

## 致股东的信

各位尊敬的股东：

2018年九鼎集团（以下简称公司或我们）净资产增长率尽管超越了上证综指约9个百分点，但受股票市场大幅下跌的影响，仍然出现了负增长，增长率为-15.5%。对于公司的整体业绩表现，我们关心的是公司内在价值的增长，从长期看，净资产的增长与内在价值的增长幅度会基本一致，因此我们选择每股净资产的增长作为公司整体业绩表现的替代衡量指标。

下表为公司2014年-2018年每股净资产增长率及与上证综指涨幅的比较：

| 年度   | 期末净资产<br>(亿元) | 可比总股本<br>(亿股) | 每股净资产<br>(元) | 每股净资产<br>当年增长率 | 上证综指<br>当年涨幅 | 每股净资产当年<br>增长率与上证综<br>指当年涨幅之差 |
|------|---------------|---------------|--------------|----------------|--------------|-------------------------------|
| 2014 | 114           | 136.4         | 0.84         | --             | --           | --                            |
| 2015 | 246           | 150           | 1.64         | 95.7%          | 9.4%         | 86.3%                         |
| 2016 | 236           | 150           | 1.57         | -4.1%          | -12.3%       | 8.2%                          |
| 2017 | 264           | 150           | 1.76         | 12.1%          | 6.6%         | 5.5%                          |
| 2018 | 223           | 150           | 1.49         | -15.5%         | -24.6%       | 9.1%                          |

过往4年，公司可比的每股净资产从0.84元增长到1.49元，累计增长77.4%，年复合增长率为15.4%。上证综指同期累计涨幅为-22.9%，年复合增长率为-6.3%。

### 出售富通保险事宜

基于聚焦投资主业及降低财务杠杆的战略考虑，公司2018年底公告了出售持有的富通保险100%的股权。目前交易双方各自的内部审批程序已经全部完成，公司已经收到交易协议约定的31.2亿港元定金及首付款，已按照交易约定且经监管机构审批后将14.9%的富通保险股权质押给了交易对方，出售交易全套申请文件已提交相关监管机构审批。

公司出售富通保险将获得收益约53亿元，该笔收益基于不同的会计准则或不同的会计政策将计入不同的会计期间或不同的会计科目，但这均不影响公司的实质经济利益。扣除持有期间富通保险自身净资产变动的影响，出售富通保险将使得公司净资产总额增加约45亿元，以2018年底数据为基础则净资产将增加为268亿元，

每股净资产将达到 1.79 元。公司规划将出售富通保险所得资金的部分用于偿还负债，则届时公司的资产负债率也将较大幅度下降。

### **公司的定位及业务模式**

我们定位为一家综合性投资公司。目前我们的投资标的中仍包含有个别金融业务公司，但是我们完全无意于成为一家经营金融业务的公司，我们的定位是成为一家纯粹的、专业的投资公司。作为一家投资公司，我们不是特别关心公司的营业收入、市场份额、资产规模等常规指标，我们甚至都不是很关心某一年度的净利润指标，我们主要关心公司内在价值的增长，我们的一切决策和行动均以增加公司内在价值为根本目标。

我们主要投资权益类资产，包括未上市企业的股权及上市公司的股份。我们对权益类资产的投资同时采取控股投资和参股投资两种方式。至于是控股还是参股，对我们而言没有太大的实质差异，相比而言我们更关心的是企业的质地以及投资的价格。从进退便利角度，我们目前主要从事参股投资，含从一级市场投资非上市企业的股权和从二级市场购买上市企业的股份。对控股的投资标的，我们主要通过较长期限持有获取投资收益，当然也可能在合适时机减持或整体卖出给更合适的持有者。

### **内在价值及估计方法**

内在价值，就是未来现金流的折现值。为简便起见，对投资类公司实际估算内在价值通常采用基于净资产的市净率估值法。

会计准则对控股投资及计入长期股权投资的参股投资（以下统称控股投资）与计入金融资产的参股投资（以下统称参股投资）规定了非常不同的核算方法，使得控股投资与参股投资的净资产数据缺乏可加性，因此对既有控股投资又有大量参股投资的公司而言，需要对净资产数据做适当调整，然后再用市净率法估值。主要的调整是对公司的控股投资项目参照参股投资项目考虑其公允价值，即在账面净资产基础上，加上控股投资的公允价值与账面成本（含原始成本及历年账面净资产增加值）的差额，再减去该差额部分预计应交的企业所得税。按照该方法调整后的净资产，可称为公允净资产，对公允净资产给一个合适的市净率倍数即得到估值结果。

