

**关于中原特钢股份有限公司**  
**《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的回复**  
**（评估师部分）**

中国证券监督管理委员会：

贵会对于《中原特钢股份有限公司上市公司发行股份购买资产核准》行政许可申请材料提出的审查意见已由独立财务顾问中信建投证券股份有限公司于 2018 年 10 月 29 日转交给北京中企华资产评估有限责任公司（以下简称“本公司”或“中企华”），本公司作为中原特钢股份有限公司（以下简称“中粮特钢”）置出资产及购买的资产标的中粮资本投资有限公司（以下简称“中粮资本”）的评估师，现对审查意见中需要评估师进行核查的部分回复如下：

7. 申请文件显示，1) 2015 年 5 月，中粮集团以中粮信托 76.0095% 股权向中粮明诚增资，对应价格 4.77 元 / 注册资本。2) 2017 年 5 月，中粮资本 100% 净资产资产基础法评估价值为 1,439,428.15 万元，增值率 53.96%。3) 2017 年 8 月，中粮集团对外转让中粮资本 13.7552% 股权，转让价格 14.54 元 / 注册资本；同时，北京首农食品集团有限公司（以下简称首农集团）等 7 名投资人向中粮资本增资 49 亿元，增资价格 14.54 元 / 注册资本。4) 中粮资本本次交易作价 2,118,567.61 万元，增值率 46.02%。请你公司：1) 结合上述增资、评估和股权转让之间及与本次交易之间中粮资本收入和盈利变化情况、净资产情况、增资后对应估值、市盈率和市净率情况、同行业可比交易等，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中粮资本估值差异的原因及合理性。2) 结合首农集团等 7 名投资人持股时间、持股成本等，补充披露上述股东按本次交易作价计算的总收益率和年化收益率。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、上述增资、评估和股权转让之间及与本次交易之间中粮资本估值差异的原因及合理性

（一）中粮资本收入和盈利情况、净资产情况、对应估值、市盈率和市净率情况

1、2015 年 5 月增资

2015 年 5 月，中粮集团以其持有的中粮信托 76.0095% 股权向中粮明诚增资（以下简称“2015 年 5 月增资”）。本次增资前，中粮明诚注册资本为 5 亿元，增资后，中粮明诚注册资本增加至 10 亿元。本次增资为中粮集团全资子公司间的股权结构调整，以 2014 年 8 月 31 日为基准日经审计后中粮信托 76.0095% 股权对应的净资产值 23.84 亿元确定为增资价格，同一时点中粮明诚 100% 股权未做审计。

为了便于对该次增资情况进行说明，根据中粮明诚本次增资方案，基于

中粮信托 76.0095% 股权对应的交易价格及中粮明诚 2014 年度有关数据，该次中粮明诚增资后对应的相关财务指标估算情况如下表所示：

单位：亿元

事项	审计基准日	估值(A) (注1)	营业收入(注2)	归属于母公司所有者的净利润(B)(注2)	净资产(C) (注3)	市净率 (=A/C)	市盈率 (=A/B)
2015年5月增资	2014年8月31日	23.84	19.40	0.14	4.01	5.94	169.54

注1：鉴于中粮明诚 2015 年 5 月的增资未经审计、评估，中粮明诚增资前估值是以中粮信托 76.0095% 股权作价及对应的中粮明诚股权比例倒算出中粮资本的估值，即中粮明诚增资前估值 23.84 亿元=中粮信托 76.0095% 股权对应的作价 23.84 亿元/中粮信托 76.0095% 股权对应的中粮明诚股权比例 50%-中粮信托 76.0095% 股权对应的作价 23.84 亿元。

注2：营业收入和净利润为 2014 年数据。

注3：净资产为 2014 年 8 月 31 日母公司口径未经审计的数据（公司当年正在实施股权整合，未编制该时点的合并报表）。

## 2、2017 年 8 月混改

2017 年 8 月，中粮资本通过转让部分老股及增发新股方式引进弘毅弘量、温氏投资、首农集团等 7 名战略投资者，有效推动了中粮资本混合所有制改革（以下简称“混改”）的顺利完成。本次混改以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日，中粮资本聘请评估机构中企华对中粮资本 100% 股权价值进行评估，并出具中企华评报字[2017]第 1083 号《评估报告》，估值结果为 143.94 亿元。经北京产权交易所挂牌后确定最终交易价格为 145.40 亿元，较 2016 年 12 月 31 日账面归母净资产 99.5 亿元，溢价 46%；2016 年归母净利润 8.60 亿元，对应市盈率 16.91 倍。主要财务指标如下表所示：

单位：亿元

事项	评估基准日	评估值/交易价格(A)	营业收入(注1)	归属于母公司所有者的净利润(B)(注1)	归属于母公司所有者的净资产(C) (注2)	市净率 (=A/C)	市盈率 (=A/B)
混改评估	2016年12月31日	143.94	66.48	8.60	99.50	1.45	16.74
混改定价		145.40				1.46	16.91

注1：营业收入、归属于母公司所有者的净利润为 2016 年数据。

注2：归属于母公司所有者的净资产为 2016 年 12 月 31 日的数据。

## 3、本次重组

本次重组，以 2017 年 9 月 30 日为评估基准日，中粮资本聘请评估机构中

企华对中粮资本 100%股权价值进行评估，并出具中企华评报字[2018]第 1036-01 号《评估报告》，估值结果为 211.86 亿元，最终注入资产交易价格与评估结果一致，较基准日账面归母净资产 157.52 亿元，增值率 34%；归母净利润 10.90 亿元，对应市盈率 19.44 倍。主要财务指标如下表所示：

单位：亿元

事项	评估基准日	评估值/交易价格(A)	营业收入	归属于母公司所有者的净利润(B) (注 1)	归属于母公司所有者的净资产(C) (注 2)	市净率 (=A/C)	市盈率 (=A/B)
重组评估	2017 年 9 月 30 日	211.86	80.72	10.90	157.52	1.34	19.44

注 1：营业收入、归属于母公司所有者的净利润为 2017 年数据。

注 2：归属于母公司所有者的净资产为 2017 年 9 月 30 日的数据。

## （二）中粮资本上述增资、评估和股权转让之间及与本次交易之间中粮资本估值差异的原因及合理性

### 1、2015 年 5 月增资与混改、本次重组估值差异原因及合理性

2015 年增资与混改、本次重组估值差异较大，主要原因为交易目的、交易资产范围不同。

#### （1）交易目的差异

2015 年 5 月，中粮明诚增资系按照中粮集团整合旗下金融业务的战略部署，将金融类资产整合至同一平台中粮明诚而实施。增资前后中粮集团均持有中粮明诚 100%的股权，不涉及第三方股东增资或者向第三方股东转让中粮明诚股权的情形，为非市场化交易。针对该次增资，中粮集团以其持有的中粮信托 76.0095%股权对应的经审计净资产值为增资资产定价依据，未对中粮明诚进行审计或评估。该次增资已履行国资、行业相关主管部门审批程序，增资前后中粮集团享有的中粮信托、中粮明诚股东权益未发生变化。

2017 年中粮资本混改及本次重组均涉及与第三方股东之间的交易，均为市场化行为，均以经有权国资监管机构备案的评估结果为定价依据，混改已按相关国资监管规定履行公开挂牌程序、本次重组已按相关国资、证券监管规定履行决策程序。

## (2) 交易资产范围不同

2015年5月增资时，中粮资本（前身中粮明诚）作为金控平台尚在搭建过程中。增资前，中粮明诚下属的控股子公司包括中粮期货、深圳明诚和万德丰；2015年5月增资完成后，中粮明诚下属的控股子公司新增中粮信托。

混改和本次重组时，中粮资本已完成金控平台搭建，下属主要控股子公司包括中粮期货、中粮信托、中英人寿、中粮资本（香港），参股龙江银行。

综上，由于2015年增资与混改、本次重组的交易目的、交易资产范围不同，导致估值存在较大差异，具有合理性。

## 2、混改评估与作价差异原因及合理性

中粮资本2017年混改时评估结果为143.94亿元，最终增资与股权转让价格为14.54元/注册资本，对应估值为145.40亿元，较评估值略有增加，主要原因为混改的最终交易价格系中粮资本与入围的意向投资方通过竞争性谈判后确定的结果。

根据混改时中粮资本在北京产权交易所公开挂牌的公告，当入围的意向投资方拟认购股权超过中粮资本认可的增资后投资者持股比例且融资金额达到中粮资本认可的，中粮资本将通过竞争性谈判的方式确定最终投资方及其持股比例、交易价格。该混改挂牌期满后，入围的意向投资方认购情况触发了竞争性谈判机制，在北京产权交易所的组织下，制定竞争性谈判方案，成立谈判小组与意向投资方进行谈判，根据谈判结果确定最终增资与股权转让价格为14.54亿元，以及各意向投资方的认购金额。

因此，混改评估与作价的差异，系交易相关方之间按照公开挂牌程序进行商业谈判的结果，具有合理性。

## 3、混改评估与本次交易评估差异原因及合理性

中粮资本混改评估与本次交易的评估结果如下：

单位：万元

评估目的	评估基准日	评估方法	母公司口径 账面净资产	评估值	增值率
混改	2016年12月31日	资产基础法	934,925.50	1,439,428.15	53.96%

评估目的	评估基准日	评估方法	母公司口径 账面净资产	评估值	增值率
本次交易	2017年9月30日	资产基础法	1,450,911.72	2,118,567.61	46.02%

