

中联资产评估集团有限公司

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(163035)
之核查报告

中国证券监督管理委员会：

贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(163035 号) 已收悉，中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”、“评估机构”）已会同申请人和相关中介机构对该反馈意见提出的问题进行落实，现予以答复，请审核。

16. 申请材料显示,报告期内华菱节能与华菱集团及其关联方存在关联销售和采购。其中华菱节能向其主要供应商华菱涟钢采购额占其采购成本的99%以上,向其主要客户华菱涟钢销售额占其营业收入比例达到93%以上,且公司主要客户和供应商均系同一单位。请你公司:1)补充披露报告期内相关关联交易形成的原因、必要性、作价依据及合理性。2)结合与第三方交易价格、可比市场价格,补充披露上述关联交易价格的公允性及对本次交易估值的影响。3)申请材料显示华菱节能为华菱涟钢生产经营的中间环节,请补充披露本次将华菱节能注入上市公司的必要性。4)补充披露本次交易后上市公司新增关联交易金额及占比,对上市公司和中小股东权益的影响,是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款的有关规定。请独立财务顾问、会计师、律师和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、结合与第三方交易价格、可比市场价格,补充披露上述关联交易价格的公允性及对本次交易估值的影响。

1、定价公允性

报告期内,华菱节能主要产品电能参照国家规定定价,定价具有合理性。

报告期内,余热余气成本与所属行业及供应公司具体情况息息相关,不同行业不同公司相关产品不具备可比性,且华菱节能是华菱钢铁前述产品的唯一客户,因此华菱节能的主要采购蒸汽、煤气等产品均无可参考的市场价格及可比第三方价格。鉴于此,华菱节能采购华菱节能向华菱涟钢采购蒸汽、水、氮气、氢气、压风、煤气等,均采用成本加成法定价,加成率的确定主要参考资金成本和同行业管理费用确定。定价方式合理且价格公允。

2、关联交易对重组标的估值的影响

根据中联评估出具的中联评报字[2016]第1279号《资产评估报告》,中联评估根据华菱节能的特性以及评估准则的要求,采用了资产基础法和收益法两种方法对华菱节能进行评估,并选择了资产基础法评估结果作为华菱节能的最终评估结论。资产基础法是以被评估企业评估基准日的资产负债表为基础,合理评估企

业表内及表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。相关关联交易的定价对于标的资产的估值没有影响。

二、评估师核查意见

经核查，中联评估认为：本次评估选择资产基础法评估结果作为华菱节能的最终评估结论。关联交易的定价对于标的资产的资产基础法评估结果没有直接影响。

17. 申请材料显示，湖南信托存在标的金额超过 1,000 万元的作为原告的未决诉讼共 11 起。请你公司补充披露：1) 上述诉讼的进展情况、作为原告，是否存在胜诉无法执行或败诉的风险。2) 相关资产减值损失及预计负债计提情况，对标的资产生产经营的影响和本次评估值的影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表意见。

答复：

一、湖南信托涉及 11 起诉讼最新进展情况及败诉风险

截至本反馈意见回复签署日，湖南信托存在标的金额超过 1,000 万元的作为原告的未决诉讼共 11 起，主要情况如下：

序号	原告(申请人)	被告(被申请人)	案由	标的及金额	进展情况	账务处理情况
1	湖南信托	湖南湘渝电力投资有限责任公司、湖南金垣电力集团股份有限公司	金融借款合同纠纷	本金 3,200 万元及相应利息、罚息	强制执行阶段	未收回的本金已全额计提减值准备并核销
2	湖南信托	湖南博兴创业投资有限公司、湖南博雅眼科医院有限公司、李迟康、严素娥	借款合同纠纷	本金 1,800 万元及相应利息、违约金	强制执行阶段	
3	湖南信托	湖南蟠桃宴酒业有限公司、湖南天运生物技术集团有限公司	债权转让合同纠纷	3,270 万元及相应利息	强制执行阶段 (天运生物破产中)	
4	湖南信托	湖南蟠桃宴酒业有限公司、湖南天健纤维板有限公司、湖南天运生物技术集团有限公司、文靖波	债权转让合同纠纷	1,523.428 万元及相应利息	强制执行阶段 (天运生物破产中)	
5	湖南信托	湖南省科农林业科技开发有限公司	金融借款合同纠纷	本金 1,400 万元及相应利息	强制执行阶段	

