

深圳怀新企业投资顾问股份有限公司
关于中天城投集团股份有限公司
重大资产购买
之估值报告

二零一六年十一月

声明

一、深圳怀新企业投资顾问股份有限公司（以下简称“怀新投资”）作为中天城投集团股份有限公司（以下简称“中天城投”、“上市公司”、“公司”）现金收购清华控股有限公司（以下简称“清华控股”）所持中融人寿保险股份有限公司（以下简称“中融人寿”）10,000 万股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权的估值机构，在执行估值过程中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据怀新投资在估值工作过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。

二、本报告为怀新投资根据《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2014 年修订）》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供 A 股投资者使用。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、相关可比交易与本次交易在以下方面存在一定差异：标的资产的市场地域、业务组成、业务规模、资产规模、盈利能力、风险情况、未来预期、市场空间、战略价值、协同效应、交易双方的市场地位、交易发生时的行业状况、政治及监管环境等。投资者应注意并无与本次交易在各方面完全可比的交易，相关可比交易分析仅为投资者提供参考。

八、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《中天城投集团股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。

目录

第一章 背景情况介绍	1
一、交易双方及交易标的概况	1
二、本次交易方案	1
三、本次交易背景及目的	3
（一）国家政策环境为民营企业通过并购布局金融产业提供了有利条件	3
（二）通过并购实现大金融的发展战略符合公司的战略布局	4
（三）未来保险行业的发展面临发展机遇	4
四、报告目的	5
五、报告基准日	5
第二章 估值假设	6
一、一般假设	6
二、特殊假设	6
第三章 估值方法、思路与过程	7
一、估值方法、思路比较	7
二、价值比率的选取	8
三、可比公司法	8
四、可比交易法	10
五、现金流折现法	13
第四章 报告结论	14
一、报告结论	14
二、报告使用限制	14

第一章 背景情况介绍

一、交易双方及交易标的概况

中天城投为深交所主板上市公司，股票代码 000540，成立于 1994 年 1 月，注册地址为贵州省贵阳市观山湖区中天路 3 号，法定代表人为罗玉平，注册资本为 4,699,833,786 元人民币，主营业务为房地产开发，是贵州省唯一一家房地产行业上市公司，是贵州省房地产开发的龙头企业。中天城投具备壹级开发资质，主要从事壹级房地产开发、城市基础设施及配套项目开发，所开发项目主要集中于贵阳、遵义、南京等地，在国内进行房地产开发的规模和地域均不受限制，具备明显的区域市场竞争优势。

清华控股成立于 1992 年 08 月，注册地址为北京市海淀区中关村东路 1 号院 8 号楼（科技大厦）A 座 25 层，法定代表人为徐井宏，注册资本为 25 亿元人民币，公司类型为有限责任公司（国有独资），经营范围为：资产管理；资产受托管理；实业投资及管理；企业收购、兼并、资产重组的策划；科技、经济及相关业务的咨询及人员培训；投资、投资管理、投资咨询；技术开发、技术咨询、技术推广、技术服务；高科技企业孵化。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

本次交易标的为清华控股所持中融人寿 10,000 万股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权。中融人寿成立于 2010 年 03 月，注册地址为北京市西城区丰盛胡同 28 号楼 17 层 1701-01，法定代表人为陈晓红，注册资本为 5 亿元人民币，公司类型为其他股份有限公司（非上市），经营范围为：人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

二、本次交易方案

（一）本次交易事项

本次交易事项为公司全资子公司贵阳金控通过北京产权交易所竞拍获得清

华控股持有的中融人寿 10,000 万股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权，交易总金额为 200,000 万元。

（二）上市公司最近十二个月内对同一资产的购买情况

1、2015 年 11 月，间接持有中融人寿 10,000 万股股份

经中天城投 2015 年 9 月 16 日召开的第七届董事会第 29 次会议及 2015 年 10 月 15 日召开的第七届董事会第 30 次会议审议通过，2015 年 10 月 29 日，贵阳金控与联合铜箔原股东中科英华高技术股份有限公司和西藏中科英华科技有限公司签订了《股权转让协议》和《股权转让补充协议》，约定剥离联合铜箔除所持中融人寿 10,000 万股股份之外的其他资产和负债，将其持有的联合铜箔的 100%股权转让予贵阳金控，转让价款为 200,000 万元。