评估差异原因与合理性说明如下：

1) 具体评估结果

①混改评估结果

中粮资本在评估基准日 2016 年 12 月 31 日总资产账面价值为 940,566.86 万元，评估价值为 1,445,012.28 万元，增值额为 504,445.42 万元，增值率为 53.63%；总负债账面价值为 5,641.36 万元，评估价值为 5,641.36 万元，评估减值 57.23 万元，减值率 1.01%；净资产账面价值为 934,925.50 万元，净资产评估价值为 1,439,428.15 万元，增值额为 504,502.65 万元，增值率为 53.96%。其中，母公司及长期股权投资单位估值情况如下：

单位：万元

公司名称	账面金额	归母净资产乘以 股权比例	评估值乘以 股权比例	折算 成 PB
中粮资本本部	29,058.59	29,058.59	44,503.86	1.53
中粮期货 65% 股权	158,088.97	162,236.52	194,683.83	1.20
中英人寿 50% 股权	191,047.44	221,388.22	442,776.43	2.00
中粮信托 76.0095% 股权	273,018.98	295,587.74	460,084.74	1.56
龙江银行 20% 股权	275,773.70	275,773.70	289,324.25	1.05
中粮资本（香港）90% 股权 (注)	7,937.83	8,055.04	8,055.04	1.00
<b>合计</b>	<b>934,925.50</b>	<b>992,099.80</b>	<b>1,439,428.15</b>	<b>1.45</b>

注：中粮期货持有的中粮资本（香港）10% 股权估值汇总在中粮期货 65% 股权估值中。

②本次重组的评估结果

中粮资本在评估基准日 2017 年 9 月 30 日总资产账面价值为 1,451,441.89 万元，评估价值为 2,119,040.56 万元，增值额为 667,598.66 万元，增值率为 46.00%；总负债账面价值为 530.18 万元，评估价值为 472.95 万元，评估减值 57.23 万元，减值率 10.79%；净资产账面价值为 1,450,911.72 万元，净资产评估价值为 2,118,567.61 万元，增值额为 667,655.89 万元，增值率为 46.02%。

其中，母公司及长期股权投资单位估值情况如下：

单位：万元

公司名称	账面投资	归母净资产乘以 股权比例	评估值乘以 股权比例	折算成 P/B
中粮资本本部	529,091.84	529,091.84	545,667.43	1.03
中粮期货 65% 股权	158,088.97	168,317.10	242,276.52	1.44
中英人寿 50% 股权	191,047.44	244,424.39	498,625.75	2.04
中粮信托 76.0095% 股权	273,018.98	333,575.95	522,806.26	1.57
龙江银行 20% 股权	291,726.66	291,726.66	301,105.98	1.03
中粮资本（香港）90% 股权(注)	7,937.83	8,110.64	8,085.68	1.00
<b>合计</b>	<b>1,450,911.72</b>	<b>1,575,246.58</b>	<b>2,118,567.61</b>	<b>1.34</b>

注：中粮期货持有的中粮资本（香港）10% 股权估值汇总在中粮期货 65% 股权估值中。

## 2) 两次评估的评估结果出现差异的主要原因

①中粮资本混改后，中粮资本本部获得了 49 亿元的战略投资者增资，该增资事项直接增加了中粮资本本部总资产、净资产及对应的评估值；

②中粮资本及其下属子公司从事金融行业，其 2017 年 1-9 月形成的利润留存，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；

③中粮期货的 P/B 值从混改时的 1.20 调整到 1.44，主要是由于中国证监会在强化风险产品管理的基础上，调整了净资本与净资产的比例，从原来的 40% 降低到 20%，从而释放出更多的权益资本用于期货业务，导致 P/B 倍数显著提高；

④中粮信托的 P/B 从混改时的 1.56 调整到 1.57，主要是由于中粮信托部分指标如净资产收益率优于混改时点的指标（由混改时 9.88% 提高至本次重组时 12.35%），导致 P/B 倍数小幅增加；

⑤中英人寿的 P/B 从混改时的 2.00 调整到 2.04，主要是由于中英人寿部分指标如净资产收益率、承保利润率优于混改时点的指标（分别由混改时

8.28%上升到本次重组时 8.64%、由混改时-2.26%上升到本次重组时 1.61%)，导致 P/B 倍数小幅增加；

⑥龙江银行的 P/B 从混改时的 1.05 调整到 1.03，主要是由于龙江银行可比指标中资产质量指标（不良贷款率、拨备覆盖率）下滑。两次评估基准日，龙江银行的不良率由 2.49%上升至 2.93%，拨备覆盖率由 218.03%下降至 155.06%，而三家可比上市公司的资产质量指标两次对比保持平稳，导致重组评估的评估增值率低于混改评估时的评估增值率。

综上所述，重组目的的评估值较混改目的的评估值增加了 67.91 亿，主要原因是：

①中粮资本 2017 年 8 月引入增资 49 亿元；

②中粮资本及控股子公司经营产生的利润留存；

③中粮资本及控股子公司经营指标的变化、估值时点的变化导致的估值乘数的变化。

### 3) 与同行业可比交易对比情况

最近 3 年，中粮资本与可比交易案例的评估值对比如下：

序号	公司名称	评估基准日	评估值（亿元）	市净率
1	五矿资本	2015 年 12 月 31 日	178.34	1.42
2	中油资本	2016 年 5 月 31 日	755.08	1.42
	中粮资本	2016 年 12 月 31 日	143.94	1.45
	中粮资本	2017 年 9 月 30 日	211.86	1.34

注：市净率计算方法为：市净率=评估值/归属于母公司所有者的净资产。五矿资本归属于母公司所有者的净资产取自 2015 年 12 月 31 日的的数据，中油资本归属于母公司所有者的净资产取自 2016 年 5 月 31 日的的数据，中粮资本归属于母公司所有者的净资产分别取自 2016 年 12 月 31 日和 2017 年 9 月 30 日数据。

如上表所示，以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日，中粮资本经审计的 100% 股权评估值为 143.94 亿元，对应的市净率为 1.45 倍，与可比交易案例的市净率相近；以 2017 年 9 月 30 日为评估基准日，中粮资本经审计的 100% 股权评估值为 211.86 亿元，对应的市净率为 1.34 倍，与可比交易案例的市净率相比较低：一方面是由于中粮资本与其他可比交易案例中标的公司持股的金



融牌照结构及规模存在差异，另一方面是由于中粮资本于 2017 年 8 月增资 49 亿元，该部分增资取得时间较短，尚未完全产生盈利能力，故未产生较高评估增值，从而降低了中粮资本整体的市净率水平。因此，中粮资本两次评估值的差异与同行业可比交易相比，具有合理性。

综上所述，中粮资本混改评估与本次交易评估之间的差异具有合理性。

## 二、评估师的核查意见

经核查，评估师认为：中粮资本 2015 年 5 月增资与混改评估及作价、本次交易的目的、交易资产范围不同；混改评估与作价差异系相关方按照公开挂牌程序进行商业谈判的结果；混改评估与本次交易评估的差异系中粮资本增资、两次评估基准日之间标的资产留存利润增加、经营指标变化等因素导致，与可比交易相比具有合理性。

**8. 申请文件显示，中粮信托最近三年实施一次评估和一次股权转让，2015 年 7 月，中粮集团将所持中粮信托 76.0095%股权转让给中粮明诚，中粮信托转让价为 1.36 元 / 注册资本；2016 年 12 月中粮信托净资产评估价值为 605,299 万元，增值率 54.65%；本次中粮信托评估值为 687,817 万元，增值率 58.87%。请你公司结合上述评估和股权转让之间及与本次交易之间中粮信托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，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中粮信托对应估值差异的原因及合理性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。**

答复：

一、中粮信托上述评估和股权转让之间及与本次交易之间中粮信托的收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况

### （一）2015 年 7 月股权转让

2015 年 7 月，中粮集团将所持中粮信托 76.0095%股权转让给中粮明诚，作为中粮集团向中粮明诚增资的对价。根据中粮集团与中粮明诚签署的《增资协议》，中粮集团以其持有的中粮信托 76.0095%股权作价 238,376.15 万元，

新增中粮明诚注册资本 5 亿元，超出部分计入中粮明诚的资本公积。

本次股权转让中粮信托对应的收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况如下：

单位：万元

定价基准日	交易价格对应的公司估值(A) (注1)	营业收入 (注2)	归属于母公司所有者的净利润(B) (注2)	归属于母公司所有者的净资产(C) (注2)	市净率 (=A/C)	市盈率 (=A/B)
2014年8月31日	313,613.62	57,564.34	31,103.42	313,613.62	1	10.08

注 1：中粮信托 76.0095% 股权作价 238,376.15 万元，其交易价格对应的全部股权作价为 313,613.62 万元，即中粮信托 2014 年 8 月 31 日的净资产值。

注 2：2014 年 8 月 31 日基准日交易价格（经审计净资产值）对应的营业收入及归母净利润均为 2014 年全年数，归母净资产系中粮信托 2014 年 8 月 31 日的归母净资产。

