

上海申银万国证券研究所有限公司
关于
中国大连国际合作（集团）股份有限公司
管理层收购
之
独立财务顾问报告



上海申银万国证券研究所有限公司

二〇一二年八月

目 录

目 录.....	2
独立财务顾问声明.....	3
第一节 释义.....	4
第二节 本次收购的相关情况.....	5
第三节 本次收购对上市公司的影响.....	13
第四节 收购方与上市公司之间的重大交易.....	17
第五节 本次收购前六个月内买卖上市交易股份的情况.....	18
第六节 关于上市公司的估值分析及本次收购的定价分析.....	19
第七节 独立财务顾问意见.....	24

独立财务顾问声明

上海申银万国证券研究所有限公司接受中国大连国际合作（集团）股份有限公司董事会委托，担任本次管理层收购的独立财务顾问。本独立财务顾问按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司收购管理办法》等相关法律、法规的规定，按照证券行业公认的业务标准、道德规范，本着诚实守信、勤勉尽责的原则，在认真阅读并充分了解截至本报告签署之日所获得的一切相关的文件资料并进行审慎调查后，就本次收购的相关事宜发表意见。在此，本独立财务顾问特作如下声明：

（一）本独立财务顾问为独立第三方，与本次收购相关各方无任何利益关系；

（二）本次收购相关各方已向本独立财务顾问保证，其所提供的出具本报告所依据的所有文件、资料真实、准确、完整、及时，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其真实性、准确性、完整性、合法性负责；本独立财务顾问不承担由此引起的任何风险和责任；

（三）本独立财务顾问仅对本次收购的相关事宜发表意见，不对本次收购是否顺利进行等情形作出任何性质的担保或保证；

（四）本独立财务顾问未委托或授权任何其它机构和个人提供未在本报告中列载的信息和对本报告做任何解释或者说明；

（五）本独立财务顾问就本次收购所出具的专业意见已通过内核审查；

（六）本独立财务顾问在担任财务顾问期间，已采取严格的保密措施，严格执行内部防火墙制度；

（七）本报告旨在对本次收购的相关事宜作出客观、公正的评价，不构成对中国大连国际合作（集团）股份有限公司的任何投资建议。对投资者依据本报告所作出的任何投资决策可能产生的风险或损失，本独立财务顾问不承担任何责任亦不与其分享收益；

（八）本独立财务顾问提请中国大连国际合作（集团）股份有限公司的全体股东和广大投资者认真阅读本报告及在中国证监会指定网站上披露的《中国大连国际合作（集团）股份有限公司详式权益变动报告书》、《中国大连国际合作（集团）股份有限公司董事会关于大连翰博投资有限公司暨本公司管理层间接收购本公司事宜致全体股东的报告书》全文及相关中介机构报告等内容。

第一节 释义

除非特别说明，下列简称在本报告中具有以下含义：

本报告	上海申银万国证券研究所有限公司关于中国大连国际合作（集团）股份有限公司管理层收购之独立财务顾问报告
收购方/翰博投资	指大连翰博投资有限公司
亿达投资	指大连亿达投资有限公司
大连国际/上市公司	指中国大连国际合作（集团）股份有限公司
国合集团	指中国大连国际经济技术合作集团有限公司
盛达森	指北京盛达森国际工程承包有限公司
元正评估	指辽宁元正资产评估有限公司
本报告签署之日	指 2012 年 8 月 23 日
本独立财务顾问	指上海申银万国证券研究所有限公司
本次收购/本次管理层收购	指翰博投资受让亿达投资持有的国合集团 30%股权，转让后，翰博投资持有国合集团 53%的股权，并通过国合集团间接持有大连国际 18.38%股权的管理层收购行为
股权转让协议	指亿达投资与翰博投资于 2012 年 8 月 21 日就国合集团 30%股权签订的股权转让协议
《公司法》	指《中华人民共和国公司法》
《证券法》	指《中华人民共和国证券法》
《管理办法》	指《上市公司收购管理办法》
中国证监会	指中国证券监督管理委员会
元、万元	指人民币元、人民币万元