选取的市净率的高低，取决于该等公允净资产未来的长期平均增长率高于还是低于股票市场长期平均投资回报率（也可以理解为是折现率或股票市场投资者要求的合理回报率）、两者差异的大小以及预计该等差异可以持续的时间长短。假设股票市场平均长期投资回报率取 8%，则公允净资产不同的长期平均增长率及不同的持续年数情形下，估算内在价值时应对公允净资产给予的不同市净率倍数如下表：

| 增长率\持续年数 | 5 年   | 10 年  | 15 年  | 20 年  |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 5%       | 0.9 倍 | 0.8 倍 | 0.7 倍 | 0.6 倍 |
| 8%       | 1.0 倍 | 1.0 倍 | 1.0 倍 | 1.0 倍 |
| 12%      | 1.2 倍 | 1.4 倍 | 1.7 倍 | 2.1 倍 |
| 15%      | 1.4 倍 | 1.9 倍 | 2.6 倍 | 3.5 倍 |
| 20%      | 1.7 倍 | 2.9 倍 | 4.9 倍 | 8.2 倍 |

### 主要资产

我们以总部视角统计分析我们持有的资产和负债。所谓总部，就是指母公司以及母公司持有的只作为持有投资标的主体而不经营具体业务的子公司（通常是全资子公司）的统称。因为对我们而言，控股投资的项目与参股投资的项目一样，均独立运营、独立承担债务，我们也按照同样的理念和思路对其予以持有或减持，只是持股比例大小不同而已。

截至 2018 年底，归属于母公司的账面净资产为 223 亿元，总部视角负债约 162 亿元，两者合计 385 亿元。截至 2018 年底，该 385 亿元对应的资产如下表：

| 资产项目            | 持股比例     | 对应净资产<br>(亿元) | 对应商誉<br>(亿元) | 对应资产金额<br>(亿元) |
|-----------------|----------|---------------|--------------|----------------|
| 富通保险            | 100%     | 112           | 21           | 133            |
| 九州证券            | 89%      | 32            | 1            | 33             |
| 九鼎投资            | 73%      | 16            | 38           | 54             |
| 优博创等控股投资        | 51%-100% | 3             | 1            | 4              |
| 总部参股投资          | --       | 120           | --           | 120            |
| 总部固定资产类投资       | --       | 10            | --           | 10             |
| 总部现金、短期理财及应收款项等 | --       | 31            | --           | 31             |
| 合计              |          | 324           | 61           | 385            |

### 公允净资产

对公司持有的控股投资也比照参股投资，按照金融工具计量相关准则计量其公

允价值，则该等控股投资截至 2018 年底的公允价值及比账面价值增加金额如下表：

| 资产项目 | 持股比例     | 对应资产额<br>(亿元) | 公允价值<br>(亿元) | 公允价值比账面<br>价值增加额(亿<br>元) | 公允价值确定方式 |
|------|----------|---------------|--------------|--------------------------|----------|
| 富通保险 | 100%     | 133           | 191          | 58                       | 出售协议约定价  |
| 九州证券 | 89%      | 33            | 72           | 39                       | 可比上市公司法等 |
| 九鼎投资 | 73%      | 54            | 75           | 21                       | 股票市场市价   |
| 优博创等 | 51%-100% | 4             | 8            | 4                        | 可比上市公司法等 |
| 合计   |          | 224           | 346          | 122                      |          |

该等控股投资公允价值 346 亿元，比其账面值 224 亿元增加 122 亿元。截至 2018 年底公司账面净资产 223 亿元，加上该 122 亿元，再扣除该增值部分预计的企业所得税，则得到公司截至 2018 年底公允净资产值约 330 亿元。

需要说明的是，尽管公允净资产值是按照最佳估计做出，但如果公司真正变现上述资产以及已按照公允价值计量的参股投资等资产，公司最终所得净额与公允净资产值仍然可能有或大或小的差异。