## （二）2017 年 8 月混改评估

2017 年，中粮资本实施混合所有制改革，本次混改以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日，中粮资本聘请评估机构中企华对中粮信托股权价值进行评估，并出具中企华评报字[2017]第 1083 号《评估报告》，中粮信托全部股权评估价值为 60.53 亿元，较 2016 年 12 月 31 日账面归母净资产 39.27 亿元，溢价 54%；2016 年归母净利润 3.61 亿元，对应市盈率 16.76 倍。主要财务指标如下表所示：

单位：万元

评估基准日	评估值(A)	营业收入 (注)	归属于母公司所有者的净利润(B) (注)	归属于母公司所有者的净资产 (C) (注)	市净率 (=A/C)	市盈率 (=A/B)
2016年12月31日	605,299.00	76,348.15	36,122.38	392,655.17	1.54	16.76

注：2016 年 12 月 31 日基准日评估值所对应的营业收入、归属于母公司所有者的净利润、归属于母公司所有者的净资产均为 2016 年全年数。

## （三）本次重组

本次重组，中粮资本聘请评估机构中企华对中粮信托股权价值进行评估，并出具中企华评报字[2018]第 1036-01 号《评估报告》，估值结果为 68.78 亿元，较基准日账面归母净资产 43.89 亿元，溢价 57%；归母净利润 5.80 亿元，对应市盈率 11.87 倍。主要财务指标如下表所示：

单位：万元

评估基准日	评估值(A)	营业收入(注)	归属于母公司所有者的净利润(B) (注)	归属于母公司所有者的净资产(C) (注)	市净率(=A/C)	市盈率(=A/B)
2017年9月30日	687,817.00	112,393.58	57,968.79	438,857.18	1.57	11.87

注：2017年9月30日基准日评估值所对应的中粮信托营业收入、归属于母公司所有者的净利润均为2017年全年数，归属于母公司所有者的净资产为中粮信托评估基准日时点的归属于母公司所有者的净资产。

## 二、中粮信托 2015 年 7 月股权转让和混改估值及与本次交易之间中粮信托估值差异的原因及合理性

### (一) 中粮信托 2015 年 7 月股权转让价格与混改、本次交易估值差异原因及合理性

中粮信托 2015 年 7 月股权转让与混改、交易估值差异较大，主要原因为交易目的不同：

2015 年 5 月股权转让系中粮集团为实现将旗下金融类资产整合至统一平台而实施的同一集团内部股权调整，中粮集团将其持有中粮信托 76.0095% 股权增资至其全资子公司中粮明诚，不涉及向第三方股东转让中粮信托股权的情形，为非市场化交易。针对该次股权转让，中粮集团以中粮信托 76.0095% 股权经审计的净资产值为增资资产定价依据、对中粮资本未进行审计或评估，增资行为已履行相关国资、行业主管部门等审批程序。增资前中粮集团享有的中粮信托股东权益与增资后中粮集团通过中粮明诚间接享有的中粮信托股东权益未发生变化。

而 2017 年混改及本次交易均涉及与第三方股东之间的交易，均为市场化行为，均以经有权国资监管机构备案的评估结果为定价依据，混改已按相关国资监管规定履行公开挂牌程序、本次重组已按相关国资、证券监管规定履行决策程序。

因此，由于 2015 年股权转让与混改、本次重组的交易目的不同，导致中粮信托交易作价/估值存在较大差异，具有合理性。

### (二) 混改评估与本次交易中粮信托估值差异原因及合理性

## 1、估值差异原因

中粮信托混改评估与本次交易评估均采用市场法评估结果定价，如下表所示，中粮信托 100% 股权混改评估较重组评估结果增加 8.25 亿元，原因如下：

(1) 两次评估基准日间，中粮信托（不含中粮农业产业基金）因盈利导致归母净资产增加约 3.69 亿元。

(2) 中粮信托两次市场法评估中，可比指标略有差异：重组评估时的沪深 300 指数、中粮信托的收入规模、信托资产规模、ROE/COE、净利润增长率均有所增长，信托报酬率、信托规模增长率、净资产/风险资产均有所降低，而影响 PB 的重要因素净利润增长率显著增长，综合考虑上述因素后，本次重组评估 P/B 较混改评估 P/B 略高 0.05。

(3) 对于中粮信托的子公司中粮农业产业基金，两次评估均采用资产基础法单独进行评估。两次评估基准日间，中粮农业产业基金净利润约 1,282 万元，并对股东进行分红 2000 万，导致本次重组评估净资产较混改评估有所下降。因此，两次评估差异主要是因利润滚存及分红导致的。

综上所述，中粮信托重组评估较混改评估结果出现增长主要由于中粮信托在两次评估基准日期间盈利导致净资产增加、P/B 值略有增加，以及下属子公司净资产略有下降所致，具有合理性。

评估基准日	2017/9/30	2016/12/31	变动率
评估基准日时点沪深 300 指数	3,834.37	3,370.81	13.75%
收入规模（亿元）	9.35	6.51	43.63%
信托资产(亿元)	1,952.55	1,368.76	42.65%
信托报酬率(%)	0.24%	0.30%	-20.00%
净资产收益率/股权成本率	0.98	0.81	20.99%
净利润增长率(%)	28.86%	13.57%	112.68%
信托规模增长率(%)	29.65%	37.74%	-21.44%
净资产/风险资产	172.00%	222.00%	-22.52%
净资产/净资产	92.00%	92.94%	-1.01%
归母所有者权益（扣除单独评估子公司）	425,749.26	388,882.62	9.48%

评估基准日	2017/9/30	2016/12/31	变动率
P/B	1.59	1.54	3.24%
中粮农业产业基金净资产（万元）	12,176.43	12,777.71	-4.71%
中粮农业产业基金评估值（万元）	12,183.16	12,788.64	-4.73%
评估结果（万元）	687,817.00	605,299.00	13.63%

注：1.收入规模：2017年9月30日基准日的收入规模为1-9月实际收入与10-12月预测收入合计；2016年12月31日基准日收入规模为2016年全年审计后收入总额；

2.信托资产规模：2017年9月30日基准日的信托资产规模为2017年底企业实际达到的信托资产规模；2016年12月31日基准日信托资产规模为2016年底企业实际达到的信托资产规模；

3.净利润增长率：2017年9月30日基准日的净利润增长率为根据1-9月实际利润与10-12月预测利润合计与历史年度利润测算的；2016年12月31日基准日净利润增长率为根据2016年全年审计后利润与历史年度利润测算的。

## 2、同行业可比交易对比情况

中粮信托两次估值与近年来国内上市公司收购信托公司股权情况对比：

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	PB	PE	备注
1	2018-09-26	兴业国际信托 8.42% 股权	厦门国贸 (600755.SH)	1.06	10.66	评估基准日 2017 年 12 月 31 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2017 年度归母净利润计算。
2	2016-09-06	昆仑信托 100% 股权	ST 济柴 (000617)	1.85	10.88	评估基准日 2016 年 5 月 31 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2016 年度预计归母净利润计算。
3	2016-06-08	五矿信托 67.86% 股权	ST 金瑞 (600390)	1.68	8.31	评估基准日 2015 年 12 月 31 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
4	2015-06-06	上海信托 97.33% 股权	浦发银行 (600000)	2.26	13.70	评估基准日 2015 年 3 月 31 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2014 年度归母净利润计算。
5	2014-12-20	中航信托 16.82% 股权	中航资本 (600705)	1.81	7.51	评估基准日 2014 年 8 月 31 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
6	2016-03-14	浙金信托 56% 股权	浙江东方 (600120)	1.34	14.95	评估基准日 2015 年 9 月 30 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
7	2016-02-05	民生信托 59.65% 股权	泛海控股 (000046)	1.27	11.70	评估基准日 2015 年 12 月 31 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
8	2015-08-28	四川信托 3% 股权	宏达股份 (600331)	2.74	11.56	评估基准日 2015 年 6 月 30 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
9	2015-10-28	华澳信托 30% 股权	永泰能源 (600157)	1.60	11.03	评估基准日 2015 年 3 月 31 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	PB	PE	备注
10	2016-01-26	杭州工商 20%股权	绿地控股 (600606)	2.06	9.67	评估基准日 2015 年 9 月 30 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
平均				1.77	11.00	
2016.12.31 基准日		中粮信托		1.54	15.98	评估基准日 2016 年 12 月 31 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2016 年度实际归母净利润计算。
2017.09.30 基准日				1.59	13.65	评估基准日 2017 年 9 月 30 日, PB 按基准日净资产账面价值计算, PE 按 2017 年度实际归母净利润计算。

中粮信托两次评估的 PB 倍数均低于近年来国内上市公司收购信托公司股权交易价格 PB 倍数的平均水平, 两次评估的 PE 倍数均高于近五年国内上市公司收购信托公司股权交易价格 PE 倍数的平均水平, 考虑到从信托公司的发展运营模式来看, 净资产的规模大小是决定信托公司的信托资产规模及收入的根本因素, 且对中粮信托的市场法估值均采用 PB 倍数法, 因此与同行业可比交易的 PB 估值比较更有参考意义, 中粮信托两次评估的 PB 倍数低于可比交易 PB 倍数的平均水平, 评估值处于合理区间内。

综上, 中粮信托重组评估与混改评估两次估值差异具有合理性。

### 三、评估师的核查意见

经核查, 评估师认为: 中粮信托 2015 年 7 月股权转让与混改评估及本次交易的目的不同; 混改评估与本次交易评估的差异系两次评估基准日期间盈利导致净资产增加、P/B 值略有增加, 以及下属子公司净资产略有下降所致, 与可比交易相比具有合理性。