第二节 本次收购的相关情况

一、收购方介绍

(一) 收购方基本情况

企业名称:	大连翰博投资有限公司
注册地址:	大连市西岗区黄河路219号16层3-10号
法定代表人:	刘阳平
注册资本:	33,425,000元
实收资本:	33,425,000元
营业执照注册号码:	210200000220256
企业法人组织机构代码	66924963-3
企业类型:	有限责任公司
成立日期:	2008年4月14日
经营范围:	项目投资和咨询(不含专项审批)
营业期限:	2008年4月14日至2018年4月13日
税务登记号码:	大国地税西字210203669249633
通讯地址:	大连市西岗区黄河路219号
邮编:	116011
联系电话:	0411-83780553

（二）收购方股东情况及股权结构

翰博投资是一家依据中国法律成立并有效存续的有限责任公司，截至本报告签署之日，翰博投资的股东名称及其出资额、出资比例情况如下：

序号	股东姓名	出资金额（万元）	占注册资本比例（%）	在大连国际中担任职务
1	朱明义	902.475	27.0	董事长
2	王新民	852.3375	25.5	副董事长
3	胡凡	100.275	3.0	
4	刘生德	100.275	3.0	
5	尚福盛	100.275	3.0	
6	陈荣辉	100.275	3.0	董事、总经理
7	张兰水	66.85	2.0	董事、副总经理
8	姜午驹	66.85	2.0	
9	姜建国	66.85	2.0	副总经理、董秘
10	李枫	66.85	2.0	
11	李淑娟	66.85	2.0	
12	郑祥智	66.85	2.0	
13	刘英杰	66.85	2.0	
14	耿宇	66.85	2.0	
15	刘阳平	43.4525	1.3	
16	乔世湘	26.74	0.8	
17	隋广珠	26.74	0.8	
18	李国君	26.74	0.8	
19	从玉华	26.74	0.8	
20	李兆富	26.74	0.8	
21	刘斐	26.74	0.8	
22	阎志刚	26.74	0.8	监事
23	刘宝成	26.74	0.8	
24	李学勇	26.74	0.8	
25	郑广平	26.74	0.8	

26	李丽	26.74	0.8	
27	吴明日	26.74	0.8	
28	崔巧会	26.74	0.8	财务负责人
29	崔希海	22.74	0.758	
30	王正平	4.00	0.042	
31	黄红旗	16.7125	0.5	
32	于永谦	16.7125	0.5	
33	荣利民	16.7125	0.5	
34	李运升	16.7125	0.5	
35	原东连	16.7125	0.5	
36	周锦鸿	16.7125	0.5	
37	康民	16.7125	0.5	
38	张永恒	16.7125	0.5	
39	郭小康	16.7125	0.5	
40	徐志明	16.7125	0.5	
41	徐国财	16.7125	0.5	
42	丁力	16.7125	0.5	
43	周德胜	16.7125	0.5	
44	王军	16.7125	0.5	监事会主席
	合计	3,342.50	100.0	

