务数据披露情况，本次分别从盈利能力、发展能力、偿付能力、经营能力四个方面选取了5个经济指标，同时对交易案例的时间因素选取沪深300金融指数进行对比分析。

1、财务指标

净资产收益率是指企业一定时期内的净利润同平均净资产的比率。平均净资产收益率充分体现了投资者投入企业的自有资本获取净收益的能力，突出反映了投资与报酬的关系，是评价企业资本经营效益的核心指标。

除关注现有经营情况外，企业的发展情况是影响其交易价值的重要因素。因此对于成长能力主要通过对现有发展趋势的情况对预期做出决策，具体包括净利润增长情况。

资产负债率也称负债比率或举债经营率，是指负债总额对全部资产总额之比，用来衡量企业利用债权人提供资金进行经营活动的能力，反映债权人发放贷款的安全程度。这一比率是衡量企业长期偿债能力的指标之一。

一般而言，总资产占财务公司行业总资产的比重越大，市场份额越高，经营能力越强。各年度财务公司行业总资产数据取自中国财务公司协会统计的行业基本经营数据。

资产规模是通过比较财务公司总资产规模，对财务公司的规模效应进行判断。一般认为，不同规模公司的盈利增长难度是不同的，大企业可以获得规模效益，但利润或资产的增长速度很难与小企业相比。

本次评估对财务指标以可获取的财务公司相关数据作为基础，对各个指标进行计算，建立评价体系。在考虑行业、规模影响因素的基础上，进一步将评价标准分类细化，分为优秀、良好、平均、较低、较差五个档次。按照五个级次平均权重计算，步距为5分，即优秀值100分、良好值95分、平均值90分、较低值85分和较差值80分。同时比较可比案例各指标与优秀值、良好值、平均值、较低值和较差值的差异，进行分数修正。其中平均值为全行业该指标的中位数，良

好值为高于平均值的中位数，优秀值为高于良好值的中位数，较低值为低于平均值的中位数，交差值为低于较低值的中位数。

根据上述调整因素的描述及调整系数的确定方法，各因素调整系数打分表如下表：

序号	交易案例	PB	盈利能力	发展能力	偿付能力	经营能力		总分值
			净资产收益率	净利润增长率	资产负债率	总资产占行业总资产比重	资产规模	
1	南航财务	1.01	91	90	95	85	85	90
2	连云港财务	0.96	85	100	89	80	80	89
3	红豆财务	1.12	87	90	100	80	80	89
4	重工财务	1.21	98	95	80	90	89	91
5	中油财务	1.23	100	85	85	100	100	93
6	国电投财务		90	88	96	95	97	93

2、时间因素

一般认为，案例的交易价格与整个资本市场股价的波动存在一定的相关性。当整个资本市场较为活跃，市场高涨的情况下，股权的交易价格较高。本次主要选取交易案例所在基准日前 30 日的沪深 300 金融指数平均值进行可比案例时间因素修正。

由于可比案例在交易时受资本市场影响，会产生定价的差异，本次采用评估基准日前 30 日沪深 300 金融指数平均数对可比案例间的时间因素进行调整。以评估基准日指数为标准值 100 分，各交易日期指数变动每 100 点修正 1 分。时间因素打分表如下表：

序号	交易标的	评估基准日	基准日前 30 日沪深 300 金融指数平均值	总分值
1	南航财务	2018/6/30	5,769.06	103
2	连云港财务	2018/6/30	5,769.06	103
3	红豆财务	2017/8/31	6,169.57	107
4	重工财务	2016/12/31	5,722.93	102
5	中油财务	2015/12/31	6,012.12	105
6	国电投财务	2018/12/31	5,473.78	100

财务及时间因素修正系数如下表：

序号	交易标的	原始 PB	财务修正系数	时间修正系数
1	南航财务	1.01	1.03	0.97
2	连云港财务	0.96	1.04	0.97
3	红豆财务	1.12	1.04	0.93
4	重工财务	1.21	1.02	0.98
5	中油财务	1.23	1.00	0.95