2015 年 11 月 24 日，联合铜箔完成工商变更，股东由中科英华和西藏中科变更为贵阳金控，贵阳金控间接持有中融人寿 10,000 万股股份。

2、2016 年 9 月，贵阳金控及联合铜箔参与中融人寿增资

2016 年 9 月 18 日，标的公司中融人寿召开 2016 年第二次临时股东大会，审议通过了关于增资 100,000 万股的决议方案，增资价格为 5 元/股，中天城投全资子公司贵阳金控及贵阳金控全资子公司联合铜箔拟分别认购 24,700 万股和 12,566 万股，清华控股则对于本次新增 100,000 万股股份拥有优先认购 20,000 万股的权利。本次股东大会审议通过之日起九十日内，若清华控股对外转让其持有的中融人寿股权，则该 20,000 万股的新股认购权也随之转让给受让方。

经中天城投 2016 年 9 月 18 日召开的第七届董事会第 50 次会议通过，贵阳金控和联合铜箔拟参与中融人寿增资的议案，分别以人民币 5 元/股的价格认购中融人寿向其增发的 24,700 万股和 12,566 万股股份，交易价格分别为 123,500 万元和 62,830 万元。当日，贵阳金控和联合铜箔分别就上述增资事宜与中融人寿签订了《投资入股协议书》。该次增资不以本次交易是否成功履行为前提。

2016 年 11 月 17 日，保监会批准了中融人寿增资至 130,000 万股事宜（清华控股增资权暂未行使），截至本报告书签署日，中融人寿正办理相关工商变更登记手续。此次增资后，贵阳金控及联合铜箔合计持有中融人寿的股权比例为 36.36%。

3、本次交易完成后，贵阳金控承接清华控股对中融人寿的增资权

根据中融人寿 2016 年第二次临时股东大会及中天城投第七届董事会第 55 次会议审议通过，若贵阳金控与清华控股签订关于受让中融人寿 10,000 万股股份的股权转让协议后，则贵阳金控承接清华控股对中融人寿的增资扩股权。

同时，根据《中国保监会关于<保险公司股权管理办法>第四条有关问题的通知》（保监发【2013】29 号）中单个股东（包括关联方）的持股比例不得超过 51%的相关规定，贵阳金控至多认购中融人寿新增股份数为 19,234 万股，每股认购价格为 5 元/股，交易金额为 96,170 万元。上述增资事宜完成后，贵阳金控及联合铜箔合计持有中融人寿的股权比例为 51%。

三、本次交易背景及目的

（一）国家政策环境为民营企业通过并购布局金融产业提供了有利条件

2013 年 11 月，党的十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决议》，明确要求“完善金融市场体系。扩大金融业对内对外开放，在加强监管前提下，允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构。推进政策性金融机构改革。健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。完善保险经济补偿机制，建立巨灾保险制度。发展普惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品”。

2014 年 4 月，中国保监会发布的《保险公司收购合并管理办法》，遵循了国务院要求深化改革、推进创新的总体要求，就保险公司并购制定了必要可行的促进政策，以进一步鼓励境内外各类优质资本特别是民间资本投资保险业。

随着国家政策对于金融保险业的战略定位和大力扶持，对于我国金融保险业的并购热潮也快速提升。仅 2015 年，已有 7 家上市公司披露了收购保险公司股权的重组方案；2016 年上半年，有超过 30 家上市公司纷纷披露拟涉及金融保险行业。伴随着企业规模化运作和并购方案多样化的推出，我国金融保险业的并购将迎来前所未有的战略发展机遇。

