

北京中企华资产评估有限责任公司

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[162866] 号之反馈意见回复

中国证券监督管理委员会：

在接到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[162866 号]后，我公司就反馈意见通知书中所提意见逐项进行了认真核查和分析，现就通知中涉及的与资产评估相关的问题说明如下，请贵会予以审核。

问题 23. 申请材料显示，评估机构使用资产基础法对中油资本 100%股权进行评估，对于中油资本持有的长期股权投资采用市场法评估结果作为作价依据，市场法评估时使用市净率作为价值比率。请你公司结合中油财务有限责任公司等 10 家子公司净资产的真实性、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。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）中油资本下属子公司账面净资产的真实性及是否已经提足资产减值准备的说明

2016 年 5 月 31 日，中油资本的合并归母净资产为人民币 531.27 亿元。对于中油资本及子公司持有的各项资产，公司已经基于企业会计准则和资产的实际情况进行了充分评估，计提了足额减值准备。普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具了报告号为普华永道中天特审字(2016)第 1893 号的无保留意见的审计报告。

（二）市场法评估结果的合理性

1、本次评估对中油资本下属子公司采用市场法情况具体如下：

序号	公司名称	是否采用 市场法	市值倍数	具体方法
1	中油财务有限责任公司	是	PB	交易案例比较法

序号	公司名称	是否采用市场法	市值倍数	具体方法
2	昆仑银行股份有限公司	是	PB	上市公司比较法
3	中石油专属财产保险股份有限公司	是	PB	交易案例比较法
4	昆仑保险经纪股份有限公司	是	PE	上市公司比较法
5	中油资产管理有限公司	否	-	-
5-1	昆仑信托有限责任公司	是	PB	交易案例比较法
6	昆仑金融租赁有限责任公司	是	PB	交易案例比较法
7	中意人寿保险有限公司	是	PB	交易案例比较法
8	中意财产保险有限公司	是	PB	交易案例比较法
9	中银国际证券有限责任公司	是	PB	上市公司比较法
10	中债信用增进投资股份有限公司	否	-	-

2、关于市场法价值乘数选择的合理性分析：

（1）中油财务有限责任公司

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA）等，本次评估的标的公司是财务公司，其收入和盈利与资本市场的关联度较强，由于国内资本市场的波动性较大，导致财务公司的收入和盈利也波动较大，而市盈率（P/E）和市销率（P/S）通常适用于盈利或营收相对稳定，波动性较小的行业，因此本次不适宜采用市盈率（P/E）和市销率（P/S）；同时财务公司也属于轻资产类公司，折旧摊销等非付现成本比例较小，也不适宜采用企业倍数（EV/EBITDA），因此本次价值比率选用市净率（P/B）。

（2）昆仑银行股份有限公司

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA）。首先金融行业属于强周期行业，其收益受国家宏观经济政策、货币政策影响较大，相应的 P/E 比率波动也较大。其次，被评估企业属于城市商业银行，其运营模式具有较强的资本杠杆作用，为了控制这一运营模式的风险，监管机构对资本充足率有严格的要求，市场对其水平也有预期。因而资本充足率或净资本规模是其盈利和增长的基本约束。

另外，净资产作为累积的存量，当年减值拨备对其影响远远小于对当年利润

的影响，因此本次不适宜采用市盈率（P/E）和市销率（P/S）；同时昆仑银行也属于轻资产、重资本类公司，折旧摊销等非付现成本比例较小，也不适宜采用企业倍数（EV/EBITDA）。

市净率（P/B）的优点在于：（1）净资产的稳定程度相对较高，适用于周期性较强的企业；（2）不受企业当期利润限制；（3）更能反映扩张性需求。

因此本次昆仑银行价值比率选用市净率（P/B）。

（3）中石油专属财产保险股份有限公司

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA）。本次评估综合价值比率的适用性和交易案例比较法的可操作性，选用市净率（P/B）作为价值比率。原因如下：

1）保险公司的利润主要来自承保利润及投资收益，其中投资收益是保险公司最主要的利润来源。保险公司的投资品种主要包括银行存款、债券、基金及股票，受资本市场影响，债券、基金及股票的收益率在各年的波动较大，因此保险公司的债券、基金及股票资产的投资收益各年的波动性也较大，进而导致保险公司投资收益及利润在各年有较大的波动。此外，债券、基金及股票资产的会计分类方法较多，各类会计分类方法下债券、基金及股票资产的投资收益确认方法及时点不尽相同，而各保险公司所选择的分类方法差异较大，导致 P/E 指标的可比性较差。

2）净资产是决定保险公司收入及资产规模的根本因素，从保险公司的发展运营模式来看，净资产的规模大小是决定保险公司险种范围、地域分布、偿付能力的前提，而保险公司的险种经营范围、地域分布及偿付能力充足率是影响保险公司保费收入、承保利润及投资资产的至关重要因素。整体来看，保险公司的银行存款、债券、基金及股票几类投资品种中，影响保险公司银行存款、债券及基金资产投资收益率的因素基本相同，而保险公司股票资产的比重相对较低且长期来看各保险公司股票的投资收益率与市场平均水平差异较小。因此，保险公司的净资产规模是决定保险公司资产增值及价值的最根本因素。

因此本次专属保险价值比率选用市净率（P/B）。

（4）昆仑保险经纪股份有限公司

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA）。保险经纪公司的主营业务一般不依托于资本或固定资产类资产，因而股权价值与账面值的联系并不十分紧密，不适宜使用资产基础比率；而保险经纪行业所针对的业务领域之间差别较大，不同业务领域的利润率不尽相同，不能单纯从收入角度判断企业自身的价值，因而盈利基础价值比率较收入基础价值比率而言更加适合体现保险经纪公司的价值。因此本次评估选择市盈率（P/E 比率）作为价值比率。

（5）昆仑信托有限责任公司

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA）等，本次评估的标的公司是信托公司，一方面信托公司的利润主要来自利息收入、手续费收入及投资收益，其中投资收益是信托公司最主要的利润来源。信托公司的投资品种主要包括信托产品、债券、基金及股票，受资本市场影响，债券、基金及股票的收益率在各年的波动较大，进而导致公司投资收益及利润在各年有较大的波动；另一方面净资产是决定信托公司收入及资产规模的根本因素，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情况。因此，信托公司的净资产规模是决定信托公司资产增值及价值的最根本因素，因此本次昆仑信托价值比率选用市净率（P/B）。

（6）昆仑金融租赁有限责任公司

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA）等，本次评估的标的公司是金融租赁公司，其收入和盈利与资本市场的关联度较强，由于国内资本市场的波动性较大，导致金融租赁公司的收入和盈利也波动较大，而市盈率（P/E）和市销率（P/S）通常适用于盈利或营收相对稳定，波动性较小的行业，因此本次不适宜采用市盈率（P/E）和市销率（P/S）；同时金融租赁公司也属于轻资产类公司，折旧摊销等非付现成本比例较小，也不适宜采用企业倍数（EV/EBITDA）。因此本次价值比率选用市净率（P/B）。

（7）中意人寿保险有限公司

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA）。本次评估综合价值比率的适用性和交易案例比较法的可操作性，选用市净率(P/B)作为价值比率。原因如下：

1) 保险公司的利润主要来自承保利润及投资收益，其中投资收益是保险公司最主要的利润来源。保险公司的投资品种主要包括银行存款、债券、基金及股票，受资本市场影响，债券、基金及股票的收益率在各年的波动较大，因此保险公司的债券、基金及股票资产的投资收益各年的波动性也较大，进而导致保险公司投资收益及利润在各年有较大的波动。此外，债券、基金及股票资产的会计分类方法较多，各类会计分类方法下债券、基金及股票资产的投资收益确认方法及时点不尽相同，而各保险公司所选择的分类方法差异较大，导致 P/E 指标的可比性较差。

2) 净资产是决定保险公司收入及资产规模的根本因素，从保险公司的发展运营模式来看，净资产的规模大小是决定保险公司险种范围、地域分布、偿付能力的前提，而保险公司的险种经营范围、地域分布及偿付能力充足率是影响保险公司保费收入、承保利润及投资资产的至关重要因素。整体来看，保险公司的银行存款、债券、基金及股票几类投资品种中，影响保险公司银行存款、债券及基金资产投资收益率的因素基本相同，而保险公司股票资产的比重相对较低且长期来看各保险公司股票的投资收益率与市场平均水平差异较小。因此，保险公司的净资产规模是决定保险公司资产增值及价值的最根本因素。

考虑到上述因素，本次估值的价值比率取 P/B 比率。

（8）中意财产保险有限公司

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）和企业倍数（EV/EBITDA）。本次评估综合价值比率的适用性和交易案例比较法的可操作性，选用市净率(P/B)作为价值比率。原因如下：

1) 保险公司的利润主要来自承保利润及投资收益，其中投资收益是保险公司最主要的利润来源。保险公司的投资品种主要包括银行存款、债券、基金及股

票，受资本市场影响，债券、基金及股票的收益率在各年的波动较大，因此保险公司的债券、基金及股票资产的投资收益各年的波动性也较大，进而导致保险公司投资收益及利润在各年有较大的波动。此外，债券、基金及股票资产的会计分类方法较多，各类会计分类方法下债券、基金及股票资产的投资收益确认方法及时点不尽相同，而各保险公司所选择的分类方法差异较大，导致 P/E 指标的可比性较差。