序号	原告(申请人)	被告(被申请人)	案由	标的及金额	进展情况	账务处理情况
6	湖南信托	湖南省德胜房地产开发有限公司	金融借款合同纠纷	本金 1.35 亿元及相应利息	强制执行阶段	权利义务均已转移给财信投资并无偿划拨至财信金控，湖南信托不再享有权利及义务
7	湖南信托	淮南志高动漫文化科技发展有限公司、志高实业(龙岩)有限公司、泰安志高实业集团有限责任公司、江焕溢	金融借款合同纠纷	本金 2.999 亿元及相应利息、罚息、复利、违约金	强制执行阶段	权利义务均已转移湖南国投，湖南信托不再享有权利及义务
8	湖南信托	长沙三瑞环保科技实业有限公司、湖南天福泉酒业有限公司	金融借款合同纠纷	本金 1,000 万元及相应利息、罚息、复利、违约金、律师费	强制执行阶段	该项为单一执行信托业务的诉讼，湖南信托仅为委托人，不享有权利义务
9	湖南信托	湖南洞庭珍珠开发有限公司	金融借款合同纠纷	本金 2,000 万元及相应利息、复利	破产阶段	权利义务均已转移给财信投资并无偿划拨至财信金控，湖南信托不再享有权利及义务
10	湖南信托	湖南山江技术开发有限公司、世银联控股有限公司、崔瑾	金融借款合同纠纷	本金 2,000 万元及相应利息、违约金	强制执行阶段	
11	湖南信托	袁洁云；向平；李季；北京中科时代资产管理有限公司；中国科学院长春应用化学科技总公司；长沙坤宇实业有限公司	有关纠纷	赔偿款 2,300 万元及和解损失约 40 万元	待开庭	权利义务均已转移财信金控，湖南信托不再享有权利及义务

上述 1-10 号案件均已判决，且湖南信托均胜诉，但未最终执行完毕，因此均存在无法获得全额执行的风险；第 11 项诉讼案件尚未开庭审理，存在败诉或胜诉后无法获得全额执行的风险。湖南信托将积极应诉，并采取保全、申请法院强制执行等其他措施维护自身权益。

二、相关资产减值损失及预计负债计提情况，对标的资产生产经营的影响和本次评估值的影响

湖南信托已将第 1-6 项及第 8-11 项诉讼标的涉及的债权（权益）资产转让或核销，且湖南信托已经通过协议安排将与其重大未决诉讼相关的债权（权益）资产转移至湖南国投及财信金控，因此无论法院判决湖南信托胜诉后无法获得全额执行或湖南信托败诉，均不会对湖南信托的业务经营和财务状况产生影响，不涉及需计提资产减值损失及预计负债的情况，对本次评估值亦不构成影响。

第 7 项诉讼对应项目为单一指定信托项目，项目风险由委托人承担。该案湖南信托已胜诉并处于强制执行的司法拍卖阶段。根据司法评估结果，该诉讼对应项目抵押物的司法评估价值能够覆盖湖南信托的信托贷款本息，不存在无法执行的情况且执行回款可预期性较高，即使强制执行后没有回款或回款不足，由于风险由委托人/受益人承担，不会对湖南信托的业务经营和财务状况产生影响。

第 8 项诉讼为湖南信托单一指定信托业务产生的诉讼，目前案件湖南信托已胜诉并处于强制执行阶段，由于该案湖南信托仅根据委托人/受益人的要求以湖南信托的名义诉讼，风险由委托人/受益人承担，即便强制执行后没有回款或回款不足，也不会对湖南信托的业务经营和财务状况产生影响。

三、评估师核查意见

经核查，中联评估认为：湖南信托相关诉讼情况已补充披露。鉴于诉讼标的涉及的债权资产已转让、核销或项目风险由委托人承担，相应诉讼的结果对湖南信托的财务状况将不构成任何影响，该事项对湖南信托的估值无影响。

