

股票代码：002423

股票简称：中原特钢

上市地点：深圳证券交易所



中原特钢股份有限公司

关于

中国证监会上市公司并购重组审核委员会

审核意见的回复

独立财务顾问



二零一八年十二月

中国证券监督管理委员会：

2018年12月3日，经贵会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）2018年第64次会议审核，中原特钢股份有限公司重大资产置换并发行股份购买资产暨关联交易方案获有条件通过。

根据并购重组委审核意见，上市公司会同中信建投证券股份有限公司（以下简称“中信建投”、“独立财务顾问”）、安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“安永”、“会计师”）、北京中企华资产评估有限责任公司（以下简称“中企华”、“评估师”），就并购重组委审核意见进行了认真讨论及核查，对所涉及的事项进行了答复，并在《中原特钢股份有限公司重大资产置换并发行股份购买资产暨关联交易报告书》中进行了补充披露，现将回复提交贵会，请予审核。

（如无特别说明，本回复中的简称与《中原特钢股份有限公司重大资产置换并发行股份购买资产暨关联交易报告书》中各项词语或简称的含义相同。）

1、请申请人进一步披露龙江银行最新财务状况、不良贷款比率、拨备覆盖率和贷款损失准备充足率等指标及与可比上市公司的比较情况，请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、有关数据口径、可比上市公司选取及可比期间说明

（一）龙江银行数据口径说明

由于龙江银行的财务状况和经营成果主要由母公司构成，报告期后，龙江银行未编制合并财务报表，故以下对龙江银行报告期后的数据以其母公司未经审计财务数据为基础进行分析说明。

报告期内，龙江银行母公司财务报表主要科目数据占合并报表相应科目的比重如下：

项目	2018年6月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
资产总额	98.9%	98.8%	97.9%
所有者权益	99.6%	99.4%	97.8%
归母净资产	101.1%	101.1%	99.8%
项目	2018年1-6月	2017年度	2016年度
营业收入	98.4%	101.1%	96.1%
净利润	102.5%	116.1%	98.0%
归母净利润	101.5%	114.7%	98.8%

（二）可比上市公司选取说明

由于与大型商业银行、股份制商业银行相比，城市商业银行和农村商业银行的经营范围相对受限，竞争力相对较弱，因此首先选取在 A 股和 H 股上市的区域性银行，各为 15 家（按 wind 行业类-金融-银行-商业银行-区域性银行）。

由于资产规模是银行实力的重要体现之一，报告期内，龙江银行资产规模平均值为 2,394.10 亿元，在 A 股和 H 股相近规模的区域性银行较少。适当扩大规模后，拟选取资产规模在 1200 亿元-3600 亿元之间的上市区域性银行作为可比上

市公司，即无锡银行（600908.SH）、常熟银行（601128.SH）、九台农商银行（6122.HK）、九江银行（6190.HK）、青岛银行（3866.HK）和甘肃银行（2139.HK）。

如无特别说明，本答复可比上市公司数据来源均为 wind。

单位：亿元

序号	股票代码	公司名称	2018年6月30日	2017年12月31日	2016年12月31日	平均值
1	603323.SH	吴江银行	1,042	953	813	936
2	002839.SZ	张家港行	1,010	1,032	902	981
3	002807.SZ	江阴银行	1,109	1,094	1,041	1,081
4	600908.SH	无锡银行	1,399	1,371	1,246	1,339
5	601128.SH	常熟银行	1,633	1,458	1,300	1,464
6	002936.SZ	郑州银行	4,436	4,358	3,661	4,152
7	601838.SH	成都银行	4,738	4,345	3,609	4,231
8	601997.SH	贵阳银行	4,774	4,641	3,723	4,379
9	601577.SH	长沙银行	4,876	4,705	3,835	4,472
10	600926.SH	杭州银行	8,569	8,333	7,204	8,035
11	002142.SZ	宁波银行	10,764	10,320	8,850	9,978
12	601009.SH	南京银行	11,936	11,412	10,639	11,329
13	600919.SH	江苏银行	18,479	17,706	15,983	17,389
14	601229.SH	上海银行	19,187	18,078	17,554	18,273
15	601169.SH	北京银行	24,856	23,298	21,163	23,106
16	6122.HK	九台农商银行	1,591	1,870	1,915	1,792
17	6190.HK	九江银行	2,883	2,713	2,253	2,616
18	3866.HK	青岛银行	3,022	3,063	2,780	2,955
19	2139.HK	甘肃银行	3,132	2,711	2,451	2,765
20	1916.HK	江西银行	4,041	3,700	3,137	3,626
21	1963.HK	重庆银行	4,358	4,228	3,731	4,106
22	6196.HK	郑州银行	4,436	4,358	3,661	4,152
23	1216.HK	中原银行	5,450	5,215	4,326	4,997
24	6138.HK	哈尔滨银行	5,719	5,643	5,390	5,584
25	1578.HK	天津银行	6,500	7,019	6,573	6,697
26	0416.HK	锦州银行	7,484	7,234	5,391	6,703
27	1551.HK	广州农商银行	7,536	7,357	6,610	7,168

序号	股票代码	公司名称	2018年6月30日	2017年12月31日	2016年12月31日	平均值
28	3618.HK	重庆农村商业银行	9,082	9,053	8,027	8,721
29	3698.HK	徽商银行	9,552	9,081	7,548	8,727
30	2066.HK	盛京银行	9,580	10,306	9,055	9,647

(三) 可比期间说明

可比上市公司中，A 股公司披露了半年度和季报数据，而 H 股公司披露了半年度数据，未全部披露第三季度数据，因此在进行最新财务状况及相关指标对比分析时，与全部可比公司对比分析最新半年度数据，与已披露三季度数据的可比上市公司对比分析最新季度数据。