2) 净资产是决定保险公司收入及资产规模的根本因素，从保险公司的发展运营模式来看，净资产的规模大小是决定保险公司险种范围、地域分布、偿付能力的前提，而保险公司的险种经营范围、地域分布及偿付能力充足率是影响保险公司保费收入、承保利润及投资资产的至关重要因素。整体来看，保险公司的银行存款、债券、基金及股票几类投资品种中，影响保险公司银行存款、债券及基金资产投资收益率的因素基本相同，而保险公司股票资产的比重相对较低且长期来看各保险公司股票的投资收益率与市场平均水平差异较小。因此，保险公司的净资产规模是决定保险公司资产增值及价值的最根本因素。

考虑到上述因素，本次估值的价值比率取 P/B 比率。

(9) 中银国际证券有限责任公司

市场法常用的价值比率有市盈率 (P/E)、市净率 (P/B)、市销率 (P/S) 和企业倍数 (EV/EBITDA)。由于本次评估的是证券公司，其收入和盈利与资本市场的关联度较强，国内资本市场的波动性较大，导致证券公司的收入和盈利也波动较大，而市盈率 (P/E) 和市销率 (P/S) 通常适用于盈利或营收相对稳定，波动性较小的行业，因此本次不适宜采用市盈率 (P/E) 和市销率 (P/S)；同时证券公司也属于轻资产类公司，折旧摊销等非付现成本比例较小，也不适宜采用企业倍数 (EV/EBITDA)。采用市净率 (P/B)，是证券公司的主流估值方法，因此本次价值比率选用市净率 (P/B)。

3、关于交易案例比较法、上市公司比较法选择的合理性分析

(1) 中油财务有限责任公司

中国的财务公司不是商业银行的附属机构，是隶属于大型集团的非银行金融

机构，为集团内部各企业筹资和融通资金，对集团公司的依附性强。目前我国资本市场无法找到独立上市的财务公司，因此，此次不适宜直接采用上市公司比较法评估。

近几年国内企业并购活动日趋活跃，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上市公司公告获知，可以对其价值做出分析，评估人员通过对最近几年财务公司股权的交易案例进行调查分析，认为此次适宜采用交易案例比较法进行评估。

（2）昆仑银行股份有限公司

国内银行业控股权并购案例有限，与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知，无法对相关的折扣或溢价做出分析，因此并购案例比较法较难操作。而上市公司比较法更多的是借鉴证券资本市场的公开交易信息，在资料获取和操作上更加简便，因此本次采用上市公司比较法。

同时，本次所选取的三家可比公司宁波银行、南京银行和北京银行与昆仑银行同为城市商业银行，相比大型商业银行、股份制商业银行，城市商业银行异地开设分支机构并营业受到监管。三家可比公司与昆仑银行在业务、股本、总市值、盈利能力以及监管政策等指标而言较为接近，其面临的竞争环境、经营区域受限、市场定位等趋同，因此选取该三家城市商业银行比较具有代表性和可参考性，故选取上市公司比较法较为适合。

（3）中石油专属财产保险股份有限公司

分析国内保险类上市公司，中国人寿、中国平安、中国太保营业收入均在千亿元以上且为综合性保险集团公司。专属保险成立于 2013 年，2015 年保费收入为 4 亿元。而上市保险公司目前已完成全国网络的全覆盖，已进入发展稳定期。从保费收入规模、营销网络、资产规模、发展周期等方面比较，专属保险与上市公司不具有可比性，故无法选择上市公司比较法进行评估。

近几年国内企业并购活动日趋活跃，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上市公司公告获知，可以对其价值做出分析，评估人员通过对最近几年保险公司股权的交易案例进行调查分析，认为此

次适宜采用交易案例比较法进行评估。

（4）昆仑保险经纪股份有限公司

国内 A 股市场上目前没有以保险经纪为主业的上市公司，且能够取得公开资料的保险经纪公司并购案例较少，并且也很难获取其财务及业务数据。但其他保险经纪行业较为发达的国家中，如美国，就存在较多的以保险经纪为主营业务的上市公司，可以采用上市公司比较法进行市场法评估。结合本次资产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料，本次评估采用上市公司比较法进行。

（5）昆仑信托有限责任公司

近两年信托公司股权转让的交易案例在并购市场较为活跃，且并购案例相关内容、影响交易价格的特定的条件及财务及业务指标数据可以通过各信托公司年报或者上市公司的公告获知，满足对其交易价格做出合理分析的条件。在 A 股上市公司中，从事信托行业的上市公司数量少且涉及业务为多元化金融，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。

（6）昆仑金融租赁有限责任公司

中国的金融租赁公司大多是隶属于大型集团的非银行金融机构，对集团公司的依附性强。目前我国资本市场无法找到独立上市的租赁公司，因此此次不适宜直接采用上市公司比较法评估。

近几年国内企业并购活动日趋活跃，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上市公司公告获知，可以对其价值做出分析，评估人员通过对最近几年租赁公司股权的交易案例进行调查分析，认为此次适宜采用交易案例比较法进行评估。

（7）中意人寿保险有限公司

分析国内保险类上市公司，中国人寿、中国平安、中国太保营业收入均在千亿元以上且为综合性保险集团公司。中意寿险成立于 2002 年，中意寿险 2015 年保费收入为 91 亿元。而上市保险公司目前已完成全国网络的全覆盖，已进入发展稳定期。从保费收入规模、营销网络、资产规模、发展周期等方面比较，中

意寿险与上市公司不具有可比性，故无法选择上市公司比较法进行评估。

近几年国内企业并购活动日趋活跃，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上市公司公告获知，可以对其价值做出分析，评估人员通过对最近几年保险公司股权的交易案例进行调查分析，认为此次适宜采用交易案例比较法进行评估。

（8）中意财产保险有限公司

分析国内保险类上市公司，中国人寿、中国平安、中国太保营业收入均在千亿元以上且为综合性保险集团公司。中意财险成立于 2007 年，中意财险 2015 年保费收入为 3 亿元。而上市保险公司目前已完成全国网络的全覆盖，已进入发展稳定期。从保费收入规模、营销网络、资产规模、发展周期等方面比较，中意财险与上市公司不具有可比性，故无法选择上市公司比较法进行评估。

近几年国内企业并购活动日趋活跃，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上市公司公告获知，可以对其价值做出分析，评估人员通过对最近几年保险公司股权的交易案例进行调查分析，认为此次适宜采用交易案例比较法进行评估。

（9）中银国际证券有限责任公司

国内证券行业并购案例有限，与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知。上市公司比较法更多的是借鉴证券资本市场的公开交易信息，与交易案例比较法相比，上市公司比较法在资料获取和操作上更加简便。中银国际证券的净资产、净资本、营业收入、净利润和已上市的证券公司在规模、业务结构等较为相似，因此本次评估适合采用上市公司比较法。

4、市场法评估中，各可比交易的修正系数确定依据及合理性

（1）中油财务有限责任公司

参经常用的财务公司核心竞争力评价指标体系及行业监管指标，本次对比指标主要从：盈利能力、成长能力、风险管理能力、监管要求等方面考虑。每项对比指标设置时，充分考虑了财务公司行业特点。

序号	指标	计算公式	指标解释
1	净资产收益率	扣非净利润/所有者权益	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	利润增长率	报告期营业利润/上期营业利润-1	反映财务公司利润的成长性。
3	资本充足率	资本净额/风险加权资本	财务公司应具有与其风险和业务规模相适应的充足资本，确保资本充足率不低于10%。
4	资产负债率	总负债/总资产	反映公司偿债能力、杠杆水平的指标。
5	贷款损失准备计提比例	贷款损失准备/贷款余额	衡量财务公司贷款损失准备金计提是否充足的指标。
6	不良贷款率	(次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款)/贷款余额	评估财务公司贷款质量参数。
7	业务规模	营业收入	反映业务规模重要指标。

1) 调整系数的确定

交易日期

交易日期修正主要根据沪深 300 指数及财务公司发展情况综合确定。

个别因素调整

以目标公司作为比较基准和调整目标，因此将目标公司即中油财务各指标系数均设为 100，可比财务公司各指标系数与目标财务公司比较后确定，劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

具体打分表如下：

指标	中油财务	中远财务	中海财务	移动财务
交易日调整	100	99.10	99.10	99.12
净资产收益率 ROE	100	101.29	101.88	100.21
增长率	100	96.95	99.99	103.48
资本充足率	100	97.48	97.79	94.39
资产负债率	100	100.01	99.92	100.02
贷款损失准备计提比例	100	95.00	97.31	95.00

指标	中油财务	中远财务	中海财务	移动财务
收入规模（亿元）	100	99.03	99.03	99.17

影响因素 A_i 的调整系数=被评估单位系数/可比企业系数

可比企业 P/B 修正系数= $\prod$ 影响因素 A_i 的调整系数

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法，各影响因素调整系数详见下表：

指标	中远财务	中海财务	移动财务
交易日调整	1.01	1.01	1.01
净资产收益率 ROE	0.99	0.98	1.00
增长率	1.03	1.00	0.97
资本充足率	1.03	1.02	1.06
资产负债率	1.00	1.00	1.00
贷款损失准备计提比例	1.05	1.03	1.05
业务规模（亿元）	1.01	1.01	1.01
调整系数	1.12	1.05	1.09

2) 市净率估值

根据可比交易案例的成交状况，按算术平均计算目标公司 P/B 指标；由于目标公司对比指标均为 2015 年 12 月 31 日数据，参考沪深 300 指数调整至评估基准日 2016 年 5 月 31 日，该期日调整系数 0.99。具体过程如下：

