

万邦资产评估有限公司

**关于《中国证监会行政许可项目审查一次反
馈意见通知书》的回复说明**

万邦资产评估有限公司

2016 年 11 月

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2016 年 9 月 30 日下发的中国证券监督管理委员会 162365 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称“《反馈意见》”），我对《反馈意见》涉及评估事项逐项进行落实并仔细核查，并按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题答复，现提交贵会，请予审核。

问题 1、申请材料显示，浙金信托 2015 年末信托资产规模为 214 亿元，预计 2016 年末信托资产规模约 257 亿元(比 2015 年末增长 20%)，2017 年至 2019 年末的信托资产规模分别为 340 亿元、440 亿元和 580 亿元左右，以此测算浙金信托截止 2019 年的净资本缺口为 7.68 亿元。申请材料同时显示，收益法评估时，浙金信托 2016 年-2018 年的预测信托规模分别为 240 亿元、250 亿元和 300 亿元。请你公司：1)结合浙金信托的信托业务和固有业务在报告期各期间的业务开展规模，补充披露未来年度业务规模、净资本缺口测算的合理性。2)补充披露未来净资本缺口测算时未来年度信托资产规模高于收益法评估时相关预测数据的原因及差异的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。(原问题 2)

回复：

一、结合浙金信托的信托业务和固有业务在报告期各期间的业务开展规模，补充披露未来年度业务规模、净资本缺口测算的合理性

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，根据《信托公司净资本管理办法》（中国银监会令 2010 年第 5 号）的相关规定，信托公司须按照各项业务规模计算风险资本并与净资本建立对应关系，信托公司的净资本需大于风险资本。因此，净资本的大小直接影响了信托业务规模。

浙金信托管理层在计算未来年度净资本缺口时，假设不考虑净资本对信托业务规模增长的限制性作用，按照宏观经济发展情况、浙金信托与同行业公司的平均资产规模的差距及追赶目标、浙金信托自身的业务发展规划，测算出浙金信托的预计信托资产规模，进而根据《信托公司净资本管理办法》等法律法规的规定，测算出未来需达到该预测的信托资产规模将会产生的净资本缺口。

（一）信托业务

2014 年 12 月 31 日、2015 年 12 月 31 日和 2016 年 5 月 31 日，浙金信托的信托资产规模如下表所示：

单位：亿元

	2016-5-31	2015-12-31	2014-12-31
--	-----------	------------	------------

信托资产规模	150.97	214.10	247.98
--------	--------	--------	--------

从行业平均规模水平看，浙金信托的信托资产规模远低于行业平均数，未来业务发展空间较大。2014 年末、2015 年末和 2016 年 6 月末行业平均规模见下表列示：

单位：亿元

年份	2016-6-30	2015-12-31	2014-12-31
信托资产规模	172,851.66	163,036.20	139,799.10
信托公司数量（家）	68	68	68
平均信托资产规模	2,541.94	2,397.59	2,055.87

数据来源：中国信托业协会

2016 年下半年起，浙金信托对其管理层进行了更换与优化，并主动采取以下措施，调整完善业务策略，进一步确定业务定位和方向，以提升未来持续盈利能力：

1、传统信托业务调整升级：未来传统信托投融资业务将围绕“优质企业、优质项目、优质资产”的标准以及风控模式持续拓展；此外，通过交易结构创新、强化风险控制等方式，浙金信托将努力实现政信合作、房地产信托等传统信托投融资业务的调整升级。

2、快速扩大事务类信托规模，提高公司市场份额：将通过加强与金融同业、各类金融服务机构的合作，利用合作金融机构丰富的销售渠道与广阔的客户覆盖，积极拓展单一资金信托、集合消费信托等浙金信托不承担主动管理职能和项目实际风险的事务管理类信托业务，进一步提升信托业务规模，扩大信托业务收入。

3、大力发展资本市场信托业务：积极探索并逐步展开地方四板市场及私募股权投资、与浙商资产合作开展的不良资产收购处置相关业务、针对上市公司定向增发及新三板市场等领域的结构化受托资产管理业务，以及国企改革相关的重组并购、股权投资、资产证券化等业务机会。

4、努力尝试家族信托等私人财富管理：依托浙江省的区位优势及浙江省内唯一省属信托公司的地位，持续、充分利用浙江省内高净值人群对私人财富管理业务的需求，开展家族信托业务，探索新的业务增长点，为客户实现财富的保值增值。

浙金信托提高可持续盈利能力采取的具体措施请参见本回复报告第 18 题的相关答复。

通过战略、人员及业务方面的有效调整，浙金信托的信托资产规模明显提升，截至 2016 年 10 月末，浙金信托的信托资产规模达 214.14 亿元。除此之外，截至 2016 年 10 月末，浙金信托已立项、尚在推进过程中的项目规模合计 338.26 亿元，具体情况如下表所示：

已立项、尚在推进过程中的信托项目统计			
项目状态	新增项目数量（个）	预计发行规模（亿元）	剩余发行规模（亿元）
已立项但尚未启动 ⁽¹⁾	72	327.33	327.33
其中：单一信托项目	48	221.65	221.65
集合信托项目	24	105.68	105.68
已立项且部分设立 ⁽²⁾	7	24	10.93
其中：单一信托项目	3	9.5	6.45
集合信托项目	4	14.5	4.48
合计	79	351.33	338.26

注：（1）已立项但尚未启动，是指已与交易对方在交易规模、期限、预期收益率等交易要素方面达成一致，且信托项目方案已通过浙金信托的决策审批、完成相应立项程序，但尚未启动发行募集（集合信托项目）或委托资金交付（单一信托项目）程序的信托项目。

（2）已立项且部分设立，是指已完成立项且已部分完成设立，但信托项目规模中仍有部分未完成发行募集程序（集合信托项目）或委托资金交付（单一信托项目）的信托项目。该等项目中已完成的部分已计入截至 2016 年 10 月末浙金信托的信托资产情况中。

截至 2016 年 10 月 31 日，浙金信托的信托业务规模大幅改善并已达到 2015 年全年水平，浙金信托估计 2016 年末信托资产规模较 2015 年增长约 20%，达到 257 亿元左右。

2017 年至 2019 年，随着浙金信托对其管理层的优化、业务部门的增设及优秀人才的引进逐步到位、进一步明确业务定位和方向，不断提高可持续盈利能力，浙金信托管理层规划 2017 年末至 2019 年末的信托资产年均增幅为 30%，2017 年末、2018 年末和 2019 年末的预计信托资产规模分别为 340 亿元、440 亿元和 580 亿元。

浙金信托按照上述信托资产规模预测值，结合未来业务定位规划预测各年内投资类、融资类及事务管理类信托业务在信托资产中的占比，确定未来各年内投资类、融资类和事务管理类信托业务各自的规模。根据《中国银监会关于印发信托公司净资本计算标准有关事项的通知》附件中的《信托公司风险资本计算表》，浙金信托将投资类信托业务风险系数确定为 1.50%，融资类信托业务确定为 2.50%，事务管理类信托业务风险系数确定为 0.20%，并按照如下公式测算各年度信托业务风险资本：信托业务风险资本=信托业务各项资产余额×风险系数=投资类信托业务×风险系数+融资类信托业务×风险系数+事务管理类信托业务×风险系数。

按上述测算得出，截至 2019 年末浙金信托信托业务的风险资本约为 7.71 亿元。

（二）固有业务

在不考虑增资的情况下，浙金信托固有业务资产规模增长主要来源于浙金信托净利润及负债的增加。

报告期内，浙金信托固有业务规模如下：

单位：万元

	2016-5-31	2015-12-31	2014-12-31
固有业务规模	84,019.27	87,634.02	84,506.94

按照浙金信托目前的业务发展情况，预计 2016 年末固有业务资产规模将达到 9.64 亿元。随着浙金信托调整业务结构、转型升级传统业务、加大发展资本市场信托业务，并增设业务部门，充实业务人员，预计 2017 年至 2019 年的净利

润和负债都将有明显增长，固有业务资产规模年均增幅预计将达到 10%，固有业务资产规模将分别达到 10.60 亿元、11.66 亿元和 12.83 亿元。

浙金信托按照上述固有资产规模预测值，结合未来业务定位规划预测各年内各类固有资产占比，确定未来各年内各类固有资产的规模，并根据《中国银监会关于印发信托公司净资本计算标准有关事项的通知》附件中的《信托公司风险资本计算表》，确定各类固有资产对应的风险资本系数。

按上述测算得出，截至 2019 年末固有业务风险资本约为 1.28 亿元。

二、未来净资本缺口测算时未来年度信托资产规模高于收益法评估时相关预测数据的原因及差异的合理性

产生上述差异的主要原因是，在计算净资本缺口时，未考虑浙金信托净资本大小对信托规模增长的限制性作用，即浙金信托管理层根据宏观经济发展情况、浙金信托与同行业公司的平均资产规模的差距及追赶目标、浙金信托自身的业务发展规划，测算出未来其信托资产自然增长可以达到的水平，进而根据《信托公司净资本管理办法》等法律法规的规定，测算出未来达到预测的信托资产规模将会产生的净资本缺口；而在按照收益法评估时，浙金信托管理层和评估师是按照浙金信托现有的净资本规模，在不考虑增资或者其他方式补充净资本的情况下，浙金信托的信托业务可以达到的规模，进而测算出浙金信托未来的盈利水平。

本次交易中，浙金信托 56%股权以收益法评估结果作为作价依据。收益法评估时，浙金信托 2016 年至 2018 年的预测信托规模分别为 240 亿元、250 亿元和 300 亿元，相对于净资本缺口测算时预测的信托规模增长率较为保守，也未考虑增资补充净资本的影响，由此得出的收益法评估值也相对谨慎，有利于保护上市公司以及中小股东的利益。