18. 申请材料显示，湖南信托作为第三人的诉讼 1 起，原告华宸未来资产管理有限公司，涉及金融借款合同纠纷案。请你公司补充披露：1) 该等诉讼的进展情况，若败诉是否涉及赔偿或债权人主张权利，相关责任的承担主体及履行能力。2) 如债务人发生违约，湖南信托和其他各方所需承担的责任，湖南信托是否承担赔偿责任、资产减值准备计提情况及对湖南信托未来经营的影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表意见。

答复：

一、湖南信托作为第三人的诉讼基本情况

湖南信托涉及标的金额超过 1,000 万元的作为第三人的诉讼 1 起，内容如下：

序号	原告(申请人)	被告(被申请人)	起诉日期	案由	标的及金额	进展情况
----	---------	----------	------	----	-------	------

序号	原告(申请人)	被告(被申请人)	起诉日期	案由	标的及金额	进展情况
1	华宸未来资产管理有限公司	何新芸、张来普、毛珍芳、彭日大、张传棉、滁州中普置业有限公司	2016 年 4 月	金融借款合同纠纷	本金 2.951 亿元及其相应利息、复利、罚息、律师费	待开庭

该项诉讼的背景情况如下：

2013 年 10 月 31 日，湖南信托与安徽国元信托有限责任公司（以下简称“国元信托”）签署《中普城市广场项目贷款单一资金信托计划单一资金信托合同》（合同编号：（2013）年湘信字（单一）第（092）号，以下简称“《单一资金信托合同》”），国元信托委托湖南信托设立“中普城市广场项目贷款单一资金信托”，指定湖南信托将信托资金用于向滁州中普置业有限公司（以下简称“滁州中普”）发放项目贷款。

2013 年 11 月 1 日，湖南信托依据《单一资金信托合同》与滁州中普签署《信托贷款合同》（合同编号：（2013）年湘信（深办）字（借款）第 199 号），约定湖南信托向滁州中普发放中长期贷款，用于滁州中普名下中普城市广场项目建设。

2013 年 11 月 25 日，国元信托与深圳华宸未来资产管理有限公司（以下简称“华宸未来”）签署《单一资金信托合同》（合同编号：皖国元单信字 2013 第 152 号），约定华宸未来将其合法拥有的资金委托给国元信托，以国元信托名义将不超过 43,000 万元人民币的信托资金定向投资湖南信托发起设立的中普项目信托计划，信托合同约定资金用途为“用于中普置业建设中普城市广场项目”。国元信托委托湖南信托设立信托计划的资金来源于华宸未来发行的资产管理计划所募集的资金。

湖南信托作为受托人，按照委托人国元信托的意愿，将其交付的信托资金以受托人名义向滁州中普发放信托贷款。之后由于受到房地产形势影响，滁州当地商业地产去化不畅，中普城市广场项目销售状况不佳。

2014 年 12 月 26 日，经各方来往函件协商一致，湖南信托与国元信托、华宸未来签署《债权返还协议书》，湖南信托按照约定将委托人在《信托贷款合同》

以及担保合同、《资金监管协议》项下全部权利一并转移与华宸未来。2014年12月24日，湖南信托向委托人国元信托出具清算报告，委托人国元信托向湖南信托出具了“对湖南信托清算报告所列事项无异议”的函件。至此，湖南信托已按照委托人国元信托的指示完成了信托的清算与分配，信托法律关系已终止。

根据2014年12月26日国元信托、湖南信托和华宸未来签署的《债权返还协议》，国元信托指令湖南信托将基于《信托贷款合同》对滁州中普所享有的贷款本金、利息、复利、违约金及其他权利转让给华宸未来，对于无法办理担保物权登记变更至华宸未来名下的情形，湖南信托需对华宸未来实现担保物权予以充分配合，但因担保物权实际归属于名义享有不一致引起的法律风险由华宸未来承担。对于信托资产的原状返还，湖南信托出具了清算报告，委托人国元信托已出具无异议函。至此，各方已就该项目相关事宜达成一致，截至目前不存在其他纠纷事项。