### 投资回报率

公允净资产长期平均增长率数据不易获取，但从长期看，公允净资产的长期平均增长率会与账面净资产的长期平均增长率基本一致，因此可以用账面净资产的长期平均增长率作为替代指标。对于一家投资性公司而言，账面净资产的长期平均增长率基本就是其长期平均投资回报率。即从长期看，内在价值增长率=公允净资产增长率=账面净资产增长率=每股净资产增长率=投资回报率。

公司的目标是要在相当长的时间内取得高于上证综指长期平均涨幅的投资回报率。如前所述，过往 4 年公司每股净资产年化复合增长率为 15.4%，同期的上证综指年化复合增长率为-6.3%。需要说明的是，公司的投资策略须根据市场环境的变化适时微调，且投资回报率受诸多内外部因素的影响，因此公司过往的实际数据并不能完全预测公司未来的投资回报率。

### 公司的负债

由于我们控股投资的各子公司独立运营、独立承担负债，且各主要子公司业务性质不同，资产负债结构差异巨大，我们对控股投资项目又视同参股投资项目确定

持有和退出策略，因此适宜以总部视角统计分析我们的负债。

截至 2018 年底，公司总部扣除等额银行存单质押借款等后的实际负债约 162 亿元。以账面净资产口径计，总部视角的资产负债率为 42%；以公允净资产口径计，总部视角的资产负债率为 33%。如前所述，公司规划出售富通保险完成后，将进一步较大幅度的减少负债，资产负债率将因此大幅下降。

对公司的负债策略，我们确定了几项基本原则，我们将以此来逐步优化改进我们的负债安排：一是长期持续保持低负债结构，总部视角的实际资产负债率控制在 20%以内；二是主要通过发行中长期信用债券的方式负债；三是短期负债金额不高于总部视角持有的高流动性资产的 50%；四是利率低点时主动举债而不是需要用钱时临时应急举债。

## 社会责任

作为一家投资类公司，我们直接或通过管理的基金等间接投资了大量的实体企业。目前我们投资的企业总数超过四百家，这些企业大多是中国的中小实业企业，初步统计该等企业员工数约三十万人，年度创造的增加值近千亿元，每年创造的税收及利润达数百亿元。我们的投资，助推了该等实体企业的快速发展，并藉此推动了经济的发展，解决了大量就业，贡献了大量税收。我们觉得这是重大的社会责任，我们也将继续长期做好对各类实体企业的投资，以此为社会的进步做出我们的贡献。

我们通过下属子公司发起管理的“晨星成长计划”基金的创新模式对中国各地的大学生进行资助性成长投资，以在国家助学金之外为大学生提供补充的资金来源，帮助大学生更好的完成学习、培训、实践、初步创业、出国留学等。该等资金是超长期投资，对学生无还款压力，与学生本人共担风险。该基金是半公益性质，但从长期来说资金得以陆续回流，因此又具有可持续性。目前，“晨星成长计划”已对全国超过五千名大学生提供了资金。

2018 年公司及下属公司积极参与扶贫事业。为对接的贫困县四川省通江县引入实体企业投资设厂，组织协调股东投资建设了适合对接的贫困县当地的旅游产业项目，在四川省质量技术监督学校设立贫困学生助学奖学金，还积极组织员工购买对接的贫困县当地农民的农产品等。此外，我们还鼓励并支持各下属公司及员工积极

参与了大量的其他各类公益及慈善活动。

### **未来展望和经营计划**

我们认为我们所处的中国市场未来仍然具有非常良好的商业和投资机会，我们将继续以深耕中国市场为主，抓住发展机遇。我们将重点投向消费、服务、医药、医疗、互联网等相关细分领域中的优秀企业。

2019年我们拟重点做好如下工作：一是推进完成富通保险的出售交割；二是推进对控股投资的其他企业引入战略投资者的工作；三是推进解决紫金城商业地产项目；四是做好现有投资标的投后管理及新增合适的参股投资。

### **股东大会**

股东大会拟于2019年5月17日在公司总部办公区召开。除了会议报告和表决事项安排外，公司核心管理团队也将与各位参会的股东进行交流，听取各位股东对公司的发展意见和建议。欢迎大家届时参加。

同创九鼎投资管理集团股份有限公司

董 事 会

2019年4月25日