综上，浙金信托计算净资本缺口测算时预测的年度信托资产规模与收益法评估时相关预测数据之间的差异，是由于上述预测目的和所使用的假设有所不同而造成的，该等差异具有合理性。

三、补充披露情况

浙金信托未来年度业务规模、净资本缺口测算的合理性及未来净资本缺口测算时未来年度信托资产规模高于收益法评估时相关预测数据的原因及差异的合理性，已在重组报告书“第五章 发行股份情况”之“五、配套募集资金之发行股份情况”之“（四）募集配套资金的必要性”之“1、向浙金信托增资”中补充披露。

四、中介核查意见

经核查，评估师认为，浙金信托 2016 年至 2019 年的信托业务规模和固有业务规模预测较为合理，根据监管部门规定的风险系数测算的净资本缺口具有合理性。本次评估中对浙金信托收益法测算，以未来年度各项监管指标符合监管要求、不出现净资本缺口为基本前提，因此评估中对收益法的测算基于主要经营业务内容保持相对稳定、历史年度信托规模变化情况、信托行业的发展趋势以及当前的国内宏观经济环境，预测未来的规模变化，未考虑浙金信托增资扩股后各项业务快速发展预期带来的变化；而未来净资本缺口测算是由浙金信托管理层参考自身业务开展情况，并结合行业平均增速进行测算，未考虑信托公司净资本管理对信托业务规模的限制性作用。由于上述预测目的和所使用的假设有所不同，该等差额有合理性。

问题 2、申请材料显示，内含价值调整法评估时，中韩人寿的股权价值主要由截止评估基准日有效业务价值和未来新业务价值两部分组成，未来新业务价值按“一年新业务价值 x 新业务乘数”方法确定。有效业务价值和一年新业务价值由评估基准日现有的有效业务和截至评估基准日前一年的新业务预期产生的未来可分配税后利润贴现得到。申请材料同时显示，本次交易没有业绩承诺安排。请你公司：1）补充披露上述评估方法是否符合《资产评估准则》的相关规定。2）补充披露中韩人寿股权价值的计算基础“有效业务价值和一年新业务价值”通过未来可分配税后利润贴现得到的情况下，交易对方未提供业绩承诺安排是否符合我会的相关规定。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见（原问题 21）。

回复：

一、内含价值调整法是否符合《资产评估准则》的相关规定

在内含价值调整法下，寿险公司的股东全部权益价值=有效业务价值+一年新业务价值×新业务乘数+其他业务资产价值。

其中，有效业务价值，即评估基准日现有的有效保单的价值，具体为评估时点有效保单在未来年度可实现的税后利润用一定贴现率贴现后的现值，扣除要求资本成本。该价值直接反映了寿险公司当前的经营成果，但未考虑寿险公司未来新业务销售能力与未来新业务所带来的价值。

新业务价值，是在假设一致的前提下，预计未来的新业务保单带来的价值。一般以一年新业务价值乘以新业务价值倍数来确定。其中，一年新业务价值为距评估时点的过去一年新签保单在未来年度可实现的税后利润用一定贴现率贴现后的现值，扣除要求资本成本，并加上当年该部分新业务已实现的实际利润或亏损。

新业务价值乘数，则一般以二级市场的寿险公司的市值为基础，考虑二级市场寿险公司的有效业务价值和新业务价值，按照内含价值调整法下的估值公式，计算出二级市场平均的隐含新业务乘数。

上述内含价值调整法的主要基础数据，如有效业务价值、一年新业务价值，依据基础为寿险公司报送保监会的《年度精算报告》，数据的准确性与合理性符合中国保监会审核精神。

随着我国金融体制改革的进一步深化，金融监管政策对资产评估的需求不断增强，金融企业评估的特殊性日益突出，新的技术难点不断增多。为了进一步指导资产评估师执行金融企业资产评估业务，中国资产评估协会在财政部金融司的指导下，选取了金融企业评估中 5 个重点、难点问题，在总结行业执业经验基础上，经过近两年研究，于 2015 年 8 月发布了 5 项金融企业资产评估专家指引。专家指引是在评估准则的基础上，针对评估业务中的特定事项或难点问题，提供的进一步技术性指导。专家指引来自于专家自身经验和以往案例，是优秀评估实践的具体体现，在评估实践中更具操作性、针对性、参考性，是评估准则的具体补充，对于指导评估业务具有重要意义。

专家指引第 5 号在充分考虑寿险公司业务特点、经营特点的基础上，详细分析了内部精算报告的内涵，对使用资产基础法、收益法与市场法三种基本评估方法及其他特定方法中如何利用内部精算报告提出建议。上述中韩人寿的估值方

法，参考了《资产评估专家指引第5号——寿险公司内部精算报告及价值评估中的利用》中的有关条款，以及该指引后附的“寿险公司股权价值评估中利用内含价值调整的案例”。选用该评估方法符合《资产评估准则》的相关规定。同时，按照《浙江省省属企业重大国有资产评估项目专家评审试行办法》浙国资发（2011）13号文的要求，评估项目已经省国资委建立的重大资产评估项目评审专家库的专家评审，评估结果已报经浙江省国资委备案。

二、交易对方已补充减值测试补偿相关承诺

2016年8月11日，上市公司与国贸集团签署了附条件生效的《浙江东方集团股份有限公司与浙江省国际贸易集团有限公司关于中韩人寿保险有限公司之发行股份购买资产协议的补充协议》，国贸集团对中韩人寿股东全部权益价值做出了减值测试补偿承诺，相关减值测试补偿安排已在重组报告书中披露。

2016年11月16日，结合中韩人寿内含价值调整法评估情况，上市公司与国贸集团签署了附条件生效的《浙江东方集团股份有限公司与浙江省国际贸易集团有限公司关于中韩人寿保险有限公司之发行股份购买资产协议的补充协议之二》。根据该协议，相关补偿安排如下：

根据万邦出具的万邦评报[2016]115号《浙江东方集团股份有限公司拟发行股份购买资产涉及的中韩人寿保险有限公司股东全部权益评估项目资产评估报告》，截至2015年9月30日，中韩人寿有效业务价值为2,365.65万元，一年新业务价值为3,202.98万元，中韩人寿股东全部权益价值为57,817.00万元（取整到万元）。

国贸集团对中韩人寿有效业务价值、一年新业务价值以及中韩人寿股东全部权益价值进行减值测试，具体减值测试补偿及计算公式、补偿方式约定如下：

国贸集团对中韩人寿有效业务价值、一年新业务价值以及中韩人寿股东全部权益的减值测试补偿期为重组实施完毕后三年，暨2016年、2017年、2018年。如本次交易实施完毕的时间延后，则前述减值测试股份补偿期限相应顺延并将根据监管部门的要求予以相应调整。

在补偿期各期末，应对中韩人寿进行减值测试，并由具有执行证券、期货相

关业务资格的会计师事务所出具专项审核意见。

国贸集团对中韩人寿减值补偿的承诺：

若补偿期各期末标的资产减值额 $>$ 补偿期内国贸集团已补偿股份数额 $\times$ 本次重组发行股份的每股发行价格 $+$ 已补偿现金数额，则国贸集团应向上市公司进行补偿。

补偿期各期末标的资产减值额（以下简称“标的资产减值额”）为中韩人寿当期股东全部权益价值减值额、当期有效业务价值减值额与当期一年新业务价值减值额三者中孰高者 $\times$ 国贸集团所持中韩人寿股权比例（50%），其中：

当期有效业务价值减值额=中韩人寿本次评估结果中的有效业务价值—中韩人寿截至当期期末有效业务价值，并排除补偿期限内的股东增资、接受赠予以及利润分配的影响数，当期有效业务价值减值额不小于0；

当期一年新业务价值减值额=中韩人寿本次评估结果中的一年新业务价值—中韩人寿截至当期期末一年新业务价值，并排除补偿期限内的股东增资、接受赠予以及利润分配的影响数，当期一年新业务价值减值额不小于0；

中韩人寿当期股东全部权益价值减值额=中韩人寿本次评估结果中的股东全部权益价值—中韩人寿截至当期期末以内含价值调整法重新评估的中韩人寿股东全部权益价值，并排除补偿期限内的股东增资、接受赠予以及利润分配的影响数，当期整体减值额不小于0。

国贸集团应先以其本次交易取得的股份进行补偿；国贸集团减值补偿的股份数额按下述公式计算：

当期减值补偿金额=标的资产减值额—补偿期内国贸集团已补偿股份数额 $\times$ 本次重组发行股份的每股发行价格—补偿期内国贸集团已补偿现金数额

当期应补偿股份数额=当期减值补偿金额 $\div$ 本次重组发行股份的每股发行价格

按照前述公式计算减值补偿的股份数额时出现非整数股份情况的，按照四舍五入原则处理。如果补偿期限内上市公司因转增或送股方式进行分配而导致国贸

集团持有的上市公司股份数发生变化的，则减值补偿的股份数额调整为：按上款公式计算出的减值补偿的股份数额 $\times$ （1+转增或送股比例）。

国贸集团在补偿期间内应逐年对上市公司进行补偿，各年计算的应补偿股份或现金数小于或等于 0 时，按 0 计算，即已经补偿的现金或股份不冲回。

国贸集团当年应补偿的全部股份将由上市公司按照人民币 1 元的价格回购并予以注销。国贸集团以股份方式补偿上市公司的，上市公司应在其当年减值测试专项审核报告出具日起十个工作日内完成国贸集团当年应补偿股份数额的计算，然后按照相关法律、法规及规范性文件的规定和监管部门的要求，召开股份回购注销事宜的上市公司股东大会、办理股份回购及注销手续等相关事项。如该等股份的回购事宜未获得上市公司股东大会审议通过或者未获得所需批准（如有）的，国贸集团应在上市公司股东大会决议公告或确定不能获得所需批准后二十个工作日内尽快取得所需批准，并按照相关法律、法规及规范性文件的规定和监管部门的要求，将相当于应补偿股份总数的股份赠送给上市公司股东大会股权登记日或者上市公司董事会确定的股权登记日登记在册的全体股东（不含补偿义务人国贸集团），股东按照其持有的股份数量占股权登记日的上市公司股本数量（扣除补偿义务人持股数量后）的比例享有补偿股份。