二、龙江银行最新财务状况及与可比公司比较情况

为便于后续对比分析，首先将可比公司有关基本信息列示如下：

证券代码	证券简称	所在地	上市时间	市净率	
				2017/9/30	2018/12/7
600908.SH	无锡银行	江苏省无锡市	2016-09-23	1.91	0.98
601128.SH	常熟银行	江苏省常熟市	2016-09-30	1.99	1.21
6122.HK	九台农商银行	吉林省长春市	2017-01-12	1.39	1.16
6190.HK	九江银行	江西省九江市	2018-07-10	-	1.18
3866.HK	青岛银行	山东省青岛市	2015-12-03	1.31	1.10
2139.HK	甘肃银行	甘肃省兰州市	2018-01-18	-	0.79
平均值				1.65	1.07
龙江银行		黑龙江省哈尔滨市		1.03	

龙江银行总资产、净资产、营业收入和净利润与可比上市公司对比情况如下：

单位：亿元

证券代码	证券简称	总资产			归母净资产			营业收入			归母净利润		
		2018/6/30	2017/12/31	变动率	2018/6/30	2017/12/31	变动率	2018年1-6月	2017年	变动率	2018年1-6月	2017年	变动率
600908.SH	无锡银行	1,399.4	1,371.2	2.1%	102.4	92.5	10.7%	15.8	28.5	10.9%	5.8	9.9	16.3%
601128.SH	常熟银行	1,632.9	1,458.2	12.0%	116.4	104.7	11.2%	27.5	50.0	9.9%	7.1	12.6	12.5%
6122.HK	九台农商银行	1,591.4	1,870.1	-14.9%	121.8	125.5	-3.0%	23.8	58.4	-18.6%	3.7	12.8	-42.0%
6190.HK	九江银行	2,883.4	2,712.5	6.3%	181.8	171.4	6.0%	35.0	58.5	19.4%	10.4	17.7	17.3%
3866.HK	青岛银行	3,021.6	3,062.8	-1.3%	261.9	256.3	2.2%	31.3	55.8	12.4%	13.2	19.0	39.1%
2139.HK	甘肃银行	3,131.7	2,711.5	15.5%	237.9	165.8	43.5%	44.0	80.5	9.4%	22.1	33.6	31.7%
平均值		2,276.7	2,197.7	3.6%	170.4	152.7	11.6%	29.6	55.3	7.0%	10.4	17.6	18.0%
龙江银行（合并，经审计）		2,281.9	2,456.8	-7.1%	153.5	146.3	4.9%	24.1	49.8	-3.2%	10.3	14.6	40.3%

注：总资产、归母净资产变动率为2018年6月30日相对于2017年12月31日变动情况；营业收入、归母净利润为2018年1-6月年化后相对于2017年度变动情况。

单位：亿元

证券代码	证券简称	总资产			归母净资产			营业收入			归母净利润		
		2018/9/30	2017/12/31	变动率	2018/9/30	2017/12/31	变动率	2018年1-9月	2017年	变动率	2018年1-9月	2017年	变动率
600908.SH	无锡银行	1,458.2	1,371.2	6.3%	105.5	92.5	14.0%	23.9	28.5	11.7%	8.6	9.9	15.6%
601128.SH	常熟银行	1,647.8	1,458.2	13.0%	121.4	104.7	16.0%	42.8	50.0	14.2%	11.2	12.6	18.1%
6122.HK	九台农商银行	1,612.2	1,870.1	-13.8%	129.6	125.5	3.3%	35.3	58.4	-19.4%	9.1	12.8	-4.6%
6190.HK	九江银行	3,072.5	2,712.5	13.3%	240.4	171.4	40.2%	-	58.5	-	18.5	17.7	39.7%

证券代码	证券简称	总资产			归母净资产			营业收入			归母净利润		
		2018/9/30	2017/12/31	变动率	2018/9/30	2017/12/31	变动率	2018年 1-9月	2017年	变动率	2018年 1-9月	2017年	变动率
3866.HK	青岛银行	3,138.8	3,062.8	2.5%	262.4	256.3	2.4%	52.9	55.8	26.3%	17.5	19.0	23.1%
2139.HK	甘肃银行	3,083.9	2,711.5	13.7%	247.5	165.8	49.3%	68.4	80.5	13.4%	31.0	33.6	23.0%
平均值		2,335.6	2,197.7	6.3%	184.5	152.7	20.9%	44.7	55.3	9.2%	16.0	17.6	19.2%
龙江银行（母公司，未经 审计）		2,212.9	2,427.2	-8.8%	159.5	147.9	7.9%	32.3	50.4	-14.6%	12.6	16.8	0.32%

注 1：总资产、归母净资产变动率为 2018 年 9 月 30 日相对于 2017 年 12 月 31 日变动情况；营业收入、归母净利润为 2018 年 1-9 月年化后相对于 2017 年度变动情况。

注 2：九江银行未披露 2018 年 1-9 月营业收入情况。

受今年以来政策和经济环境变化影响，龙江银行同业业务规模下降、贷款投放更加审慎，2018年6月末和9月末，龙江银行资产规模较上年末均下降，归母净资产规模略有上升，虽然均低于可比上市公司平均值，但与同处东北地区的九台农商银行变动情况相近。2018年1-6月，龙江银行营业收入变动率低于可比上市公司平均值、归母净利润变动率高于可比公司平均值，主要由于龙江银行加强业务费用管理、2017年度债券投资损失影响消除导致。