9. 申请文件显示, 1) 2016 年 12 月, 中粮信托市场法评估值为 299,513.58 万元, 增值率 20%; 本次交易中粮信托市场法评估结果为 372,733.1 万元, 增值率 44%。2) 2015 年 4 月, 中粮集团将中英人寿 50%股权转让给中粮明城投资咨询有限公司, 转让价格 1.15 元 / 注册资本; 2016 年 12 月, 中英人寿市场法评估值为 885,552.86 万元, 增值率 100%; 本次交易中英人寿市场法评估值为 997,251.49 万元, 增值率 104%。3) 2015 年 12 月, 大庆振富建筑安装有限公司将龙江银行 1.0231%股权转让给大庆开发区高科技风险投资有限公

司；2016年12月，北京融谷国际贸易有限公司将龙江银行1.0782%转让给鸡西市国有资产经营管理有限公司；以2016年12月31日为评估基准日，龙江银行市场法评估值为1,446,621.26万元，增值率为4.91%；本次龙江银行市场法评估值为1,505,529.88万元，增值率3.21%。请你公司结合上述资产前次股权转让和评估之间及与本次交易之间各标的资产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，补充披露上述评估和股权转让之间及与本次交易之间各标的资产对应估值差异的原因及合理性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、龙江银行上述评估和股权转让之间及与本次交易之间对应估值差异的原因及合理性

(一) 龙江银行收入和盈利情况、净资产情况、对应估值、市盈率和市净率情况

#### 1、2015年及2016年股权转让

2015年12月，大庆振富建筑安装有限公司以1.8元/股的价格将龙江银行1.0231%股权转让给大庆开发区高科技风险投资有限公司。

2016年12月，北京融谷国际贸易有限公司将龙江银行1.0782%转让给鸡西市国有资产经营管理有限公司。北京融谷国际贸易有限公司的法定代表人为郭伟新，根据《黑龙江省鸡西市中级人民法院刑事判决书》及《黑龙江省鸡西市中级人民法院协助执行通知书》，因对郭伟新处罚金及追缴违法所得，北京融谷国际贸易有限公司所持龙江银行股权被划转至鸡西市国有资产经营管理有限公司。该转让系因追缴违法所得上缴国库，因此无转让价格。

单位：万元

事项	评估基准日	交易价格对应的公司总体估值(A) (注1)	营业收入(注2)	归属于母公司所有者的净利润(B) (注2)	归属于母公司所有者的净资产(C) (注2)	市净率(=A/C)	市盈率(=A/B)

2015年12月股权转让	-	784,800.00	554,606.0	115,725.2	1,278,597.8	0.61	6.78
--------------	---	------------	-----------	-----------	-------------	------	------

注 1：上述表格中的交易价格系根据 1.8 元每股计算的龙江银行全部股权的估值；

注 2：龙江银行营业收入、归属于母公司所有者的净利润、归属于母公司所有者的净资产均取自 2015 年合并财务报表。

## 2、2017 年 8 月混改

2017 年，中粮资本实施混合所有制改革，本次混改以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日，中粮资本聘请评估机构中企华对龙江银行股权价值进行评估，并出具中企华评报字[2017]第 1083 号《评估报告》，龙江银行全部股权评估价值为 144.66 亿元，较 2016 年 12 月 31 日账面归母净资产 137.89 亿元，溢价 5%；2016 年归母净利润 15.78 亿元，对应市盈率 9.17 倍。主要财务指标如下表所示：

单位：万元

事项	评估基准日	评估值/交易价格(A)	营业收入(注)	归属于母公司所有者的净利润(B)(注)	归属于母公司所有者的净资产(C)(注)	市净率(=A/C)	市盈率(=A/B)
混改评估	2016 年 12 月 31 日	1,446,621.26	575,212.4	157,765.4	1,378,868.5	1.05	9.17

注：2016 年 12 月 31 日基准日评估值所对应的营业收入、归属于母公司所有者的净利润、归属于母公司所有者的净资产均取自龙江银行 2016 年合并财务报表；

## 3、本次重组

本次重组，中粮资本聘请评估机构中企华对龙江银行股权价值进行评估（中企华评报字[2018]第 1036-01 号《评估报告》），估值结果为 150.55 亿元，较基准日账面归母净资产 145.86 亿元，溢价 3%；归母净利润 14.65 亿元，对应市盈率 10.28 倍。主要财务指标如下表所示：

单位：万元

事项	评估基准日	评估值/交易价格(A)	营业收入(注)	归属于母公司所有者的净利润(B)(注)	归属于母公司所有者的净资产(C)(注)	市净率(=A/C)	市盈率(=A/B)
重组评	2017 年	1,505,529.88	498,320.4	146,499.8	1,458,633.3	1.03	10.28



事项	评估基准日	评估值/交易价格(A)	营业收入(注)	归属于母公司所有者的净利润(B)(注)	归属于母公司所有者的净资产(C)(注)	市净率(=A/C)	市盈率(=A/B)
估	9月30日						

注：营业收入、归属于母公司所有者的净利润为 2017 年数据，归属于母公司所有者的净资产为 2017 年 9 月 30 日的数据。

## (二) 龙江银行上述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

### 1、龙江银行 2015 年 12 月股权转让、2016 年 12 月股权转让与混改、本次重组估值差异原因及合理性

龙江银行系发起设立的股份有限公司，截至 2018 年 10 月 29 日，龙江银行共有 179 名直接股东。2015 年以来，除中粮集团将龙江银行 20% 股权无偿划转至中粮资本外，共发生过 2 笔交易数量超过龙江银行总股本 1% 的股权转让。

大庆振富建筑安装有限公司将龙江银行 1.0231% 股权转让给大庆开发区高科技风险投资有限公司，该转让于 2008 年签署协议，股权变更交割完成时间为 2015 年 12 月。根据转让协议约定，受让价格为每股人民币 1.8 元。由于该股权转让价格系交易双方协商确定，无需龙江银行其他股东同意，且转让协议签署时间较早，导致转让价格低于股权变更时点龙江银行的每股净资产值。因此，转让定价与中粮资本 2017 年增资和本次交易的龙江银行评估值不具有可比性。

北京融谷国际贸易有限公司将龙江银行 1.0782% 转让给鸡西市国有资产经营管理有限公司，系因追缴违法所得上缴国库，因此无转让价格，与中粮资本 2017 年增资和本次交易的龙江银行评估值亦不具有可比性。

### 2、混改评估与本次交易评估差异原因及合理性

#### (1) 混改评估与本次交易评估差异原因

龙江银行混改评估与本次交易评估均采用市场法评估结果定价，如下表所示，龙江银行 100% 股权混改评估较重组评估结果增加 5.89 亿元，原因如

下：

1) 两次评估可比指标有较大变化，其中本次评估反映盈利能力的平均净资产收益率有所上升、成本收入比有所下降，但同时反映增长水平的盈利复合增长率出现大幅下滑，反映资产质量的不良贷款率上升、拨备覆盖率下降、资本充足率下降，且资产质量为影响银行价值的重要因素，综合以上影响因素，本次 P/B 较混改评估 P/B 低 0.02，本次评估确定的 P/B 较谨慎合理。

2) 两次评估基准日间，龙江银行取得净利润约 13.54 亿元，分配股利约 3.5 亿元，造成净资产规模增加，净资产规模增加会进一步增加未来公司经营收益，造成公司市场价值增长。

综上所述，龙江银行重组评估较混改评估结果出现增长主要由于龙江银行在两次评估基准日期间盈利导致净资产增加所致，具有合理性。

评估基准日	2017/9/30	2016/12/31 (注)	变动率
平均净资产收益率	12.60%	9.55%	31.94%
权益资本成本	11.84%	11.99%	-1.25%
盈利复合增长率	13.49%	39.83%	-66.13%
成本收入比	28.34%	32.67%	-13.25%
不良贷款率	2.93%	2.49%	17.67%
拨备覆盖率	155.06%	218.03%	-28.88%
资本充足率	11.19%	11.65%	-3.95%
归母所有者权益 (万元)	1,458,633.30	1,378,868.50	5.78%
评估值 (万元)	1,505,529.88	1,446,621.26	4.07%
P/B	1.03	1.05	-1.90%

注：由于混改评估基准日为 2016 年 12 月 31 日，由于评估时尚无上市公司 2016 年度财务数据，因此选用 2015 年全年数据进行分析，故期日调整先依照 2015 年 12 月 31 日时点进行调整，最终将调整后的 PB 再进行期日调整到 2016 年 12 月 31 日。

## (2) 与同行业可比交易对比情况

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	PB	PE	备注
1	2017-03-27	稠州银行 4.33% 股权	华西股份 (000936.SZ)	1.12	9.86	PB 按 2016 年净资产账面价值计算，PE 按 2016 年度归母净利润计算。