指标	中远财务	中海财务	移动财务
调整系数	1.12	1.05	1.09
交易案例 P/B	1.14	1.14	1.15
调整后 P/B	1.28	1.20	1.26
平均 P/B	1.24		
20151231/20160531 期日调整系数	0.99		
P/B	1.23		

(2) 昆仑银行股份有限公司

参照常用的银行核心竞争力评价指标体系及行业监管指标，本次对比指标主

要从：盈利能力、成长能力、风险管理能力、监管要求等方面考虑。每项对比指标设置时，充分考虑了银行业特点。

序号	指标	计算公式	指标解释
1	净资产收益率	扣非净利润/所有者权益	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	权益资本成本	$K_e = R_f + M_{rp} \times \beta + R_c$	采用资本资产定价模型，反映企业风险水平。
3	盈利复合增长率	报告期2015年相比2013年的净利润复合增长率	反映银行利润的成长性。
4	成本收入比	业务及管理费/营业收入	反映出银行每一单位的收入需要支出多少成本，是衡量银行盈利能力的重要指标。
5	不良贷款率	(次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款)/贷款余额	反映银行贷款质量参数。
6	拨备覆盖率	贷款损失准备/不良贷款	衡量银行财务是否稳健，风险是否可控。
7	资本充足率	资本净额/风险加权资本	代表了银行对负债的最后偿债能力，是保证银行正常运营和发展所必需的资本比率。
8	流动性比例	流动性资产余额/流动性负债余额	衡量银行偿还短期债务的能力。
9	股利分配率	分配股利/净利润	反映银行的股利政策的指标，表示银行分派的股利在净收益中所占的比重

1) 调整系数的确定

个别因素调整

以目标公司作为比较基准和调整目标，因此将目标公司即昆仑银行各指标系数均设为 100，三家可比银行各指标系数与目标昆仑银行比较后确定，劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

具体打分表如下：

指标	昆仑银行	宁波银行	南京银行	北京银行
净资产收益率	100	105	105	103
权益资本成本	100	102	102	103

指标	昆仑银行	宁波银行	南京银行	北京银行
盈利复合增长率	100	99	103	96
成本收入比	100	97	101	101
不良贷款率	100	102	103	100
拨备覆盖率	100	99	102	98
资本充足率	100	99	98	97
流动性比例	100	101	105	99
股利分配率	100	102	99	98

影响因素 A_i 的调整系数=被评估单位系数/可比企业系数

可比企业 P/B 修正系数= $\prod$ 影响因素 A_i 的调整系数

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法,各影响因素调整系数详见下表:

指标	宁波银行	南京银行	北京银行
净资产收益率	0.95	0.95	0.97
权益资本成本	0.98	0.98	0.97
盈利复合增长率	1.01	0.97	1.04
成本收入比	1.03	0.99	0.99
不良贷款率	0.98	0.97	1.00
拨备覆盖率	1.01	0.98	1.02
资本充足率	1.02	1.02	1.03
流动性比例	0.99	0.95	1.01
股利分配率	0.98	1.01	1.02
综合系数	0.94	0.83	1.05

2) 市净率估值

根据可比交易案例的成交状况,按算术平均计算目标公司 P/B 指标;由于目标公司对比指标均为 2015 年 12 月 31 日数据,参考银行板块指数调整至评估基准日 2016 年 5 月 31 日,该期日调整系数 0.95。具体过程如下:

指标	宁波银行	南京银行	北京银行
调整系数	0.94	0.83	1.05

指标	宁波银行	南京银行	北京银行
调整前 P/B	1.51	1.28	1.17
调整后 P/B	1.43	1.06	1.23
平均 P/B	1.24		
20151231/20160531 期日调整系数	0.95		
P/B	1.18		

(3) 中石油专属财产保险股份有限公司

参照常用的保险公司核心竞争力评价指标体系及行业监管指标，本次对比因素共分为四项：盈利能力、成长能力、营运能力、风险管理能力。每项对比因素的指标设置时，充分考虑了保险行业特有的体现盈利、成长、营运及相关行业监管指标。

盈利能力指标：

序号	指标	计算公式	指标解释
1	净资产收益率	归属母公司净利润/归属母公司所有者权益	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	投资收益率	总投资收益率=（投资收益-对联营企业的投资收益+公允价值变动损益-投资资产减值损失）/（（期初投资资产+期末投资资产）/2）	保险公司的两大利润来源为承保和投资。投资收益率是衡量盈利能力的关键指标之一。
3	承保利润率	承保利润率=承保利润/已赚保费×100%	反映每元已赚保费所带来的承保利润，反映了承保盈利能力

成长能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
1	已赚保费三年复合增长率	$(2015 \text{ 年度已赚保费} / 2012 \text{ 年度已赚保费})^{1/3} - 1$	反映保险公司已赚保费的成长性。
2	归属母公司净利润三年复合增长率	$(2015 \text{ 年度归属母公司净利润} / 2012 \text{ 年度归属母公司净利润})^{1/3} - 1$	反映保险公司净利润的成长性。

营运能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
1	保险市场占有率	市场占有率越高，表明企业经营、竞争能力越强。根据保监会公	

序号	指标	计算公式	指标解释
		布的规模保费计算	
2	综合费用率	综合费用率=（业务及管理费+手续费及佣金+分保费用+保险业务营业税金及附加-摊回分保费用）/已赚保费×100%	反映了保险公司综合费用率的水平。
3	资本使用效率	归属于母公司所有者权益/已赚保费	反映了单位保费占用净资产。

风险管理能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
1	偿付能力充足率	实际资本/最低资本	根据《保险公司偿付能力管理规定》，保险公司应具有与其风险和业务规模相适应的充足资本，确保偿付能力充足率不低于 100%。
2	资产负债率	总负债/总资产	反映公司偿债能力

1) 调整系数的确定

以目标公司作为比较基准和调整目标，因此将目标公司即专属保险各指标系数均设为 100，可比保险公司各指标系数与目标保险公司比较后确定，劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

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。本次评估，对当前已知的股票等证券交易市场发生较大波动带来交易价格的影响因素进行调整。

本次选取基准日前 20 日的沪深 300 指数的平均指数作为交易期日指标进行修正。

由于本次评估基准日为 2016 年 5 月 31 日，2016 年非完整会计年度，因此选用 2015 年全年数据进行分析，故本次期日调整先依照 2015 年 12 月 31 日时点进行调整，最终将调整后的 P/B 再进行期日调整到 2016 年 5 月 31 日。

支付方式修正主要根据交易的支付方式现金购买或发行股份支付。一般认为现金购买较股份支付代价更大代价。

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：

因素	项目	专属保险	天安财险	锦泰财险	安诚财险
盈利能力	净资产收益率	100	98	96	99
	投资收益率	100	101	102	102
	承保利润率	100	101	99	101
成长能力	已赚保费复合增长率	100	94	96	95
	归属母公司净利润复合增长率	100	97	105	99
营运能力	财险占有率	100	103	100	100
	综合费用率	100	102	102	102
	资本使用效率	100	117	118	117
风险管理能力	资产负债率	100	94	99	101
	偿付能力充足率	100	95	97	101

2) 市净率估值

因素	项目	天安财险	锦泰财险	安诚财险
盈利能力	净资产收益率	102.04%	104.17%	101.01%
	投资收益率	99.01%	98.04%	98.04%
	承保利润率	99.01%	101.01%	99.01%
成长能力	已赚保费复合增长率	106.38%	104.17%	105.26%
	归属母公司净利润复合增长率	103.09%	95.24%	101.01%
营运能力	财险占有率	97.09%	100.00%	100.00%
	综合费用率	98.04%	98.04%	98.04%
	资本使用效率	85.47%	84.75%	85.47%
风险管理能力	资产负债率	106.38%	101.01%	99.01%
	偿付能力充足率	105.26%	103.09%	99.01%
交易日期修正		0.9804	1.0204	1.0000
支付方式修正		1.0000	1.0000	1.0000
调整系数		0.9798	0.9035	0.8564
可比公司 PB		1.63	1.66	1.23
调整后 PB		1.60	1.50	1.05
调整后 PB 平均数		1.38		

因素	项目	天安财险	锦泰财险	安诚财险
期日修正后被评估单位 PB		1.37		

(4) 昆仑保险经纪股份有限公司

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	扣非净利润/所有者权益	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	营业成本率	营业成本/营业收入	反映公司的成本控制能力。
3	业务规模	总资产、营业收入	反映业务规模重要指标。
4	总资产周转率	营业收入/资产总额	反映公司的综合运营能力。
5	流动资产周转率	营业收入/流动资产额	反映公司的业务运营能力。
6	流动比率	流动资产/流动负债	反映公司短期偿债能力。
7	资产负债率	总负债/总资产	反映公司偿债能力、杠杆水平的指标。
8	历史收入复合增长率	$(2015\text{年净利润}/2013\text{年净利润})^{(1/2)}-1$	反映公司近年来的增长速度。
9	资本市场风险溢价	成熟资本市场风险收益率+国家风险	反映不同国家资本市场的风险水平。

1) 调整系数的确定

交易日期调整

交易日期修正主要根据 A 股保险板块指数确定。

个别因素调整

以目标公司作为比较基准和调整目标，因此将目标公司各指标系数均设为 100，可比公司各指标系数与目标财务公司比较后确定，劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