若国贸集团进行减值股份补偿后仍不足以补偿的，未予补偿的差额部分由国贸集团另行以现金形式向上市公司进行补偿。国贸集团标的资产减值现金补偿的金额按下述公式计算：

标的资产减值现金补偿金额=（减值补偿的股份数额-减值股份补偿已补偿股份数额） $\times$ 本次重组发行股份的每股发行价格。上述公式中，“减值补偿的股份数额”为按《浙江东方集团股份有限公司与浙江省国际贸易集团有限公司关于中韩人寿保险有限公司之发行股份购买资产协议的补充协议之二》第 1.4 款规定的公式计算出的减值补偿的股份数额。

若国贸集团根据本协议约定须就标的资产减值承担现金补偿责任的，国贸集团应在相关减值测试专项审核报告出具日起二十个工作日内，按上述约定向上市公司支付标的资产减值现金补偿款。

国贸集团同时承诺中韩人寿将于 2021 年产生盈利，即中韩人寿 2021 年扣除非经常性损益后利润为正，若 2021 年未能产生盈利，则国贸集团对差额部分按照持股比例以现金方式予以补足，直至中韩人寿盈利为止。

在根据《浙江东方集团股份有限公司与浙江省国际贸易集团有限公司关于中韩人寿保险有限公司之发行股份购买资产协议的补充协议之二》第 1.4 款规定计算“当期减值补偿金额”时，应扣除国贸集团根据《浙江东方集团股份有限公司与浙江省国际贸易集团有限公司关于中韩人寿保险有限公司之发行股份购买资产协议》第七条规定就中韩人寿 50%股权在过渡期内产生亏损和/或净资产发生减少而向上市公司现金补偿的金额。

国贸集团按照《浙江东方集团股份有限公司与浙江省国际贸易集团有限公司关于中韩人寿保险有限公司之发行股份购买资产协议的补充协议之二》约定向上市公司进行补偿金额以中韩人寿 50%股权的交易价格为限。”

三、补充后的承诺安排更有助于保护中小股东的利益

本次交易中，采用对有效业务价值、一年新业务价值和公司整体估值做减值测试的承诺，而非选取有效业务价值和一年新业务价值对应的保单预测税后净利润做为承诺指标，其合理性在于：

1、由于财务指标一般只反映一个会计年度的经营情况，而不能反映寿险业务长期性的特征。财务指标的短期性容易导致公司管理层的短期行为，从而出现管理层行为偏离股东利益的问题。例如，寿险业保单有先亏后赚的特性，新业务做的越好，会导致当年亏损越大，但带来的后续盈利越多，此称为“新业务压力”。若管理层片面追求保单利润，那么停止新业务或者缓慢开展新业务，则更有利于利润的实现，但该等行为将使得公司的新业务价值会大大降低，不利于长期发展，与保证中小股东利益的精神相违背。

2、有效保单和一年新业务保单的未来利润，在未来年度其费用及投资收益较难与公司当时的其他保单的费用和投资收益进行切分。相较而言，保险公司“内含价值”、“有效业务价值”和“一年新业务价值”三个数据是保险公司每年报送保监会的监管数据，也是投资人判断保险公司价值的最关键指标，以这三个数据作为未来减值测试的依据，可以增加业绩承诺的客观性及约束性。

3、此外，国贸集团承诺中韩人寿在 2021 年之前实现扭亏为盈，确保中韩人寿的未来业务发展符合寿险行业发展趋势，承诺了过渡期间亏损予以补偿，该等承诺有利于保护中小股东的利益。

因此，本次交易中，补充后的补偿承诺安排，即采用对有效业务价值、一年新业务价值和公司整体估值做减值测试的承诺，而非选取有效业务价值和一年新业务价值对应的保单预测税后净利润做为承诺指标，更有助于保护中小股东的利益。

四、补充披露情况

内含价值调整法符合《资产评估准则》的相关规定已于重组报告书“第六章 标的资产评估及定价”之“二、标的资产评估方法的选取”之“（三）中韩人寿 50%股权评估方法”中补充披露；补充后的中韩人寿减值测试补偿安排，已于重组报告书“重大事项提示”之“六、发行股份购买资产的简要情况”之“（十）中韩人寿减值测试补偿安排”、“第一章 本次交易概况”之“三、本次交易具体方案”之“（一）发行股份购买资产具体方案及合同主要内容”之“10、中韩人寿减值测试补偿安排”、“第七章 本次交易主要合同”之“二、业绩承诺补偿协议及关于减值测试补偿的发行股份购买资产补充协议”之“（四）中韩人寿减值测试补偿安排”等中补充披露。

五、中介核查意见

经核查，评估师认为：由于寿险公司的精算报告需要精算人员根据保险风险，采用统计方法和精算技术，并通过运行其精算系统测算出相关数据，具有很强的专业性，评估人员与精算人员进行沟通协商后，由精算人员对内含价值、一年新业务价值的计算提供不同假设与方法，并由评估师按照评估准则及惯例，选定最终评估时所采用的假设和方法，精算人员根据所选定的假设和方法通过精算系统测算相关预测数据。同时，评估人员按照准则要求对相关业务数据及调整内容进行核实。本次评估基准日的有效业务和一年新业务未来现金流的预测以精算师的预测编制为基础，具有合理性。

问题 3、申请材料显示，在了解中韩人寿的精算假设的基础上，对精算假设根据评估假设和会计准则口径进行调整相关假设，精算师据此预测编制评估基准日的

有效业务和一年新业务未来现金流表。请你公司补充披露评估基准日的有效业务和一年新业务未来现金流的预测以精算师的预测编制为基础的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。（原问题 22）

回复：

一、评估基准日的有效业务和一年新业务未来现金流的预测以精算师的预测编制为基础的合理性

为指导评估机构执行金融企业评估业务，提升评估行业服务质量，在财政部金融司指导下，中国资产评估协会于 2015 年下发《关于印发<资产评估专家指引第 5 号——寿险公司内部精算报告及价值评估中的利用>的通知》（中评协[2015]66 号），组织专家制定了《资产评估专家指引第 5 号——寿险公司内部精算报告及价值评估中的利用》（以下简称“《指引 5 号》”），供评估机构和资产评估师执行金融企业评估业务时参考。

根据《指引 5 号》第十五条：“采用内含价值调整法，需要对内含价值、一年新业务价值计算时的相关假设与资产评估不一致的项目进行调整，确定调整后内含价值和调整后一年新业务价值。”由于寿险公司的精算报告需要精算人员根据保险风险，采用统计方法和精算技术，并通过运行其精算系统测算出相关数据，具有很强的专业性，所以在本次评估中，评估人员与精算人员进行沟通协商后，由精算人员对内含价值、一年新业务价值的计算提供不同假设与方法，并由评估师按照评估准则及惯例，选定最终评估时所采用的假设和方法，精算人员根据所选定的假设和方法通过精算系统测算相关预测数据。同时，评估人员按照准则要求对相关业务数据及调整内容进行核实。

本次内含价值调整法评估中，有效业务和一年新业务未来现金流的预测方法具体如下：

有效业务价值预测会计税后利润=保费收入+投资收益-退保金-赔付支出-提取准备金-费用支出-营业税金及附加-红利支出-所得税；

一年新业务价值会计税后利润=保费收入+投资收益-退保金-赔付支出-提取准备金-费用支出-营业税金及附加-红利支出-所得税。

有效业务价值与一年新业务价值计算公式中的各组成部分估计方法如下：

1、保费收入

需根据最优估计死亡发生率、重疾发生率、退保发生率等预测被保险人未来仍然生存的概率，再依照保单信息中承载约定的缴费方式、缴费年限、每期保费等确定未来年度的合计保费，上述各项概率需由中韩人寿通过其精算模型进行预测与估计。

2、投资收益

采用中韩人寿整体的长期投资收益率假设，根据每期的存量准备金、保费收入、费用支出、理赔支出等预测每期的投资收益，该等信息需由中韩人寿通过其精算模型估计得出的各项收入与支出金额迭代计算得出。

评估师结合中韩人寿的业务发展情况，根据行业情况及市场风险报酬水平，与中韩人寿精算人员共同确定中韩人寿整体的长期投资收益率假设为 5.5%。

3、退保金

根据最优估计退保率假设和合同约定的保单具有的退保金金额(现金价值)，对未来所有年度的退保金进行预测，该等信息需由中韩人寿通过其精算模型进行预测与估计。

4、赔付支出（包含死亡、重疾、生存期满、年金）

死亡：根据最优估计死亡率假设和合同约定的死亡赔付金额，对未来所有年度的死亡赔付进行预测；

重疾：根据最优估计重疾率假设和合同约定的重疾赔付金额，对未来所有年度的重疾赔付进行预测；

生存期满：根据最优估计死亡发生率、重疾发生率、退保发生率等预测被保险人未来仍然生存的概率以及合同约定的生存/满期金金额，对未来所有年度的生存/满期金给付进行预测；