从上表可以看出，翰博投资是以大连国际董事、监事、高级管理人员为主出资组建的有限公司，合计持有翰博投资61.6%股权，故本次收购构成管理层收购。

（三）收购方及其董事、监事和高级管理人员最近五年受处罚、涉及诉讼或仲裁的情况

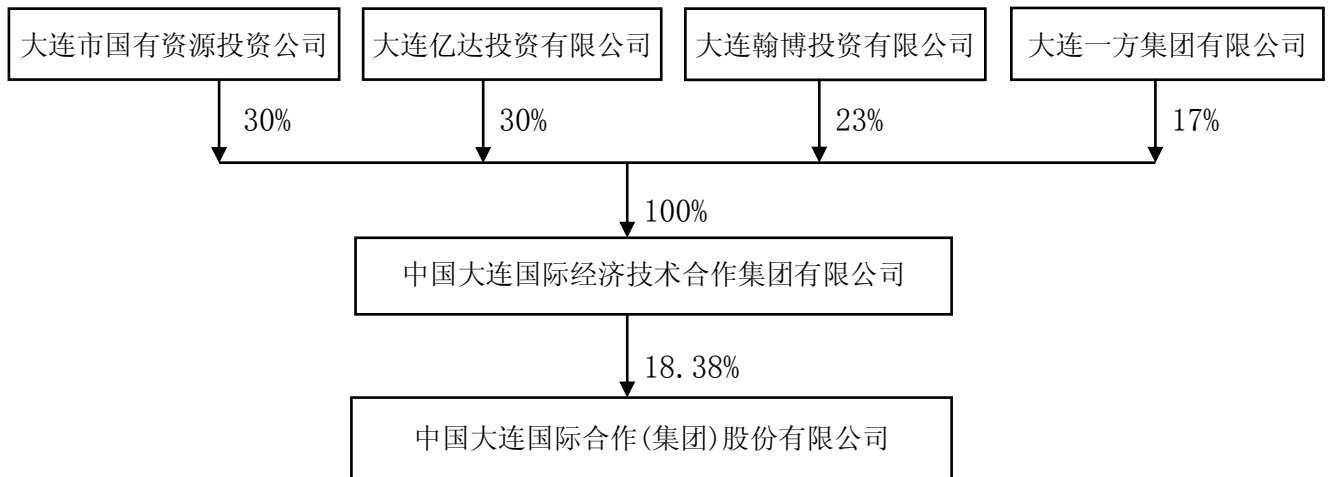
收购方自成立以来具有良好的诚信记录，截至本报告签署之日，未曾受到过与证券市场相关的行政处罚、刑事处罚的情形，也不存在涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼与仲裁的情况。收购方董事、监事、高级管理人员最近五年之内不存在受过行政处罚（与证券市场明显无关的除外）、刑事处罚、或者涉及与经济

纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁的情况。

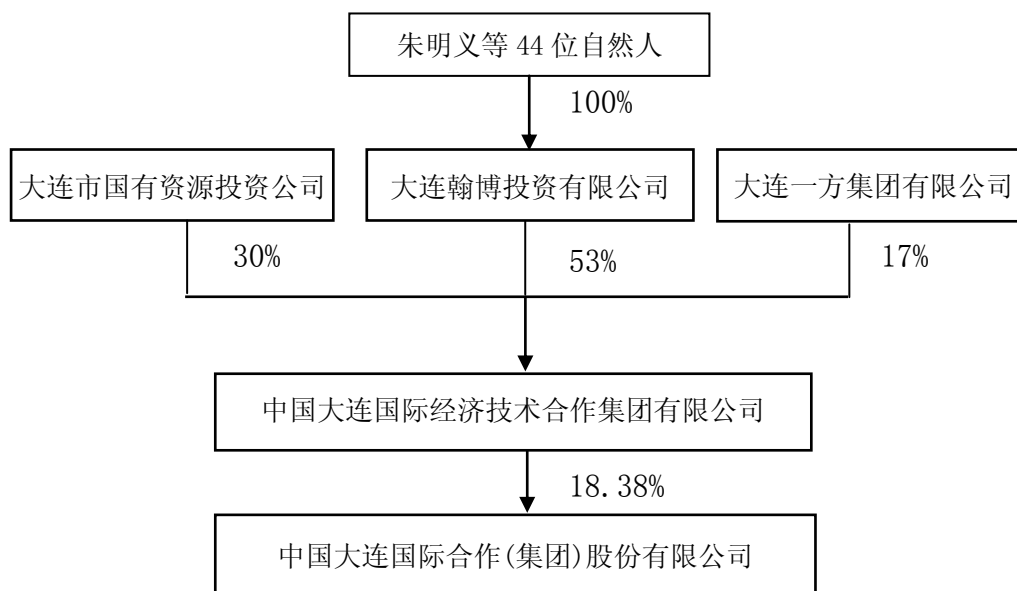
(四) 收购方对上市公司的控制关系结构图

本次收购完成后，翰博投资通过持有国合集团53%的股权间接控制大连国际18.38%的股权，其对大连国际的控制关系结构图变化如下所示。

本次收购前控制关系结构图：



本次收购完成后控制权关系结构图：



(五) 收购方控制的核心企业、关联企业情况

翰博投资的主营业务为：项目投资和咨询（不含专项审批）。截至本报告书签署之日，翰博投资除以下投资参股的企业外，无其他控股或参股企业：

序号	公司名称	注册资本	股权比例	经营范围
1	盛达森	1,000万元	25%	专业承包；承办展览展示活动；会议服务；货物进出口；技术进出口；代理进出口等
2	国合集团（注1）	40,262万元	23%	国内外工程总包、专业承包；国内外投资，承担国家经援项目；进出口业务等

