

## 同创九鼎投资管理集团股份有限公司

## 致股东的信

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带法律责任。

各位尊敬的股东：

公司自停牌起至本次复牌间隔时间较长，这期间公司资产和业务均发生了较大变化，为便于各位股东了解公司近况，专致此信。

公司 2017 年净资产增长了 28 亿元（2017 年所有数据均为未审计数，具体数据以公司 2017 年年度报告中披露的数据为准），增长率为 11.9%。对于公司的整体业绩表现，我们真正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-2017 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	-4.3%	-12.3%	8.0%
2017	264	150	1.76	11.9%	6.6%	5.3%

过往 3 年，公司可比的每股净资产从 0.84 元增长到 1.76 元，累计增长 110%，年复合增长率为 28%。上证综指同期累计涨幅为 2.3%，年复合增长率为 0.75%。

### 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包含有金融业务公司，但是我们完全无意于成为一家经营多项金融业务的综合金融公司，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。当然，我们控股投资的保险公司等金融类公司会基于偿付能力或流动性等约束将部分资金投资于固定收益类资产。此外，公司临时闲置的资金也将投资于短期的固定收益类资产。

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，但对符合我们标准的优质实业企业和优质保险公司等，我们则希望能够非常长期甚至永续持有。

我们主要用自有资金（即资本金及适度举债的资金）进行投资的同时，也通过将自有资金逐步增资于所持有的合适的保险公司，并藉由与保险公司业务规模扩大对应的投资规模扩大，实现投资资金的适度增加，进而推动公司长期持续增长。

### **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，在对投资类公司实际估算内在价值时通常采用基于净利润的市盈率估值法或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。

使用市净率法估值，就是对公允净资产给一个合适的市净率倍数。从本质上讲，这个市净率的高低，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 2017 年底，归属于母公司的账面净资产为 264 亿元，总部有息负债约 160 亿元（不含有等额银行存单作质押的借款），两者合计 424 亿元。截至 2017 年底，该 424 亿元对应的资产如下表：

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)	主营业务/具体内容
富通保险	100%	120	21	141	在香港经营寿险业务
九州证券	96%	34	1	35	经营证券业务
九鼎投资	73%	15	38	53	PE 管理及房地产业务
优博创等控股投资	51%-100%	6	1	7	控股投资 6 家小公司
总部参股投资	--	143	--	143	主要为 PE 类基金及项目
总部固定资产类投资	--	10	--	10	南昌紫金城商业地产

总部现金及短期理财 类投资	--	35	--	35	
合计		363	61	424	

### 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 2017 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	对应资产金额 (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
富通保险	100%	141	298	157	可比上市公司市净率法
九州证券	96%	35	108	73	可比上市公司方法
九鼎投资	73%	53	76	23	股票市场市价
优博创等	51%-100%	7	14	7	可比上市公司市盈率法
合计		236	496	260	

该等控股投资公允价值 496 亿元，比其账面值 236 亿元增加 260 亿元。截至 2017 年底公司账面净资产 264 亿元，加上该 260 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 2017 年底公允净资产值约 500 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以上证综指长期平均涨幅为代表的市场平均投资回报率的投资回报率。公司及核心团队实际持续投资有超过 10 年的时间，从公司创立起较短一段时间后就开始实际管理着数百亿元的基金用于投资，初期是管理客户资金为主，该等基金综合的年化复合收益率约 28%，主要投

资于未上市企业的少数股权。2014 年公司在三板挂牌后逐步增加了自有资金的投资规模，公司在继续实施参股投资的同时也开始控股投资，并逐步通过控股的保险公司等实施二级市场股票投资及固定收益投资。过往 3 年公司每股净资产年化复合增长率为 28%（含 2015 年增发融资导致的每股净资产增加），如果剔除 2015 年增发融资而导致的公司每股净资产增加的影响，公司过往三年的每股净资产增长率及与上证综指涨幅比较如下：

年度	每股净资产增长率	上证综指涨幅	每股净资产增长率与上证综指涨幅之差
2015	28.1%	9.4%	18.7%
2016	-4.3%	-12.3%	8.0%
2017	11.9%	6.6%	5.3%

### 内在价值的增长措施

我们通过经营、投资、融资三个方面来提升公司内在价值，坚持“三手抓、三手都要硬”。2017 年我们在增加公司内在价值方面主要做了如下工作：

经营方面：一是富通保险重点开发和销售满足客户需求，新业务利润率较高的风险保障和长期储蓄类产品，同时逐步化解老保单风险，加强销售体系建设，进一步提升富通保险的品牌形象，逐步完善各项费用控制措施，提升投入产出；二是九州证券全面完善内部各主要业务线的组织架构及管理体系，积极发展创业模式的互联网经纪业务；三是九鼎投资不断研究完善新的投资盈利模式，探索新的组织管理架构，确定对开展 PE 业务的昆吾九鼎比照寿险公司估算其内含价值及新业务价值并据此设定考核标准；四是对控股经营的主要公司的核心管理团队均构建完成以股东利益为导向的、团队利益与股东利益高度一致的激励机制设定。

投资方面：一是富通保险根据 ALM 优化了战略资产配置，适度提高了保单账户权益类投资的比例；二是九州证券直投业务以合理价格投资了一批拟上市公司的股权；三是通过九鼎投资的 PE 类项目投资，开展围绕龙头企业整合并购发展的思路，支持已投企业尤其是已上市项目进一步做大做强以提高我们的投资回报；四是通过旗下九信资产试点性投资了部分从银行购买的不良资产；五是投资了拟上市的互联网金融科技公司人人科技且设定了较为完备的安全保护措施；六是

优化完善权益投资模型，如确定重点投资的公司类型、优化完善买入和卖出设定等。

融资方面：一是公司通过全资子公司在香港发行期限较长的信用债券，降低了债务融资成本，延长了整体债务的平均期限；二是优化公司银行贷款的利率和期限结构，进一步降低融资成本，优化抵押品，提高债务安全性；三是推进控股子公司九州证券引入战略投资者增资事宜；四是积极推进控股子公司优博创的国内上市准备工作。

### 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2017年底，公司总部扣除等额银行存单质押借款后的实际负债约160亿元。以账面净资产口径计，总部视角的资产负债率为38%；以公允净资产口径计，总部视角的资产负债率为24%。

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：一是尽量保持低负债结构，总部视角的实际资产负债率原则上不高于30%；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。

### 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。在经营方面，我们将重点做好保险业务的开拓和发展；在投资方面，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。

2018年我们拟重点做好如下工作：一是继续推进富通保险可持续的价值增长，并不断完善资本补充机制，保持充足的偿付能力；二是完成九州证券引入战略投资者的工作；三是推进九鼎投资创新发展，做大业务和资产规模；四是推进

公告编号：2018-025

解决紫金城商业地产项目。

同创九鼎投资管理集团股份有限公司

董事会

2018年3月23日