因此，本次评估对国电投财务采用市场法评估过程中选择的修正维度及指标选取具有合理性和充分性。

（三）先融期货

先融期货主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、风险管理及资产管理等业务，通过全资控股的先融风管开展风险管理业务，通过全资控股的先融资管开展资产管理业务。期货经纪业务主要包括代理客户的经纪业务和代理客户的结算业务，是期货公司最基本的一项业务。期货经纪业务收入主要包含三方面：交易手续费、交割手续费和交易所手续费返还。由于期货公司的业务模式较为单一，手续费收入是期货公司营业收入的主要组成部分。期货公司的业务规模及业务范围将直接取决于资本规模。2017 年，按客户权益排名前 20 的期货公司客户权益总额为 1,948.22 亿元，占市场总额的 57.17%；前 50 的期货公司客户权益总额 2,811.11 亿元，占市场总额的 82.49%。

针对影响期货公司企业价值参数的具体情况，本次修正因素主要选择盈利能力、发展能力、偿付能力、经营能力、监管评级和时间因素等方面进行修正。

1、时间因素

交易日期所处的证券市场的情况，以及交易日期附近资本市场对整个证券市场的预期走势的判断和发展等都会对交易价格产生影响。本次选取基准日前 30 日沪深 300 金融指数的均值对可比案例的时间因素进行调整。将先融期货 2018 年 12 月 31 日前 30 日沪深 300 金融指数设为 100，可比公司修正指数=100-（先融期货 2018 年 12 月 31 日前 30 日沪深 300 金融指数-可比公司交易日前 30 日沪深 300 金融指数）/100，即沪深 300 指数变动 100 点，修正 1 分，即高于 100

点修正+1，降低 100 点修正-1。

2、分类评级

可比公司分类评级修正系数=先融期货分类评级得分/可比公司分类评级得分。

期货公司分类评级是以期货公司风险管理能力为基础，结合公司市场竞争力、培育和发展机构投资者状况、持续合规状况，对期货公司进行的综合评价。本次参考证监会分类评级的打分设定，将 11 个层级中最高分设定为 100 分，最低分设定为 60 分，步距为 4 分，分类评级分数情况如下：

分类评级	分数
AAA	100
AA	98
A	96
BBB	94
BB	92
B	90
CCC	88
CC	86
C	84
D	82
E	80

根据以上标准结合可比交易案例及标的公司 2018 年分类结果进行评分，评分结果如下：

序号	公司名称	分类评级结果	评分
1	招金期货	B	90
2	中信期货	AA	98
3	中粮期货	AA	98
4	大地期货	BBB	94
5	新湖期货	A	96
6	五矿经易期货	A	96
7	先融期货	CC	86

3、财务指标

可比公司各指标修正系数=先融期货财务指标得分/可比公司财务指标得分

由于受到监管要求，期货行业需要公开披露部分年报财务数据，本次通过行业协会网站搜集整理了期货行业 149 家公司截至评估报告日最新财务数据，并对数据进行整理及统计分析，计算出对应比准指标，例如净利润增长率和市场份额等。盈利能力：ROE 及权益转化率越高，价值比率越高，反之亦然。