华宸未来于2016年4月15日向上海市第二中级人民法院提交《民事诉讼状》，所诉事项为“被告中普置业公司未向原告清偿到期本息，其他被告也未履行相应的担保责任”。因案件审理需要，湖南信托依照《中华人民共和国民事诉讼法》有关规定，仅作为该案的第三人参加诉讼。2016年5月26日，上海市第二中级人民法院裁定将案件移送上海市高级人民法院审理，截止目前，该案件尚未开庭审理，处于待开庭的状态。

二、评估师核查意见

经核查，中联评估认为：湖南信托相关华宸未来项目诉讼情况已补充披露。华宸未来已就该笔信托贷款违约事项起诉滁州中普并追偿相关债权，湖南信托仅作为第三人配合诉讼，目前不存在第三人诉讼风险，不涉及需计提减值准备的情形，因此该事项对湖南信托的估值无影响。

26. 申请材料显示，本次交易拟收购的财富证券、湖南信托和吉祥人寿均采用市场法评估结果作为作价依据。请你公司补充披露上述三家拟收购标的的静态市盈率、动态市盈率情况，比对可比交易公司情况，进一步补充披露上述交易标的的作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、财富证券作价合理性分析

评估基准日可比上市券商市盈率统计情况如下:

公司名称	静态市盈率(倍)	动态市盈率(倍)
东北证券	13.87	17.30
国海证券	16.32	25.42
山西证券	20.60	32.09
国金证券	21.35	32.68
东吴证券	28.92	54.06
算术平均数	20.21	32.31
财富证券	8.64	10.94

注释: 计算动态市盈率选用的 2016 年预测净利润数据来源于万得资讯。

财富证券评估值为 843,252.66 万元, 2015 年母公司所有者净利润为 97,571.55 万元, 2016 年含预测数据的母公司所有者净利润为 77,068.74 万元。经计算财富证券的静态市盈率为 8.64 倍, 动态市盈率为 10.94 倍, 均低于可比证券公司同期的平均市盈率。

目前, 财富证券较五家评估基准日上市证券公司在网点布局、业务创新及牌照资质等方面都存在一定的竞争劣势。因此, 通过同近期的上市证券公司的市盈率作比较, 财富证券的市盈率低于行业平均水平, 评估估值具有合理性。

二、湖南信托作价合理性分析

评估基准日可比案例市盈率统计情况如下:

公司名称	静态市盈率(倍)
上海信托	10.15
中航信托	9.21
渤海信托	14.47
新盛信托	8.23
算术平均数	10.51
湖南信托	12.59

注：由于湖南信托采用交易案例比较法，无法获得可比公司动态财务数据，因此仅列示静态市盈率

湖南信托评估值为 531,989.15 万元，2015 年母公司所有者净利润为 42,259.31 万元，2016 年含预测数据的母公司所有者净利润为 43,991.40 万元。经计算湖南信托的静态市盈率为 12.59 倍，略高于可比公司同期的平均市盈率。

湖南信托与可比案例公司相比，其信托投资结构不同，主要以政府委托标的为主，风险相对较低，近年表现出较高的盈利能力，因此，湖南信托的市盈率略高于行业平均水平，评估值具有合理性。

三、吉祥人寿作价合理性分析

评估基准日可比案例市盈率统计情况如下：

公司名称	静态市盈率（倍）	市净率
华夏保险	3.28	2.10
百年人寿	-7.24	2.12
国华人寿	13.10	2.04
海康保险	-21.62	3.11
算术平均数	-3.12	2.34
吉祥人寿	-11.67	2.31

吉祥人寿评估值为 158,708.07 万元，2015 年母公司所有者净利润为 -13,605.22 万元。经计算吉祥人寿的静态市盈率为 -11.67 倍。吉祥人寿刚成立不久，尚处于亏损状态，故市盈率与同行业平均水平没有可比性。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，评估结果具有合理性。

四、评估师核查意见

经核查，中联评估认为：财富证券的市盈率水平平均低于可比公司的平均水平，评估值具有合理性；湖南信托的市盈率高于可比公司，主要原因是其信托投资结构不同，主要以政府委托标的为主，风险相对较低，近年表现出较高的盈利能力，因此，湖南信托的市盈率略高于行业平均水平，评估值在合理的范围之内；吉祥人寿对应的寿险类可比公司，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，评估结果具有合理性。