总体而言，龙江银行2018年以来财务状况变化与可比上市公司并无显著差异，与同处东北地区的九台农商银行变动情况相近。

三、龙江银行不良贷款比率、拨备覆盖率和贷款损失准备充足率等指标及与可比上市公司的比较情况

龙江银行不良贷款率、拨备覆盖率及贷款损失准备充足率与可比上市公司对比情况如下：

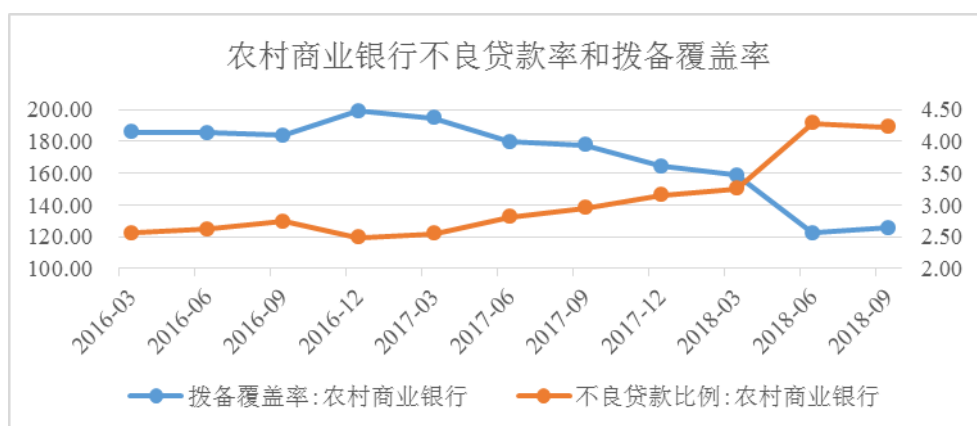
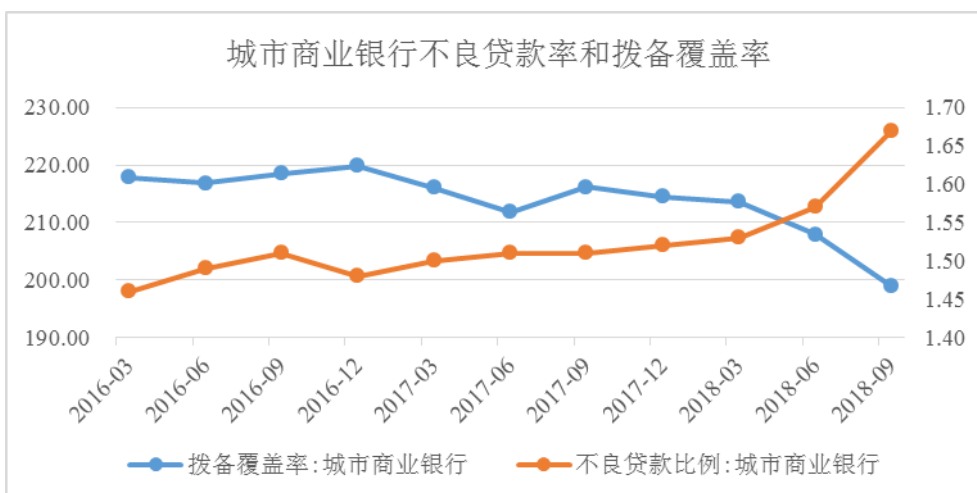
证券代码	证券简称	不良贷款率(%)			拨备覆盖率			贷款损失准备充足率		
		2018/9/30	2018/6/30	2017/12/31	2018/9/30	2018/6/30	2017/12/31	2018/9/30	2018/6/30	2017/12/31
600908.SH	无锡银行	1.28	1.33	1.38	229.20	206.79	193.77	/	462.74	435.22
601128.SH	常熟银行	1.00	1.01	1.14	406.74	386.31	325.93	/	1,212.22	1,039.83
6122.HK	九台农商银行	/	1.91	1.73	/	155.04	171.48	/	333.54	338.08
6190.HK	九江银行	1.18	1.65	1.62	269.06	191.33	192.00	/	442.12	414.50
3866.HK	青岛银行	/	1.69	1.69	/	160.07	153.52	/	330.63	295.17
2139.HK	甘肃银行	/	1.74	1.74	/	194.13	222.00	/	371.72	360.63
平均值		1.15	1.56	1.55	301.67	215.61	209.78	/	525.50	480.57
龙江银行(注1)		2.97	2.96	2.45	157.29	152.80	169.38	151.19	143.03	148.79

注1：龙江银行2018年9月30日数据为母公司数据。

注2：标“/”的数据未披露。

从2017年末、2018年6月末和2018年9月末对比情况来看，龙江银行不良贷款率、拨备覆盖率与可比公司平均值变动趋势并不一致，但与同处东北地区的九台农商银行变动趋势一致。

从全国来看，城市商业银和农村商业银行的不良贷款率呈上升趋势，拨备覆盖率呈下降趋势。



数据来源: wind

可比上市公司所在省份银行业不良贷款率、拨备覆盖率情况如下:

省份	不良贷款率			拨备覆盖率		
	2018/9/30	2018/6/30	2017/12/31	2018/9/30	2018/6/30	2017/12/31
江苏省	1.28%	1.29%	1.25%	未披露		
吉林省	4.19%	4.12%	4.31%	123.06%	123.41%	183.17%
江西省	未披露	2.23%	2.01%	未披露		
甘肃省	4.02%	3.72%	3.51%	104.62%	110.35%	113.93%
黑龙江	3.55%	3.44%	3.34%	未披露		
山东省	3.41%	2.96%	2.56%	未披露		

数据来源: 各省银监局网站。

由于城市商业银行及农村商业银行的区域经营特征, 2017 年末、2018 年 6 月末和 2018 年 9 月末, 龙江银行的不良贷款率高于可比上市公司的平均水平、拨备覆盖率低于上市公司平均水平, 主要是由于区域经济状况及信用风险差异所致。

由上表可见，2017 年末、2018 年 6 月末和 2018 年 9 月末，江苏省和江西省银行业金融机构不良贷款率均相对较低，处于江苏省和江西省的可比上市银行的平均不良贷款率水平也低于其他可比公司。吉林省、甘肃省和山东省银行业金融机构不良贷款率相对较高，其省内的可比银行不良贷款率也相对较高。2017 年末、2018 年 6 月末和 2018 年 9 月末，黑龙江省银行业金融机构不良贷款率分别为 3.34%、3.44%和 3.55%，与其他可比公司所在省份相比处于较高水平，且呈现增长趋势，同期龙江银行的不良贷款率分别为 2.45%、2.96%和 2.97%，变动趋势与黑龙江省银行业金融机构整体不良率水平一致，且低于黑龙江省整体水平，具有合理性。