年金：根据最优估计死亡发生率、重疾发生率、退保发生率等预测被保险人未来仍然生存的概率合同约定的年金给付金额，对未来所有年度的年金给付进行预测。

上述各项概率及赔付金额均需由中韩人寿通过其精算模型进行预测与估计。

5、提取责任准备金

根据保监会财政会计部确定的会计准备金方法以及中韩人寿的最优估计假设评估每一期的会计准备金，本期准备金与上期的准备金的差额即为提取的责任准备金提转差。

根据《指引5号》第六条，“寿险公司最重要的负债为责任准备金。责任准备金的确定，需要精算人员根据对未来保险风险用统计方法和精算技术来估计，估计的结果是否准确依赖于风险的稳定性、数据的充足性和精算人员个人的经验。每个会计期间责任准备金与上期准备金的差额即为提取的责任准备金提转差，是寿险公司最主要的支出之一，对寿险公司的会计利润具有重要影响，而责任准备金又是基于各种假设估计得来，因此，保险公司的利润具有较强的预计性。”故该等信息需由中韩人寿通过其精算模型进行预测与估计。

6、费用支出

（1）佣金、手续费支出

根据各渠道、产品、交费年限、保单年度的佣金率乘以相应的保费收入来预测每期保费收入对应的佣金、手续费支出，保费收入的确定需由中韩人寿通过其精算模型对死亡发生率、重疾发生率、退保发生率等进行的预测为基础。

（2）监管费及保障基金

根据保监会确定的监管费及保险保障基金提取比例乘以相应的保费收入来确定监管费及保障基金，保费收入的确定需由中韩人寿通过其精算模型对死亡发生率、重疾发生率、退保发生率等进行的预测为基础。

（3）业务管理费

在中韩人寿发展至一定规模阶段，符合其长期最优估计假设下的中韩人寿所有费用支出水平。该假设水平根据每张保单费用以及保费收入的比例来确定费用水平，该费用率水平参考行业以及中韩人寿实际费用分析确定。上述长期最优估计假设下的支出水平以及保费收入，均需由中韩人寿通过其精算模型进行预测与估计。

（4）其他业务收支

主要包括万能产品的佣金支出、结算利息、退保扣费等，根据中韩人寿目前既定的佣金率、结算利率等确定未来的其他业务收支。

7、营业税金及附加

根据营业税金及附加税率以及涉及该税收险种范围的保费收入确定，其中保费收入的确定需由中韩人寿通过其精算模型对死亡发生率、重疾发生率、退保发生率等进行的预测为基础，营业税金及附加税率由评估师按评估准则及惯例与精算师共同确定。

8、保单红利支出

根据最优估计死亡发生率、重疾发生率、退保发生率等预测被保险人未来仍然生存的概率以及保单合同列示的中档分红水平确定，对未来所有年度的红利支出进行预测。上述各项概率均需由中韩人寿通过其精算模型进行预测与估计。

综上所述，上述各项收入、费用等数据均需中韩人寿精算人员依据每张保单的实际情况及对中韩人寿未来经营中的各项最优估计，并按照评估师根据评估准则及惯例所选定的假设和评估方法，通过精算系统进行统计与计算而得出。本次评估基准日的有效业务和一年新业务未来现金流的预测以精算师的预测编制为基础具有合理性。

二、补充披露情况

中韩人寿于评估基准日的有效业务和一年新业务未来现金流的预测以精算师的预测编制为基础的必要性及合理性，已于重组报告书“第六章 标的资产评估及定价”之“三、标的资产评估值分析”之“（三）中韩人寿 50%股权评估情况”中补充披露。

三、中介核查意见

经核查，评估师认为：由于寿险公司的精算报告需要精算人员根据保险风险，采用统计方法和精算技术，并通过运行其精算系统测算出相关数据，具有很强的专业性，所以在本次评估中，评估人员与精算人员进行沟通协商后，由精算人员对内含价值、一年新业务价值计算时的相关假设与资产评估不一致的项目进行调整，然后通过精算系统重新测算相关预测数据。同时，评估人员按照准则要求对相关业务数据及调整内容进行核实。本次评估基准日的有效业务和一年新业务未来现金流的预测以精算师的预测编制为基础，具有合理性。

问题 4、申请材料显示，内含价值调整法评估时，新华保险、中国太保、中国人寿的成长能力系数分别为 1.32、1.3、1.37；盈利能力系数为 0.95、0.95、0.96。请你公司结合中韩人寿和可比公司报告期各期间的收入增长、净利润情况，补充披露内含价值调整法评估时可比公司各对比因素取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。（原问题 23）

回复：

一、内含价值调整法评估时可比公司各对比因素取值的合理性

参照中国保监会关于印发《精算报告》的通知、寿险公司全面风险管理的相关规定、常用的寿险公司核心竞争力评价指标体系等规定，本次交易中韩人寿内含价值调整法评估的修正因素选择资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、全面风险管理能力和业务创新能力六个方面。

（一）内含价值调整法评估时可比公司各对比因素取值的合理性

1、中韩人寿和可比上市寿险公司的综合信息如下表所示：

指标	内容及打分	中韩人寿	新华保险	中国太保	中国人寿
资产管理规模	资产总计 2015 三季合并报表（亿元）	6.68	6,309.05	9,087.35	23,223.52
	归属母公司净资产 2015 三季合并报表（亿元）	2.94	540.9	1,292.5	3,023.4
	实际资本 2015 中报合并报表（亿元）	2.83	581.5	1,114.2	2,581.3

	股本 2015 中报合并报表（亿元）	5.00	31.2	90.6	282.6
经营能力	保费总额 2015 年度（亿元）	3.08	940.11	1,493.07	3,050.32
	投资收益 2015 三季报（亿元）	0.18	394.79	438.3	1,218.1
	按 2014 年度保费总额排名	62	3	4	1
盈利能力	营业收入平均值 2015 三季（亿元）	3.30	1,339.94	1,933.01	4,240.07
	净利润平均值 2015 三季（亿元）	-0.56	86.44	150.36	338.37
	总资产收益率（ROA）平均值 2015 三季（%）	-8.39%	1.37%	1.65%	1.46%
	净资产收益率（ROE）平均值 2015 三季（%）	-19.08%	15.98%	11.63%	11.19%
成长能力	收入增长率	112.13%	10.49%	13.79%	5.23%
	企业成长阶段	初期	稳定期	稳定期	稳定期
全面风险管理能力	2015 中报偿付能力充足率（%）	3350.00%	245%	295%	309.21%
	2015 三季资产负债率（%）	56.04%	91.43%	85.78%	86.98%
创新能力	互联网金融开展情况	较好	一般	一般	一般
	业务渠道创新	较好	一般	一般	一般

2、内含价值调整法的修正系数确定

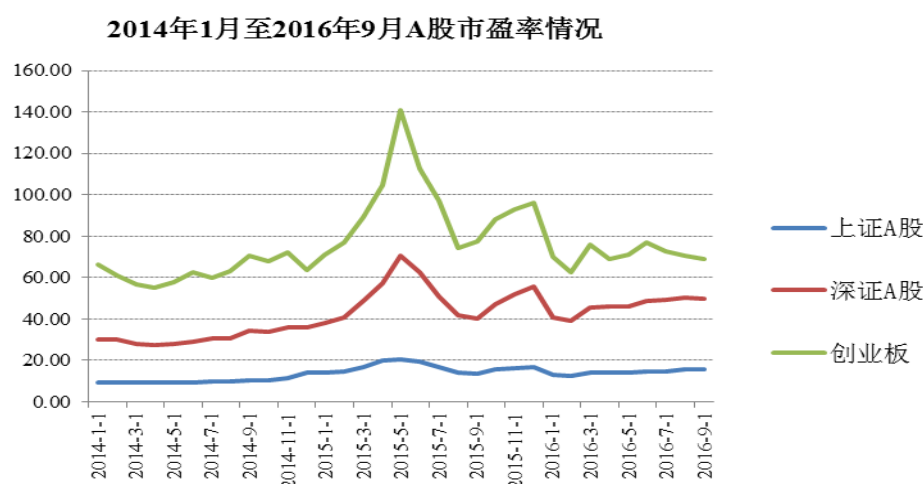
各项指标均以中韩人寿为标准分 100 分进行对比调整，可比保险公司各指标系数与标的保险公司比较后确定，低于标的公司指标系数的则调整系数小于 100，高于标的公司指标系数的则调整系数大于 100。

中韩人寿自 2012 年 11 月 30 日成立以来仅有不到四个完整会计年度，根据寿险行业特有的发展规律，中韩人寿还处于保险行业的创立期。对于评估创立期的寿险公司的估值水平，成长能力对寿险公司的估值水平影响最大；全面风险管理能力和创新能力对公司的估值水平影响次之；盈利能力、经营能力和资产管理规模对创立期保险公司的影响最小。具体分析说明如下：

（1）成长能力

中韩人寿自 2012 年 11 月 30 日成立以来仅有不到四个会计年度，根据寿险行业特有的发展规律，中韩人寿还属于创立期的发展阶段，寿险公司的成长性对属于创立期寿险公司的估值最为重要。

首先，公司成长性在现代估值体系，以及 A 股二级市场价格形成的过程中，已经被赋予了非常重要的地位。通过分析 A 股上市公司的数据，截至评估基准日，沪市平均市盈率为 12.99，深市平均市盈率为 32.46，创业板平均市盈率为 79.49，成长性高的创业板市场的估值水平显著高于稳定型的主板市场的估值水平。2014 年 1 月至 2016 年 9 月，上证 A 股、深证 A 股及创业板的市盈率变化情况如下图所示：



其次，根据寿险公司不同发展阶段的自身特点，创立期的寿险公司运营成本较高，大部分成本和费用在保单前期已经承担，但前期积累的保单利润仍未能完全释放，未来续期保单成本较低。对于成长阶段的寿险公司，相对于盈利能力而言，公司的成长能力对评估企业价值更加重要。