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	PB	PE	备注
2	2016-10-27	中旅银行 4.77% 股权	焦作万方 (000612.SZ)	1.92	22.33	评估基准日 2016-7-31; PB 按评估基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
3	2016-08-24	晋城银行 4.17% 股权	永泰能源 (600157.SH)	1.01	8.10	PB 按 2016 年净资产账面价值计算, PE 按 2016 年度归母净利润计算。
4	2015-12-12	渤海银行 13.67% 股份	中远海发 (601866.SH)	1.15	7.92	PB 按 2014 年净资产账面价值计算, PE 按 2014 年度归母净利润计算。
5	2015-09-18	瑞丰银行 3.33% 股权	明牌珠宝 (002574.SZ)	1.20	7.97	评估基准日 2015-6-30; PB 按评估基准日净资产账面价值计算, PE 按 2014 年度归母净利润计算。
6	2015-09-12	泸州市商业银行 6.03% 股权	安信信托 (600816.SH)	1.46	5.46	PB 按 2014 年净资产账面价值计算, PE 按 2014 年度归母净利润计算。
7	2015-07-03	瑞丰银行 0.47% 股权	明牌珠宝 (002574.SZ)	1.16	7.73	PB 按 2013 年净资产账面价值计算, PE 按 2013 年度净利润计算。
8	2014-07-22	黄河银行 4.5% 股权	新日恒力 (600165.SH)	1.09	5.61	评估基准日 2015-12-31; PB 按评估基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
9	2014-07-22	富滇银行 10.53% 股权	冠城大通 (600067.SH)	1.67	9.39	PB 按 2015 年净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
10	2017-12-14	徽商银行 0.0509% 股权	皖能电力 (000543.SZ)	0.70	5.55	PB 按 2016 年净资产账面价值计算, PE 按 2016 年度归母净利润计算。
11	2017-11-08	徽商银行 1 亿股内资股	皖能电力 (000543.SZ)	0.77	6.31	评估基准日 2016-7-31; PB 按评估基准日净资产账面价值计算, PE 按 2015 年度归母净利润计算。
12	2014-03-27	江苏银行 1.099% 股权	宏图高科 (600122.SH)	1.65	10.11	PB 按 2016 年净资产账面价值计算, PE 按 2016 年度归母净利润计算。
13	2014-03-24	江苏银行 1.92% 股权	宁沪高速 (600377.SH)	2.03	12.44	PB 按 2014 年净资产账面价值计算, PE 按 2014 年度归母净利润计算。
平均				1.30	9.14	
龙江银行 2016.12.31 基准日				1.05	9.17	PB 按 2016 年归母净资产账面价值计算, PE 按 2016 年归母净利润计算。
龙江银行 2017.09.30 基准日				1.03	10.28	PB 按基准日归母净资产账面价值计算, PE 按 2017 年归母净利润计算。

龙江银行两次评估的 PB 倍数均低于近五年国内上市公司收购银行股权交易价格 PB 倍数的平均水平，两次评估的 PE 倍数均略高于近五年国内上市公司收购银行股权交易价格 PE 倍数的平均水平，考虑到银行业的盈利模式特点，资本充足率或净资产是银行盈利和增长的基本约束，且对龙江银行的市场法估值均采用 PB 倍数法，因此与同行业可比交易的 PB 估值比较更有参考意义，龙江银行两次评估的 PB 倍数低于可比交易 PB 倍数的平均水平，评估值处于合理区间内。

综上对龙江银行收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况，同行业可比交易对比，可以看出混改评估和与本次评估之间龙江银行对应估值差异是合理的。

## 二、中英人寿上述评估和股权转让之间及与本次交易之间各标的资产对应估值差异的原因及合理性

### （一）中英人寿收入和盈利情况、净资产情况、对应估值、市盈率和市净率情况

#### 1、2015 年 4 月转让

2015 年 4 月，中粮集团将持有的中英人寿 50%股权转让给中粮明诚（以下简称“2015 年 4 月转让”）。本次转让发生在国有全资企业之间，以中英人寿 50%股权在 2013 年 12 月 31 日基准日经审计的净资产值作价，未对同一时点中英人寿 50%股权进行评估。

为便于比较，结合中英人寿 50%股权作价及转让方案，以及中英人寿 2013 年度有关数据，就该次转让中英人寿对应的收入和盈利情况、净资产情况、对应估值、市盈率和市净率情况列示：

单位：亿元

事项	审计基准日	估值(A) (注 1)	营业收入(注 2)	归属于母公司所有者的净利润(B)(注 2)	归属于母公司所有者的净资产(C) (注 2)	市净率 (=A/C)	市盈率 (=A/B)
2015 年 4 月转让	2013 年 12 月 31 日	33.86	44.35	1.73	33.86	1.00	19.52

注 1：由于中英人寿 2015 年 4 月的转让未经评估，因此以中英人寿 50%股权的作价及中英人寿股权比例倒算出中英人寿的估值，即中英人寿转让前估值 33.86 亿元=中英人

寿 50% 股权对应的作价 16.93 亿元/50%。

注 2：营业收入、归属于母公司所有者的净利润为 2013 年数据，归属于母公司所有者的净资产为 2013 年 12 月 31 日的的数据。

## 2、2017 年 8 月混改

2017 年，中粮资本实施混合所有制改革（以下简称“混改”）。针对该次增资，中企华以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日对中英人寿 50% 股权进行评估，并出具了中企华评报字[2017]第 1083 号《评估报告》。

该混改评估值以及对应的中英人寿收入和盈利情况、净资产情况、市盈率和市净率情况如下表所示：

单位：亿元

事项	评估基准日	评估值/交易价格(A)	营业收入(注)	归属于母公司所有者的净利润(B)(注)	归属于母公司所有者的净资产(C)(注)	市净率(=A/C)	市盈率(=A/B)
混改评估	2016 年 12 月 31 日	88.56	68.49	4.54	44.28	2.00	19.49

注：营业收入、归属于母公司所有者的净利润为 2016 年数据，归属于母公司所有者的净资产为 2016 年 12 月 31 日的的数据。

## 3、本次重组

本次重组中，中企华以 2017 年 9 月 30 日为评估基准日对中英人寿 50% 股权进行评估，并出具了中企华评报字[2018]第 1036-01 号《评估报告》。注入资产交易价格与评估结果一致。

本次重组评估值、交易价格以及对应的中英人寿收入和盈利情况、净资产情况、市盈率和市净率情况如下表所示：

单位：亿元

事项	评估基准日	评估值/交易价格(A)	营业收入(注)	归属于母公司所有者的净利润(B)(注)	归属于母公司所有者的净资产(C)(注)	市净率(=A/C)	市盈率(=A/B)
重组评估	2017 年 9 月 30 日	99.73	83.19	4.24	48.88	2.04	23.52

注：营业收入、归属于母公司所有者的净利润为 2017 年数据，归属于母公司所有者的净资产为 2017 年 9 月 30 日的的数据。

(二) 中英人寿上述评估和股权转让之间及与本次交易之间中英人寿估值差异的原因及合理性

## 1、2015年4月转让与混改、本次重组估值差异原因及合理性

2015年4月转让与混改、本次重组估值差异较大，主要原因为交易目的不同。

2015年4月转让系中粮集团为实现将旗下金融类资产整合至统一平台中粮明诚而实施的同一集团内部股权调整。中粮集团将其持有的中英人寿50%股权转让至其全资子公司中粮明诚，不涉及向第三方股东转让中英人寿股权的情形，为非市场化交易。针对该次股权转让，中粮集团以中英人寿50%股权经审计的净资产值为转让资产定价依据，转让行为已履行相关国资、行业主管部门等审批程序。转让前中粮集团享有的中英人寿股东权益与转让后中粮集团通过中粮明诚间接享有的中英人寿股东权益未发生变化。

2017年混改及本次交易均涉及与第三方股东之间的交易，均为市场化行为，均以经有权国资监管机构备案的评估结果为定价依据，混改已按相关国资监管规定履行公开挂牌程序、本次重组已按相关国资、证券监管规定履行决策程序。

综上，由于2015年转让与混改、本次重组的交易目的不同，导致中英人寿交易作价/估值存在较大差异，具有合理性。

## 2、混改评估与本次交易评估差异原因及合理性

### (1) 混改评估与本次交易评估差异原因

如下表所示，中英人寿100%股权本次交易评估较混改评估结果增加11.17亿元，原因如下：

1) 两次评估基准日期间，中英人寿因盈利导致归母净资产增加约4.61亿元。

2) 中英人寿两次采用市场法评估中，可比指标略有差异：本次交易评估时的沪深300指数、净资产收益率、承保利润率、已赚保费增长率、机构数量等多项指标均有所增长，投资收益率、归属母公司净利润增长率、寿险占有率和资本使用效率均有所降低，综合费用率有所下降，影响P/B的重要因素净资产收益率增长，综合考虑上述因素等，本次交易评估P/B值较混改评

估 P/B 值略高 0.04。综合前述中英人寿归母净资产增加，导致中英人寿市场法评估结果增加。

综上所述，中英人寿本次交易评估结果较混改评估结果出现增长的主要原因是中英人寿在两次评估基准日期间盈利导致归母净资产增加、P/B 值略有增加，具有合理性。

项目	2016年12月31日	2017年9月30日	变动率
评估基准日时点沪深300指数	3,370.81	3,834.37	13.75%
净资产收益率	8.28%	8.64%	4.39%
投资收益率	6.72%	5.05%	-24.82%
承保利润率	-2.26%	1.61%	171.20%
已赚保费增长率	5.21%	18.78%	260.40%
归属母公司净利润增长率	70.83%	18.15%	-74.37%
寿险占有率	0.27%	0.26%	-2.55%
分支机构数量	13	15	15.38%
综合费用率	38.87%	32.30%	-16.91%
资本使用效率	101.68%	67.79%	-33.33%
资产负债率	82.28%	83.75%	1.78%
偿付能力充足率	246.00%	192.00%	-21.95%
归母所有者权益	442,776.43	488,848.77	10.41%
<b>PB</b>	2.00	2.04	2.00%
评估结果（万元）	885,552.86	997,251.49	12.61%