注1：本次收购完成后，翰博投资将持有国合集团53%股份，成为国合集团控股股东。

二、本次收购的主要情况

（一）收购目的

翰博投资在其编制的《详式权益变动报告书》中对其收购大连国际的目的进行了陈述：

“亿达投资从战略思路和对外投资结构调整的角度考虑，决定出让所持有的大连国际控股股东国合集团30%的股权，翰博投资通过协议收购亿达投资所转让的国合集团30%的股权。翰博投资主要股东中朱明义、王新民、陈荣辉、张兰水为大连国际董事会成员，王军、阎志刚为大连国际监事会成员，姜建国、崔巧会为大连国际高级管理人员，以上人员共持有翰博投资61.6%的股份，因此本次股权变动构成对大连国际的管理层收购。

本次国合集团的股权转让后，经营管理团队拥有国合集团的控制权，一方面，能够有效保证公司的稳定，保证公司战略的延续和文化的传承，避免由于股东变化而出现不必要的影响和波动；另一方面，经营管理团队通过国合集团间接持有大连国际的股份，使得上市公司的核心经营骨干与企业利益上结合的更加紧密，能够进一步激励经营骨干为企业创造效益，增强工作积极性和创造性，有效降低代理成本，从而提升公司经营业绩，确保公司的持续、健康发展。”

（二）收购方式

亿达投资与翰博投资于2012年8月21日签署了《股权转让协议书》。根据该《股权转让协议书》，亿达投资拟将其持有的国合集团30%的股权转让给翰博投资。转让完成后，翰博投资将持有国合集团53%的股权。由于国合集团持有大连国际

18.38%的股份，因此，本次收购完成后，翰博投资将通过国合集团间接持有大连国际18.38%的股份。

（三）股权转让协议的主要内容

转让协议当事人：亿达投资（出让方）和翰博投资（受让方）；

协议签署日期：2012年8月21日；

转让的股权及比例：亿达投资持有的国合集团30%股权；

股权转让的价款：人民币17,000万元；

付款安排：翰博投资在股权转让协议生效后五个工作日内向亿达投资支付80%的股权转让价款（即人民币13,600万元）；并在股权过户登记变更完成之日起十个工作日内，支付剩余20%的股权转让价款（即人民币3,400万元）；

股权转让协议的生效：股权转让协议经大连国际股东大会审议通过后生效。

三、收购资金来源

上述收购资金来源于翰博投资的自有资金1,500万元、股东借款3,500万元及银行贷款12,000万元。

根据翰博投资与中国农业银行大连软东支行签订的贷款意向书，中国农业银行大连软东支行将为翰博投资提供12,000万元的信贷资金用于本次股权转让价款的支付。

翰博投资各股东承诺，如出现上述资金不足以支付本次股权转让全部价款的情形，各股东将按出资比例向翰博投资提供剩余股权转让款。

翰博投资声明，本次受让国合集团30%股权所需资金未直接或者间接来源于大连国际，也没有与大连国际进行资产置换或者其他交易获取资金。

四、收购方的支付能力

截至本报告签署之日，翰博投资注册资本和实收资本均为3,342.50万元。翰博投资目前主要从事股权投资，其利润均来源于投资收益。

截止2011年12月31日，翰博投资总资产17,498.57万元，2011年翰博投资实现投资收益3,869.94万元，实现净利润3,347.85万元。近三年收购方的简要财务数据如下（其中，2011年度财务数据经大华会计师事务所有限公司审计）：

单位：元

项目（元）	2011年12月31日	2010年12月31日	2009年12月31日
总资产	174,985,691.40	134,416,374.32	5,837,430.98
净资产	96,875,201.23	63,396,718.32	3,187,430.98
资产负债率	44.64%	52.84%	45.40%
项目	2011年度	2010年度	2009年度
主营业务收入			
净利润	33,478,482.91	28,784,287.34	258,185.07
净资产收益率	34.56%	45.40%	8.10%

