

## 致股东的信

各位尊敬的股东：

2020年九鼎集团（以下简称公司或我们）净资产增长了-5.1亿元，增长率为-2.1%。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-2020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 (亿元)	可比总股本 (亿股)	每股净资产 (元)	每股净资产 当年增长率	上证综指 当年涨幅	每股净资产当年 增长率与上证综 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	12.0%	6.6%	5.4%
2018	223	150	1.49	-15.5%	-24.6%	9.1%
2019	248	150	1.65	11.1%	22.3%	-11.2%
2020	243	150	1.62	-2.0%	13.9%	-15.9%

过往6年，公司可比的每股净资产从0.84元增长到1.62元，累计增长92.9%，年复合增长率为11.6%。上证综指同期累计涨幅为7.4%，年复合增长率为1.2%。

### 净资产的增减变动

公司2020年发生的对当年净资产增减变动产生较大影响的事项如下表：

事项	对公司2020年 净资产的影响 (亿元)	备注
九州证券盈利及净资产增加	1	公司持股89%
九鼎投资盈利及净资产增加	0.5	公司持股73%
参股投资项目投资收益	0.3	
利息类支出	-5.1	
汇兑损益和外币折算差额	-0.2	
其他收支	-1.6	
合计	-5.1	

上表中的数据均是以总部视角做的统计，所谓总部就是指母公司以及母公司持有的主要作为持有投资标的主体而不经营除投资之外其他业务的子公司（通常是全资子公司）的统称。参股投资项目投资收益，既本年出售参股投资项目实际变现金额与上年底估值金额的差异，也包括本年底持有的参股投资项目比上年底估值的变动。利息类支出，包括利息支出及融资费用。其他收支包括短期理财收益、应收款项利息收益、优博创等小金额控股项目的盈亏、总部固定资产投资项目的折旧、总

部费用支出等收支项。

主要事项：（1）公司控股投资的九州证券处于规模化经营的初期，非资本金业务整体接近盈利，资本金业务实现的小幅盈利使得净资产相应增长。（2）控股投资的九鼎投资 2020 年受政策影响导致所管理基金上市退出的项目金额变少，加之没有新的地产项目收入，盈利金额同比有较大下降，净资产增长速度变慢。（3）参股投资项目的投资收益，主要由于项目上市进展延后导致估值没有上涨，后续随着参股投资项目陆续上市，预计对应估值会相应增加。（4）2020 年度公司的平均负债金额大幅下降，因此利息类支出相比过往年度也大幅下降。（5）公司持有的外币资产大于外币负债，人民币 2020 年出现了一定幅度的升值，使得公司的汇兑损益和外币折算差额抵减后的余额为-0.2 亿元，影响了公司的净资产。

### 公司的定位及业务模式

我们定位为一家综合性投资公司。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企业的股份。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。为简化管理和进退便利，我们主要从事参股投资，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；我们目前控股投资的三家主要企业（九鼎投资、九泰基金和九州证券），由于其主业均采用轻资产经营模式，其资本金也将主要用于参股投资。

### 经营及投资策略

我们目前控股投资的三家主要企业分别经营私募股权投资管理、公募基金管理和证券服务业务。该等业务具有一些共同的特点：都是风险较低的收费型业务，都是不占用资本金或采取基本不占用资本金的轻资产经营模式，都具有 2C 的业务属性，都有巨大且不断增长的市场空间，相互之间还有一定的协同效应。但是，这几项业务也面临着激烈的竞争，从开始起步到实现较大规模的盈利均需要一个较为漫长的培育过程。因此，我们对控股经营的这几项业务秉持稳中求进的基本策略：低杠杆甚至零杠杆，严格合规，高度关注和防范风险，保持治理结构、团队和战略的相对稳定，通过划小内部核算单位等方式进行精细化管理，日拱一卒，不断改进，逐步增强长期竞争力。

自有资金投资方面，逐步从主要通过一级市场投资过渡到通过一级市场投资和通过二级市场投资并重。一级市场投资方面，聚焦于少数具有巨大市场空间、可以构建并维持超级竞争优势的创新项目，重点考虑社交金融、互联网医疗、在线教育等细分领域的标的。二级市场投资方面，聚焦于投资优质的上市企业，投资好行业里的好公司，并坚持长期持有策略。力争用 3 年左右时间，将公司总部及主要控股子公司过往持有的各项资产按照目前确定的投资策略和标准逐步调整到位。

## 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。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 2020 年底，归属于母公司的账面净资产为 243 亿元，总部视角负债约 54 亿元（具体口径见“公司的负债”），两者合计 297 亿元。截至 2020 年底，该 297 亿元对应的资产如下表（为简化起见将优博创和九泰基金等金额较小的控股项目并入参股项目统计）：

资产项目	持股比例	对应净资产 (亿元)	对应商誉 (亿元)	对应资产金额 (亿元)
九州证券	89%	34	1	35
九鼎投资	73%	20	38	58
参股投资	--	155	--	155
固定资产投资	--	9	--	9
现金/短期理财/应收款项	--	40	--	40
合计		258	39	297

## 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 2020 年底，公司总部扣除即将到期且已全额留存好货币资金用还款、银行存单质押借款等后的实际负债约 54 亿元（相应货币资金等资产也已经从前述统计的资产中扣除）。以账面净资产口径计，总部视角的资产负债率为 18%；以公允净资产口径计，总部视角的资产负债率为 16%。

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最高不超过 20%，力争大部分时间保持极低负债；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。

## 公允净资产

对公司持有的主要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 2020 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 账面价值 (亿元)	公允价值 (亿元)	公允价值比账 面价值增加额 (亿元)	公允价值确定方式
九州证券	89%	35	80	45	可比交易价格法等
九鼎投资	73%	58	62	4	股票市场市价
合计		93	142	49	

该等控股投资公允价值 142 亿元,比其账面价值 93 亿元增加 49 亿元。截至 2020 年底公司账面净资产 243 亿元,加上该 49 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 2020 年底公允净资产值约 285 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。

### 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

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。

### 未来展望和经营计划

尽管存在中短期经济增速减缓及近期受到疫情的影响,但我们认为我们所处的中国市场从中长期角度看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,做好经营及投资。

公司过往几年经历了考验,成功实施了降杠杆、聚焦投资主业等战略,基本实现了资产保值。公司将站在新的起点,精细管理,稳健发展,逐步实现资产的增值。2021 年我们拟重点做好如下工作:一是优化完善九鼎投资的业务策略,恢复其业务

发展；二是梳理完善九州证券的经营战略，并逐步调整其资产配置；三是推进解决紫金城商业地产项目；四是精心做好已投项目的投后管理和增值服务。

### **股东大会**

股东大会拟于 2021 年 5 月 12 日在公司总部办公区召开。除了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发展的意见和建议。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

2021 年 4 月 15 日