## (2) 与同行业可比交易对比情况

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	PB	PE	备注
1	2016-09-06	中意人寿 50% 股权	石油济柴 (000617.SZ)	2.48	4.07	评估基准日 2016 年 5 月 31 日，PB 按基准日净资产账面价值计算，PE 按 2016 年度归母净利润计算。
2	2015-01-16	国华人寿 43.86% 股权	天茂集团 (000627.SZ)	2.09	14.27	评估基准日 2014 年 12 月 31 日，PB 按基准日净资产账面价值计算，PE 按 2014 年度归母净利润计算。
3	2015-08-19	泰康人寿 8.8% 股权	泰康人寿	2.46	37.23	评估基准日 2013 年 12 月 31 日，PB 按基准日净资产账面价值计算，PE 按 2013 年度归母净利润计算。
4	2015-01-29	百年人寿 2.83% 股权	万达集团	2.23	亏损	评估基准日 2013 年 12 月 31

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	PB	PE	备注
						日，PB 按基准日净资产账面价值计算，2013 年度当年亏损。
5	2014-09-18	同方全球人寿 50% 股权	同方股份 (600100.SH)	2.45	亏损	评估基准日 2013 年 12 月 31 日，PB 按基准日净资产账面价值计算，2013 年度当年亏损。
6	2016-03-15	中韩人寿 50% 股权	浙江东方 (600120.SH)	3.32	亏损	评估基准日 2016 年 5 月 31 日，PB 按基准日净资产账面价值计算，2016 年度当年亏损。
平均				2.50	18.52	
2016.12.31 基准日		中英人寿		2.00	19.49	评估基准日 2016 年 12 月 31 日，PB 按基准日净资产账面价值计算，PE 按 2016 年度实际归母净利润计算。
2017.09.30 基准日				2.04	23.52	评估基准日 2017 年 9 月 30 日，PB 按基准日净资产账面价值计算，PE 按 2017 年度实际归母净利润计算。

如上表所示，中英人寿 50% 股权混改评估值为 44.28 亿元，对应的市净率为 2.00 倍，低于可比交易案例的市净率；中英人寿 50% 股权本次交易评估值为 49.86 亿元，对应的市净率为 2.04 倍，也低于可比交易案例的市净率。

综上所述，中英人寿混改评估与本次交易评估之间的差异具有合理性。

### 三、中粮信托上述评估和股权转让之间及与本次交易之间对应估值差异的原因及合理性

参见本反馈意见回复“问题 8”的回复说明。

### 四、评估师的核查意见

经核查，评估师认为：对于龙江银行，结合龙江银行收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况，同行业可比交易对比，龙江银行 2015 年 12 月的股权转让价格系交易双方协商确定，与中粮资本 2017 年增资和本次交易的龙江银行评估值不具有可比性；龙江银行重组评估较混改评估结果出现增长主要由于龙江银行在两次评估基准日期间盈利导致净资产增加所致，估值差异是合理的。



对于中英人寿，结合中英人寿收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况，同行业可比交易对比，2015年4月转让与混改、本次重组的交易目的不同，导致估值存在较大差异，具有合理性；中英人寿本次交易评估结果较混改评估结果出现增长的主要原因是中英人寿在两次评估基准日期间盈利导致归母净资产增加、P/B值略有增加，估值差异是合理的。

对于中粮信托，结合中粮信托收入和盈利变化情况、净资产情况、市盈率和市净率情况，同行业可比交易对比，中粮信托2015年7月股权转让与混改评估及本次交易的目的不同，导致估值差异较大，具有合理性；混改评估与本次交易评估的差异系两次评估基准日期间盈利导致净资产增加、P/B值略有增加，以及下属子公司净资产略有下降所致，估值差异是合理的。

**11. 申请文件显示，2018年9月29日，中粮资本在北京产权交易所公开挂牌转让龙江银行14%股权，若股份转让成功，中粮资本对龙江银行的持股比例将降至6%。现该部分股份转让是否能够征得受让方尚存不确定性。请你公司：**

**1) 补充披露中粮资本转让龙江银行股权的原因、股权转让事项的最新进展，是否存在实质性障碍或法律风险。2) 结合报告期龙江银行利润贡献情况、与中粮资本经营战略匹配性、中粮资本未来发展计划等，补充披露上述股权转让对中粮资本净利润和盈利能力的影响。3) 补充披露股权转让后中粮资本对龙江银行剩余股权的会计处理方式、以及对中粮资本未来净利润的影响。4) 结合龙江银行评估值、转让作价与评估差异情况等，补充披露股权转让事项对龙江银行评估值的影响。5) 补充披露龙江银行股权转让是否需要取得行业主管部门批准。请独立财务顾问、评估师、会计师和律师核查并发表明确意见。**

答复：

#### **一、股权转让事项对龙江银行评估值的影响**

龙江银行在本次重组评估基准日2017年9月30日的股东全部权益价值评估结果为1,505,529.88万元，对应14%股权的价值为210,774.18万元，经在北京产权交易所查询中粮资本拟转让的龙江银行股份有限公司6.104亿股股份（14%股权）公开挂牌转让的交易底价为210,774.18万元，即龙江银行转让作价同评估值一致，不存在差异。

截至本反馈意见回复签署日，中粮资本已决定不再转让所持龙江银行股份，因此该事项对本次交易中粮资本的估值无影响。

## 二、评估师的核查意见

**经核查，评估师认为：**截至核查意见签署日，中粮资本转让龙江银行14%股权的公开挂牌工作已期满，中粮资本已决定终止转让龙江银行股权。中粮资本将继续持有龙江银行20%股权。

由于本次评估未考虑拥有控制权或缺乏控制权产生的溢价或折价，且鉴于中粮资本已决定终止转让龙江银行股权，因此，不再涉及行业主管部门批准事宜，也不会对龙江银行评估值不产生影响。

**15. 申请文件显示，本次交易对中粮资本仅采用资产基础法进行评估。请你公司补充披露选择上述评估方法的原因，仅采用一种方法评估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。**

答复：

### 一、中粮资本仅采用资产基础法的原因以及符合证监会相关规定说明

#### （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》，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）中粮资本本次评估仅采用资产基础法的原因

### 1、本次评估未对中粮资本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》第二章节“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三家：中航资本、五矿资本和中油资本。除中航资本外，五矿资本和中油资本均是 2017 年登陆中国 A 股资本市场，因此从交易历史看，五矿资本和中油资本不宜作为可比上市公司。由于缺少可比上市公司，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（一般寿险公司 P/B 倍数最高，通常不低于 2 倍；而银行类公司的 P/B 最低，通常不超过 1.2 倍），而上述因素对其市场价值的影响较大。对于中油资本、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中粮资本有较大差异，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，中粮资本无法采用市场法进行评估。

### 2、本次评估未对中粮资本采用收益法评估的原因如下：

对于收益法评估，中粮资本母公司的营业收入主要为购买短期理财产品的投资收益以及长期股权投资的投资收益或分红，对于短期理财产品，基本按公允价值计量，由于未来公司投资短期理财产品的规模及收益并不固定，而且金融市场产品收益波动较大，因此无法准确预计；对于长期股权投资的投资收益，由于中粮期货、中粮信托、中英人寿、龙江银行、中粮资本（香

港)等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,故中粮资本母公司无法采用收益法进行评估。

综上,中粮资本为控股型公司,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中粮资本进行评估,但中粮资本控股或参股的中粮期货、中粮信托、中英人寿、龙江银行、中粮资本(香港)均采用了两种评估方法进行了评估,并选择了恰当的评估结果作为评估结论。

因此,本次评估对中粮资本仅采用资产基础法,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。

## 二、评估师的核查意见

经核查,评估师认为:由于同类公司无法作为适合的可比对象,且中粮资本未来的收益无法准确合理预测,因此本次评估对中粮资本仅采用资产基础法,方法选择是恰当的,符合《企业价值评估准则》规定,也符合证监会的相关规定。

**16. 申请文件显示:1)经补充评估,中粮信托股东全部权益为 727,135 万元,较以 2017 年 9 月 30 日为基准日的评估值增长 5.72%。2)经补充评估,中粮期货股东全部权益为 390,888.1 万元,较以 2017 年 9 月 30 日为基准日的评估值增长 4.87%。3)经补充评估,中英人寿股东全部权益为 997,251.49 万元,较以 2017 年 9 月 30 日为基准日的评估值增长 3.29%。4)经补充评估,中粮资本(香港)股东全部权益为 16,382.66 万元,较以 2017 年 9 月 30 日为基准日的评估值增长 72.57%。5)经补充评估,龙江银行股东全部权益为 1,505,529.88 万元,较以 2017 年 9 月 30 日为基准日的评估值增长 2.24%。请你公司补充披露:上述公司补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复:

一、上述公司补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因及合理性

中粮信托、中粮期货、中英人寿、龙江银行重组评估与补充评估采用的评估结论均为市场法，中粮资本（香港）重组评估与补充评估采用的评估结论均为资产基础法。两次评估结果及差异情况如下：