根据股权转让协议，收购方为本次收购共需支付资金为17,000万元，该等资金来源于收购方的自有资金1,500万元、股东借款3,500万元及银行贷款12,000万元。收购方各股东承诺，如出现上述资金不足以支付本次股权转让全部价款的情形，各股东将按出资比例向翰博投资提供剩余股权转让款。

根据翰博投资目前的资金状况，提供的相关借款意向书以及收购方股东作出的承诺，经适当核查，本独立财务顾问认为，如收购方的经营状况不发生重大变化、达成的借款意向和股东承诺能顺利履行，收购方具备收购上市公司的履约能力。

五、本次收购需取得的授权与批准

1、2012年5月10日，亿达投资董事会作出同意将亿达投资持有的国合集团30%股权转让给翰博投资的决定；

2、2012年5月15日，翰博投资董事会审议通过受让亿达投资持有的国合集团30%股权的议案；

3、2012年7月3日，大连市人民政府国有资产监督管理委员会通知大连国有资源投资有限公司（大国资改革[2012]73号），同意本次国合集团30%股权的转

让事宜；

4、2012年8月19日，亿达投资股东同意转让其持有的国合集团30%股权事宜；

5、2012年8月19日，翰博投资股东会审议通过受让亿达投资持有的国合集团30%股权的议案；

6、2012年8月20日，国合集团董事会和股东会审议通过本次国合集团30%股权的转让事宜；

7、2012年8月21日，翰博投资和亿达投资签署了《股权转让协议书》，约定亿达投资将其持有的国合集团30%股权转让给翰博投资，转让价款为17,000万元。

8、2012年8月23日，本次收购经大连国际董事会决议通过，本次决议关联董事已回避表决，且本次收购获得大连国际独立董事一致同意。

9、本次收购尚需大连国际股东大会审议通过。

第三节 本次收购对上市公司的影响

一、收购方的后续计划

1、翰博投资尚无在未来12个月内改变上市公司主营业务或者对上市公司主营业务作出重大调整的计划。

2、翰博投资尚无在未来12个月内对上市公司或其子公司的资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划，或上市公司拟购买或置换资产的重组计划。

3、除正常换届外，翰博投资尚无在未来12个月内改变上市公司现任董事会或高级管理人员的组成，包括更改董事会中董事的人数和任期、改选董事的计划或建议、更换上市公司高级管理人员的计划或建议；翰博投资与其他股东之间不存在有关董事、高级管理人员的任免的任何合同或者默契。

4、翰博投资尚无对上市公司章程进行修改的计划。

5、翰博投资尚无对上市公司现有员工聘用作重大变动的计划。

6、翰博投资尚无改变上市公司分红政策的计划。

7、翰博投资尚无其他对上市公司业务和组织结构有重大影响的计划。

二、不影响上市公司独立性的相关承诺

本次收购完成后，为了保护上市公司的合法利益及其独立性，维护广大投资者特别是中小投资者的合法权益，在取得上市公司控制权期间，翰博投资承诺，将保证上市公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面的独立性，并具体承诺如下：

（一）保持翰博投资与上市公司之间的人员独立

1、上市公司的总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书等高级管理人员在上市公司专职工作，不在翰博投资兼任除董事、监事以外的行政职务，继续保持上市公司人员的独立性。