27. 申请材料显示，本次拟收购标的财信投资的账面值 89,096.86 万元，评估值为 814,433.69 万元，增值率 814.10%。请你公司补充披露财信投资评估结果相对账面价值增值率较高的原因和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、财信投资评估结果相对账面价值增值率较高的原因和合理性

评估增值率较高的主要原因为，根据《资产评估准则—企业价值》，本次对财信投资评估时，对长期股权投资涉及的 3 家子公司，湖南信托、财富证券及吉祥人寿的企业价值，分别采用市场法进行评估，使得评估结果相对于账面价值增值较高。本次结合财信投资对上述 3 家子公司从投资的时间、各期投资金额及报告期的经营情况等方面分析其增值的合理性。

（1）财富证券

评估基准日时财信投资对财富证券投资的账面价值为 152,491.29 万元，持股比例为 53.18%，各期投资时间及金额如下：

投资时间	投资金额（万元）
2006 年 10 月	80,056.00
2015 年 11 月	33,517.00
合计	113,573.00

财富证券报告期经营情况如下：

收入利润项目	2016 年 1-4 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	31,794.58	250,772.92	121,376.97
利润总额	5,820.20	124,046.76	57,204.88
净利润	9,127.15	97,571.70	44,430.43

财富证券在财信投资长期股权投资的账面价值和评估值计算的评估增值率

为 194.08%，主要是由于财富证券受益于宏观经济和证券行业发展，近年来实现良好成长和较高的盈利，年度留存利润逐年累积，使得财富证券自身净资产增幅较大，而财信投资对财富证券投资的账面价值为采用成本法核算时的累计投资金额，且历史分红较少，仅显示历史投资成本，未体现近年来财富证券自身的运营和盈利情况，因此造成财富证券评估结果相对于财信投资的账面价值增值率相对较高，具有合理性。

（2）湖南信托

评估基准日时财信投资对湖南信托投资的账面价值为 116,684.82 万元，持股比例为 96%，各期投资时间及金额如下：

投资时间	投资金额（万元）
2002 年 12 月	83,777.21
2006 年 8 月	-13,899.15
2007 年 4 月	-7,802.12
2008 年 5 月	-14,075.94
2011 年 12 月	19,200.00
2013 年 7 月	48,000.00
合计	115,200.00

湖南信托报告期经营情况如下：

收入利润项目	2016 年 1-4 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	22,943.37	85,300.80	95,685.61
利润总额	13,089.18	55,599.56	75,572.59
净利润	9,113.74	41,222.92	57,309.98

湖南信托在财信投资长期股权投资的账面价值和评估值计算的评估增值率为 337.68%，主要是由于湖南信托受益于金融行业发展，近年来体现出较好的成长性和较高的盈利能力，年度留存利润逐年累积，使得湖南信托自身净资产增幅较大，而财信投资对湖南信托投资的账面价值为采用成本法核算时的累计投资金额，且历史分红较少，仅显示历史投资成本，未体现近年来湖南信托自身的运营和盈利情况，因此造成湖南信托评估结果相对于财信投资的账面价值增值率相

对较高，具有合理性。

(3) 吉祥人寿

评估基准日时财信投资对吉祥人寿投资的账面价值为 21,216.66 万元，持股比例为 29.19%，各期投资时间及金额如下：

投资时间	投资金额（万元）
2012 年 5 月	23,000.00
2016 年	21,000.00
合计	44,000.00

吉祥人寿报告期经营情况如下：

收入利润项目	2016 年 1-4 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	239,951.00	179,174.31	78,511.69
利润总额	(12,647.65)	(13,139.18)	(18,166.72)
净利润	(12,647.65)	(13,605.22)	(17,700.68)

本次对吉祥人寿的评估定价采用了市场法。采用市场法评估结果，相对于企业投资成本，增幅不大，相对于企业账面价值，增值率为 131%。主要因为根据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 7-8 年左右的时间才能获得稳定的利润，吉祥人寿自 2012 年成立以来，目前处于亏损状况。

吉祥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，在全国省级寿险公司中综合排名前列，经营规范。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吉祥人寿权益价值的评定，虽然增值率较高，但评估结果具有合理性。