单位：万元

评估标的	重组评估 评估结果	补充评估 评估结果	差异金额	差异率
中粮信托 76.01% 股权	522,806.26	552,691.68	29,885.42	5.72%
中粮期货 65% 股权	242,276.52	254,077.27	11,800.75	4.87%
中英人寿 50% 股权	498,625.75	515,034.19	16,408.44	3.29%
龙江银行 20% 股权	301,105.98	307,836.77	6,730.79	2.24%
中粮资本（香港）90% 股权 （注）	8,085.68	14,028.14	5,942.46	73.49%

注：中粮期货持有的中粮资本（香港）10% 股权估值汇总在中粮期货 65% 股权估值中。

中粮信托、中粮期货、中英人寿、龙江银行和中粮资本（香港）的补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因如下：

#### （一）中粮信托补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因

如下表所示，中粮信托 100% 股权补充评估较重组评估结果增加 3.93 亿元，原因如下：

1、两次评估基准日间，中粮信托（不含中粮农业产业基金）因盈利导致归母净资产增加约 2.74 亿元。

2、中粮信托两次市场法评估中，可比指标略有差异：补充评估时的沪深 300 指数、信托报酬率、ROE/COE 与净资产/净资产比率均有所增长，收入规模、净利润增长率、净资产/风险资产均有所降低，而影响 P/B 的重要因素净利润增长率下降，综合考虑上述因素后，补充评估 P/B 值较重组评估 P/B 值略低 0.01。

3、对于中粮信托的子公司中粮农业产业基金，两次评估均采用资产基础法单独进行评估。两次评估基准日间，中粮农业产业基金实现净利润约 685 万元。因此，两次评估差异主要是因盈利导致净资产增加形成的。

综上所述，中粮信托补充评估结果较重组评估结果出现增长主要由于中

粮信托及其下属子公司在两次评估基准日期间盈利导致净资产增加、P/B 值略有下降，具有合理性。

评估基准日	2017年9月30日	2018年3月31日	变动率
评估基准日时点沪深300指数	3,834.37	4,015.97	4.74%
收入规模(亿元)	9.35	9.14	-2.25%
信托资产(亿元)	1,952.55	1,952.55	0.00%
信托报酬率(%)	0.24%	0.26%	8.33%
ROE/COE	0.98	1.03	5.10%
净利润增长率(%)	28.86%	24.49%	-15.14%
信托规模增长率(%)	29.65%	29.65%	0.00%
净资本/风险资产	172.00%	163.00%	-5.23%
净资本/净资产	92.00%	93.00%	1.09%
归属于母公司所有者权益(扣除单独评估子公司)	<b>425,749.26</b>	<b>453,118.52</b>	<b>6.44%</b>
<b>P/B</b>	<b>1.59</b>	<b>1.58</b>	<b>-0.63%</b>
子公司中粮农业产业基金净资产	12,176.43	12,837.60	5.43%
子公司中粮农业产业基金评估值	12,183.16	12,843.71	5.42%
评估结果(万元)	<b>687,817.00</b>	<b>727,135.00</b>	<b>5.72%</b>

## (二) 中粮期货补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因

如下表所示，中粮期货 100% 股权补充评估较重组评估结果增加 1.82 亿元，原因如下：

1、两次评估基准日间，中粮期货因盈利导致归母净资产增加约 1.07 亿元。

2、中粮期货两次采用市场法评估中，可比指标略有差异：补充评估时的沪深 300 指数、净资产收益率、净资本与净资产比率及净利润增长率均有所增长，下降的指标主要为手续费收入增长率，而影响 P/B 的重要因素净资产收益率实现了 8.47% 的增幅，综合考虑上述因素等，补充评估 P/B 值较重组评估 P/B 值略高 0.01。综合前述中粮期货归母净资产增加，导致中粮期货市场法评估结果增加。

综上所述，中粮期货补充评估结果较重组评估结果出现增长的主要原因

是中粮期货在两次评估基准日期间盈利导致归母净资产增加、P/B 值略有增加，具有合理性。

评估基准日	2017年9月30日	2018年3月31日	变动率
评估基准日时点沪深300指数	3,834.37	4,015.97	4.74%
客户权益份额	1.90%	1.90%	0.00%
手续费收入份额	1.36%	1.36%	0.00%
净资产收益率	4.71%	5.11%	8.49%
权益转化率	2.20%	2.19%	-0.45%
净资本与净资产比率	50.61%	53.11%	4.94%
手续费收入增长率	-1.66%	-4.60%	-177.11%
净利润增长率	95.74%	113.24%	18.28%
归属于母公司所有者权益（万元）	<b>258,842.43</b>	<b>269,578.00</b>	<b>4.15%</b>
<b>P/B</b>	<b>1.44</b>	<b>1.45</b>	<b>0.69%</b>
评估结果（万元）	<b>372,733.10</b>	<b>390,888.10</b>	<b>4.87%</b>

### （三）中英人寿补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因

如下表所示，中英人寿 100% 股权补充评估较重组评估结果增加 3.33 亿元，原因如下：

1、两次评估基准日期间，中英人寿因盈利导致归母净资产增加约 1.12 亿元。

2、中英人寿两次采用市场法评估中，可比指标略有差异：补充评估时的沪深 300 指数、净资产收益率、承保利润率、已赚保费增长率、归属母公司净利润增长率等多项指标均有所增长，投资收益率、寿险占有率和资本使用效率均有所降低，综合费用率有所上升，影响 P/B 的重要因素净资产收益率增长，综合考虑上述因素等，补充评估 P/B 值较重组评估 P/B 值略高 0.02。综合前述中英人寿归母净资产增加，导致中英人寿市场法评估结果增加。

综上所述，中英人寿补充评估结果较重组评估结果出现增长的主要原因是中英人寿在两次评估基准日期间盈利导致归母净资产增加、P/B 值略有增加，具有合理性。

评估基准日	2017年9月30日	2018年3月31日	变动率
-------	------------	------------	-----

评估基准日	2017年9月30日	2018年3月31日	变动率
评估基准日时点沪深300指数	3834.37	4015.97	4.74%
净资产收益率	8.64%	11.90%	37.73%
投资收益率	5.05%	4.20%	-16.83%
承保利润率	1.61%	2.86%	77.64%
已赚保费增长率	18.78%	22.24%	18.42%
归属母公司净利润增长率	18.15%	29.82%	64.30%
寿险占有率	0.26%	0.23%	-11.54%
机构数量	14.00	14.00	0.00%
综合费用率	32.30%	37.81%	17.06%
资本使用效率	67.79%	62.61%	-7.64%
资产负债率	83.75%	85.88%	2.54%
偿付能力充足率	192.00%	194.00%	1.04%
归属于母公司所有者权益（万元）	<b>488,848.77</b>	<b>500,033.19</b>	<b>2.29%</b>
<b>P/B</b>	<b>2.04</b>	<b>2.06</b>	<b>0.98%</b>
评估结果（万元）	<b>997,251.49</b>	<b>1,030,068.37</b>	<b>3.29%</b>

#### （四）龙江银行补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因

龙江银行 100% 股权补充评估结果较重组评估结果增加 3.37 亿元，原因如下：

1、两次评估基准日期间，龙江银行因盈利导致归母净资产增加约 5.45 亿元。

2、龙江银行两次采用市场法评估中，财务指标与可比上市公司相比有所变化。评估师根据下表中各项指标以及可比上市公司 PB，在两次评估基准日上对 PB 进行修正并计算龙江银行的权益价值倍数水平，通过对两次评估中龙江银行的平均净资产收益率、拨备覆盖率和资本充足率三个指标的变动趋势，同可比上市公司上述指标的综合变动趋势进行比较，最后测算得出龙江银行补充评估的上述指标的调整系数出现下调，导致 PB 综合调整系数下降，从而使得补充评估 P/B 值较原评估 P/B 值略低 0.01，补充评估确定的 P/B 较谨慎合理。综合前述龙江银行归母净资产增加，导致龙江银行市场法评估结果增加。



综上所述，龙江银行补充评估结果较重组评估结果出现增长的主要原因是龙江银行在两次评估基准日期间盈利导致归母净资产增加、P/B 值略有下降，具有合理性。

指标	2018年3月31日				2017年9月30日			
	龙江银行	宁波银行	南京银行	北京银行	龙江银行	宁波银行	南京银行	北京银行
平均净资产收益率 (注)	12.37%	21.68%	16.66%	14.44%	12.60%	20.75%	13.71%	15.44%
权益资本成本	12.04%	10.56%	12.54%	8.25%	11.84%	11.47%	10.63%	7.42%
盈利增长率	8.47%	20.32%	18.19%	13.88%	13.49%	25.84%	20.07%	16.25%
成本收入比	25.90%	34.05%	27.11%	22.94%	28.34%	32.80%	26.93%	23.60%
不良贷款率	2.41%	0.81%	0.86%	1.23%	2.93%	0.90%	0.86%	1.25%
拨备覆盖率	180.00%	498.65%	465.46%	272.68%	155.06%	429.98%	459.00%	245.70%
资本充足率	11.01%	13.28%	12.19%	12.28%	11.19%	12.14%	12.88%	11.44%

注：平均净资产收益率=年化净利润\*2/（期初净资产+基准日净资产）

项目	2017年9月30日	2018年3月31日	增长率
归属于母公司所有者权益（万元）	1,458,633.30	1,513,133.50	3.74%
P/B	1.03	1.02	-1.45%
评估结果（万元）	1,505,529.88	1,539,183.85	2.24%

