

国泰君安证券股份有限公司
关于包头华资实业股份有限公司非公开发行股票
募集资金拟收购资产评估报告更新的核查意见

国泰君安证券股份有限公司（以下简称“保荐机构”）作为包头华资实业股份有限公司（以下简称“华资实业”、“发行人”或“公司”）非公开发行股票的保荐机构，根据《证券发行上市保荐业务管理办法》、《上市公司证券发行管理暂行办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《资产评估准则》等有关规定，对华资实业非公开发行股票募集资金拟收购资产评估报告更新的情况进行了核查。具体情况如下：

一、评估报告更新原因

包头华资实业股份有限公司于 2015 年 12 月 18 日召开 2015 年第五次临时股东大会审议通过了公司非公开发行股票的相关事项。本次非公开发行股票募集资金拟全部用于对华夏人寿保险股份有限公司（以下简称“标的公司”）进行增资，增资完成后公司持有标的公司不超过 51% 股权，标的公司股权收购价格由交易各方以评估值为参考协商确定。

北京中企华资产评估有限责任公司（以下简称“中企华”）以 2015 年 3 月 31 日为基准日，对标的公司出具了《包头华资实业股份有限公司拟增资华夏人寿保险股份有限公司项目评估报告》（中企华评报字[2015]第 1242 号），以下简称“首次评估报告”。

由于首次评估报告已过有效期，中企华以 2015 年 12 月 31 日为基准日，对标的公司重新出具了《包头华资实业股份有限公司拟增资华夏人寿保险股份有限公司价值核实项目评估报告》（中企华评报字[2016]第 1085 号），以下简称“价值核实评估报告”。

二、价值核实评估报告与首次评估报告主要差异说明

（一）评估方法的选择

中企华评估采用收益法和市场法对华夏人寿保险股份有限公司价值进行评估。收益法采取现金流量折现法中的股权自由现金流折现模型来进行保险公司的估值。市场法采用上市公司比较法。

价值核实评估报告与首次评估报告采用一致的评估方法。

(二) 关键评估参数差异情况

价值核实评估报告根据被评估单位的实际情况对未来收益进行了合理预测，对关键评估参数进行了合理的选择和判断，关键评估参数与首次评估报告差异情况如下：

1、保费收入、营业支出等经营数据

根据标的公司最新财务数据及行业的监管要求等，价值核实评估报告更新了相关的保费收入、营业支出等数据。

(1) 规模保费与营业支出

1) 首次评估与价值核实评估中预测期的规模保费差异比较如下：

单位：亿元：

年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
首次评估	1,696.11	1,914.64	2,053.06	2,201.65	2,362.13	2,519.89	2,687.54	2,864.52	3,050.98
价值核实评估	1,907.17	2,044.99	2,193.61	2,353.25	2,524.28	2,694.81	2,875.05	3,065.28	3,265.19
差异	211.06	130.35	140.55	151.61	162.15	174.92	187.51	200.76	214.21
差异率	12.44%	6.81%	6.85%	6.89%	6.86%	6.94%	6.98%	7.01%	7.02%

2) 首次评估与价值核实评估中预测期的营业支出差异比较如下：

单位：亿元：

年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
首次评估	257.53	338.01	410.76	486.44	566.11	641.58	722.7	808.69	898.52
价值核实评估	300.28	381.27	460.92	536.77	621.28	713.96	801.74	895.84	994.38
差异	42.75	43.26	50.16	50.33	55.17	72.38	79.04	87.15	95.86
差异率	16.60%	12.80%	12.21%	10.35%	9.75%	11.28%	10.94%	10.78%	10.67%

注：营业支出=退保金+赔付支出+分保赔付支出-摊回赔付支出+提取保险责任准备金-摊回保险责任准备金+保单红利支出+分保费用-摊回分保费用+营业税金及附加+手续费及佣金支出+业务及管理费+其他业务成本+资产减值损失

价值核实评估预测的规模保费、营业支出普遍要高于首次评估的规模保费、营业支出，差异原因为：首次评估预测期规模保费、营业支出根据 2015 年规划进行预测，价值核实评估预测期的规模保费、营业支出根据 2016 年规划进行预测。因 2015 年的业务大幅度增长，导致价值核实评估对预测期规模保费、营业

支出的预测相应高于首次评估。

(2) 综合投资收益率

首次评估中使用的综合投资收益率：2023 年以前，预测综合投资收益率约为 6.75%，2023 年至 2024 年综合投资收益率约为 6.50%；价值核实评估中使用的综合投资收益率：2022 年以前，预测综合投资收益率约为 6.50%，2022 年至 2025 年综合投资收益率约为 6.25%。差异原因：相比 2015 年 3 月 31 日，2015 年 12 月 31 日国债收益率下降，同时资本市场出现下滑，考虑到上述因素结合华夏保险自身投资策略，价值核实评估预测适当降低了综合投资收益率。