二、评估师核查意见

经核查，中联评估认为：财富证券、湖南信托在财信投资账面价值为财信投资采用成本法核算的累计投资金额，且历史分红较少，仅显示历史投资成本，未体现近年来各标的公司自身的运营和盈利情况，而各标的公司在报告期经营期内实现大幅盈利，利润增长较快，年度留存利润逐年累积，使得自身净资产增幅较

大。而保险行业准入门槛较高，优质的客户资源在吉祥人寿中体现的无形资产价值较大，导致增值率较高。各标的公司采用市场法进行评估，各标的公司评估结果相对账面价值增值率较高，评估结果具有合理性。

30. 申请材料显示，本次交易拟收购标的财富证券、湖南信托、吉祥人寿均采用市场法评估结果作为作价依据，采用市净率作为比例乘数，标的资产的净资产作为被乘数。请你公司：1) 补充披露所选取可比案例的可比性及可比对象选取的充分性。2) 结合拟购买资产特别是湖南信托净资产的真实性、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。

答复：

一、补充披露所选取可比案例的可比性及可比对象选取的充分性

(1) 财富证券

截至评估基准日 5 家证券业可比上市公司其主要财务数据具体情况如下：

证券代码	证券简称	资产总计	净资本	归母 股东权益	营业收入	净利润
东北证券	000686.SZ	667.38	68.32	116.01	31.38	14.81
国海证券	000750.SZ	462.81	145.55	134.61	30.96	12.14
山西证券	002500.SZ	384.17	99.45	123.85	6.63	0.97
国金证券	600109.SH	500.73	148.81	166.04	42.40	13.70
东吴证券	601555.SH	678.91	144.58	198.08	38.04	14.36

本次评估,选取了 A 股市场证券行业 26 家证券业上市公司的财务数据进行了比较分析，首先剔除了因上市时间较短，披露数据不足的五家公司，锦龙股份、第一创业、东方证券、国泰君安、国投安信等。

其次，通过分析被评估企业与同行业上市公司在总资产、净资本、净资产、营业收入、净利润五个方面的可比性，确定东北证券、国海证券、山西证券、国金证券、东吴证券 5 家上市公司与被评估企业情况相当，将该五家公司做为可比公司。

因此，本次评估可比对象的选取具有可比性和充分性。

（2）湖南信托

近期，信托公司股权转让等相关交易案例具体情况如下：

评估基准日	收购方	被收购方
2015/3/31	浦发银行	上海信托
2015/3/31	中航资本	中航信托
2014/9/30	海航资本	渤海信托
2015/6/30		新盛信托
2013/9/30	国寿投资	重庆信托

本次评估，选取了近期已公告的信托行业相关交易案例进行了比较分析，因此，本次评估可比对象选取具有充分性。

截至评估基准日可比案例公司其主要财务数据具体情况如下：

公司名称	信托资产总计(年报数据)	信托业务收入	净资本(亿元)	信托资产收入	净利润
上海信托	38,636,864.03	120036.57	62.33	2127971.69	160704.59
中航信托	27806914.78	128307.53	40.87	2273835.17	90966.97
渤海信托	21661733.45	101621.03	36.84	1768039.58	59146.79
新盛信托	1708970.25	7072.9	3.60	126617.68	5,051.41

本次评估，通过公开信息搜集了 5 家评估基准日近期来信托行业股权转让等交易案例进行分析比较，从交易时间上进行筛选，剔除了交易时间相对较早的重庆信托；

其次，以业务规模为核心，兼顾盈利能力、增值能力、成长能力的评价体系进行可比性分析，确定上海信托、中航信托、渤海信托和新盛信托 4 家企业与湖南信托可比性较强，故确定以上 4 家为可比案例公司。

综合上述，湖南信托市场法评估选取的交易案例具有可比性和充分性。

（3）吉祥人寿

近期 A 股市场人寿保险公司股权转让等相关交易案例的具体情况如下：

评估基准日	收购方	被收购方	收购比例
2015/12/31	华资实业	华夏保险	51%
2013/12/31	大连万达	百年人寿	2.83%

评估基准日	收购方	被收购方	收购比例
2014/12/31	天茂集团	国华人寿	43.86%
2013/12/31	同方股份	海康保险	50%
2013/12/31	赣州壹峰投资	泰康人寿	24.00%