发展能力：净利润增长率和手续费收入增长率越高，发展能力越高，价值比率越高，反之亦然。

偿付能力：在满足监管要求的基础上，对各可比公司的偿付能力指标与先融期货的进行比较，进行判断。

经营能力：客户权益份额及手续费收入份额越大，市场地位越高，价值比率越高，反之亦然。

从相关性方面来看，对可比案例各项财务指标与初始价值比率两组数据进行相关性测试，相关系数不为零，说明各财务指标与价值比率之间存在一定的相关性。

综合以上，本次指标选取根据期货行业的特点选取了部分财务指标并对此进行相关性测试，各指标的选取合理。

本次评估对财务指标以全部期货行业 2018 年及 2017 年年度数据作为基础，对各个指标进行计算，建立评价体系。在考虑行业、规模影响因素的基础上，进一步将评价标准分类细化，分为优秀、良好、平均、较低、较差五个档次。按照五个级次平均权重计算，步距为 5 分，即优秀值 100 分、良好值 95 分、平均值 90 分、较低值 85 分和较差值 80 分。同时比较可比案例各指标与优秀值、良好值、平均值、较低值和较差值的差异，进行分数修正。其中平均值为全行业该指标的中位数，良好值为高于平均值的中位数，优秀值为高于良好值的中位数，较低值为低于平均值的中位数，较差值为低于较低值的中位数。

根据上述调整因素的描述及调整系数的确定方法，各因素调整系数打分表如下表：

序号	交易标的	盈利能力		发展能力		偿付能力	经营能力	
		ROE	权益转化率	净利润增长率	手续费收入增长率	净资本/净资产	客户权益市场份额	手续费市场份额
1	招金期货	92	88	100	97	95	90	88
2	中信期货	99	80	86	84	83	100	100
3	中粮期货	90	80	90	87	83	100	97
4	大地期货	89	86	87	92	91	92	91
5	新湖期货	91	84	89	91	100	96	96
6	五矿经易期货	88	84	100	100	92	98	97
7	先融期货	85	83	90	84	80	89	85

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法，各影响因素打分表及调整系数详见下表：

对比因素	招金期货	中信期货	中粮期货	大地期货	新湖期货	五矿经易期货
财务指标修正系数	1.05	0.93	0.95	0.97	1.10	0.94
分类评级修正系数	1.04	0.96	1.00	1.00	1.02	1.07
时间修正系数	0.91	0.98	0.93	1.04	0.98	0.95

因此，本次评估对先融期货采用市场法评估过程中选择的修正维度及指标维度选取具有合理性及充分性。

维度选取具有合理性及充分性。

（四）国家电投保险经纪

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。保险经纪无行业公开统计的各公司的财务数据，仅能从交易案例披露的相关公告中获取财务数据相关的信息，且一般在交易公告中仅披露基准日时点或两年一期的资产总额、负债总额、所有者权益、营业收入、净利润等。因此，结合各保险经纪公司的财务数据披露情况，本次分别盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力、市场地位五个方面选取了6个经济指标，分别是盈利能力指标：净资产收益率、资产收益率；偿债能力指标：资产负债率；营运能力：总资产周转率；成长能力指标：营业收入增长率；市场地位指标：总资产规模，同时对交易案例的时间因素选取沪深300金融指数进行对比分析。

1、财务指标

参照常用的保险经纪公司核心竞争力评价指标体系，本次对比指标主要从：盈利能力、资产规模、运营能力、偿债能力、成长能力和资本市场差异方面考虑。每项对比指标设置时，充分考虑了保险经纪公司的行业特点。

序号	指标	计算公式	指标解释
1	净资产收益率 (ROE)	净利润/期初期末平均净资产×100%	反映股东权益的收益水平，是衡量企业获利能力的重要指标。
2	资产收益率 (ROA)	净利润/期初期末平均资产总额×100%	衡量每单位资产创造多少净利润的指标。
3	资产规模	资产规模=ln(资产总额)	通过比较保险经纪公司总资产规模，对保险经纪公司的规模效应进行判断。
4	总资产周转率	营业收入净额/平均资产总额	反映公司的综合运营能力。
5	资产负债率	(总负债/总资产)×100%	反映公司偿债能力、杠杆水平的指标。
6	营业收入增长率	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入×100%	反映公司近年来的增长速度。