2、上市公司拥有完整独立的劳动、人事及薪酬管理体系，该等体系和翰博投资之间完全独立。

(二) 翰博投资与上市公司之间资产独立

1、上市公司具有独立完整的资产，其资产全部能处于上市公司的控制之下，并为上市公司独立拥有和运营。

2、翰博投资当前没有、之后也不以任何方式违法违规占用上市公司的资金、资产。

3、翰博投资将不以上市公司的资产为自身的债务提供担保。

(三) 翰博投资与上市公司之间继续保持财务独立

1、上市公司继续保持独立的财务部门和独立的财务核算体系。

2、上市公司具有规范、独立的财务会计制度和对分公司、子公司的财务管理制度。

3、上市公司独立在银行开户，不与翰博投资共享一个银行账户。

4、上市公司能够作出独立的财务决策，翰博投资不通过违法违规的方式干预上市公司的资金使用调度。

5、上市公司的财务人员独立，不在翰博投资兼职或领取报酬。

6、上市公司依法独立纳税。

(四) 翰博投资与上市公司之间机构独立

1、上市公司继续保持健全的股份公司法人治理结构，拥有独立、完整的组织机构。

2、上市公司的股东大会、董事会、独立董事、监事会、总经理等依照法律、法规和公司章程独立行使职权。

(五) 翰博投资与上市公司之间业务独立

1、上市公司拥有独立开展经营活动的资产、人员、资质和能力，具有面向市场独立自主持续经营的能力。

2、翰博投资除通过行使股东权利之外，不对上市公司的业务活动进行干预。

三、同业竞争及相关承诺

截至本报告书签署之日，翰博投资及其关联方所从事的业务与大连国际之间不存在同业竞争的情况。为避免未来可能与上市公司之间产生的同业竞争，翰博投资承诺，在取得上市公司的控制权期间，不从事与上市公司主营业务构成竞争的业务，以确保上市公司及其全体股东的利益不受损害，具体承诺如下：

（一）翰博投资不会以任何方式（包括但不限于其独资经营、通过合资经营或拥有另一公司或企业的股份及其它权益）直接或间接从事与上市公司主营业务构成竞争的业务。

（二）翰博投资将采取合法及有效的措施，促使翰博投资现有或将来成立的全资子公司、控股子公司和其它受翰博投资控制的企业不从事与上市公司主营业务构成竞争的业务。

（三）如翰博投资（包括翰博投资现有或将来成立的子公司和其它受翰博投资控制的企业）获得的任何商业机会与上市公司主营业务有竞争或可能构成竞争，则翰博投资将立即通知上市公司，并优先将该商业机会给予上市公司。

（四）对于上市公司的正常生产、经营活动，翰博投资保证不利用控股股东地位损害上市公司及上市公司中小股东的利益。

四、关联交易及相关承诺

截至本报告书签署之日，翰博投资及其关联方与大连国际之间不存在关联交易。为减少并规范翰博投资及所控制的企业未来可能与上市公司之间发生的关联交易，确保上市公司全体股东利益不受损害，翰博投资在取得上市公司控制权期间，承诺：

（一）不利用自身对上市公司的股东地位及重大影响，谋求上市公司在业务合作等方面给予翰博投资优于市场第三方的权利。

（二）不利用自身对上市公司的股东地位及重大影响，谋求与上市公司达成交易的优先权利。

（三）杜绝翰博投资及所控制的企业非法占用上市公司资金、资产的行为，

在任何情况下，不要求上市公司违规向翰博投资及所控制的企业提供任何形式的担保。

（四）翰博投资及所控制的企业不与上市公司及其控制企业发生不必要的关联交易，如确需与上市公司及其控制的企业发生不可避免的关联交易，保证：

1、督促上市公司按照《中华人民共和国公司法》、《深圳证券交易所股票上市规则》等有关法律、法规、规范性文件和上市公司章程的规定，履行关联交易的决策程序，翰博投资将严格按照该等规定履行关联股东的回避表决义务；

2、遵循平等互利、诚实信用、等价有偿、公平合理的交易原则，以市场公允价格与上市公司进行交易，不利用该类交易从事任何损害上市公司利益的行为；

3、根据《中华人民共和国公司法》、《深圳证券交易所股票上市规则》等有关法律、法规、规范性文件和上市公司章程的规定，督促上市公司依法履行信息披露义务和办理有关报批程序。

第四节 收购方与上市公司之间的重大交易

一、翰博投资及其董事、监事和高级管理人员与大连国际之间关联交易情况的说明

截至本报告书签署之日的前24个月内，翰博投资及其董事、监事、高级管理人员未与上市公司及其关联方进行合计金额高于3,000万元或者高于上市公司最近经审计的合并财务报表净资产5%以上的资产交易。