（二）通过并购实现大金融的发展战略符合公司的战略布局

公司基于自身经营发展及贵州社会经济发展的需要，提出“特色精品地产、大金融、大健康”的战略发展方向及“并购重组、创新发展、产融结合”的战略发展目标。在确保地产业务平稳发展的基础上，加速大金融产业布局，初步形成集传统金融与创新型金融于一体的中天大金融生态体系。公司以贵阳金控为主体，采用申办新设与并购重组并重的方式，已设立上海虎铂基金及母基金、投资控股友山基金、并通过竞拍获得海际证券控股权、间接收购中融人寿 10,000 万股股份、拟参与发起设立贵安银行、华宇再保险及百安互联网保险。同时，公司还成立了中天普惠金融服务有限公司，开展普惠金融服务业务。

本次交易是公司发展过程中的一个重要举措，将实现公司大金融产业“金融全牌照”战略目标的实质性推进，有利于公司进一步促进金融资源协同发展，推进大金融战略布局，提升公司综合竞争力。

（三）未来保险行业的发展面临发展机遇

2014 年 8 月，国务院颁布了《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（国发〔2014〕29 号），将保险业确定为国家支柱产业；2014 年 10 月，国务院办公厅印发了《国务院办公厅关于加快发展商业健康保险的若干意见》（国办发〔2014〕50 号），强调发挥商业健康保险资金的长期投资优势，鼓励商业保险机构以出资 新建等方式新办医疗、社区养老、健康体检等服务机构承接相关服务。2015 年 3 月，国务院发布《存款保险条例》，为建立和规范存款保险制度提供了明确的依据，对深化金融改革，维护金融稳定，促进我国金融体系健康发展起重要作用。

2015 年 8 月，国务院办公厅、中央军委办公厅转发保监会等七部委《关于推进商业保险服务军队建设指导意见的通知》（国办发〔2015〕60 号），意见要求加强政策引导支持，落实税收优惠政策，健全工作保障机制，逐步建立健全军商业保险工作机制，加强组织协调，共同研究制定相关制度和支持政策。上述重要政策及法律法规为保险业发展迎来重大机遇。

2016 年 6 月，保监会下发《关于做好保险业助推脱贫攻坚工作的意见》，要求精准对接脱贫攻坚多元化的保险需求，充分发挥保险机构助推脱贫攻坚主体

作用。实现到 2020 年，对贫困人口“愿保尽保”，贫困地区保险深度、保险密度接近全国平均水平，贫困人口生产生活得到现代保险全方位保障，基本建立与国家脱贫攻坚战相适应的保险服务体制机制，形成商业性、政策性、合作性等各类机构协调配合、共同参与的保险服务格局。

四、报告目的

本报告仅为中天城投董事会提供参考，分析本次交易的定价是否公允、合理以及是否存在损害公司及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

五、报告基准日

2016 年 11 月 30 日，公司召开董事会，审议通过了与清华控股签署附生效条件的《产权交易合同》的议案。本报告所引用的市场价格数据截至 2016 年 11 月 30 日。

第二章 估值假设

一、一般假设

1、公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

2、持续经营假设

持续经营假设是指以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊假设

1、假设报告基准日后，外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化；

2、假设报告基准日后，企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化；

3、假设报告基准日后，被估值对象的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；

4、假设报告基准日后，无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响；

5、假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第三章 估值方法、思路与过程

一、估值方法、思路比较

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、可比交易法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性、公允性分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

可比交易法是挑选与标的公司同行业、在本次交易前一段合适时期内被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，据此评估本次交易的定价是否合理、公允。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下所述：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括行业趋势、业务风险、发展速度、盈利能力等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管及企业控股（制）权变更等因素纳入考虑。

可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期已完成的实际交易价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，如何选取相对可比的交易、如何根据相关公司最新经营情况选取适当的参数并进行估值比较具有一定的难度。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择合适的方法对本