最后，创立期是寿险公司的资本大量消耗阶段，公司的大量资本用于投资形成公司的销售网络、客户群体、公司品牌、技术及管理团队各类无形、有形资产，而这类资产的价值主要体现在以后年度的新业务价值中，从寿险行业规律来看，寿险公司创业初期高速成长，所处的成长阶段对公司的估值影响最为明显。

报告期内，中韩人寿的营业收入和保费收入的增幅较大，2014 年、2015 年和 2016 年 1-5 月，中韩人寿的营业收入分别为 19,676.91 万元、38,891.05 万元和

31,942.68 万元,2015 年的营业收入比 2014 年的营业收入增长约 97.65%,且 2016 年仍然保持同等增速水平;中韩人寿的保费收入分别为 17,822.56 万元、36,035.90 万元和 30,820.39 万元,2015 年的保费收入比 2014 年的保费收入增长约 102.19%,且 2016 年仍然保持同等增速水平。

中韩人寿与可比公司相比,其营业收入增长率明显高于可比公司,具体如下表所示:

可比公司/内容	中韩人寿	新华保险	中国太保	中国人寿
营业收入增长率 ⁽¹⁾ (%)	97.65	10.66	12.48	14.71
企业成长阶段	创立期	稳定期	稳定期	稳定期

注:(1) 2015 年营业收入与 2014 年营业收入对比的增长率

综上,考虑到成长能力对创立期寿险公司估值的重要性,以及中韩人寿与可比公司营业收入等成长性指标的对比情况,中韩人寿分值确定为 100 分,新华保险分值确定为 76 分,中国太保分值确定为 77 分,中国人寿分值确定为 73 分。

(2) 全面风险管理能力和创新能力

自 2012 年以来,中国保监会相继印发了《中国第二代偿付能力监管制度体系建设规划》(保监发[2012]24 号)、《中国第二代偿付能力监管制度体系整体框架》(保监发[2013]42 号)和中国风险导向偿付能力体系(以下称“偿二代”)的 17 项监管规则等文件,并于 2016 年 1 月 1 日起正式由上一代“规模为导向”的偿付能力监管标准,过渡到以“风险为导向”的偿二代监管体系。考虑到风险管理能力对创立期保险公司的重要性,以及中韩人寿的偿付能力充足率和资产负债率等各项风险管理指标略优于新华保险、中国太保和中国人寿,因此将新华保险分值确定 97 分,中国太保分值确定 98 分,中国人寿分值确定为 98 分。

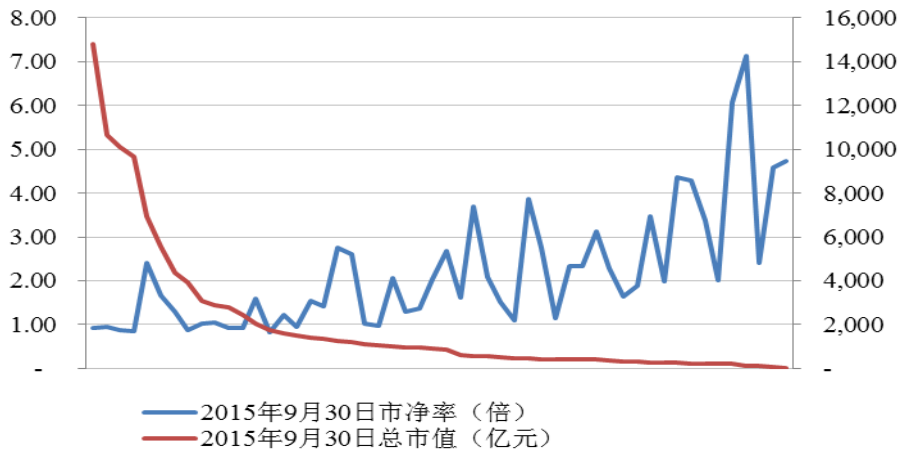
中韩人寿在互联网金融开展情况、业务渠道及产品等方面的创新能力好于中国太保、新华保险和中国人寿等传统保险公司。目前,中韩人寿销售的部分人身保险产品拥有较高的创新能力,走在市场前列,例如:包含长期少儿重疾保障的母婴同保险——“爱相随”保险;集重症、轻症多次赔付,包含老年长期护理、生命末期等多重保障,且突破 100 项病种的终身重疾产品——“臻佑”保险等。

与此同时，中韩人寿针对互联网渠道的销售特点，在 2015 年推出了一系列碎片化健康险产品，并于 2016 年推出了场景化且顺应互联网客户消费特点的中韩“爱相行”综合意外伤害保险。2016 年中中韩人寿以平台险排名第五的成绩获邀入驻蚂蚁金服保险平台。综合中韩人寿在创新型保险产品中的表现，将中韩人寿确定为 100 分，中国人寿分值确定为 95 分，新华保险分值确定为 95 分，中国太保分值确定为 95 分。

（3）盈利能力、资产规模和经营能力

新华保险、中国太保、中国人寿均属于稳定期的寿险公司，盈利能力均强于中韩人寿。但是，考虑到寿险公司经营特点，处于不同发展阶段的寿险公司资产构成比例、利润、现金流等都存在较大差异，由于当期保费收入与同期手续费、佣金支出之间不完全配比，新成立寿险公司公司与经营期限较长的寿险公司之间可比性较差，因此本次评估对盈利能力指标的修正系数较小。因此，将中韩人寿分值确定为 100 分，新华保险分值确定为 105 分，中国太保分值确定为 105 分，中国人寿分值确定为 104 分。

新华保险、中国太保、中国人寿资产规模均远大于中韩人寿。资产管理规模主要影响企业总体价值，对市净率水平影响有限，并且通过对金融类行业比较分析，上市公司规模越大，市净率水平相对越低。截至 2015 年 9 月 30 日，根据 A 股证监会金融行业分类中 52 只股票的总市值与市净率对应关系如下图所示：



因此，将中韩人寿分值确定为 100 分，新华保险确定为 95 分，中国太保分值确定为 95 分，中国人寿分值确定为 93 分。

根据保费收入、投资收益、总投资资产、2015 年度保费收入排名看，标的公司均低于可比公司，经营能力相对较弱。因此，将中韩人寿分值确定为 100 分，新华保险确定为 104 分，中国太保分值确定为 104 分，中国人寿分值确定为 106 分。

（二）中韩人寿内含调整法估值水平合理性分析

本次评估以 2015 年 9 月 30 日为基准日，采用内含价值调整法评估得出的中韩人寿股东全部权益评估价值为 578,170,000.00 元，与账面所有者权益 290,777,661.24 元相比，评估增值 287,392,338.76 元，增值率 98.84%，市净率为 1.99 倍。

1、低于近期市场同类交易估值水平

根据 Wind 统计 2014 年初至 2016 年 10 月 31 日国内市场上已完成的人寿保险公司股权交易案例市净率指标比较如下：

标的公司	交易时间	交易涉及股权比例	交易的市净率
海康人寿保险有限公司	2014 年 9 月	50.00%	3.11
国华人寿保险股份有限公司	2015 年 1 月	43.86%	2.03
信泰人寿保险股份有限公司	2015 年 2 月	1.78%	2.29
百年人寿保险股份有限公司	2014 年 12 月	2.83%	3.47
泰康人寿保险股份有限公司	2014 年 9 月	0.62%	1.93
中法人寿保险有限责任公司	2015 年 4 月	75.00%	4.30
中新大东方人寿保险有限公司	2015 年 11 月	50.00%	13.14 ⁽¹⁾
中值			2.70
均值			2.85
中韩人寿 50%股权			1.99

数据来源：Wind

注：（1）本次交易评估基准日为 2015 年 5 月 31 日，由于公开渠道未查到本次交易评估报告及其评估基准日的所有者权益账面价值，故以 2015 年 6 月 30 日未经审计的所有者权益 59,960.90 万元及本次交易中 50%股权最终成交价格 39.39 亿元，推算得

出本次交易市净率为 13.14 倍，由于与同期其他可比交易案例估值水平偏离程度较大，因此未将其纳入可比交易案例市净率中值及均值计算中。

鉴于近期市场上对于保险公司等金融企业牌照的需求较多，近年来保险公司的一级市场股权转让的估值水平均处于较高水平，本次对于中韩人寿的市净率低于可比交易案例交易时点的市净率，其估值水平与目前人寿保险公司的一级市场股权交易估值水平相比相对较低。

2、对于国贸集团而言，本次交易溢价率水平相对谨慎

评估基准日 2015 年 9 月 30 日，采用内含价值调整法评估得出的中韩人寿股东全部权益评估价值为 578,170,000.00 元，与账面所有者权益 290,777,661.24 元相比，增值率 98.84%。根据协议安排，中韩人寿交割时若其净资产少于评估基准日对应的净资产，则其差额部分由国贸集团按本次交易中出让的股权比例以现金形式向上市公司一次性全额补足。因此，本次交易溢价率为 98.84%。

此外，中韩人寿设立时，由国贸集团及韩华生命各出资2.5亿，实收资本为5亿元。对于国贸集团而言，本次交易作价相对于其出资设立时的出资额，仅增长 15.60%，年化增长率4.95%。

3、低于市场第三方对于中韩人寿的估值水平

根据中国保险业协会编印的《中国保险市场》，中华保险研究所采用保险公司动态非线性一般均衡定价模型，详细评估了国内145家保险公司的公开及合法可得信息，以2015年10月9日为基期对上述保险公司的市场价值进行了综合评估，其中，对中韩人寿市场价值的评估值为14.62亿元，在所有合资寿险公司中排名第24。本次交易中韩人寿采用内含价值调整法评估结果为57,817.00万元，低于上述中国保险业协会杂志中公开发布的市场价值评估结果，具有谨慎性。