截至 2018 年 9 月末，龙江银行拨备覆盖率为 157.29%，较 2017 年末减少 12.09 个百分点，贷款损失准备充足率为 151.19%，较 2017 年末增加 2.4 个百分点，上述变动主要是因为一方面龙江银行持续对贷款风险进行评估，下调部分贷款评级至不良类；另一方面，在 2017 年采取多种措施有效清收和处置不良贷款后，龙江银行于 2018 年积极应对宏观形势变化，严把授信准入关口，合理控制信贷增量和投放节奏，严控增量业务风险，新增贷款抵质押物等担保力度增强，总体信贷质量有所提升。龙江银行根据贷款实际风险状况，采用相应的贷款减值准备模型进行评估，2018 年 9 月末拨备覆盖率有所下降，贷款损失准备充足率保持稳定，但仍在监管要求范围内，总体信贷风险可控。

2017 年末，龙江银行的拨备覆盖率与可比上市公司的平均水平相近，2018 年 9 月末，可比上市公司拨备覆盖率平均水平较 2017 年末增加 91.89 个百分点，龙江银行拨备覆盖率较 2017 年减少 12.09 个百分点，显著低于可比上市公司平均水平，但仍与可比上市公司中的九台农商银行、青岛银行及甘肃银行较为接近。另外，虽然可比上市公司拨备覆盖率平均水平较 2017 年末有所上升，但从全国银行业整体趋势来看，拨备覆盖率仍处于下降区间内，2017 年末、2018 年 6 月末、2018 年 9 月末，全国城市商业银行拨备覆盖率分别为 214.48%、207.89%和 198.85%，农村商业银行拨备覆盖率分别为 164.31%、122.25%和 125.60%，均呈现下降趋势。可比期间内，龙江银行贷款损失准备充足率较为稳定。

综上所述，可比期间内龙江银行的不良贷款率高于可比上市公司，主要是由

于区域经济状况及信用风险差异所致，与可比上市公司相比，黑龙江省整体银行业金融机构的不良贷款率均处于相对较高水平。龙江银行 2018 年 9 月末的拨备覆盖率较 2017 年末有所下滑，且低于可比公司平均水平，贷款损失准备充足率较为稳定，这与龙江银行的不良贷款结构变化及对信贷风险的整体判断有关。整体来看，龙江银行上述三项指标均符合监管要求，总体信贷风险可控。

四、补充披露情况

以上内容已在《重组报告书》“第五节 注入资产基本情况/五、中粮资本其他下属公司基本情况/（六）主要财务数据”部分进行补充披露。

五、中介机构核查意见

（一）会计师核查意见

对于管理层的上述进一步披露中与截至 2018 年 6 月 30 日、2017 年度及 2016 年度的已审备考财务报表相关的事项：基于为备考财务报表整体发表审计意见的审计工作，通过对已经实施的必要审计程序的进一步核查确认，安永华明认为，管理层对上述问题的回复中与备考财务报表相关的事项在重大方面符合《企业会计准则》的相关规定。

对于管理层的上述进一步披露中截至 2018 年 9 月 30 日相关的事项，我们实施了以下核查程序：

1、对龙江银行管理层进行访谈，询问 2018 年 6 月 30 日至回复日是否存在重要的会计政策和会计估计变更。

2、获取龙江银行 2018 年 9 月 30 日不良贷款比率、拨备覆盖率和贷款损失准备充足率计算表，检查表内计算的正确性，核对计算结果与管理层提供的数据是否一致。

3、获取龙江银行报送监管的 2018 年 9 月 30 日不良贷款比率、拨备覆盖率和贷款损失准备充足率，核对该等指标与管理层提供的数据是否一致。

4、获取进一步披露中可比上市公司（无锡银行（600908.SH）、常熟银行（601128.SH）、九台农商银行（6122.HK）、九江银行（6190.HK）、青岛银行

(3866.HK)和甘肃银行(2139.HK)的公开wind数据,检查与进一步披露中相关数据是否一致。

5、获取龙江银行2018年9月30日未经审计的财务报表,检查与进一步披露中相关数据是否一致。

基于已实施的核查程序,龙江银行2018年6月30日至回复日不存在重要的会计政策和会计估计变更,上述程序执行结果不存在不一致的情况。安永华明认为,管理层已根据审核意见的要求进一步披露了龙江银行最新财务状况、不良贷款比率、拨备覆盖率和贷款损失准备充足率等指标及与可比上市公司的比较情况。

(二) 独立财务顾问核查意见

经核查中粮资本截至2018年6月30日、2017年度及2016年度的已审备考财务报表、龙江银行2018年9月30日未经审计的财务报表,报送监管的2018年9月30日不良贷款比率、拨备覆盖率和贷款损失准备充足率,以及对龙江银行的访谈,经与可比上市公司公开wind数据对比,独立财务顾问认为,上市公司已补充披露龙江银行最新财务状况、不良贷款比率、拨备覆盖率和贷款损失准备充足率等指标及与可比上市公司的比较情况,龙江银行2018年以来财务状况变化与可比上市公司并无显著差异;不良贷款比率、拨备覆盖率和贷款损失准备充足率符合监管要求,变动情况具有合理性。

2、请申请人补充披露市场法评估中流动性折扣、可比交易案例的选择、控制权溢价等主要参数的取值依据及其合理性,请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、市场法中缺少流动性折扣的取值依据及其合理性

(一) 对置出资产和龙江银行考虑缺少流动性折扣的原因及合理性

本次重组对置出资产、中粮资本及下属公司进行市场法评估时,对于有足够数量同行业上市公司的首选上市公司比较法,若无同行业上市公司或同行业上市公司数量过少,则选择交易案例比较法。最终评估结论对应的评估方法以及市场