具体打分表如下：

指标	被评估单位	BRO	AJG	AON
----	-------	-----	-----	-----

指标	被评估单位	BRO	AJG	AON
ROE	100	85	88	101
营业成本率	100	91	88	89
总资产	100	115	115	115
营业收入	100	115	115	115
总资产周转率	100	99	101	100
流动资产周转率	100	91	92	90
流动比率	100	99	99	99
资产负债率	100	90	89	87
三年收入复合增长率	100	106	116	101
市场风险溢价	100	98	98	98

影响因素 A_i 的调整系数=被评估单位系数/可比企业系数

可比企业 P/B 修正系数= $\prod$ 影响因素 A_i 的调整系数

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法，各影响因素调整系数详见下表：

指标	BRO	AJG	AON
ROE	1.1706	1.1415	0.9855
营业成本率	1.0964	1.1363	1.1182
总资产	0.8713	0.8704	0.8699
营业收入	0.8723	0.8704	0.8699
总资产周转率	1.0149	0.9926	1.0012
流动资产周转率	1.0975	1.0866	1.1144
流动比率	1.0063	1.0067	1.0066
资产负债率	1.1060	1.1270	1.1537
三年收入复合增长率	0.9429	0.8625	0.9942
市场风险溢价	1.0190	1.0190	1.0190

2) 市盈率估值

根据可比上市公司的状况，按其算术平均计算目标公司 P/E 指标，并考虑流动性折扣和期日调整。具体过程如下：

指标	BRO	AJG	AON
修正系数	1.1620	1.0566	1.0946
修正后 P/E	25.45	25.93	20.10
目标公司算术平均 P/E	23.83		
20151231 保险板块指数（A 股）	3124		
20160531 保险板块指数（A 股）	2699		
修正至 531 的 P/E	20.59		
流动性折扣	40%		
P/E 指标评估结果	12.36		

（5）昆仑信托有限责任公司

参照常用的信托公司核心盈利指标及行业监管指标，本次对比指标主要从：市场地位、盈利能力、发展能力、风险因素等方面考虑。每项对比指标设置时，充分考虑了信托公司行业特点。

序号	指标	计算公式	指标解释
1	收入规模	营业收入	反映业务规模重要指标。
2	信托资产规模	管理信托资产规模	反映业务规模重要指标。
3	信托报酬率	信托投资收益/信托规模	反映信托公司投资资产的收益水平。
4	ROE/COE	(扣非净利润/所有者权益)/股权资本成本	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。
5	净利润增长率	报告期净利润/上期净利润-1	反映信托公司利润的成长性。
6	信托规模增长率	报告期信托规模/上期信托规模-1	反映信托公司信托规模的成长性。
7	净资本/风险资产	净资本/风险资产	信托公司应具有与其风险和业务规模相适应的净资本，确保净资本与风险资产的比例不低于100%。
8	净资本/净资产	净资本/净资产	信托公司应具有与其风险和业务规模相适应的净资本，确保净资本与净资产的比例不低于40%。

1) 调整系数的确定

交易日期

交易日期修正主要根据沪深 300 指数及财务公司发展情况综合确定。

交易情况

交易情况修正主要根据所选的可比交易案例的交易类型，是否属于重组上市项目来确定。

个别因素调整

以目标公司作为比较基准和调整目标，因此将目标公司即昆仑信托各指标系数均设为 100，可比信托公司各指标系数与目标信托公司比较后确定，劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

具体打分表如下：

项目			委估对象	可比交易 案例 1	可比交易 案例 2	可比交易 案例 3	可比交易 案例 4
公司名称			昆仑信托	五矿信托	上海信托	中航信托	华澳信托
交易日期			100.00	100.00	102.00	103.00	99.00
交易情况			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
个别因素	市场地位	收入规模	100.00	101.00	102.00	101.00	99.00
		信托资产	100.00	101.00	101.00	101.00	100.00
	盈利能力	信托报酬率	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
		ROE/COE	100.00	101.00	100.00	101.00	100.00
	发展能力	净利润增长率	100.00	102.00	101.00	102.00	100.00
		信托规模增长率	100.00	101.00	103.00	102.00	102.00
	风险因素	净资本/风险资产	100.00	101.00	85.00	90.00	101.00
		净资本/净资产	100.00	101.00	95.00	90.00	101.00

影响因素 A_i 的调整系数=被评估单位系数/可比企业系数

可比企业 P/B 修正系数= $\prod$ 影响因素 A_i 的调整系数

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法，各影响因素调整系数详

见下表：

公司名称	五矿信托	上海信托	中航信托	华澳信托
交易日期	1.0000	0.9804	0.9709	1.0101
交易性质	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
市场地位	0.9901	0.9852	0.9901	1.0050
盈利能力	0.9950	1.0000	0.9901	0.9950
发展能力	0.9852	0.9804	0.9804	0.9901
风险因素	0.9901	1.1111	1.1111	0.9901
修正系数	0.9610	1.0522	1.0368	0.9902

2) 市净率估值

根据可比交易案例的成交状况，按算术平均计算目标公司 P/B 指标；由于目标公司对比指标均为 2015 年 12 月 31 日数据，参考沪深 300 指数调整至评估基准日 2016 年 5 月 31 日，该期日调整系数 0.99。具体过程如下：

指标	五矿信托	上海信托	中航信托	华澳信托
调整系数	0.96	1.05	1.04	0.99
交易案例 P/B	1.68	2.26	1.81	1.60
调整后 P/B	1.62	2.37	1.88	1.58
平均 P/B	1.86			
20151231/20160531 期日调整系数	0.99			
P/B	1.85			

(6) 昆仑金融租赁有限责任公司

参照常用的租赁公司核心竞争力评价指标体系及行业监管指标，本次对比指标主要从：盈利能力、营运能力、风险管理能力、成长能力等方面考虑。每项对比指标设置时，充分考虑了租赁公司行业特点。

指标体系	具体指标	计算公式	指标解释
盈利能力	净资产收益率 (ROE)	扣非净利润/平均所有者权益	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
	总资产报酬率 (ROA)	扣非净利润/平均总资产	反映总资产的收益水平，是衡量企业获利能力的重要指标
营运能力	企业收入规模	营业收入	反映营运能力重要指标

指标体系	具体指标	计算公式	指标解释
	总资产周转率	营业收入/总资产	反映资产周转速度的指标
	租赁规模	应收融资租赁款	反映业务规模重要指标
风险管理能力	风险资产与净资产比例	租赁资产总额/净资产 (监管要求 ≤ 10)	租赁公司应具有与其风险和业务规模相适应的充足资本,确保资本充足率不低于 10%
	短期借款占有息负债的比例	短期借款/有息负债之和	反映流动性风险的指标
	资产负债率	总负债/总资产	反映公司偿债能力、杠杆水平的指标
成长能力	三年收入复合增长率	$= (2015 \text{ 年营业收入} / 2013 \text{ 年营业收入})^{1/2} - 1$	反映财务公司收入的成长性
	三年净利润复合增长率	$= (2015 \text{ 年净利润} / 2013 \text{ 年净利润})^{1/2} - 1$	反映财务公司利润的成长性

1) 调整系数的确定

交易日期

交易日期修正主要根据沪深 300 指数及昆仑金融租赁发展情况综合确定。

个别因素调整

以目标公司作为比较基准和调整目标,因此将目标公司即昆仑金融租赁各指标系数均设为 100,可比租赁公司各指标系数与目标租赁公司比较后确定,劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100,优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

具体打分表如下:

可比因素			昆仑租赁	中航租赁	中海租赁	盈华租赁
盈利能力	净资产收益率	ROE	100	102	80	90
	总资产报酬率	ROA	100	101	102	101
营运能力	企业收入规模	营业收入	100	95	80	85
	资产周转	总资产周转率	100	101	92	102
	租赁规模	应收融资租赁款	100	95	80	75

可比因素			昆仑租赁	中航租赁	中海租赁	盈华租赁
风险管理能力	风险资产与净资产比例	租赁资产总额/净资产(监管要求 ≤ 10)	100	98	103	102
	流动性风险	短期借款占有息负债的比例	100	90	98	98
	偿债能力指标	资产负债率	100	97	103	101
成长能力	收入增长能力	三年收入复合增长率	100	102	100	102
	净利润增长能力	三年净利润复合增长率	100	85	105	80
年度报表日修正			100	100	98	100
交易期日修正			100	101	101	101

影响因素 A_i 的调整系数=被评估单位系数/可比企业系数

可比企业 P/B 修正系数= $\prod$ 影响因素 A_i 的调整系数

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法,各影响因素调整系数详见下表:

可比因素	中航租赁	中海租赁	盈华租赁
盈利能力	0.9852	1.1152	1.0506
营运能力	1.0276	1.1848	1.1608
风险管理能力	1.0609	0.9907	1.0003
成长能力	1.0784	0.9762	1.1152
年度报表日修正	1	1.0204	1
修正系数	1.1583	1.3039	1.3604

2) 市净率估值

根据可比交易案例的成交状况,按算术平均计算目标公司 P/B 指标;由于目标公司对比指标均为 2015 年 12 月 31 日数据,参考沪深 300 指数调整至评估基准日 2016 年 5 月 31 日,该期日调整系数 0.9901。具体过程如下:

项目	中航租赁	中海租赁	盈华租赁
可比公司 P/B	1.51	1.27	1.30
修正系数	1.1583	1.3039	1.3604

项目	中航租赁	中海租赁	盈华租赁
修正后 P/B	1.749	1.6608	1.7664
目标公司算术平均 P/B	1.73		
期日修正系数	0.9901		
修正后 P/B	1.71		