#### （五）中粮资本（香港）补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因

如下表所示，中粮资本（香港）100%股权补充评估较重组评估结果增加6,602.73万元，主要原因为中粮资本（香港）公允价值变动损益增加导致归属于母公司净资产大幅增加，具有合理性。

项目	2017年9月30日	2018年3月31日	增长额	增长率
归属于母公司所有者权益（万元）	8,984.32	15,588.37	6,604.05	73.51%
评估结果（万元）	8,984.09	15,586.82	6,602.73	73.49%

## 二、评估师的核查意见

经核查，评估师认为：中粮信托、中粮期货、中英人寿、龙江银行的补充评估结果较前次评估结果出现增长的原因主要由于两个基准日期间上述公司盈利导致净资产增加、以及 P/B 值略有变化所致，中粮资本（香港）补充

评估结果较前次评估结果出现增长的原因主要由于公允价值变动损益增加导致归属于母公司净资产大幅增加，上述公司的补充评估结果较前次评估结果出现增长具备合理性。

**17. 申请文件显示，本次交易评估时对中原特钢拟置出资产和龙江银行考虑了流动性折价。置出资产的流动性折扣根据 3 家特钢生产行业上市公司股票发行价格较上市首日收盘价、30 日价、60 日价、90 日价折扣率，取平均值 47% 作为为置出资产的流动性折扣。龙江银行流动性折扣根据银行业上市公司 IPO 上市一年后市价表现以及定向增发股份后首日的股价，取折扣率均值 7.06% 为龙江银行的流动性折扣。请你公司结合置出资产和龙江银行相关交易安排、收购前后流动性情况、相关评估案例等，补充披露只对置出资产和龙江银行考虑流动性折扣的原因及合理性、流动性折扣选择的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

**一、只对置出资产和龙江银行考虑流动性折扣的原因及合理性**

本次重组中在对置出资产、中粮资本及下属公司进行评估时，最终评估结论对应的评估方法以及市场法下的具体评估方法如下表所示：

序号	公司	评估结论对应的评估方法	市场法下的具体评估方法
1	中原特钢	市场法	上市公司比较法
2	中粮资本	资产基础法	—
3	中粮期货	市场法	交易案例比较法
4	中粮信托	市场法	交易案例比较法
5	中英人寿	市场法	交易案例比较法
6	龙江银行	市场法	上市公司比较法
7	中粮香港	资产基础法	—

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，计算适当的价值比率，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。运用交易案例比较法时，应当考虑评估对象与交易案例的差异因素对价值的影响。

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

适当的价值比率，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。上市公司比较法中的可比企业应当是公开市场上正常交易的上市公司。

市场流动性折扣是相对于流动性较强的投资，流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的市场流动性折扣应该从该评估对象价值中扣除，以反映市场流动性的缺失。

一般认为不可流通股与流通股之间的价格差异主要由下列因素造成：

#### 1、承担的风险

流通股的流通性很强，一旦发生风险后，流通股持有者可以迅速出售所持有股票，减少或避免风险。法人股持有者在遇到同样情况后，则不能迅速做出上述反映而遭受损失。

#### 2、交易的活跃程度

流通股交易活跃，价格上升。非上市股权及法人股缺乏必要的交易人数，另外法人股一般数额较大，很多投资者缺乏经济实力参与法人股的交易，因而，与流通股相比，交易缺乏活跃，价格较低。

上市公司比较法中，计算可比公司权益市值的交易价格为股票二级市场上成交的流通股交易价格，因此上市公司比较法评估结果的价值属性为具有流动性的。而置出资产和龙江银行作为非上市公司，缺乏市场流动性，故需采用流动性折扣对上市公司比较法的评估结果进行调整。

综上，通过上市公司比较法对评估对象进行市场法评估时，需要考虑流动性折扣，而本次交易中只对中原特钢拟置出资产和龙江银行进行市场法评估时采用的是上市公司比较法，因此只对置出资产和龙江银行考虑流动性折扣。

## 二、对置出资产和龙江银行进行评估时流动性折扣选择的合理性

### （一）对置出资产进行评估时流动性折扣选择的合理性

中原特钢以其持有的截至 2017 年 9 月 30 日经评估的全部资产及负债与中

粮集团持有的截至 2017 年 9 月 30 日经评估的中粮资本 64.51% 股权的等值部分进行置换。上市公司置出资产由中粮集团承接。中原特钢将其持有的除特钢装备 100% 股权外的其他资产及负债注入特钢装备，于本次重组交易实施时，将其持有的特钢装备 100% 股权作为置出资产完成交付。

资产定价的本质是对资产收益预期的判断，截至 2017 年 9 月 30 日经评估的中原特钢全部资产及负债作为本次交易的置出资产，将从上市公司平台中置出，使资产不再具有流动性，导致对资产的交易预期发生变化，也使中原特钢原来的价格判断基础发生变化，故中原特钢评估基准日的股票市值已不能公允反映中原特钢净资产的价格，因此本次评估选择可比上市公司作比较，并考虑了流动性折扣。

根据中国金融出版社《上市公司并购重组市场法评估研究》一书中“第三章 市场法评估技术研究”之“第四节 流动性调整的研究”，目前国内定量研究缺少流动性折扣的方法主要有以下几种：（1）新股发行定价估算方式；（2）非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式。本次评估采用的方式为新股发行定价估算方式，与中粮资本通过重组达到上市之目的基本吻合，即为本次评估所采用的测算途径。

书中对此方式为何能成为流动性折扣的依据做如下论证：国内上市公司在进行 IPO 时都采用一种所谓的寻价方式为新股发行定价，新股一般在发行期结束后便可以上市交易。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格。可以认为新股发行价不是一个股票市场的交易价，这是因为此股票在此刻上不能交易上市，因此发行价不是“市场交易机制”下形成的价格，尚不能成为市场交易价，但是一种公允的交易价。当新股上市后这种有效的交易机制就形成了，因此可以认为在二种情况下价值的差异就是由于没有形成有效市场交易机制的因素造成的。

综上，可以通过研究新股发行价与上市后的交易价之间的差异来定量研究流动性折扣率。

本次评估根据特钢行业可比上市公司 IPO 情况，对 IPO 上市首日、上市后 30 日、上市后 60 日、上市后 90 日的股价进行了分析，以中值 47% 作为特

钢行业流动性折扣，可以体现目前市场上特钢行业股权流动性折扣情况。股市价格是波动的，折扣率也会根据上市时间不同会有所波动，为消除该因素影响，本次评估选用了三家可比上市公司的上市首日收盘价、30 日价、60 日价、90 日价的平均折扣率。

从可比案例方面看，在 ST 济柴（000617.SZ，现已更名为中油资本）的重大资产重组中，对相关被评估对象采用了同样的市场法进行评估，并考虑了流动性折扣。

因此，本次对置出资产进行评估时流动性折扣的选择具备合理性。

## （二）对龙江银行进行评估时流动性折扣选择的合理性

龙江银行系本次注入资产中粮资本的参股公司，中粮资本持有其 20% 股份。

对龙江银行的评估采用市场法下的上市公司比较法。本次评估选取的南京银行、北京银行和宁波银行与龙江银行均被银监会列为城市商业银行进行管理，相比大型商业银行、股份制商业银行，城市商业银行异地营业受到监管，上述三家可比公司与龙江银行在业务、股本、总市值、盈利能力以及监管政策等指标方面较为接近，其面临的竞争环境、经营区域受限、市场定位等趋同，因此本次评估选取该三家上市银行作为可比公司。

本次在对龙江银行进行市场法评估时，借鉴国际上定量研究市场流动性折扣的方式，结合国内实际情况，采用新股发行及定向增发股份定价估算市场流动性折扣，根据银行业上市公司 IPO 及增发的情况，对 IPO 上市后 5 日、上市后 10 日、上市后 20 日、上市后 3 个月、上市后 1 年市价表现以及定向增发股份后首日的股价进行了分析，最后取上市后 1 年市价表现及定向增发股份后首日股价的折扣率的算数平均值 7.06%，可以体现目前市场上银行业股权流动性折扣情况。

从可比案例方面看，在 ST 济柴（000617.SZ，现已更名为中油资本）的重大资产重组中，对相关被评估对象采用了同样的市场法进行评估，并考虑了流动性折扣。

因此，本次对龙江银行进行评估时流动性折扣的选择具备合理性。

### 三、重组报告书补充披露情况

以上内容已在《重组报告书》“第六节 标的资产评估作价及定价公允性/一、置出资产评估作价情况/（四）市场法评估情况”、“第六节 标的资产评估作价及定价公允性/三、中粮资本 100%股权评估情况/（五）中粮资本主要下属公司评估情况”及“第六节 标的资产评估作价及定价公允性/四、董事会对本次交易评估合理性及定价公允性的分析/（八）只对置出资产和龙江银行考虑流动性折扣的原因及合理性”部分进行补充披露。

### 四、评估师的核查意见

**经核查，评估师认为：**本次评估只对中原特钢拟置出资产和龙江银行考虑流动性折扣是由于只有对中原特钢拟置出资产和龙江银行的股权进行市场法评估时采用的是上市公司比较法，其流动性折扣的选择具备合理性。

（此页无正文，为北京中企华资产评估有限责任公司关于中原特钢股份有限公司《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的回复之签署页）

北京中企华资产评估有限责任公司

2018年11月15日