法作为评估结论情况下具体评估方法如下表所示：

公司	评估结论对应的评估方法	市场法下具体的评估方法
中原特钢	市场法	上市公司比较法
中粮资本	资产基础法	—
中粮期货	市场法	交易案例比较法
中粮信托	市场法	交易案例比较法
中英人寿	市场法	交易案例比较法
龙江银行	市场法	上市公司比较法
中粮香港	资产基础法	—

缺少流动性折扣是相对于流动性较强的资产，对流动性较弱的资产进行评估时对其流动性受损程度的量化，通过从评估对象价值中扣除一定比例的缺少流动性折扣，以反映市场流动性的缺失。

相对于上市公司，置出资产和龙江银行作为非上市的公司，缺乏市场流动性，因此，在进行上市公司比较法评估时，需要考虑缺乏市场流动性的因素，在确定股东全部权益价值时，需要确定缺少流动性折扣数值。

本次重组中，交易案例比较法评估下的可比交易案例流动性情况与本次交易类似，因此无需特别考虑缺少流动性折扣问题。

（二）缺少流动性折扣计算方法说明

根据中国金融出版社《上市公司并购重组市场法评估研究》一书第三章“市场法评估技术研究第四节流动性调整的研究”，目前国内定量研究缺少流动性折扣的方法主要有以下几种：（1）新股发行定价估算方式；（2）非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式。

书中对新股发行定价估算方式为何能成为缺少流动性折扣的计算依据做如下论证：国内上市公司在进行 IPO 时都采用一种所谓的寻价方式为新股发行定价，新股一般在发行期结束后便可以上市交易。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格，这是因为该股票在此刻尚不能交易上市，发行价不是“市场交易机制”下形成的价格，尚不能成为市场交易价。当新股上市后，有效的交易机制形成，因此新股发行和上市后交易两种情况下的价值差异就是由于没有形成有效市场交易机制的因素造成的，其差异即可视为缺少流动性折扣。国内证券公

司的定向增发与 IPO 类似，发行价格与发行后的交易价格存在差异，亦能为缺少流动性折扣提供参考。

评估人员曾收集并研究从 2002 年到 2011 年 IPO 的 1,200 多个新股的发行价，分别研究其与上市后第一个交易日收盘价、上市后 30 日价、60 日价以及 90 日的价之间的关系。从 2002 年到 2011 年的十年中每个行业的缺少流动性折扣是不相同的，最高的折扣率为 43% 左右，最低的折扣率为 7.8% 左右。因此，在采用新股发行定价估算方式计算缺少流动性折扣时需考虑行业特性。

采用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动性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），与同期的上市公司市盈率（P/E）进行对比分析，通过市盈率的差异来估算缺少流动性折扣。

（三）置出资产缺少流动性折扣取值方法及合理性

中原特钢 2017 年前三季度净利润-21,378.09 万元，且经营情况未得到显著改善迹象，短期内难以扭亏，不具备采用非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式的基础。因此本次评估对置出资产采用新股发行定价估算方式确定缺少流动性折扣率，并以同行业资产、收入规模相近的三家上市公司作为比较。由于特钢行业非资本驱动型，同行业上市公司的定增行为也非常少，因此不采用定向增发估算方式。

由于股价的波动性，缺少流动性折扣率会根据上市时间不同而有所差异，为消除该因素影响，本次评估选用了三家可比上市公司 IPO 发行价相对于上市首日收盘价、30 日价、60 日价、90 日价的平均折扣率并取整 47% 作为缺少流动性折扣率。

为证明其合理性，按照同样的方法，增加分析上市后 5 日价、10 日价、20 日价、365 日价的平均折扣率，具体如下：

单位：元/股

证券代码	证券简称	IPO 发行价	上市首日收盘价	IPO 发行价较上市后各日收盘价折扣率							
				首日收盘价	5 日	10 日	20 日	30 日	60 日	90 日	365 日
000708.SZ	大冶特钢	8.7	19.91	56.3%	53.6%	51.3%	50.0%	50.1%	42.4%	41.3%	-9.6%
603878.SH	武进不锈	14.87	21.41	30.5%	52.6%	62.8%	47.3%	50.4%	57.7%	43.1%	-1.9%

002756.SZ	永兴特钢	21.74	31.31	30.6%	52.6%	70.5%	77.2%	61.3%	57.6%	41.0%	56.2%
平均值				39.1%	52.9%	61.6%	58.1%	54.0%	52.6%	41.8%	14.9%
平均值的平均				46.90%							

通过上述数据可以看出，特钢行业的缺少流动性折扣平均值为 46.9%，与本次评估采用的 47% 缺少流动性折扣率基本吻合，因此考虑发行价较上市首日收盘价、30 日价、60 日价、90 日价的平均折扣率即可体现特钢行业股权缺少流动性折扣情况，具有合理性。

（四）龙江银行缺少流动性折扣取值方法及合理性

银行属于强周期行业，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。此外，银行的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，银行业对资本充足率有严格的要求，市场对该指标水平也有预期，因而资本充足率或净资产是银行盈利和增长的基本约束。因此市净率 P/B 是衡量银行价值更合适的指标。银行的行业特点决定了其不合适采用上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式来估算流动折扣率。因此本次评估对龙江银行新股发行方式计算缺少流动性折扣率，同时，考虑到银行需要不断扩大资本规模、定增行为较为频繁，增加定向增发估算方式计算缺少流动性折扣，并综合确定缺少流动性折扣率。

本次评估对龙江银行股权缺少流动性折扣测算，选取截止到评估基准日已上市二年（可以查阅 100 周数据）的 16 家银行业上市公司，对其 IPO 上市首日、上市后 5 日、上市后 10 日、上市后 20 日、上市后 3 个月、上市一年后以及定向增发股份后首日的股价波动及 2010 年至今增发的情况进行统计，情况如下：