本次评估，选取了近期 A 股市场人寿保险行业相关交易案例进行了比较分析，因此，本次评估可比对象选取具有充分性。

截至评估基准日可比案例公司其主要财务数据（年报数据）具体情况如下：

公司名称	资产总计	实际资本	归母 股东权益	营业收入	净利润
华夏保险	26,242,207.56	1,640,133.26	1,597,810.48	2,693,258.25	102,455.57
百年人寿	1,109,467.75	106,086.29	125,627.63	525,351.25	-36,803.27
国华人寿	5,163,780.41	692,688.49	809,639.24	779,555.46	125,978.36
海康保险	821,862.09	44,070.00	64,403.79	106,151.55	-9,252.33

本次评估，通过公开信息搜集了 5 家评估基准日近期来人寿保险行业股权转让等交易案例进行分析比较，首先剔除了明显高于或严重低于市场同期水平的交易案例，本次泰康人寿交易 PB 严重高于市场平均水平，由于无法核实其交易背后的原因，故予以剔除；

其次以业务规模、盈利能力为核心、参考发展能力、资产质量状况、偿付能力等指标进行可比性分析，确定华夏保险、百年人寿、国华人寿和海康保险 4 家企业与吉祥人寿可比性较强，故确定以上 4 家为可比案例公司。

因此，吉祥人寿市场法评估选取的交易案例具有可比性和充分性。

二、结合拟购买资产特别是湖南信托净资产的真实性、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。

会计师已对财富证券、湖南信托、吉祥人寿 2016 年 4 月 30 日的财务报表进行了审计，认为财富证券、湖南信托、吉祥人寿财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了财富证券、湖南信托、吉祥人寿在资产评估基准日的财务状况。

湖南信托在资产评估基准日的所有者权益总额为 3,055,147,359.52 元，湖南信托在评估基准日的应收账款、其他应收款和发放贷款期末余额为 1,289,750,784.35 元，至本反馈意见回复日，已累计收回 1,084,628,690.89 元，

期末已按照五级分类法，对金融资产计提各项减值准备 19,769,386.76 元，已足额计提减值准备金；同时，湖南信托根据《信托业务准备金计提制度（试行）》，对评估基准日的信托资产按照五级分类法计提预计负债 32,527,018.02 元。

市场法评估采用市净率(P/B)作为价值比率，以标的企业的净资产作为被乘数。如前所述，于评估基准日，湖南信托财务报表经过审计，其账面净资产为经充分考虑资产减值准备计提后的结果，因此对应的净资产真实、客观。评估工作基于该等净资产审计结果，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。

综上，财富证券、湖南信托、吉祥人寿的财务报表业经审计，财富证券、湖南信托、吉祥人寿市场法评估时所采用的净资产金额与业经会计师审计的财富证券、湖南信托、吉祥人寿于评估基准日财务报表中的所有者权益金额一致，财富证券、湖南信托、吉祥人寿于资产评估基准日已累计计提的资产减值准备金额数据准确、范围适当。

湖南信托采用市场法评估，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，所选取的可比交易案例具有可比性，各可比交易修正系数确定依据具有合理性，市场法中各个可比公司的财务数据真实、客观，因此评估结果具有合理性。

三、评估师核查意见

经核查，中联评估认为：财富证券、湖南信托、吉祥人寿所选取可比对象具有可比性、可比对象选取充分；市场法评估中各标的资产净资产真实、客观，评估结果具有合理性。

31.申请材料显示，本次交易对财富证券进行市场法评估时确定的流动性折扣为 25%。请你公司补充披露财富证券市场法评估中流动性折扣测算依据、测算过程，比对同行业收购中流动性折扣的选取情况，补充披露本次交易相关数据的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、流动性折扣测算依据、测算过程及相关数据合理性

经核实，目前借鉴国际上定量研究缺少流动性折扣率的方式，主要采用新股发行定价估算方式和非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式等两种方法估算缺乏流动性折扣，结合国内证券业实际情况，本次评估中流动性折扣确定为 25%，依据主要有三点：