次交易定价的合理性、公允性予以考察和分析。

二、价值比率的选择

受宏观经济、资本市场等多方面因素的影响，保险行业的盈利状况及市盈率波动幅度较大，故市盈率不适宜作为本次估值的价值比率；保险公司的运营模式具有较强的资本杠杆效应，为了控制这一运营模式的风险，监管机构对偿付能力充足率有着严格的要求，而净资产与偿付能力充足率密切相关，故偿付能力充足率和净资产是保险公司盈利和发展的基本约束，与其估值水平高度相关，能较为全面地反映保险公司的估值水平，因此市净率（PB）指标适合作为本次估值的价值比率。

三、可比公司法

根据 WIND 资讯证监会行业分类，国内上市的保险公司主要包括中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿、天茂集团、西水股份六家，概况如下：

1、中国平安

中国平安为综合性金融公司，业务范围包括保险、银行、证券等，2016 年半年度报告主要财务数据为：资产总额 52,198 亿元、归属于母公司股东权益 3,639 亿元、营业收入 3,767 亿元、归属于母公司股东净利润 408 亿元。

2、新华保险

新华保险主营业务为人身保险，2016 年半年度报告主要财务数据为：资产总额 6,860 亿元、归属于母公司股东权益 577 亿元、营业收入 875 亿元、归属于母公司股东净利润 33.3 亿元。

3、中国太保

中国太保为综合性保险公司，2016 年半年度报告主要财务数据为：资产总额 9,824 亿元、归属于母公司股东权益 1,270 亿元、营业收入 1,447 亿元、归属于母公司股东净利润 61.4 亿元。

4、中国人寿

中国人寿主营业务为人身保险，2016 年半年度报告主要财务数据为：资产总额 25,890 亿元、归属于母公司股东权益 3,029 亿元、营业收入 3,407 亿元、归

属于母公司股东净利润 104 亿元。

5、天茂集团

天茂集团主营业务为人身保险，2016 年半年度报告主要财务数据为：资产总额 1,099 亿元、归属于母公司股东权益 128 亿元、营业收入 58 亿元、归属于母公司股东净利润 8 亿元。

6、西水股份

西水股份主营业务为财产保险，2016 年半年度报告主要财务数据为：资产总额 2,919 亿元、归属于母公司股东权益 111 亿元、营业收入 141 亿元、归属于母公司股东净利润 601 万元。

中融人寿本次交易市净率¹与国内上市保险公司截至 2016 年 6 月 30 日的市净率，对比情况如下²：

公 司	市净率（倍）
中国平安	1.68
新华保险	2.20
中国太保	1.85
中国人寿	1.94
天茂集团	2.61
西水股份	1.95
国内上市保险公司平均	2.04
中融人寿	13.14

中融人寿本次交易市净率与国内上市保险公司截至 2016 年 6 月 30 日的市净率，存在较大差异的主要原因为：

1、本次交易涉及中融人寿控股（制）权的变更，存在较高的控股（制）权溢价，具体如下：

根据中天城投未来战略规划，亟需取得保险公司牌照，鉴于保险公司为受中国保监会严格监管之机构，若申请新设保险公司，程序复杂、耗时较长。为抓住机遇，做大做强金融业务，中天城投拟通过购买方式，取得保险公司牌照。

截至目前，中天城投已持有中融人寿 47,266 万股股份，若贵阳金控完成此次对清华控股所持中融人寿 10,000 万股股份的购买，且行使清华控股所转让中融人寿 10,000 万股股份附带的增资权利，预计中天城投将取得中融人寿的控股

¹ 按每股成交价格与中融人寿截至 2016 年 6 月 30 日每股净资产计算。

² 上市公司数据来源于 WIND 资讯。

（制）权。

综上，中天城投本次购买中融人寿 10,000 万股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权，目的在于取得中融人寿的控股（制）权，交易实质是获取保险公司牌照，存在较高的控股（制）权溢价，可比公司法未能反映控股（制）权溢价的影响。