1、IPO 情况

16 家银行 IPO 上市后各日收盘价相对发行价涨跌幅情况：

证券代码	证券简称	IPO 上市后各日股价相对发行价						2017.9.30 收盘价相 对发行价
		上市首日	后 5 日	后 10 日	后 20 日	后 90 日	365 日	
601818.SH	光大银行	18.06%	11.61%	12.26%	10.97%	23.23%	-0.65%	33.62%
601288.SH	农业银行	0.75%	1.87%	5.60%	0.00%	9.70%	-1.12%	41.60%
601939.SH	建设银行	32.25%	52.71%	57.05%	68.37%	51.01%	-34.73%	7.71%
601169.SH	北京银行	81.44%	70.64%	89.92%	74.72%	61.60%	-35.28%	-39.55%

证券代码	证券简称	IPO 上市后各日股价相对发行价						2017.9.30 收盘价相 对发行价
		上市首日	后 5 日	后 10 日	后 20 日	后 90 日	365 日	
002142.SZ	宁波银行	140.54%	211.96%	232.61%	194.24%	143.70%	14.46%	73.87%
601009.SH	南京银行	72.18%	115.00%	122.45%	101.36%	81.00%	1.73%	-26.87%
601328.SH	交通银行	71.39%	71.52%	71.52%	52.15%	54.56%	14.81%	-18.59%
601998.SH	中信银行	96.03%	102.07%	86.38%	80.86%	86.21%	16.72%	11.07%
601166.SH	兴业银行	38.80%	56.45%	67.65%	53.57%	88.80%	174.03%	9.59%
601398.SH	工商银行	5.13%	7.69%	10.90%	25.64%	77.24%	174.04%	89.59%
601988.SH	中国银行	23.05%	20.13%	13.64%	8.77%	8.44%	63.31%	35.23%
600015.SH	华夏银行	27.68%	29.64%	28.75%	27.86%	28.57%	0.54%	68.33%
600036.SH	招商银行	46.03%	39.18%	36.99%	29.86%	59.59%	59.73%	260.28%
600016.SH	民生银行	57.29%	46.78%	46.61%	45.68%	50.17%	18.22%	-29.99%
600000.SH	浦发银行	177.50%	171.80%	164.30%	155.30%	158.00%	120.70%	28.33%
000001.SZ	平安银行	22.50%	18.90%	14.80%	8.10%	-15.03%	-32.75%	-71.85%
平均值		56.91%	64.25%	66.34%	58.59%	60.42%	34.61%	29.52%

由上表可见，16 家银行上市后 5 日、10 日、20 日、90 日平均股价涨跌幅均接近 60%，但在上市后一年的跌涨幅为 34.61%，上市以来至本次评估基准日的股价涨跌幅平均为 29.52%，波动率比较接近，因此采用上市后一年的股价同发行价的比较来估算缺少流动性折扣率，计算结果为 9.82%。具体测算结果如下：

证券代码	证券简称	IPO 发行价较上市后 365 日收盘价折扣率
601818.SH	光大银行	-0.65%
601288.SH	农业银行	-1.13%
601939.SH	建设银行	-53.21%
601169.SH	北京银行	-54.51%
002142.SZ	宁波银行	12.63%
601009.SH	南京银行	1.70%
601328.SH	交通银行	12.90%
601998.SH	中信银行	14.33%
601166.SH	兴业银行	63.51%
601398.SH	工商银行	63.51%
601988.SH	中国银行	38.77%
600015.SH	华夏银行	0.53%
600036.SH	招商银行	37.39%
600016.SH	民生银行	15.41%
600000.SH	浦发银行	54.69%
000001.SZ	平安银行	-48.70%
平均值		9.82%

(2) 定向增发情况

由于上市公司定增行为是相对成熟的资本运作，从筹划到最终发行周期相对长，发行上市首日的价格已能够体现资本市场对新增股份的认可程度，即可视为公允交易价格。2010 年以来，16 家银行全部定向增发发行价相对于发行首日收盘价折扣情况如下：

证券代码	证券简称	发行日期	定增发行价较上市首日收盘价折扣率
601166.SH	兴业银行	2017-4-7	6.27%
600000.SH	浦发银行	2017-9-4	7.04%
600000.SH	浦发银行	2016-3-15	3.88%
601998.SH	中信银行	2015-12-31	23.13%
601009.SH	南京银行	2015-6-5	9.07%
000001.SZ	平安银行	2015-4-29	-0.30%
002142.SZ	宁波银行	2014-9-24	14.99%
000001.SZ	平安银行	2013-12-30	4.86%
601166.SH	兴业银行	2012-12-31	25.94%
601328.SH	交通银行	2012-8-22	-4.12%
601169.SH	北京银行	2012-3-9	-3.79%
000001.SZ	平安银行	2011-7-20	-1.20%
600015.SH	华夏银行	2011-4-22	16.32%
002142.SZ	宁波银行	2010-10-14	14.36%
600000.SH	浦发银行	2010-10-12	1.50%
000001.SZ	平安银行	2010-6-28	1.24%
600000.SH	浦发银行	2009-9-30	13.55%
600015.SH	华夏银行	2008-10-22	-85.77%
600016.SH	民生银行	2007-6-27	36.15%
600000.SH	浦发银行	2006-11-14	10.44%
600000.SH	浦发银行	2002-12-28	10.58%
平均值			4.96%

由上表可见，2010 年至评估基准日期间增发的银行股的当日收盘价同发行价的对比估算缺少流动性折扣率的平均结果为 4.96%。

银行业上市公司定向增发同 IPO 上市一年后的市场波动表现接近，折扣率均不超过 10%，因此综合考虑上述两种情形，最后取 16 家银行业上市公司 IPO 后 365 日的折扣率及定向增发股份后首日股价的折扣率的总体均值 7.06% 作为龙江银行的缺少流动性折扣率。

根据上述分析,取 IPO 上市后 365 日银行市价表现及定向增发股份后首日股价的折扣率的均值可体现银行业股权缺少流动性折扣,具有合理性。

二、可比交易案例选择的方式及合理性

如前所述,本次重组采用可比交易案例进行市场法评估的公司为:中粮信托、中粮期货和中英人寿。三家公司可比交易案例的选择方式及合理性具体如下:

(一) 中粮信托

近年来国内信托公司股权交易情况如下:

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	PB	PE
1	2018-09-26	兴业国际信托 8.42% 股权	厦门国贸 (600755.SH)	1.06	10.66
2	2016-09-06	昆仑信托 100% 股权	ST 济柴 (000617)	1.85	10.88
3	2016-06-08	五矿信托 67.86% 股权	ST 金瑞 (600390)	1.68	8.31
4	2015-06-06	上海信托 97.33% 股权	浦发银行 (600000)	2.26	13.70
5	2016-03-14	浙金信托 56% 股权	浙江东方 (600120)	1.34	14.95
6	2016-02-05	民生信托 59.65% 股权	泛海控股 (000046)	1.27	11.70
7	2015-08-28	四川信托 3% 股权	宏达股份 (600331)	2.74	11.56
8	2014-12-20	中航信托 16.82% 股权	中航资本 (600705)	1.81	7.51
9	2015-10-28	华澳信托 30% 股权	永泰能源 (600157)	1.60	11.03
10	2016-01-26	杭州工商信托 20% 股权	绿地控股 (600606)	2.06	9.67

其中,兴业国际信托 8.42% 股权案例为评估基准日后公布的案例,无法作为可比交易案例。剩余案例中可以从公开渠道获取财务及业务数据的近期市场类似交案例统计如下:

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	中粮信托	昆仑信托	五矿信托	上海信托	浙金信托
交易日期	2017/9/30	2016/5/31	2015/12/31	2015/7/1	2016/3/14
交易性质	发行股份购买资产	发行股份购买资产	发行股份购买资产	发行股份购买资产	发行股份购买资产
PB		1.85	1.68	2.26	1.34
转让股权比例		100.00%	67.86%	97.33%	56.00%
转让价格 (万元)		831,727.63	645,620.04	1,635,198.90	53,576.32

项目	可比交易案例 5	可比交易案例 6	可比交易案例 7	可比交易案例 8	可比交易案例 9
公司名称	民生信托	四川信托	中航信托	华澳信托	杭州工商信托
交易日期	2016/2/23	2015/8/28	2015/6/12	2015/10/28	2016/01/26
交易性质	股权收购并增 资	股份转让, 现 金购买股份, 关联方交易	发行股份购买 资产	股权收购	股权收购
PB	1.27	2.74	1.81	1.60	2.06
转让股权比例	59.65%	3.00%	16.82%	30.00%	20.00%
转让价格(万元)	272,961.98	38,967.54	136,670.92	50,310.00	419,600.00

在选择可比交易案例时, 评估师首先剔除了转让股权比例仅为 3% 的可比交易案例-四川信托; 其次剔除了可比交易案例中信托资产规模、净资产收益率等方面与委估对象中粮信托差异均较大的浙金信托及杭州工商信托。

按此过程筛选后, 对剩余的可比交易案例与标的公司的市场地位、盈利能力、发展能力、风险因素等方面进行分析调整。调整后的情况如下表:

项目	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 7	可比交易 案例 5	可比交易 案例 8	
公司名称	昆仑信托	五矿信托	上海信托	中航信托	民生信托	华澳信托	
交易日期	1.0101	1.0000	0.9804	0.9804	1.0204	1.0101	
交易性质	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	
市场地位	收入规模(亿元)	0.9901	0.9615	0.9259	0.9709	0.9901	1.0204
	信托资产(亿元)	1.0417	0.9524	0.9091	0.9615	1.0417	1.0753
	小计	1.0159	0.9570	0.9175	0.9662	1.0159	1.0478
盈利能力	净资产收益率(%)	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
	信托报酬率(%)	0.8850	0.8772	0.8929	0.8475	0.8197	0.8621
	ROE/COE	0.9901	0.9615	0.9709	0.9615	1.0101	1.0000
	小计	0.9375	0.9194	0.9319	0.9045	0.9149	0.9310
发展能力	净利润增长率(%)	1.0989	1.0309	1.0638	1.0417	0.6993	1.0870
	信托规模增长率(%)	1.1236	1.0417	0.7937	0.8972	0.7934	0.8571
	小计	1.1113	1.0363	0.9288	0.9695	0.7464	0.9721
风险因素	净资产/风险资本(%)	0.9901	0.9901	1.0204	1.0101	0.9901	1.0000
	净资产/净资产(%)	0.9434	1.0000	1.0101	1.0101	1.0204	1.0000
	小计	0.9668	0.9951	1.0153	1.0101	1.0053	1.0000
修正系数	1.03	0.91	0.77	0.85	0.71	0.96	
各家 PB 值	1.85	1.68	2.26	1.81	1.27	1.60	
修正后的各家 PB	1.90	1.52	1.74	1.54	0.91	1.53	

考虑调整后的 PB 指标较为离散, 为提高 PB 指标聚敛, 增强可比性, 选择可比交易案例最后剔除一个市值倍数最高的昆仑信托、一个最低的民生信托。最

后筛选出五矿信托、上海信托、中航信托及华澳信托作为本次交易的可比案例。

综上，选取的可比交易案例与委估标的中粮信托的各经营指标相近，PB 倍数离散程度小，可比交易案例选取合理。

（二）中英人寿

近年来国内人寿公司股权交易情况如下：

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	PB	PE
1	2016-09-06	中意人寿 50%股权	石油济柴(000617.SZ)	2.48	34.40
2	2015-01-16	国华人寿 43.86%股权	天茂集团(000627.SZ)	2.09	11.80
3	2015-08-19	泰康人寿 8.8%股权	泰康人寿	2.46	13.54
4	2015-01-29	百年人寿 2.83%股权	万达集团	2.23	亏损
5	2014-09-18	同方全球人寿 50%股权	同方股份(600100.SH)	2.45	亏损
6	2016-03-15	中韩人寿 50%股权	浙江东方(600120.SH)	3.32	亏损