本次评估对财务指标以可获得的保险经纪行业公司数据为基础，对各个指标进行计算，建立评价体系。在考虑行业、规模影响因素的基础上，进一步将评价标准分类细化，分为优秀、良好、平均、较低、较差五个档次。按照五个级次平均权重计算，步距为5分，即优秀值100分、良好值95分、平均值90分、较低值85分和较差值80分。同时比较可比案例各指标与优秀值、良好值、平均值、较低值和较差值的差异，进行分数修正。其中平均值为全行业该指标的中位数，良好值为高于平均值的中位数，优秀值为高于良好值的中位数，较低值为低于平均值的中位数，较差值为低于较低值的中位数。

根据上述调整因素的描述及调整系数的确定方法，各因素调整系数打分表如下表：

交易案例	盈利能力		偿债能力	营运能力	成长能力	市场地位	财务总分值
	净资产收益率	ROA	资产负债率	总资产周转率	营业收入增长率	总资产规模	
明亚保险经纪	91	94	96	100	100	91	96
昆仑保险经纪	85	87	89	85	92	95	89
海宁保险经纪	100	88	80	85	86	88	87

交易案例	盈利能力		偿债能力	营运能力	成长能力	市场地位	财务总分值
	净资产收益率	ROA	资产负债率	总资产周转率	营业收入增长率	总资产规模	
国家电投保险经纪	91	100	100	87	80	91	91

2、时间因素

一般认为，案例的交易价格与整个资本市场股价的波动存在一定的相关性。当整个资本市场较为活跃，市场高涨的情况下，股权的交易价格较高。本次主要选取交易案例所在基准日前 30 日的沪深 300 金融指数平均值进行可比案例时间因素修正。

由于可比案例在交易时受资本市场影响，会产生定价的差异，本次采用评估基准日前 30 日沪深 300 金融指数平均数对可比案例间的时间因素进行调整。以评估基准日指数为标准值 100 分，各交易日期指数变动每 100 点修正 1 分。时间因素打分表如下表：

序号	交易标的	评估基准日	基准日前 30 日沪深 300 金融指数平均值	总分值
1	明亚保险经纪	2016/9/30	5,558.66	101
2	昆仑保险经纪	2016/5/31	5,298.51	98
3	海宁保险经纪	2015/9/30	5,058.28	96
4	国家电投保险经纪	2018/12/31	5,473.78	100

财务及时间因素修正系数如下表：

序号	交易标的	原始 PE	财务修正系数	时间修正系数
1	明亚保险经纪	16.20	0.95	0.99
2	昆仑保险经纪	12.36	1.02	1.02
3	海宁保险经纪	11.44	1.05	1.04

因此，本次评估对国家电投保险经纪采用市场法评估过程中选择的修正维度及指标维度选取具有合理性及充分性。

综上，各子公司评估过程中，选择的修正维度及指标维度选取具有合理性及充分性。上述修正过程均根据各子公司所属不同行业建立评价标准，时间因素保持统一，具有合理性。

四、结合拟购买资产特别是百瑞信托、国家电投财务净资产的真实性、是否已计提足额的资产减值准备等，补充披露市场法评估结果的合理性。

致同会计师事务所（特殊普通合伙）已于 2019 年 5 月 6 日出具的标准无保留意见的《国家电投集团资本控股有限公司（合并）审计报告》（致同审字（2019）第 110ZC7261 号），认为资本控股 2016 年度、2017 年度、2018 年度模拟财务报表在所有重大方面按照模拟财务报表编制基础和方法编制。根据上述《专项审计报告》，百瑞信托在评估基准日的所有者权益账面值为 824,136.68 万元，已足额计提资产减值准备。

致同会计师事务所（特殊普通合伙）已于 2019 年 5 月 6 日出具的标准无保留意见的《国家电投集团资本控股有限公司（合并）审计报告》（致同审字（2019）第 110ZC7261 号），认为资本控股 2016 年度、2017 年度、2018 年度模拟财务报表在所有重大方面按照模拟财务报表编制基础和方法编制。根据上述《专项审计报告》，国家电投财务在评估基准日的所有者权益账面值为 1,017,900.16 万元，已足额计提资产减值准备。