2、各公司的主营业务、经营规模差异较大，具体如下：

单位：亿元

公 司	主营业务	总资产	归属于母公司 净资产	营业收入	归属于母公 司净利润
中国平安	保险、银行、证券	52,198	3,639	3,767	408
新华保险	人身保险	6,860	577	875	33.3
中国太保	综合性保险	9,824	1,270	1,447	61.4
中国人寿	人身保险	25,890	3,029	3,407	104
天茂集团	人身保险	1,099	128	58	8
西水股份	财产保险	2,919	111	141	0.06
中融人寿	人身保险	320.35	7.61	2.46	-9.50

相对于上市保险公司，中融人寿业务单一、规模较小，差异较大。

综上，可比公司法未能反映控股（制）权溢价、主营业务及经营规模差异等因素的影响，相关结果不适宜作为分析本次交易价格合理性、公允性的依据。

四、可比交易法

1、可比交易案例的选择原则

- （1）标的公司为人寿保险公司；
- （2）标的公司主要经营区域为中国大陆地区；
- （3）买卖双方不存在关联关系；
- （4）交易导致标的公司控股（制）权变更；
- （5）交易价格公开。

2、可比交易案例的选择结果及分析

经查询中国保监会官网、我国各产权交易所和 WIND 资讯等交易信息平台，2015 年 1 月 1 日至 2016 年 11 月 30 日，有以下交易符合可比交易案例选择原则：

(1) 恒大地产集团（南昌）有限公司购买中新大东方人寿³50%股权：

重庆市地产集团和重庆市城市建设投资（集团）有限公司各将其持有的中新大东方人寿保险有限公司（简称“中新大东方人寿”）的 25%股权转让给恒大地产集团（南昌）有限公司，相关交易通过重庆联合产权交易所挂牌进行。股权转让完成后，中新大东方人寿股权结构为：恒大地产集团(南昌)有限公司持股 50%、大东方人寿保险有限公司持股 25%、重庆财信企业集团有限公司持股 25%。恒大地产集团(南昌)有限公司取得控股（制）权。

(2) 中银保险有限公司以增资方式取得中航三星人寿⁴51%股权：

相关交易为不同比例增资，导致控股（制）权变更：增资前，韩国三星生命保险株式会社、中国航空集团公司分别持有中航三星人寿保险有限公司（简称“中航三星人寿”）50%股权；中银保险有限公司增资 12.75 亿元、韩国三星生命保险株式会社增资 0.25 亿元；增资完成后，中航三星人寿股权结构为：中银保险有限公司持股 51%、韩国三星生命保险株式会社持股 25%、中国航空集团公司持股 24%。中银保险有限公司取得控股（制）权。

(3) 中国长城资产管理公司⁵以增资方式最终持有长生人寿 70%股权：

为不同比例增资，导致控股（制）权变更：增资前，中国长城资产管理公司、日本生命保险相互会社分别持有长生人寿保险有限公司（简称“长生人寿”）50%股权；中国长城资产管理公司及下属公司长城国富置业有限公司合计增资 8.67 亿；增资完成后，长生人寿股权结构为：中国长城资产管理公司持股 51%、长城国富置业有限公司持股 19%、日本生命保险相互会社持股 30%。中国长城资产管理公司取得控股（制）权。

(4) 鸿商产业控股集团有限公司购买中法人寿 50%股权：

中国邮政集团公司将其持有的中法人寿保险有限责任公司（简称“中法人寿”）50%股份中的 25%股份转让给鸿商产业控股集团有限公司，另外 25%股份转让给北京人济九鼎资产管理有限公司，相关交易通过北京产权交易所挂牌进行；法国国家人寿保险公司将其持有的中法人寿 25%股份转让给鸿商产业控股集团有限公司；股份转让完成后，中法人寿股权结构如下：鸿商产业控股集团有限公司