在选择可比案例时，评估师关注到中韩人寿 PB 值较高，进一步查阅其评估报告，中韩人寿评估基准日经评估后的股东全部权益价值为 6.73 亿元，净资产为 2.03 亿元，涉及非经营性资产账面价值为 1.55 亿元，评估价值为 1.50 亿元，经调整后的 PB 倍数更加异常，故予以剔除。

剩余案例中可以从公开渠道获取财务及业务数据的情况如下：

项目	中意人寿	国华人寿	泰康人寿	百年人寿	同方全球人寿
净资产收益率	16.49%	17.70%	15.48%	-29.46%	-14.37%
投资收益率	6.72%	7.55%	5.13%	6.50%	4.36%
承保利润率	-13.41%	-21.60%	2.49%	7.42%	4.85%
已赚保费增长率	69.66%	79.16%	1.47%	35.21%	-22.56%
归属母公司净利润增长率	183.79%	15.48%	40.06%	29.47%	-4531.83%
寿险占有率	0.32%	1.78%	4.49%	1.00%	0.13%
机构数量	14	18	36	19	10
综合费用率	21.38%	8.37%	23.58%	28.70%	46.21%
资本使用效率	71.81%	49.84%	39.32%	26.65%	90.21%
资产负债率	88.82%	84.35%	94.33%	88.70%	92.16%
偿付能力充足率	268.00%	468.00%	173.00%	265.00%	187.00%

由于百年人寿交易基准日总股本 23.6 亿元，上一年度总股本为 16.6 亿元，增资 7 亿元，增资事项对可比指标影响较大，如净资产收益率等；同方全球人寿受经营业绩影响，净资产收益率、归属于母公司净利润增资率为负，与中英人寿

差异较大；因此将百年人寿和同方全球人寿予以剔除。按上述过程筛选后，可比交易案例为国华人寿、泰康人寿、中意人寿。

综上，选取的可比交易案例与委估对象中英人寿的各经营指标相近，PB 倍数离散程度小，可比交易案例选取合理。

（三）中粮期货

近年来国内期货公司股权交易情况如下：

序号	首次披露日	交易标的	交易买方	P/B	P/E
1	2018-04-28	招金期货 19.0858% 股权	新华锦(600735.SH)	2.33	26.64
2	2017-01-04	瑞龙期货 15.38% 股权	合晟资产	2.38	亏损
3	2016-05-20	五矿经易期货 99% 股权	五矿资本(600390.SH)	1.58	44.12
4	2016-03-15	大地期货 100% 股权	浙江东方(600120.SH)	1.23	27.09
5	2015-07-03	国投中谷期货 100% 股权	国投资本(600061.SH)	2.45	27.46
6	2015-02-11	华泰长城期货 40% 股权	华丽家族(600503.SH)	1.46	16.06
7	2014-12-05	中辉期货 55% 股权	锦泰投资；中辉贸易	1.34	14.91
8	2014-12-03	民生期货 18% 股权	民生控股(000416.SZ)	1.65	125.64

本次评估剔除了评估报告日未完成交易的招金期货、瑞龙期货，股权交易比例较低的民生期货，详细经营数据未公开的中辉期货；从 PB 离散程度分析国投中谷期货倍数较异常也予以剔除。最终选取五矿经易期货、大地期货、华泰长城期货作为可比公司。

中粮期货与五矿经易期货、大地期货、华泰期货三家公司主营业务一致，均为期货经纪、期货投资咨询、资产管理等；均取得上海期货交易所、中国金融期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所会员资格，代理四家期货交易所上市交易的所有品种，该代理业务为中粮期货和三家可比公司收入的主要来源（手续费收入、准备金利息收入）。即中粮期货与三家可比公司业务结构、产品类型、产品经营场所一致，PB 倍数离散程度小。因此，可比交易案例选取合理。

三、控股权溢价的合理性

（一）注入资产部分

如本题“二、可比交易案例选择的方式及合理性”答复所述，对中粮资本主要控股子公司中粮期货、中粮信托和中英人寿进行评估时，评估师在交易案例选择过程中已充分关注交易股权比例对评估值的影响，不涉及控制权修正事宜。本

次交易对中粮资本整体采用资产基础法进行评估，无需考虑控股权溢价且已充分披露。

（二）置出资产部分

本次置出资产为中原特钢于评估基准日时点的全部资产及负债，即评估对象为资产组合。本次交易的标的是资产组合所有权，并不涉及股东权益。标的资产的产权持有者是中原特钢，交易完成前、后中原特钢的控股股东并未发生变化，因此无需考虑控制权溢价影响。

此外，根据中国资产评估协会【第 1137 期】最新发布的《关于上市公司控股权溢价研究分析》，以 2012-2016 年间 2689 个重组并购案例为样本，以控制权与少数股权交易市盈率差异度量控制权溢价，研究结果显示我国上市公司控制权溢价率整体水平较低，其中行业性质因素对控制权溢价有明显影响：本次重组注入资产所属的金融业控制权溢价率为 3.09%、置出资产所属的加工制造行业控股权溢价率为 2.76%，因此即使考虑控股权溢价，对本次重组评估结果以及交易价格的影响也十分有限。

综上所述，本次重组评估未考虑控股权溢价是合理的。

四、补充披露情况

以上内容已在《重组报告书》“第六节 标的资产评估作价及定价公允性/四、董事会对本次交易评估合理性及定价公允性的分析/（九）市场法评估中流动性折扣、可比交易案例的选择、控制权溢价等主要参数的取值依据及其合理性”部分进行补充披露。

五、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问和评估师认为，本次重组评估时，对采用上市公司比较法进行市场法评估的置出资产和龙江银行考虑了缺乏流动性折扣，并根据其行业特点采用适合的取值方式，具有合理性；对采用可比交易案例的中粮信托、中英人寿、中粮期货，根据其经营情况选择经营指标相近、PB 倍数离散程度小的可比交易案例，具有合理性；本次重组评估未考虑控股权溢价具有合理性。

（本页无正文，为《中原特钢股份有限公司关于中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核意见的回复》之签章页）

中原特钢股份有限公司

年 月 日