(3) 营业收入

单位：亿元

年度		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
首次评估	已赚保费	74.10	101.17	131.55	165.45	202.31	239.49	278.82	320.67	363.46
	投资收益	199.69	273.30	344.69	405.24	465.00	525.86	593.39	639.86	714.87
	营业收入	276.33	377.10	478.99	573.56	670.29	768.46	875.48	963.94	1,081.89
价值核实评估	已赚保费	93.25	128.51	166.64	208.99	254.61	300.65	349.13	400.54	453.60
	投资收益	221.95	283.32	347.89	396.72	452.14	512.22	551.62	608.44	676.24
	营业收入	317.36	414.35	517.25	608.54	709.70	815.94	903.95	1,012.32	1,133.33
差异	已赚保费	19.15	27.34	35.09	43.54	52.30	61.16	70.31	79.87	90.14
	投资收益	22.26	10.03	3.20	-8.52	-12.86	-13.64	-41.77	-31.42	-38.62
	营业收入	41.03	37.25	38.26	34.98	39.40	47.48	28.48	48.38	51.44
差异率	已赚保费	25.84%	27.02%	26.67%	26.31%	25.85%	25.54%	25.22%	24.91%	24.80%
	投资收益	11.15%	3.67%	0.93%	-2.10%	-2.76%	-2.59%	-7.04%	-4.91%	-5.40%
	营业收入	14.85%	9.88%	7.99%	6.10%	5.88%	6.18%	3.25%	5.02%	4.75%

营业收入变动的主要原因是：根据 2015 年实际经营情况及资本市场等的变动情况，对未来保费规模规划、投资收益率的预期有所调整导致。

2、折现率

由于评估基准日不同，本次评估对计算折现率的各项因子进行更新，具体变化及原因如下：

计算因子	首次评估报告	价值核实评估报告	差异原因
无风险收益率	3.6483%	2.82%	选取银行间固定利率国债在评估基准日的到期年收益率作为无风险收益率，由于国债利率下行，故无风险利率下降。

权益系统风险系数	1.1136	0.9970	选取上市公司新华保险、中国太保、中国人寿的平均无财务杠杆权益系统风险系数作为计算基础，由于截至 2015 年 3 月 31 日和截至 2015 年 12 月 31 日上市保险公司平均无财务杠杆权益系统风险系数及上市保险公司的平均目标资本结构均有小幅调整，故权益系统风险系数下降。
市场风险溢价	7.15%	7.08%	选取成熟股票市场的基本补偿额，并进一步进行了修正。两次成熟股票市场的基本补偿额分别选取 1928-2014 年和 1928-2015 年美国股票与国债的算术平均收益差，有小幅下降，故市场风险溢价下降。
企业特定风险调整系数	3.0%	3.0%	无变化
折现率	14.61%	12.88%	-

上述计算因子进行更新导致预测期折现率由 14.61% 降为 12.88%。

3、偿付能力充足率

首次评估和价值核实评估的偿付能力充足率如下：

年度		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
首次评估	综合偿付能力充足率	151%	151%	142%	128%	118%	115%	109%	105%	105%
价值核实评估	核心偿付能力充足率	76%	86%	88%	88%	92%	104%	108%	113%	119%
	综合偿付能力充足率	104%	106%	105%	103%	105%	113%	115%	117%	121%

偿付能力是保险公司偿还债务的能力。根据监管规定，保险公司应当具有与其风险和业务规模相适应的资本。首次评估与价值核实评估中预测期偿付能力均符合监管要求。

首次评估与价值核实评估偿付能力存在差异的主要原因是两次评估中偿付能力测算使用了不同的计算体系：首次评估中偿付能力充足率测算依据中国保险业第一代偿付能力监管标准（以下简称“偿一代”）；价值核实评估中偿付能力充足率测算依据中国第二代偿付能力监管制度体系（于 2016 年 1 月 1 日正式开始实施，以下简称“偿二代”）。偿一代和偿二代监管体系下，保险公司的偿付能力充足率计算方式不同、监管层量化监管要求不同。在两次评估过程中，根据保监会偿付能力监管体系的要求，结合华夏保险的未来经营预期、偿付能力规划，对华夏保险未来经营数据、资本投入进度等做了一定调整，进而对未来华夏保险未来偿付能力进行了测算。

（三）评估结论

首次评估与价值核实评估中权益现金流净现值合计，分别为 2,751,611.12 万元和 3,203,155.67 万元。根据股东全部权益价值公式，股东全部权益价值=权益现金流现值合计+溢余资产+非经营性资产、负债+长期投资评估值，首次评估报告的标的公司评估值合计为 3,029,841.70 万元，价值核实评估报告的标的公司评估值合计为 3,356,518.92 万元，评估结果不存在重大差异。

三、评估报告对本次收购的影响

价值核实评估报告中，标的公司股东全部权益评估值为 3,356,518.92 万元，较首次评估报告的标的公司评估值增加 326,677.22 万元。价值核实评估报告不涉及对发行人、华夏保险、本次发行方案的重大不利变化，不影响华资实业 2015 年非公开发行股票的交易定价。

四、保荐机构的核查意见

国泰君安证券股份有限公司作为公司非公开发行股票的保荐机构，对价值核实评估报告进行了核查，发表如下意见：

1、首次评估报告与价值核实评估报告在评估方法、关键评估参数、评估结论等方面不存在重大差异；

2、评估报告的出具机构未发生变更，首次评估报告与价值核实评估报告评估值不存在重大差异，不影响本次非公开发行股票的成交价格，本次非公开发行股票方案未发生变化。