其一，根据《上市公司并购重组市场法评估研究》（2012 版，赵立新、刘萍等著）中参考新股发行定价估算方式对流动性折扣的研究结论，金融行业为 27.82%。

新股发行定价估算方式，收集并研究从 2004 年到 2011 年 IPO 的金融保险行业 25 个新股的发行价（2012 年至基准日金融业 IPO 数量少，影响小），分别研究其与上市后第一个交易日均价、上市后第 30 日均价、第 60 日均价以及第 90 日均价之间的关系，得出如下结论：

行业名称	样本点数量	发行价平均值	第一天交易收盘价	第 30 天交易收盘价	第 60 天交易收盘价	第 90 天交易收盘价	缺少流动性折扣（%）				
							第一天交易价计算	第 30 天交易价计算	第 60 天交易价计算	第 90 天交易价计算	平均值
金融、保险业	25	12.18	17.56	18.07	17.77	17.44	26.88	28.61	28.71	27.07	27.82

统计数据 27.82%为金融行业（包含银行、保险公司等）的平均值，同时考虑到本次评估对象财富证券财务状况较好，经营稳健，因此本次结合评估对象情况综合确定流动性折扣为 25%。

其二、根据《上市公司并购重组市场法评估研究》（2012 版，赵立新、刘萍等著）中参考非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率的基本思路是收集分析非上市公司并购案例的市盈率（P/E），然后与同期的上市公司市盈率（P/E）进行对比分析，通过上述两类市盈率的差异来估算缺少流通折扣率，金融行业为 16.4%。

研究人员分别收集了发生在 2011 年的 64 个非上市公司的少数股权交易并购案例和截至 2011 年底的 37 家上市公司，分析对比上述两类公司的市盈率数据如下：

序号	行业名称	非上市公司并购	上市公司并购	缺少流动性折
----	------	---------	--------	--------

		样本点数量	平均值市盈率	样本点数量	平均值市盈率	扣(%)
1	金融、保险业	64	19.32	37	23.1	16.40

同时,按照资本市场上最新研究成果,数据如下:

研究人员分别收集了发生在2013年的40个非上市公司的少数股权交易并购案例和截至2013年底的34家上市公司,分析对比上述两类公司的市盈率数据如下:

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司并购		缺少流动性折扣(%)
		样本点数量	平均值市盈率	样本点数量	平均值市盈率	
1	金融、保险业	40	10.73	34	21.32	49.69

上述两个时点缺少流动性折扣分别为16.4%和49.69%,同时参考第一种方式测算值为27.82%,由此可以初步判断,证券行业缺少流动性折扣率为16.4%~49.69%。

其三,按照目前资本市场上证券行业对缺乏流动性折扣研究成果的应用来看,自2013年以来,我国证券公司并购重组时缺乏流动性折扣的案例见下表:

案例发生年度	案例名称	选用方法	流动性折扣
2013年9月	锦龙股份(000712)重大资产购买中山证券	市场法	37.81%
2014年3月	方正证券(601901)发行股份购买民族证券100%股权	市场法	25%
2014年4月	泛海控股(000046)现金收购民生证券72.999%股权	市场法	25%
2014年7月	申银万国证券换股吸收合并宏源证券(000562)	市场法	25%
2015年1月	中纺投资(600061)发行股份购买安信证券100%股权	市场法	25%
2015年2月	大智慧(601519)发行股份购买湘财证券100%股权	市场法	25%
2015年9月	哈投股份(600864)发行股份购买江海证券99.946%股权	市场法	25%
2015年11月	中航资本(600705)发行股份购买中航证券100%股份	市场法	25%

如表中显示,从时效性来看,近年发生重组并购案例中流动性折扣采用25%占绝对多数。

综合以上三点,本次评估中流动性折扣确定为25%。

二、评估师核查意见

经核查,中联评估认为:财富证券的流动性折扣率的计算模型参考了新股发行定价估算方式和非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式两种方法,

同时考虑到近年发生的证券以司并购重组案例中流动性折扣取值大多均为 25%，因此本次评估中流动性折扣确定为 25%具有合理性。