二、补充披露情况

中韩人寿本次内含价值调整法评估时可比公司各对比因素取值的合理性，已于重组报告书“第六章 标的资产评估及定价”之“三、标的资产评估值分析”之“（三）中韩人寿 50%股权评估情况”中补充披露。

三、中介核查意见

经核查，评估师认为：由于寿险公司的行业特点，以及所处阶段的差异，在选取可比案例时充分分析所选择上市寿险公司与中韩人寿的可比性，包括成立时间、市场范围、客户质量与数量、营业网点、销售人员数量、产品类别等方面，并从资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、全面风险管理能力、创新能力等可比因素进行了适当修正。由于中韩人寿目前成立未满四年，由于寿险行业的特有发展规律，寿险公司成立早期运营成本较高，出现亏损符合其行业特性，而由于大部分成本和费用在保单前期已经承担，续期保单成本较低，长期资金积累也使得投资收益对利润的影响将在未来逐步显现，因此在本次评估过程中，对成长能力指标的修正因素予以重点考虑，对盈利能力指标的修正系数较小。综上，以上修正系数的取值具有合理性。

问题 5、申请材料显示，收益法评估时预测浙金信托 2016 年将实现主营业务收入 1.84 亿元，净利润 0.53 亿元。请你公司补充披露上述预测收入和净利润的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。（原问题 24）

回复：

一、浙金信托上述预测收入和净利润的可实现性

浙金信托 2016 年 1-9 月已实现营业收入 1.05 亿元，完成收益法评估预测收入的 57%，净利润 0.37 亿元，完成收益法评估预测净利润的 70%（以上数据未经审计）。

截至 2016 年 10 月末，浙金信托存续管理信托项目 62 个，信托规模为 214.14 亿元。

2016 年下半年以来，浙金信托的业务拓展成效已开始显现。2016 年 1-10 月，浙金信托新增项目 29 个，新增信托资产规模 138.91 亿元。其中，2016 年 7 月至 10 月新增信托资产规模为 117.69 亿元，占 2016 年 1-10 月新增信托资产规模的 84.72%，2016 年下半年以来信托业务的发展节奏明显加快。除此之外，截至 2016 年 10 月末，已立项但尚在设立过程中的信托项目的剩余发行规模合计 338.26 亿元，若在 2016 年内顺利设立完成，将对 2016 年全年的营业收入和净利润带来新增贡献。

截至 2016 年 10 月 31 日，浙金信托已立项、尚在推进过程中的信托项目统计情况如下表所示：

已立项、尚在推进过程中的信托项目统计			
项目状态	新增项目数量 (个)	预计发行规模 (亿元)	剩余发行规模 (亿元)
已立项、尚未启动 ⁽¹⁾	72	327.33	327.33
其中：单一信托项目	48	221.65	221.65
集合信托项目	24	105.68	105.68
已立项且部分设立 ⁽²⁾	7	24	10.93
其中：单一信托项目	3	9.5	6.45
集合信托项目	4	14.5	4.48
合计	79	351.33	338.26

注：

- (1) 已立项但尚未启动，是指已与交易对方在交易规模、期限、预期收益率等交易要素方面达成一致，且信托项目方案已通过浙金信托的决策审批、完成相应立项程序，但尚未启动发行募集（集合信托项目）或委托资金交付（单一信托项目）程序的信托项目。
- (2) 已立项且部分设立，是指已完成立项且已部分完成设立，但信托项目规模中仍有部分未完成发行募集程序（集合信托项目）或委托资金交付（单一信托项目）的信托项目。该等项目中已完成的部分已计入截至 2016 年 10 月末浙金信托的信托资产情况中。

结合 2016 年 1-9 月收入及利润情况以及截至 2016 年 10 月 31 日尚在推进过程中的项目规模，预计 2016 年全年的营业收入和净利润预测可以实现。

二、补充披露情况

浙金信托 2016 年预测营业收入与净利润的可实现性，已于重组报告书“第六章 标的资产评估及定价”之“三、标的资产评估值分析”之“（一）浙金信托 56%股权评估情况”中补充披露。

三、中介核查意见

经核查，评估师认为：根据浙金信托 2016 年 1-9 月未经审计财务报表，浙金信托 2016 年 1-9 月已实现营业收入 1.05 亿元，净利润 0.37 亿元，1-9 月实现

净利润超过收益法评估中 2016 年全年预测净利润的 70%，结合截至 2016 年 10 月 31 日尚在推进过程中的信托项目情况，预计 2016 年全年预测净利润可以实现。

问题 6、申请材料显示，浙金信托 2012 年-2015 年信托投融资业务的综合费率分别为 2.03%、0.94%、0.88%和 0.72%，呈逐年下滑趋势。收益法评估时预测未来年度的费率将维持在 0.6%，信托投融资业务收入是浙金信托报告期和预测期收入的主要组成部分。请你公司补充披露报告期浙金信托投融资业务综合费率逐年下滑的原因，并结合行业发展情况，补充披露未来年度综合费率预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。（原问题 25）

回复：

一、报告期浙金信托投融资业务综合费率逐年下滑的原因

浙金信托投融资业务综合费率逐年下滑受其内外部多方面因素的影响，主要影响因素包含以下几点：

（一）社会融资成本降低，信托行业综合费率随之走低

近年来，我国宏观经济下行，传统行业面临“去产能”、“去库存”、“去杠杆”的压力，弱经济周期显现，经济增长从高速增长转向中高速增长。宏观经济增速趋缓，实体经济景气度下滑的情况下，信托行业也面临业务创新转型的挑战。

在经济下行的背景下，2014 年初以来，中国人民银行六次下调贷款基准利率，一年期贷款利率从 2014 年初的 6.00%下降到报告期末的 4.75%。2014 年至 2015 年，社会综合融资成本下降幅度较大，从 2014 年末的 7.07%下降至 2015 年末的 5.38%，下降了 169 个基点，从而导致信托行业利差减小，综合费率下滑。

（二）泛资管行业竞争激烈，信托行业综合费率受到挤压

近两年来，证券公司资产管理业务、保险公司资管业务和基金子公司资产管理业务发展迅速，泛资管行业市场竞争激烈，信托行业在资产管理领域的优势逐渐受到其他资产管理公司类似产品的挑战。另外，互联网金融等新金融业务的崛起，也加剧了泛资管行业的市场竞争局面。根据中国信托业协会的统计，2015 年信托资产规模突破 16 万亿，较 2014 年同比增速 17%，同期证券公司受托管理

资金本金总额为 11.88 万亿，基金子公司资产管理业务规模为 8.54 万亿，但是二者的 2015 年较 2014 年同比增速分别为 49%和 128%。面对泛资管行业的激烈竞争，信托公司的信托通道业务规模受到较强冲击，信托通道费用也呈现下降趋势。根据 2013 年至 2015 年连续披露自身综合费率的 50 家信托公司的数据，上述公司平均综合费率从 2013 年的 0.89%下降到 2015 年的 0.65%。

（三）事务管理类信托项目比重增加

浙金信托在经济下行周期选择较为稳健的资产配置方式，从浙金信托管理的项目分类看，近年来事务管理类信托项目的比重在持续增加。报告期内，浙金信托全部单一资金信托均为事务管理类，并且占事务管理类信托的绝大多数。浙金信托 2012 年至 2015 年单一资金信托项目情况统计如下表所示：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
单一资金信托平均余额（亿元）	8.45	97.71	169.39	160.11
信托平均余额（亿元）	44.14	185.18	252.47	222.40
单一信托占比（%）	19.14%	52.76%	67.09%	71.99%

在被动管理类信托项目中，信托公司不承担积极管理职责，受托人根据委托人或其指定人的指示，对信托财产进行管理、运用和处分，信托财产损失的风险由委托人承担。因而其收益率与主动管理类项目相比相对较低，市场平均水平仅为 0.05%-0.1%，被动管理类信托项目占比的提高从而拉低了综合费率。

综上所述，受到上述宏观经济和行业因素的影响，以及浙金信托主动的经营方针调整等多种因素的影响，浙金信托的综合费率逐年下滑。根据中国信托业协会公布的行业数据，信托业实现的平均综合费率在近两年基本处在低位盘整阶段，根据行业内各信托公司的年报披露数据统计，2014 年和 2015 年，信托业综合费率分别为 0.77%和 0.65%，浙金信托信托业务的综合费率分别为 0.94%和 0.72%，虽然浙金信托的综合费率逐年走低，但仍高于行业平均水平。

二、未来年度综合费率预测的合理性

浙金信托收益法评估时预测未来年度的综合费率将维持在 0.6%，主要考虑因素包括以下几点：

（一）宏观经济已经步入发展新常态，在党中央国务院“稳增长”和“调结构”的指导方针下，中国经济运行逐渐适应“新常态”，经济增长从高速增长转向中高速增长。经济结构不断优化，增长方式从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。在“新常态”下，经济结构调整的步伐进一步加快，产业结构不断升级，传统经济增长引擎作用减弱，消费对经济增长的贡献度逐步提高，战略性新兴产业在国民经济中的话语权不断增强。新型信息化、城镇化等协同推进，以“互联网+”等为代表的新业态和新模式茁壮成长。

新经济的发展为信托行业带来新的发展机遇，信托公司作为实体经济的有力支持者，在助力传统产业升级，支持新兴产业发展，支持中小企业融资方面发挥了巨大作用，信托行业的业务规模和综合费率也将得到有力支撑。根据信托业协会公布的《2016 年 1 季度中国信托业发展评析》判断，2016 年信托行业调整将逐渐平稳。