(7) 中意人寿保险有限公司

参经常用的保险公司核心竞争力评价指标体系及行业监管指标，本次对比因素共分为四项：盈利能力、成长能力、营运能力、风险管理能力。每项对比因素的指标设置时，充分考虑了保险行业特有的体现盈利、成长、营运及相关行业监管指标。

盈利能力指标：

序号	指标	计算公式	指标解释
1	净资产收益率	归属母公司净利润/归属母公司所有者权益	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	投资收益率	总投资收益率=（投资收益-对联营企业的投资收益+公允价值变动损益-投资资产减值损失）/（（期初投资资产+期末投资资产）/2）	保险公司的两大利润来源为承保和投资。投资收益率是衡量盈利能力的关键指标之一。
3	承保利润率	承保利润率=承保利润/已赚保费×100%	反映每元已赚保费所带来的承保利润，反映了承保盈利能力

成长能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
1	已赚保费三年复合增长率	$(2015 \text{ 年度已赚保费} / 2012 \text{ 年度已赚保费})^{1/3} - 1$	反映保险公司已赚保费的成长性。
2	归属母公司净利润三年复合增长率	$(2015 \text{ 年度归属母公司净利润} / 2012 \text{ 年度归属母公司净利润})^{1/3} - 1$	反映保险公司净利润的成长性。
3	新保业务收入三年复合增长率	$(2015 \text{ 年度新保业务收入} / 2012 \text{ 年度新保业务收入})^{1/3} - 1$	反映保险公司寿险业务的成长性。

营运能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
----	----	------	------

序号	指标	计算公式	指标解释
1	保险市场占有率	市场占有率越高，表明企业经营、竞争能力越强。根据保监会公布的规模保费计算	
2	机构数量	机构数量越多，公司的经营能力越好。	
3	综合费用率	综合费用率=（业务及管理费+手续费及佣金+分保费用+保险业务营业税金及附加-摊回分保费用）/已赚保费×100%	反映了保险公司综合费用率的水平。
4	资本使用效率	归属于母公司所有者权益/已赚保费	反映了单位保费占用净资产。

风险管理能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
1	偿付能力充足率	实际资本/最低资本	根据《保险公司偿付能力管理规定》，保险公司应具有与其风险和业务规模相适应的充足资本，确保偿付能力充足率不低于 100%。
2	资产负债率	总负债/总资产	反映公司偿债能力。

1) 调整系数的确定

以目标公司作为比较基准和调整目标，因此将目标公司即中意寿险各指标系数均设为 100，可比保险公司各指标系数与目标保险公司比较后确定，劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

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。本次评估，对当前已知的股票等证券交易市场发生较大波动带来交易价格的影响因素进行调整。

本次选取基准日前 20 日的沪深 300 指数的平均指数作为交易期日指标进行修正。

由于本次评估基准日为 2016 年 5 月 31 日，2016 年非完整会计年度，因此选用 2015 年全年数据进行分析，故本次期日调整先依照 2015 年 12 月 31 日时点进行调整，最终将调整后的 P/B 再进行期日调整到 2016 年 5 月 31 日。

支付方式修正主要根据交易的支付方式现金购买或发行股份支付。一般股份

支付需要有限售期等。一般认为现金购买较股份支付代价更大代价。

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:

因素	项目	中意人 寿	国华人 寿	同方全 球人寿	泰康人 寿
盈利能力	净资产收益率	100	100	97	102
	投资收益率	100	100	100	101
	承保利润率	100	102	102	103
成长能力	已赚保费复合增长率	100	102	99	99
	归属母公司净利润复合增长率	100	106	99	99
	新保业务收入复合增长率	100	100	100	100
营运能力	寿险占有率	100	101	99	108
	机构数量	100	101	100	103
	综合费用率	100	97	92	98
	资本使用效率	100	91	98	104
风险管理 能力	资产负债率	100	97	97	95
	偿付能力充足率	100	100	100	95

2) 市净率估值

因素	项目	国华人寿	同方全球人寿	泰康人寿
盈利能力	净资产收益率	100.00%	103.09%	98.04%
	投资收益率	100.00%	100.00%	99.01%
	承保利润率	98.04%	98.04%	97.09%
成长能力	已赚保费复合增长率	98.04%	101.01%	101.01%
	归属母公司净利润复合增长率	94.34%	101.01%	101.01%
	新保业务收入复合增长率	100.00%	100.00%	100.00%
营运能力	寿险占有率	99.01%	101.01%	92.59%
	机构数量	99.01%	100.00%	97.09%
	综合费用率	103.09%	108.70%	102.04%
	资本使用效率	109.89%	102.04%	96.15%
风险管理 能力	资产负债率	103.09%	103.09%	105.26%
	偿付能力充足率	100.00%	100.00%	105.26%
交易日期修正		1.0000	1.0204	1.0204

因素	项目	国华人寿	同方全球人寿	泰康人寿
支付方式修正		1.0000	1.0000	1.0000
调整系数		1.0382	1.2154	0.9589
可比公司 P/B		2.09	2.45	2.46
调整后 P/B		2.17	2.98	2.36
调整后 P/B 平均数		2.50		
期日修正后被评估单位 P/B		2.48		

(8) 中意财产保险有限公司

参照常用的保险公司核心竞争力评价指标体系及行业监管指标，本次对比因素共分为四项：盈利能力、成长能力、营运能力、风险管理能力。每项对比因素的指标设置时，充分考虑了保险行业特有的体现盈利、成长、营运及相关行业监管指标。

盈利能力指标：

序号	指标	计算公式	指标解释
1	净资产收益率	归属母公司净利润/归属母公司所有者权益	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	投资收益率	总投资收益率=（投资收益-对联营企业的投资收益+公允价值变动损益-投资资产减值损失）/（（期初投资资产+期末投资资产）/2）	保险公司的两大利润来源为承保和投资。投资收益率是衡量盈利能力的指标之一。
3	承保利润率	承保利润率=承保利润/已赚保费×100%	反映每元已赚保费所带来的承保利润，反映了承保盈利能力

成长能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
1	已赚保费三年复合增长率	$(2015 \text{ 年度已赚保费} / 2012 \text{ 年度已赚保费})^{1/3} - 1$	反映保险公司已赚保费的成长性。
2	归属母公司净利润三年复合增长率	$(2015 \text{ 年度归属母公司净利润} / 2012 \text{ 年度归属母公司净利润})^{1/3} - 1$	反映保险公司净利润的成长性。
3	新保业务收入三年复合增长率	$(2015 \text{ 年度新保业务收入} / 2012 \text{ 年度新保业务收入})^{1/3} - 1$	反映保险公司寿险业务的成长性。

营运能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
1	保险市场占有率	市场占有率越高，表明企业经营、竞争能力越强。根据保监会公布的规模保费计算。	
2	机构数量	机构数量越多，公司的经营能力越好。	
3	综合费用率	综合费用率 = (业务及管理费 + 手续费及佣金 + 分保费用 + 保险业务营业税金及附加 - 摊回分保费用) / 已赚保费 × 100%	反映了保险公司综合费用率的水平。
4	资本使用效率	归属于母公司所有者权益 / 已赚保费	反映了单位保费占用净资产。

风险管理能力指标

序号	指标	计算公式	指标解释
1	偿付能力充足率	实际资本 / 最低资本	根据《保险公司偿付能力管理规定》，保险公司应具有与其风险和业务规模相适应的充足资本，确保偿付能力充足率不低于 100%。
2	资产负债率	总负债 / 总资产	反映公司偿债能力。

1) 调整系数的确定

以目标公司作为比较基准和调整目标，因此将目标公司即中意财险各指标系数均设为 100，可比保险公司各指标系数与目标保险公司比较后确定，劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

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。本次评估，对当前已知的股票等证券交易市场发生较大波动带来交易价格的影响因素进行调整。

本次选取基准日前 20 日的沪深 300 指数的平均指数作为交易期日指标进行修正。

由于本次评估基准日为 2016 年 5 月 31 日，2016 年非完整会计年度，因此选用 2015 年全年数据进行分析，故本次期日调整先依照 2015 年 12 月 31 日时点进行调整，最终将调整后的 P/B 再进行期日调整到 2016 年 5 月 31 日。

支付方式修正主要根据交易的支付方式现金购买或发行股份支付。一般股份支付需要有限售期等。一般认为现金购买较股份支付代价更大代价。

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：

因素	项目	中意财险	天安财险	锦泰财险	安诚财险
盈利能力	净资产收益率	100	103	102	104
	投资收益率	100	101	102	102
	承保利润率	100	102	101	102
成长能力	已赚保费复合增长率	100	99	109	102
	归属母公司净利润复合增长率	100	101	106	102
	新保业务收入复合增长率	100	100	100	100
营运能力	财险占有率	100	103	100	100
	机构数量	100	108	98	104
	综合费用率	100	102	102	102
	资本使用效率	100	103	104	102
风险管理能力	资产负债率	100	96	99	101
	偿付能力充足率	100	81	83	86