市场法评估采用市净率（P/B）作为价值比率，以标的企业的净资产作为被乘数。如前所述，于评估基准日，标的企业均经过专项审计，其账面净资产为经审计师充分考虑资产减值准备计提情况后的结果，因此对应的净资产真实、客观。评估工作基于该等净资产审计结果，在市场法下，以现实市场上的参照物来评价评估对象的市场价值，其评估结果具有合理性。

五、最终选取修正后的价值乘数时，选取平均值和中位数的原因及合理性，上述选取差异是否合理。

本次评估对资本控股长期股权投资公司均采用交易案例比较法进行评估，对最终的修正后各交易案例的价值比率进行了分析，由于各交易案例修正后价值比率的分布属于偏态分布，根据数理统计理论，偏态分布下，中位数更能代表一组数据的集中度。因此，我们对资本控股下属子公司修正后的价值比率均选取中位数。其中，较为特殊的是国家电投保险经纪，由于市场中可找到的交易案例仅 3 家，为避免采用单一案例对估值结果的影响，综合考虑采用各交易案例价值比率平均值作为最终结论。

综合分析，我们认为，对于各被评估单位市场法最终价值比率中值及均值的选取，应根据数据的整体分布情况以及数量综合判断进行选取，因此通过上述分析，对于除国家电投保险经纪外的 3 家公司均采用修正后的价值比率中值较为合理，而对于国家电投保险经纪，由于受可比交易案例数量的影响，无法保证采用中值的合理性，综合考虑对于保险经纪选取均值作为最终价值比率。

因此最终选取修正后价值乘数对于国家电投财务、百瑞信托、先融期货采用中位数，对于国家电投保险经纪采用平均数具有合理性。

六、结合国家电投保险经纪静态市盈率、动态市盈率，比对可比交易公司情况，进一步补充披露评估作价的合理性。

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：由于国家电投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，国家电投保险经纪的市盈率为 13.52 倍，处于行业交易案例市盈率区间范围内，略高于同行业平均水平，与同行业并购案例平均数差异极小，略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，评估结果具有合理性。

七、补充披露本次估值是否考虑流动性折扣与控制权溢价，并说明原因及合理性。

本次评估对资本控股子公司均采用交易案例比较法进行评估，交易案例与被评估单位均处于非上市状态，因此无流动性折扣差异。

对于本次评估选取的可比案例中，交易的控股权是否发生实质性的转移较难判断，而控股权折溢价因素在实际交易中较难量化。另外，通过对可比交易案例的价值比率水平及交易涉及的股比进行了量化相关性分析，相关程度较弱。因此，

综合上述因素，为保证评估结果的合理性，本次评估未考虑控股权溢价对评估结论的影响。

综上，本次评估未考虑流动性折扣与控制权溢价具有合理性。

八、核查意见

经核查，评估师认为，上市公司对资本控股子公司国家电投财务、国家电投保险经纪、百瑞信托、先融期货采用市场交易案例比较法的合理性进行了分析；结合《资产评估准则》补充披露了评估过程的合理性以及评估依据是否符合《资产评估准则》的相关规定；对各子公司评估时可比案例的选取的可比性及充分性进行了分析及补充披露；结合各子公司业务特点及经营模式，补充披露了市场法评估中，各子公司评估过程中选择的修正维度及指标维度选取的依据及合理性、充分性；结合市场法评估各标的净资产是经过专项审计后的结果，评估采用审计后净资产进行计算，补充披露了市场法评估结果的合理性；对最终选取修正后的价值乘数时，对国家电投保险经纪选取平均值，对国家电投财务、百瑞信托、先融期货选取中位数的合理性进行了分析；结合国家电投保险经纪静态市盈率、动

(本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉(192328号)资产评估相关问题回复的核查意见》之盖章页)

中联资产评估集团有限公司

2019年 月 日