（二）面对投融资业务综合费率逐年下滑的情况，信托行业一方面保持自身稳健前行的态势，另一方面也在积极探索行业新的增长点。中国信托业协会发布的“2016 年 1 季度信托公司主要业务数据”的多项指标表明，中国信托业在适应“供给侧结构性改革”过程中锐意进取，在信托市场发展经历转型阵痛同时，积极发掘市场潜力，努力提升主动管理能力，从资金供给与需求匹配角度加快业务转型，从粗放型数量扩张进一步向内涵式高质量发展转变。

针对信托行业当前综合费率处于低位的行业发展情况，浙金信托已积极采取下列措施，有望在未来持续改善自身综合费率情况及可持续盈利能力：

（一）优化管理团队，引进优质人才，扩充机构布局

2016 年下半年起，浙金信托大股东国贸集团对浙金信托实行更为市场化的经营手段，并对其管理层的换届与优化给予大力支持，协助浙金信托在符合监管规定的前提下，改进激励机制，大力引进市场中优秀的专业人才，实现管理与经营的市场化。此外，浙金信托根据未来大力拓展异地业务的发展需要，积极努力推进业务布局和组织完善等方面工作，增设多个业务部门，未来将形成杭州、北京、上海三个区域中心的协同发展，并辐射深圳、成都等全国多个重点地区的业务能力。

（二）结合自身实际情况，调整完善业务策略，进一步确定业务定位和方向

1、信托业务

根据行业发展趋势和监管政策导向调整发展策略，积极拓展新业务，在以传统信托投融资业务为主线的同时，不断优化传统信托业务模式和业务结构，实现传统投融资业务转型升级。同时，浙金信托将通过加强与金融同业、各类金融机构的合作，利用合作金融机构丰富的销售渠道与广阔的客户覆盖，积极构建外部战略联盟，加强业务协同；依托本次交易完成后与浙江东方打造的金控平台中其他金融机构的协同效应，提升资产获取能力，完善公司发展生态圈，进一步提升信托业务规模。此外，浙金信托将大力发展资本市场业务，涉足私募投融资、不良资产管理、结构化受托资产管理业务及国企改革相关的并购重组、资产证券化、职工持股信托等业务；并将努力尝试依托浙江省内充沛的高收入人群财富管理需求，开展家族信托业务，探索新的业务增长点。

2、固有业务

浙金信托拟通过本次交易增资及未来利用上市公司平台充实自身资本实力，增强抗风险能力；通过吸引更加专业的相关人才，构建专门团队，未来将通过深层次参与资本市场投资机会，在符合监管规定的条件下，尝试多种固有资金投资渠道，优化固有资金配置，进一步提高固有资金运作效率，使其固有业务收入成为信托业务收入的重要补充。

（三）完善公司治理，强化合规管理和风险管控

浙金信托将进一步构建科学高效、权责分明的决策程序及内控体系；加强人才引进和团队建设，提升员工的专业能力和综合素质；遵循市场化原则，优化内部管理机制，完善组织、制度、流程和信息系统建设。

根据浙金信托业务发展的需要，进一步建立和健全包括风险管理战略、风险管理理念、风险管理架构、风险管理制度、风险管理流程、风险管理方法和工具在内的全面风险管理体系，充分、准确、及时地识别、评估、监控、管理和报告

公司经营面临的法律合规风险、信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险等各类风险，在业务发展的同时严控好风险。

结合前述浙金信托投融资业务综合费率逐年下滑的影响因素，预计未来随着行业的调整，浙金信托的综合费率短时间内将延续下滑趋势。另一方面，信托行业的平均综合信托报酬率目前处在低位盘整阶段，浙金信托的综合信托报酬率调整也接近尾声，结合浙金信托为改善自身持续盈利能力拟采取的各项积极措施，因此预测 2018 年起浙金信托的综合信托报酬率维持在 0.6%，具有合理性。

三、补充披露情况

报告期内浙金信托投融资业务综合费率逐年下滑的原因及未来年度综合费率预测的合理性，已于重组报告书“第六章 标的资产评估及定价”之“三、标的资产评估值分析”之“（一）浙金信托 56%股份评估情况”中补充披露。

四、中介核查意见

经核查，评估师认为：浙金信托受内外部综合因素影响，导致报告期内浙金信托投融资业务综合费率逐年下滑，该现象符合近年来信托行业面临竞争逐步加剧、综合费率整体下降的行业发展情况。浙金信托已采取积极措施，优化管理层结构、大力引进专业人才，调整发展策略，积极拓展创新业务，以改善自身综合费率情况及可持续盈利能力，预计浙金信托在未来年度的费率可维持在 0.6%，具有合理性。

问题 7、申请材料显示，对大地期货全部股权价值进行市场法评估时，选取了国联期货等五家公司作为可比交易案例，其中国投中谷和国联期货两家公司涉及的股权比例分别为 4.5%和 26.67%、市净率分别为 1.37 倍和 1.8 倍，高于本次交易大地期货 1.23 倍的市净率。2015 年大地期货计提资产减值损失 1,545.82 万元。请你公司：1)补充披露所选取可比案例特别是国投中谷和国联期货两家公司的可比性。2)结合评估基准日 2015 年 9 月 30 日大地期货资产减值准备计提的充分性，进一步说明市场法评估结束的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。（原问题 26）

回复：

一、国投中谷和国联期货与大地期货的可比性

近两年我国资本市场期货公司股权转让等相关交易案例的具体情况如下：

序号	时间	可比案例名称	交易比例
1	2014 年 1 月	北京首创期货有限责任公司	0.50%
2	2014 年 8 月	建信期货有限责任公司	2.93%
3	2014 年 7 月	上海东方期货经纪有限责任公司	65.00%
4	2014 年 12 月	国联期货有限责任公司	4.50%
5	2014 年 12 月	国投中谷期货有限公司	26.67%
6	2014 年 10 月	东吴期货有限公司	增资
7	2014 年 9 月	万达期货股份有限公司	12.91%
8	2014 年 11 月	中辉期货经纪有限公司	55.00%
9	2015 年 2 月	华泰长城期货有限公司	40.00%

在对大地期货采用市场法评估时，考虑到影响期货公司股权交易的各因素，本次评估可比公司案例经过比较，最终的选取原则如下：

- 1、选择资产规模、手续费收入、净利润等尽量接近大地期货的成交案例；
- 2、可比公司的股权转让已经完成；
- 3、可比公司股权转让的时间尽量接近评估基准日；

根据万邦评估出具的《评估报告》（万邦评报【2016】114 号），大地期货与可比公司可比财务指标数据见表所示：

单位：万元

序号	公司名称	净资本 (万元)	净资产 (万元)	客户权益 总额(万 元)	手续费收 入(万元)	净利润 (万元)	综合成本 (万元)
1	首创期货	20,418.82	22,652.25	298,439.53	7,808.38	1,957.98	5,850.40
2	建信期货	50,216.28	49,717.98	45,056.06	2,995.72	-552.68	3,548.40
3	上海东方 期货	2,406.03	2,816.53	2,711.86	67.64	-510.93	578.57
4	国联期货	41,613.24	67,641.03	152,272.22	9,871.76	2,217.33	7,654.43
5	国投中谷 期货	63,105.77	66,611.10	333,320.82	8,197.35	5,058.99	3,138.36

6	东吴期货	40,147.71	59,870.44	179,187.81	6,544.58	1,489.52	5,055.06
7	万达期货	56,050.50	73,373.19	445,089.25	13,798.08	7,323.48	6,474.60
8	中辉期货	19,251.49	17,576.40	175,234.62	9,461.65	1,218.78	8,242.87
9	华泰长城期货	86,928.12	105,640.70	793,517.35	19,317.90	8,576.03	10,741.87
10	大地期货	50,549.36	61,401.70	169,417.14	5,655.66	3,377.29	2,278.37

注 1：“首创期货”指北京首创期货有限责任公司；

注 2：“建信期货”指建信期货有限责任公司；

注 3：“上海东方期货”指上海东方期货经纪有限责任公司；

注 4：“国联期货”指国联期货股份有限公司；

注 5：“国投中谷期货”指国投中谷期货有限公司；

注 6：“东吴期货”指东吴期货有限公司；

注 7：“万达期货”指华信万达期货股份有限公司；

注 8：“中辉期货”指中辉期货有限公司；

注 9：“华泰长城期货”指华泰期货有限公司。

通过上述财务数据计算各项可比指标如下表所示：

序号	公司名称	业务规模		成本管理		盈利能力		资产质量
		客户权益份额	手续费份额	收入成本率	成本利润率	权益转化率	净资产收益率	净资本与净资产比率
1	首创期货	1.09%	0.76%	133.47%	33.47%	2.62%	8.64%	90.14%
2	建信期货	0.16%	0.29%	84.42%	-15.58%	6.65%	-1.11%	101.00%
3	上海东方期货	0.01%	0.01%	11.69%	-88.31%	2.49%	-18.14%	85.43%
4	国联期货	0.56%	0.96%	128.97%	28.97%	6.48%	3.28%	61.52%
5	国投中谷期货	1.22%	0.80%	261.20%	161.20%	2.46%	7.59%	94.74%
6	东吴期货	0.65%	0.64%	129.47%	29.47%	3.65%	2.49%	67.06%
7	万达期货	1.62%	1.35%	213.11%	113.11%	3.10%	9.98%	76.39%
8	中辉期货	0.64%	0.92%	114.79%	14.79%	5.40%	6.93%	109.53%
9	华泰长城期货	2.89%	1.89%	179.84%	79.84%	2.43%	8.12%	82.29%
10	大地期货	0.62%	0.55%	248.23%	148.23%	3.34%	5.50%	82.33%