2) 市净率估值

因素	项目	天安财险	锦泰财险	安诚财险
盈利能力	净资产收益率	97.09%	98.04%	96.15%
	投资收益率	99.01%	98.04%	98.04%
	承保利润率	98.04%	99.01%	98.04%
成长能力	已赚保费复合增长率	101.01%	91.74%	98.04%
	归属母公司净利润复合增长率	99.01%	94.34%	98.04%
	新保业务收入复合增长率	100.00%	100.00%	100.00%
营运能力	财险占有率	97.09%	100.00%	100.00%
	机构数量	92.59%	102.04%	96.15%
	综合费用率	98.04%	98.04%	98.04%
	资本使用效率	97.09%	96.15%	98.04%
风险管理能力	资产负债率	104.17%	101.01%	99.01%
	偿付能力充足率	123.46%	120.48%	116.28%

因素	项目	天安财险	锦泰财险	安诚财险
交易日期修正		0.9804	1.0204	1.0000
支付方式修正		1.0000	1.0000	1.0000
调整系数		1.0168	0.9839	0.9452
可比公司 P/B		1.6300	1.6600	1.2300
调整后 P/B		1.6574	1.6333	1.1626
调整后 P/B 平均数		1.48		
期日修正后被评估单位 P/B		1.47		

(9) 中银国际证券有限责任公司

由于中银国际是中油资本的参股公司，未纳入中油资本合并范围。受限于资料的可取得性，本次评估从盈利能力、成长能力、风险能力三方面分别选择了对证券公司价值影响较大的因素进行调整。市净率估值如下：

修正指标	国金证券	国海证券	东北证券	东吴证券	中银国际
ROE（近二年均值）	0.1400	0.1429	0.1968	0.1394	0.1784
g（%）	1.7384	1.3303	1.3647	1.6368	1.5983
净资本/负债	1.0027	0.6902	0.1645	0.4566	0.2053
调整系数					
ROE 调整	1.0825	1.0745	0.9720	1.0841	1.0000
g 调整	0.9758	1.0605	1.0514	0.9930	1.0000
杠杆修正	0.9205	0.9297	1.0248	0.9450	1.0000
综合调整系数	0.9723	1.0594	1.0472	1.0172	1.0000
调整前 P/B	2.4116	1.6237	2.1391	2.0340	
调整后 P/B	2.3449	1.7202	2.2401	2.0690	2.0936
流动性折扣	22.29%				
被评估单位 P/B	1.63				

综上，市场法评估采用市净率（P/B）/市盈率（P/E）作为价值比率，以标的企业的净资产或净利润作为被乘数。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，因此对应的净资产或净利润真实、客观。评估工作基于该等净资产、净利润审计结果，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。

二、资产评估师核查意见

经核查，中企华认为，中油财务、昆仑银行、保险经纪、专属保险、昆仑信托、昆仑金融租赁、中意人寿、中意产险、中银国际等9家中油资本下属子公司采用市场法评估，其评估方法的选择、评估程序符合《资产评估准则》的相关规定；所选取可比交易案例及可比上市公司具有可比性；各可比交易的修正系数确定依据具有合理性；市场法评估中各标的公司净资产、净利润真实、客观，因此评估结果合理。

问题 24. 申请材料显示，昆仑保险经纪股份有限公司、中意人寿保险有限公司的市场法评估增值率分别为 153.73%、148.35%，远高于其他子公司的净资产增值率。申请材料同时显示，昆仑保险经纪股份有限公司在评估基准日前有过增资行为。请你公司：1）结合行业特点和资产构成，补充披露上述两家子公司的资产增值率高于其他子公司的原因，评估结果是否公允。2）补充披露昆仑保险经纪股份有限公司增资对市场法评估值的影响，评估结果是否公允。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）昆仑保险经纪股份有限公司、中意人寿保险有限公司增值率高于其他公司的主要原因及评估结果合理性分析

本次评估对中油资本下属子公司采用市场法评估增值情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	账面净资产	评估值	增值率 (%)
1	中油财务有限责任公司	1,459,491.88	1,795,175.01	23.00
2	昆仑银行股份有限公司	1,356,757.93	1,486,857.81	9.59
3	中石油专属财产保险股份有限公司	223,711.49	306,484.74	37.00
4	昆仑保险经纪股份有限公司	27,599.37	70,027.22	153.73
5	中油资产管理有限公司	847,103.65	1,264,925.29	49.32
6	昆仑金融租赁有限责任公司	415,058.09	709,749.34	71.00
7	中意人寿保险有限公司	281,853.24	699,991.98	148.35

序号	公司名称	账面净资产	评估值	增值率 (%)
8	中意财产保险有限公司	48,820.79	71,766.55	47.00
9	中银国际证券有限责任公司	160,482.13	259,242.49	61.54
10	中债信用增进投资股份有限公司	121,919.67	121,919.67	0.00

1、昆仑保险经纪增值较高的主要原因分析如下：

昆仑保险经纪所处的保险经纪行业属于服务性行业，其主要经营活动为代理销售保险产品和保险产品公估，是一家服务保险公司和保险客户的服务性公司，其主要收益来源于保险经纪业务相关的服务费。与评估范围内其它金融公司相比较，此行业不受资本充足率、偿付能力等指标对资本的约束；另外从财务指标上分析，昆仑保险经纪公司 2015 年度的净利润规模为 11,113.28 万元，专项审计报告中显示的 ROE（净资产收益率）指标为 22.93%，2016 年 1-5 月实现净利润 5,651.90 万元，年化后全年净利润预计约为 13,564.56 万元，评估基准日的估值结果为 137,308.28 万元，按照 2016 年全年年化净利润折算 P/E 倍数为 10.12 倍。

综上，昆仑保险经纪评估增值率高于其他子公司的主要原因是：昆仑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，采用市盈率指标进行市场法评估，通过分析同行业上市公司市值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昆仑保险经纪权益价值的评定，虽然增值率较高，但评估结果是合理的。

2、中意人寿增值较高的主要原因分析如下：

中意人寿拥有保监会颁发的寿险牌照，主要业务为人寿保险、健康保险和意外伤害保险等保险业务以及上述业务的再保险业务。截至 2016 年 5 月 31 日，资产总额为 538.52 亿元，其资产分为投资资产与非投资资产。投资资产占据绝大部分，共 505.09 亿元，主要包括：货币资产、定期存款、持有至到期投资、可供出售金融资产、非上市债权投资、买入返售金融资产等。从投资资产配置看，其分配比较合理，稳定性最好的债券投资，定期存款为最主要投资方向；非投资资产共计 33.43 亿元，占比 6.21%，主要包括各类应收款项、固定资产、无形资产、独立账户资产以及其他资产等。中意人寿增值较高的主要原因主要是以下四个方面：

（1）保险行业快速发展打开广阔空间

近年来，我国保险行业飞速发展，但与发达国家相比还有很大的发展空间。保险行业发展持续性可期。且随着我国进入老龄化阶段，对养老、医疗、健康保险的需求快速增长，相关政策红利持续落地，为保险行业快速发展打开了广阔的市场空间。在寿险市场方面，根据 2016 年瑞士再保险公司出具的 Sigma 报告，2015 年中国寿险市场的保费收入（Sigma 报告统计的寿险保费收入数据不包含健康保险和意外伤害保险保费收入）达到 13,242 亿人民币，按保费收入排名仅次于美国、日本及英国位列全球第四位，亚洲第二位。同时，中国寿险市场还是全球增速最快的寿险市场之一。根据 2016 年的 Sigma 报告，2015 年，中国寿险市场的保费收入同比增长为 21.5%，而同期，欧洲和北美市场的同比增长仅分别为 1.2%和 4.2%。

尽管如此，2015 年中国的寿险密度和寿险深度均低于其他经济较为发达的国家和地区。下表列示 2016 年 Sigma 报告披露的 2015 年中国、美国、亚洲及欧洲若干国家和地区的部分指标与寿险指标：

2015 年度	经济指标			寿险指标		
	国内生产总值 (十亿美元)	人均国内生产 总值 (美元)	实际 增长率	保费规模 (十亿美元)	寿险密度 (美元)	寿险深度
中国	10,811.4	7,852.0	6.9%	210.0	153.0	2.0%
美国	18,089.9	56,284.0	2.4%	552.0	1,719.0	3.1%
日本	4,156.1	32,854.0	0.5%	343.0	2,717.0	8.3%
印度	2,086.0	1,589.3	7.3%	56.0	43.0	2.7%
台湾	506.0	22,000.0	2.6%	79.0	3,396.0	15.7%
香港	309.9	42,452.0	2.4%	41.0	5,655.0	13.3%
英国	2,849.0	43,830.0	2.2%	214.0	3,291.0	7.5%
瑞士	664.9	80,108.0	0.9%	33.0	4,078.0	5.1%

数据来源：2016 Sigma 报告

注：由于本表格数据来自 2016 Sigma 报告，统计口径和货币与中国保监会所披露的数据有所不同，计算出来的寿险密度和寿险深度可能有所不同

数据显示，相对于寿险行业发展较为成熟的市场，中国寿险市场的密度和深

度仍然相对较低，体现出我国寿险市场仍有较大发展空间。预计中国经济的持续发展、相关政策的有力支持、监管环境的持续改善及人口结构的有利变化趋势等因素将为寿险市场提供持续快速发展的动力，中国寿险市场的增长潜力巨大。

（2）保险公司牌照受到各方关注

在保险行业高速发展的背景下，各类资本纷纷发起设立、收购、参股保险公司，无论是综合型的寿险、产险公司，还是专业化的健康险公司，以及相互保险公司、互联网保险公司等牌照都备受资本关注。另外，拥有保险牌照有利于完善融资渠道，保险金获取成本低，利于产业资本得到相对低成本且稳定的现金流，保险资金运用的自由度也要远超银行、信托与基金等金融机构。因此，较好的盈利能力以及宽泛的投资范围使得保险牌照正成为各路资本的新宠，吸引了很多企业跨界到保险行业。