³中新大东方人寿保险有限公司现已更名为“恒大人寿保险有限公司”。

⁴中航三星人寿保险有限公司现已更名为“中银三星人寿保险有限公司”。

⁵含下属公司长城国富置业有限公司。

公司持股 50%，北京人济九鼎资产管理有限公司持股 25%，法国国家人寿保险公司持股 25%。鸿商产业控股集团有限公司取得控股（制）权。

上述交易案例情况汇总如下：

标的公司	购买方	出售方	成交金额	交易股 权比例	控股（制） 权变更方式	完成交 易时间 ⁶
中新大东方 人寿	恒大地产集团（南昌）有限公司	重庆市地产集团、 重庆市城市建设 投资（集团）有限 公司	39.39 亿元	50%	通过产权交 易所进行股 权转让	2015 年 11 月
中航三星人 寿	中银保险有 限公司	韩国三星生命保 险株式会社、中国 航空集团公司	12.75 亿 （增资金额）	51%	股东不同比 例增资	2015 年 8 月
长生人寿 ⁷	中国长城资 产管理公司、 长城国富置 业有限公司	日本生命保险相 互会社	8.67 亿 （增资金额）	20%	股东不同比 例增资	2015 年 7 月
中法人寿 ⁸	鸿商产业控 股集团有限 公司	中国邮政集团公 司	1.555 亿 （挂牌底价）	25%	通过产权交 易所进行股 权转让	2015 年 4 月

上述交易案例中，中新大东方人寿、中法人寿属于股东通过产权交易所进行股权转让，导致控股（制）权变更；中航三星人寿、长生人寿属于股东不同比例增资，导致控股（制）权变更。

通过产权交易所进行股权转让与股东不同比例增资的定价机制、环境存在明显差异，鉴于本次交易为清华控股通过北京产权交易所挂牌方式转让所持有的中融人寿 10,000 万股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权，故最终选择中新大东方人寿、中法人寿交易案例作为可比交易案例，具体分析如下：

标的公司	购买方	出售方	交易每股 作价（元）	每股净资 产 ⁹ （元）	市净率 （倍）
中新大东方人寿	恒大地产集团（南昌）有限公司	重庆市地产集团、 重庆市城市建设投 资（集团）有限公司	7.88	0.58	13.50
中法人寿	鸿商产业控股	中国邮政集团公司	3.11	0.59	5.23

⁶ 保监会批复日期

⁷ 交易股权比例为增资前后股权比例差额。

⁸ 由于信息获取受限，本交易案例交易数据只包括中国邮政集团公司通过北京产权交易所挂牌转让中法人寿保险有限责任公司 25%股权部分，未包括法国国家人寿保险公司向鸿商产业控股集团有限公司转让中法人寿保险有限责任公司 25%股权部分。

⁹ 根据相关规定，保险公司需在其官网上公布年度报告，所以相关数据取其交易完成前一年度末数据；中融人寿数据为截至 2016 年 6 月 30 日数据。

标的公司	购买方	出售方	交易每股 作价（元）	每股净资产 ⁹ （元）	市净率 （倍）
	集团有限公司				
可比交易案例平均			-	-	9.37
贵阳金控购买中融人寿 10,000 万股股份			20.00	1.52	13.14

本次交易市净率水平低于中新大东方人寿交易案例，高于中法人寿交易案例。鉴于本次交易为中天城投取得中融人寿控股（制）权，从而取得保险公司牌照的重要一步，对实现中天城投的战略规划，做大做强金融业务，具有重要的战略意义，且本次交易定价估值水平，在可比交易案例定价估值水平范围之内，故本次交易中，中天城投取得中融人寿 10,000 万股股份及清华控股对中融人寿的新增股份认购权的交易作价具有合理性与公允性。

五、现金流折现法

本次交易采用北京产权交易所挂牌形式，因缺乏可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

第四章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法和可比交易法，作为标的资产估值参考，并对本次交易对价的合理性、公允性进行分析，我们认为本次交易的估值定价具有合理性与公允性，不存在损害中天城投及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易价格是否合理、公允，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截至 2016 年 11 月 30 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告自发布之日起 6 个月内使用有效。

（本页无正文，为《深圳怀新企业投资顾问股份有限公司关于中天城投集团股份有限公司重大资产购买之估值报告》之签章页）

估值人员： 于德强
于德强

陈磊
陈磊

深圳怀新企业投资顾问股份有限公司



2016年11月30日