注 1：客户权益份额：某期货公司客户权益/期货行业客户权益总额；

注 2：手续费份额：某期货公司手续费收入/期货行业手续费收入总额；

注 3：收入成本率：手续费收入/综合成本；

注 4：成本利润率：净利润/综合成本；

注 5：权益转化率：手续费收入/客户权益份额；

注 6：净资产收益率：净利润/净资产；

注 7：净资本与净资产比率：净资本/净资产。

经过比较业务规模、成本管理、盈利能力和资产质量等四方面的七个相关可比指标，大地期货与建信期货和上海东方期货相比，在客户权益份额、手续费份额、收入成本率、成本利润率、权益转化率、净资产收益率、净资本等指标的差异较大，并且建信期货和上海东方期货仍处于亏损阶段，大地期货的综合实力远优于这两家期货公司，故本次评估未将这两家期货公司其纳入可比案例。

大地期货与万达期货和华泰长城期货相比，虽然在收入成本率、成本利润率、权益转化率和净资本与净资产比率几个指标较为接近，但万达期货和华泰长城期货在规模上远大于大地期货，并且在整个期货行业，上述两家公司在客户资源和盈利能力排名均比较靠前，故本次评估未将万达期货与华泰长城期货其纳入可比案例。

经过上述筛选，大地期货与首创期货、国联期货、国投中谷期货、东吴期货和中辉期货相比，大部分指标较为接近。特别针对大地期货与国联期货可比性的比较，两者在客户权益份额、手续费份额、净资产收益率、净资本与净资产比率等几个指标较为接近，故将其作为可比案例；与国投中谷期货的比较，两者在手续费份额、收入成本率、成本利润率、权益转化率、净资产收益率、净资本与净资产比率等几个指标较为接近，故将其作为可比案例。

此外，国联期货与国投中谷期货的交易案例均为少数股权的交易，未涉及收购期货公司控股权，考虑到大地期货评估结果市净率低于上述少数股权交易案例的市净率，大地期货本次市场法评估结果具有谨慎性。

综上所述，通过对样本公司财务比率指标的分析选取，将大地期货相应的财务指标与可比公司逐一进行比较，本次评估所选取的五个可比案例均具有可比性。

二、大地期货资产减值准备计提的充分性

评估基准日 2015 年 9 月 30 日大地期货资产构成情况如下：

单位：万元

项目	金额	占比（%）
货币资金	178,816.24	58.62
其中：期货保证金存款	160,463.31	52.60
应收货币保证金	64,400.24	21.11
应收质押保证金	2,841.44	0.93
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	28,067.36	9.20
应收账款	3,192.59	1.05
预付账款	1,161.09	0.38
应收结算担保金	1,000.00	0.33
其他应收款	5,418.71	1.78
存货	6,829.62	2.24
期货会员资格投资	140.00	0.05
固定资产	641.09	0.21
在建工程	451.48	0.15
无形资产	4,267.14	1.40
递延所得税资产	518.71	0.17
其他资产	7,313.66	2.40
资产合计	305,059.36	100.00

大地期货公司资产由客户资产和自有资产组成，客户资产分别反映在公司资产方“货币资金—期货保证金存款”、“应收货币保证金”和“应收质押保证金”三个科目中。期货公司对客户资产进行封闭管理，客户资金实行专户存放，与期货公司自有资金严格分离。评估基准日 2015 年 9 月 30 日，大地期货客户资产余额为 227,704.99 万元，占资产总额的 74.64%。客户资产状态良好，不存在资产减值风险。

截至 2015 年 9 月 30 日，大地期货公司自有资产状况如下：

1、自有货币资金账面价值 18,352.94 万元，占资产总额的 6.02%，无使用受限货币资金，不存在资产减值风险。

2、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值 28,067.36 万元，占资产总额的 9.20%。该项金融资产已按照评估基准日金融资产公允价值进行计量，不存在重大资产减值风险。

3、应收账款账面价值 3,192.59 万元，占资产总额的 1.05%。应收账款账面余额 4,560.84 万元，账龄 1-2 年，按照大地期货公司应收款项坏账准备计提政策，按 30%计提坏账准备 1,368.25 万元。

该应收账款余额为子公司浙江济海与浙江诚盛实业集团有限公司（以下简称“诚盛公司”）商品销售产生的，由于诚盛公司未履约支付欠款，浙江济海提起诉讼，法院一审判决诚盛公司归还欠款。同时，浙江济海就该销售交易与阳光财产保险公司签订过保险合同，阳光财险公司承保该交易金额的 90%。评估基准日，阳光财险公司正在核实该交易的赔付金额，尚未赔付该笔欠款。评估基准日 2015 年 9 月 30 日，大地期货公司按照该笔欠款账龄（1-2 年）提取 30%的坏账准备，已充分预计该资产的减值风险。

2016 年 5 月，阳光财险履行保险合同，履约支付了承保金额 4,104.75 万元。公司将应收浙江诚盛余下的款项 456.08 万元，单独测试全额计提坏账准备，并同时转回坏账准备金额 912.17 万元。

4、预付账款账面价值 1,161.09 万元，占资产总额的 0.38%。预付账款主要系核算大地期货公司进行现货采购的业务，账龄全部为 1 年以内，资产状态良好，不存在重大资产减值风险。

5、应收结算担保金账面价值 1,000.00 万元，占资产总额的 0.33%。应收结算担保金系大地期货公司作为期货结算会员向中国金融期货交易所按规定缴存的担保金，用于应对结算会员的违约风险。资产状态良好，不存在重大资产减值风险。

6、其他应收款账面价值 5,418.71 万元，占资产总额的 1.77%。其他应收款账面余额 5,639.21 万元，除下述计提坏账准备的其他应收款之外，剩余其他应收款主要为关联方之间的应收应付款项以及员工备用金及租房押金等应收款项，按照大地期货公司的会计政策，该等应收款项不计提坏账准备。

子公司浙江济海 2014 年 7 月与宁波镇海通华化工有限公司、浙江泰富德业进出口有限公司签订 PTA 购买协议并预付 735.00 万元。由于销货方的原因，未

履行该协议，2014 年 9 月绍兴太和酒业有限公司以 138,409 坛黄酒为该笔债务提供抵押。评估基准日，大地期货公司按照该笔欠款账龄（1-2 年）提取 30%的坏账准备 220.50 万元，已充分预计该资产的减值风险。截至 2016 年 5 月 31 日，该笔欠款余额为 625.00 万元，按照欠款账龄提取 80%的坏账准备 500.00 万元。

7、存货账面价值 6,829.62 万元，占资产总额的 2.24%，系子公司浙江济海向客户提供仓单服务而形成的期货交易所的仓单存货。评估基准日存货余额 7,007.08 万元，按照评估基准日可变现净值与账面成本孰低原则，已计提存货跌价准备 177.46 万元，不存在重大资产减值风险。

8、期货会员资格投资账面价值 140.00 万元，占资产总额的 0.05%，系公司为取得会员制期货交易所会员资格以缴纳会员资格费形式对期货交易所的投资。资产状态良好，不存在重大资产减值风险。

9、固定资产账面价值 641.09 元，占资产总额的 0.21%。固定资产主要为公司生产经营所需的电子设备、办公设备及运输工具。评估基准日，公司均对固定资产逐项进行检查，主要固定资产整体运行情况良好，不存在重大资产减值风险。

10、在建工程账面价值 451.48 万元，占资产总额的 0.15%。系大地期货新建的办公大楼发生的建设成本，项目正在建设中。资产状态良好，不存在重大资产减值风险。

11、无形资产账面价值 4,267.14 万元，占资产总额的 1.40%。主要为土地使用权及软件使用权。资产状态良好，不存在重大资产减值风险。

12、递延所得税资产账面价值 518.71 万元，占资产总额的 0.17%。资产状态良好，不存在重大资产减值风险。

13、其他资产账面价值 7,313.66 万元，占资产总额的 2.40%。主要为购买私募基金和银行理财产品、待抵扣进项税、预付新办公楼建设款项及租入房屋装修和租金费用摊余价值。各项资产状态良好，不存在重大资产减值风险。

综上所述，截至 2015 年 9 月 30 日，大地期货各项资产减值准备计提情况均与审计师对大地期货进行专项审计时获取的审计证据一致，截至评估基准日大地期货资产减值准备已足额计提，市场法评估结果具有合理性。

三、补充披露情况

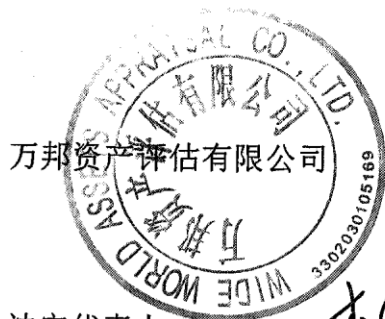
报告期内大地期货与可比交易案例的可比性、减值准备计提的充分性与市场法评估的合理性，已于重组报告书“第六章 标的资产评估及定价”之“三、标的资产评估值分析”之“（二）大地期货 100%股权评估情况”中补充披露。

四、中介核查意见

经核查，评估师认为，大地期货与首创期货、国联期货、国投中谷期货、东吴期货和中辉期货相比，大部分指标较为接近，均具有可比性。特别针对大地期货与国联期货可比性的比较，两者在客户权益份额、手续费份额、净资产收益率、净资本与净资产比率等几个指标较为接近，故将其作为可比案例；与国投中谷期货的比较，两者在手续费份额、收入成本率、成本利润率、权益转化率、净资产收益率、净资本与净资产比率等几个指标较为接近，故将其作为可比案例。截至2015年9月30日，大地期货各项资产减值准备计提情况均与审计师对大地期货进行专项审计时获取的审计证据一致，截至评估基准日大地期货资产减值准备已足额计提，市场法评估结果具有合理性。

以上说明，请予审核。

(本页无正文，为签字盖章页)



法定代表人：

松云亭

注册资产评估师：

马石全

注册资产评估师：

周军辉

注册资产评估师：

马恩程

注册资产评估师：

杨少峰

2016年11月29日