（3）寿险公司牌照获得难度加大

根据中国保监会资料，截至 2016 年 6 月 30 日，中国保险行业共有 75 家人身险公司。根据中国保监会的资料，截至 2016 年 6 月 30 日，中国保险行业共有 28 家外资人身险公司。2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年前六个月，按原保费收入计算，外资人身险公司合计占有中国人身险市场 5.56%、5.78%、6.25%和 6.10%的市场份额，外资寿险公司呈现不断发展的趋势。在保险公司牌照受到各方关注、现有寿险牌照数量有限、外资寿险公司不断发展的背景下，获取外资寿险牌照的难度逐渐加大，而此事项会在市场交易对价中得到体现。

（4）中意人寿市场法评估结果分析

从经营方式来看，产险是以利润为中心进行管理，寿险是以价值为中心进行管理。产险一年期的业务较多，当年即能核算盈利或者亏损情况。寿险则是长期业务，报表上的利润由过往业务而非当期业务形成。期缴业务开始时，当期业务规模越大，当期利润可能越差。所以寿险更主要的是其拥有长期价值，此事项在市场交易对价中，呈现出寿险平均交易对价明显高于产险交易对价。

近期市场上完成交易的各寿险公司的 P/B 倍数如下：

收购方	交易标的	交易宣布时间	股权交易比例	交易金额	市净率
-----	------	--------	--------	------	-----

				(亿元)	
华资实业	华夏人寿	2015-09-16	51%	315.30	3.31
海航投资	华安保险	2015-04-17	19.64%	23.00	2.37
天茂集团	国华人寿	2015-01-16	43.86%	72.37	2.09
万达集团	百年人寿	2014-12-30	2.83%	1.23	2.23
同方股份	海康人寿	2014-09-11	50.00%	10.00	2.45
新潮中宝	阳光保险集团	2014-03-20	4.24%	18.90	2.81
回购	泰康人寿	2015-01-19	8.80%	44.38	2.46
算术平均值					2.53
中意人寿			50%	140.00	2.48

通过同近期交易的寿险公司市净率作比较，中意人寿的市净率低于行业平均水平，评估估值在合理范围内。

综上，中意人寿评估增值率高于其他子公司的主要原因：中意人寿拥有市场稀缺的寿险业务牌照，历史年度投资资产配置合理，在全国合资寿险公司中保费收入排名第3位，经营业绩优良。采用市净率指标进行市场法评估，通过分析同行业可比交易情况来评定其股权价值，反映了在正常公平交易的条件下公开市场对于中意人寿权益价值的评定，虽然增值率较高，但评估结果是合理的。

(二) 昆仑保险经纪股份有限公司增资对市场法评估值的影响

本次评估对昆仑保险经纪公司以 P/E（市盈率）指标为价值比率进行了市场法评估。由于无法获得可比上市公司 2016 年 1~5 月份的财务数据，亦无法取得可比上市公司未来年度的盈利预测，所以选择了静态市盈率作为本次评估所使用的价值比率，但考虑到昆仑保险经纪公司在 2015 年底实施了增资，为了真实反映昆仑保险经纪公司 2015 年全年的经营情况，本次市场法评估采用增资前的 2015 年度财务报表计算市场法比较过程中的各项参数指标。

由于采用了静态 P/E 作为价值比率，2015 年底后发生的增资事项并不会影响昆仑保险经纪公司 2015 年度的净利润水平，但合理的增资事项对企业的经营和发展都有着良好的促进作用，且从经营数据上看昆仑保险经纪公司 2015 年 1~5 月实现净利润 5,248.18 万元，2016 年 1~5 月份实现净利润 5,651.90 万元，增长明显。因此评估师认为该增资事项会提升公司未来的经营能力，促进公司的长远

发展，对公司的盈利能力、营运水平、成长能力及风险管理方面产生积极影响，这些影响也反映在本次评估的市场法打分对比过程当中。

昆仑保险经纪 2016 年 1-5 月实现净利润 5,651.90 万元，年化后全年净利润预计约为 13,564.56 万元，昆仑保险经纪本次以 2016 年 5 月 31 日评估基准日的估值结果为 137,308.28 万元，按照 2016 年全年年化净利润折算 P/E 倍数为 10.12 倍，评估值较为谨慎合理。

二、资产评估师核查意见

经核查，中企华认为，昆仑保险经纪历史年度收益稳定，市场法恰当地采用市盈率作为市场法价值比率，通过与可比上市公司进行分析比较确定了其评估价值，评估结果及增值率合理；中意人寿属于中外合资寿险公司，拥有寿险业务牌照，经营稳定，市场法恰当地采用市净率作为市场法价值比率，通过与可比交易案例公司进行分析比较确定了其评估价值，评估结果及增值率合理；

评估师充分、合理地考虑了增资行为对昆仑保险经纪的盈利能力、营运水平、成长能力及风险管理方面产生积极影响，并通过与可比上市公司进行分析比较确定其对估值的影响。

问题 25. 申请材料显示，本次交易拟收购资产的核心资产采用市场法评估结果作为作价依据，其中包括中油财务有限责任公司等 10 家子公司。请你公司结合上述 10 家子公司的静态市盈率、动态市盈率，比对可比交易公司情况，进一步补充披露上述子公司作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

本次评估师对中油资本下属子公司除昆仑保险经纪和中债信增外（昆仑保险经纪采用市盈率作为价值乘数，中债信增按账面净资产乘以股权比例作为评估值），其他公司均采用市净率作为价值乘数进行市场法评估。

对于采用 P/B 估值的下属子公司静态市盈率数据主要按评估值/2015 年净利润进行测算，动态市盈率数据，主要按以下二种方法进行测算：

1.对采用了收益法评估的 5 家公司，按照评估值/2016 年预测净利润进行测算；

2.对于未采用收益法进行评估的 3 家公司，按照评估值/[(2016 年 1-5 月净利润)/5x12]进行测算。

（一）中油财务

近期财务公司并购项目市盈率统计情况如下：

单位：万元

收购方	交易标的	股权收购比例/增资比例	交易对价 (100%股权)	静态市盈率
中海集团	中海财务	40.00%	127,746.67	6.00
中海集团	中远财务	17.53%	289,067.03	3.33
中国移动	中移财务	增资	819,821.43	8.40
算术平均值				5.91
中油财务		28.00%	6,411,339.32	11.02

注：由于中油财务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。

中油财务有限责任公司的评估值为 6,411,339.32 万元，2015 年度的净利润为 582,028.24 万元。经计算中油财务有限责任公司的静态市盈率为 11.02，高于可比财务公司平均市盈率。中油财务的静态市盈率高于可比公司的主要原因如下：

1、中油财务的结算量、资产、收入和利润规模，截止到 2015 年已连续十三年位居国内同行业第一，是目前全国资产规模最大、业务品种最多、效益最好的财务公司。2013 年~2015 年收入保持在 145~150 亿的水平，净利润保持在 50 亿以上；

2、中油财务作为唯一一家全行业 A 类评级，且被监管部门视为系统重要性金融机构（SIFI）的财务公司，仍遵循稳健的经营理念，在未实际发生一笔坏账的前提下，仍每年按 4.5%的水平计提拨备（金额合计约 140 亿），是目前财务公司计提准备率最高的公司。如果考虑以拨备前利润来计算静态市盈率，则与可比公司水平相当；

3、中油财务公司是行业内唯一具有境外子公司（香港、迪拜）的财务公司，并且其子公司获得国际评级机构最高信用评级，因此可以为中石油集团实现全球资金进行集中结算，较其他国内同行更加充分地发挥集团资金平台功能。

因此，通过同近期的可比财务公司的市盈率作比较，财务公司的市盈率虽然高于行业平均水平，但评估估值仍在合理范围内。

（二）昆仑银行

评估基准日上市城商行市盈率统计情况如下：

公司名称	静态市盈率	动态市盈率
宁波银行	8.88	7.55
南京银行	8.61	7.11
北京银行	8.10	7.62
算术平均值	8.53	7.43
昆仑银行	6.56	6.09

昆仑银行评估值为 1,928,479.65 万元，2015 年归属于母公司所有者净利润为 293,931.01 万元，2016 年预测归属于母公司所有者净利润为 316,667.70 万元。经计算昆仑银行的静态市盈率为 6.56，动态市盈率为 6.09，均低于可比银行同期的平均市盈率。

目前，昆仑银行较三家评估基准日上市城商行在网点布局、业务创新及牌照资质等方面都存在一定的竞争劣势。因此，通过同近期的上市城商行的市盈率作比较，昆仑银行的市盈率低于行业平均水平，评估估值在合理范围内。

（三）专属保险

单位：万元

收购方	交易标的	股权收购比例	交易对价（100%股权）	静态市盈率
西水股份	天安财险	26.96%	2,561,943.62	65.93
成都投资集团	锦泰财险	18.18%	148,514.85	-31.03
渝富集团	安诚财险	1.23%	570,636.67	-44.64
	专属保险	40%	766,211.86	26.81

注：由于专属保险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。

通过同近期交易的产险保险公司市盈率作比较发现：

1、由于保险行业自身行业特点，其从设立到经营稳定的周期较长，一般需要 10 年左右的时间才能获得稳定的利润。

2、由于拥有保险牌照有利于完善融资渠道，并且保险金获取成本低，股东可以获得相对低成本且稳定的现金流。另外，保险资金运用的自由度也要远超银行、信托与基金等金融机构。因此，稳定的现金流以及宽泛的投资范围使得保险牌照正成为各路资本的新宠，吸引了很多企业跨界到保险行业。

综上，保险公司的价值与其近期盈利情况没有较直接的相关性，其价值比率选择市净率(P/B)指标较为合理，即本次评估通过分析同行业市场交易的情况来评定企业的价值，反映了在正常公平交易的条件下公开市场对于企业价值的评定，因此评估值是合理的。

（四）昆仑保险经纪

公司名称	静态市盈率	动态市盈率
AJG	23.99	N/A
AON	20.90	N/A
BRO	20.75	N/A
算术平均值	21.88	N/A
昆仑保险经纪	12.36	10.12

注：由于昆仑保险经纪选取的可比公司均为境外上市公司，评估师无法获得可比公司动态财务数据，因此对可比上市公司仅列示静态市盈率。

因此，通过同近期上市保险经纪公司的市盈率作比较，昆仑保险经纪的静态市盈率低于行业平均水平，评估估值在合理范围内。

（五）昆仑信托

单位：万元

收购方	交易标的	股权收购比例	交易对价（100%股权）	静态市盈率
-----	------	--------	--------------	-------

收购方	交易标的	股权收购比例	交易对价(100%股权)	静态市盈率
金瑞科技	五矿信托	67.86%	951,400.00	8.31
浦发银行	上海信托	97.33%	1,680,056.41	14.56
中航资本	中航信托	16.82%	812,550.06	8.93
华兴电力	华澳信托	30.00%	167,700.00	11.03
算术平均值				10.71
昆仑信托		82.18%	831,727.63	9.80

注：由于昆仑信托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。

昆仑信托的评估值为 831,727.63 万元，2015 年底归属于母公司的净利润为 84,874.79 万元，静态市盈率为 9.80，低于可比公司的平均市盈率。评估估值在合理范围内。

（六）昆仑金融租赁

单位：万元

收购方	交易标的	股权收购比例	交易对价(100%股权)	静态市盈率
中航资本	中航租赁	30.95%	661,615.24	15.48
中海集运	中海租赁	100%	199,560.70	26.94
深圳键桥通讯	盈华租赁	74.64%	32,819.00	15.81
算术平均值				19.41
昆仑金融租赁		60%	1,182,915.57	18.46

注：由于昆仑金融租赁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。

昆仑金融租赁的评估值为 1,182,915.57 万元，2015 年底归属于母公司的净利润为 64,082.48 万元，静态市盈率为 18.46，低于可比公司的平均市盈率。评估估值在合理范围内。

（七）中意人寿

单位：万元

收购方	交易标的	股权收购比例	交易对价(100%股权)	静态市盈率
-----	------	--------	--------------	-------

收购方	交易标的	股权收购比例	交易对价（100%股权）	静态市盈率
天茂集团	国华人寿	43.86%	1,684,200.00	11.79
同方股份	同方全球人寿	50.00%	157,700.00	-17.04
回购	泰康人寿	8.80%	5,043,077.59	13.47
中意人寿		50%	1,399,983.96	13.22

注：由于中意人寿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。

通过同近期交易的寿险保险公司市盈率作比较发现：

1、由于保险行业自身行业特点，其从设立到经营稳定的周期较长，一般需要 10 年左右的时间才能获得稳定的利润。

2、由于拥有保险牌照有利于完善融资渠道，并且保险金获取成本低，股东可以获得相对低成本且稳定的现金流。另外，保险资金运用的自由度也要远超银行、信托与基金等金融机构。因此，稳定的现金流以及宽泛的投资范围使得保险牌照正成为各路资本的新宠，吸引了很多企业跨界到保险行业，此特点对于寿险公司尤为突出。

综上，保险公司的价值与其近期盈利情况没有较直接的相关性，其价值比率选择市净率(P/B)指标较为合理，即本次评估通过分析同行业市场交易的情况来评定企业的价值，反映了在正常公平交易的条件下公开市场对于企业价值的评定，因此评估值是合理的。

（八）中意财险

单位：万元

收购方	交易标的	股权收购比例	交易对价（100%股权）	静态市盈率
西水股份	天安财险	26.96%	2,561,943.62	65.93
成都投资集团	锦泰财险	18.18%	148,514.85	-31.03
渝富集团	安诚财险	1.23%	570,636.67	-44.64
	中意财险	51%	140,718.73	655.70

注：由于中意财险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。

通过同近期交易的产险保险公司市盈率作比较发现：

1、由于保险行业自身行业特点，其从设立到经营稳定的周期较长，一般需要 10 年左右的时间才能获得稳定的利润。中意财险目前处于初创期，初步实现盈亏平衡，导致静态市盈率较高，参考性不强。

2、由于拥有保险牌照有利于完善融资渠道，并且保险金获取成本低，股东可以获得相对低成本且稳定的现金流。另外，保险资金运用的自由度也要远超银行、信托与基金等金融机构。因此，稳定的现金流以及宽泛的投资范围使得保险牌照正成为各路资本的新宠，吸引了很多企业跨界到保险行业。

综上，保险公司的价值与其近期盈利情况没有较直接的相关性，其价值比率选择市净率(P/B)指标较为合理，即本次评估通过分析同行业市场交易的情况来评定企业的价值，反映了在正常公平交易的条件下公开市场对于企业价值的评定，因此评估值是合理的。

（九）中银国际

名称	静态市盈率	动态市盈率
国金证券	16.84	31.15
国海证券	18.01	29.71
东北证券	11.08	24.77
东吴证券	13.98	30.82
算术平均值	14.98	29.11
中银国际	7.84	14.11

中银国际的评估值为 1,628,407.59 万元，2015 年归属于母公司的净利润为 207,689.00 万元，2016 年 1-5 月归属于母公司的净利润为 48,095.59 万元。上市公司 2016 年净利润由公布的半年报模拟全年利润计算，中银国际 2016 年 1-5 月财务数据由管理层提供，动态市盈率由 1-5 月净利润模拟全年利润计算。

经计算中银国际的静态市盈率为 7.84，动态市盈率为 14.11，均低于上市公

司同时的平均市盈率。中银国际的市盈率低于行业平均水平，评估值在合理范围内。

二、资产评估师核查意见

经核查，中企华认为，中油财务的市盈率高于可比公司，主要原因是其业务种类、结算量、资产、收入和利润规模均长期保持全国行业第一，其评估值处于合理范围；昆仑银行、昆仑保险经纪、昆仑信托、昆仑金融租赁、中银国际等五家公司的市盈率水平均低于可比公司的平均水平，评估值在合理范围内；专属保险、中意人寿、中意财险等三家保险公司对应的寿险类、产险类可比公司，其市值水平与利润的相关性不强，部分可比公司仍处于亏损阶段，本次评估恰当地采用市净率作为市场法价值比率，通过与可比交易案例公司进行分析比较确定了其评估价值，评估结果合理。

问题 26. 申请材料显示，截止评估基准日，中油资本投资性房地产的账面价值为 12.18 亿元，评估值为 73.92 亿元。增值率 506.78%。请你公司结合上述投资性房地产的入账时间、后续会计处理方式，比对周边地产作价及增值情况，补充披露上述资产评估价值及增值率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

中油资本的投资性房地产为该公司持有的金融大街 1 号写字楼。该写字楼为中油资本自建，2008 年建设完成转为固定资产或投资性房地产。根据企业会计准则以及中油资本的会计政策，以出租为目的的建筑物，在投资性房地产科目核算。投资性房地产的用途改变为自用时，自改变之日起，中油资本将该投资性房地产转换为固定资产或无形资产。自用房地产的用途改变为赚取租金或资本增值时，自改变之日起，中油资本将固定资产或无形资产转换为投资性房地产。发生转换时，以转换前的账面价值作为转换后的入账价值。

会计核算方面，投资性房地产以成本进行初始计量，采用成本模式进行后续计量，按其预计使用寿命及净残值率对建筑物和土地使用权计提折旧或摊销。

委估投资性房地产为 2008 年 12 月建成，账面采用成本计量，评估基准日主

要用途为中石油集团下属各子公司租赁使用。本次评估对投资性房地产采用市场比较法的主要原因是：委估资产处于北京金融街核心办公及商业区，地理位置极为稀缺，除了可以获取租赁收益外，其保值增值的功能更加明显。

评估人员咨询了委估性房地产所在区域的房产中介机构，选取了周边远洋大厦、汇丰时代大厦、新盛大厦等相关房产作为可比案例，通过相关因素的修正，得出委估房屋建筑物的最终单价，进而确定评估值。由于金融街商圈的位置稀缺，金融单位聚集度较高，平均交易单价在 83,000-95,000 元/平方米之间，故委估投资性房地产的单价 91,500 元/平方米（含土地价值）是合理的。

二、资产评估师核查意见

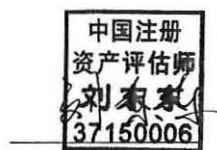
经核查，中企华认为，中油资本投资性房地评估方法选择合理，由于北京金融街核心区地理位置的稀缺性及我国房地产市场不断健康稳定发展，其评估结果及评估增值处于合理范围。

(本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[162866]号之反馈意见回复》之签章页)

签字注册资产评估师：



郁宁



刘东东



张美杰



张宁