二、翰博投资及其董事、监事和高级管理人员与大连国际董事、监事、高级管理人员之间关联交易情况的说明

截至本报告书签署之日前24个月内，除大连国际董事、监事和高级管理人员因作为翰博投资股东，为翰博投资提供增资或者股东借款的情形外，翰博投资及其董事、监事、高级管理人员未与大连国际董事、监事、高级管理人员之间进行合计金额超过人民币5万元以上的交易。

三、对拟更换大连国际董事、监事、高级管理人员进行补偿及类似的安排

截至本报告书签署之日前24个月内，翰博投资不存在对大连国际董事、监事和高级管理人员进行补偿或其他任何类似安排。

四、对大连国际有重大影响的其他正在签署或者谈判的合同、默契或者安排

截至本报告书签署之日，除本报告所披露的信息外，翰博投资不存在对大连国际有重大影响的其他正在签署或者谈判的合同、默契或安排。

第五节 本次收购前六个月内买卖上市交易股份的情况

一、收购方前六个月内买卖大连国际上市交易股份的情况

经向中国证券登记结算有限责任公司查询，翰博投资在本报告签署之日前6个月内没有通过证券交易所的集中交易买卖大连国际上市交易股份的行为。

二、收购方的董事、监事、高级管理人员及其直系亲属前六个月内买卖大连国际上市交易股份的情况

经向中国证券登记结算有限责任公司查询，翰博投资的董事、监事、高级管理人员及其直系亲属在本报告签署之日前6个月内没有通过证券交易所的集中交易买卖大连国际上市交易股份的行为，符合《公司法》、《证券法》、《管理办法》等有关法律法规的规定。

第六节 关于上市公司的估值分析及本次收购的定价分析

一、评估机构的评估情况

（一）对大连国际的评估报告

2012年7月，大连国际董事会委托辽宁元正资产评估有限公司对大连国际进行评估，目的是满足大连国际董事会和其他报告使用者对公司控股股东国合集团拟进行的股东权益变更所涉及的大连国际股东全部权益价值了解的合理需求。2012年7月22日，元正评估出具了资产评估报告（元正评报字[2012]第085号）。根据该评估报告，截至2011年12月31日，大连国际股东全部权益价值为265,978.74万元。

元正评估分别采用了市场法和收益法对上市公司截至2011年12月31日的全部股东权益价值进行了评估。在采用市场法评估时，元正评估选择大连国际在评估基准日前三十个交易日每日加权平均价格的算术平均值作为单位股东权益价值，再乘以上市公司总股本，得到评估结果为265,978.74万元，评估值较账面值增值161,722.92万元，增值率为155.12%；在采用收益法进行评估时，元正评估通过估算大连国际未来预期收益并根据适当的折现率将其折现成现值，得到评估结果为264,123.90万元，较账面值增值159,868.08万元，增值率为153.34%。

经过综合比较分析，元正评估认为收益法结论受未来经济预期的影响较大，具有一定的不确定性，市场法的评估结果应更能公允体现股东全部权益价值，因此评估机构最终选择了市场法下的评估结果作为大连国际最终的评估结果。

（二）对国合集团的评估报告

2012年7月，翰博投资委托辽宁元正资产评估有限公司对国合集团进行评估，评估目的是为翰博投资拟收购国合集团股权之行为提供价值参考。

元正评估分别采取了资产基础法和收益法对国合集团截止2011年12月31日的全部股东权益价值进行评估。在采用资产基础法进行评估时，截止评估基准日的国合集团股东全部权益的账面价值为41,395.77万元，评估价值为60,808.73万元，较账面值增值19,412.95万元，增值率为46.90%；在采用收益法进行评估

时，截止评估基准日的国合集团股东全部权益的账面价值为41,395.77万元，评估价值为58,362.29万元，较账面值增值16,966.52万元，增值率为40.99%。

经过综合比较分析，元正评估认为收益法结论受未来经济预期的影响较大，存在很大的不确定性，资产基础法的评估结果应更能客观体现股东全部权益价值，因此元正评估最终选用资产基础法下的评估结果作为国合集团最终的评估结果。在评估长期股权投资时，元正评估采用了市场法对上市公司股东权益价值进行评估，结果与上市公司评估报告一致。

根据元正评估2012年7月23日出具的资产评估报告（元正评报字[2012]第086号），国合集团各项资产和负债评估结果详见下表：

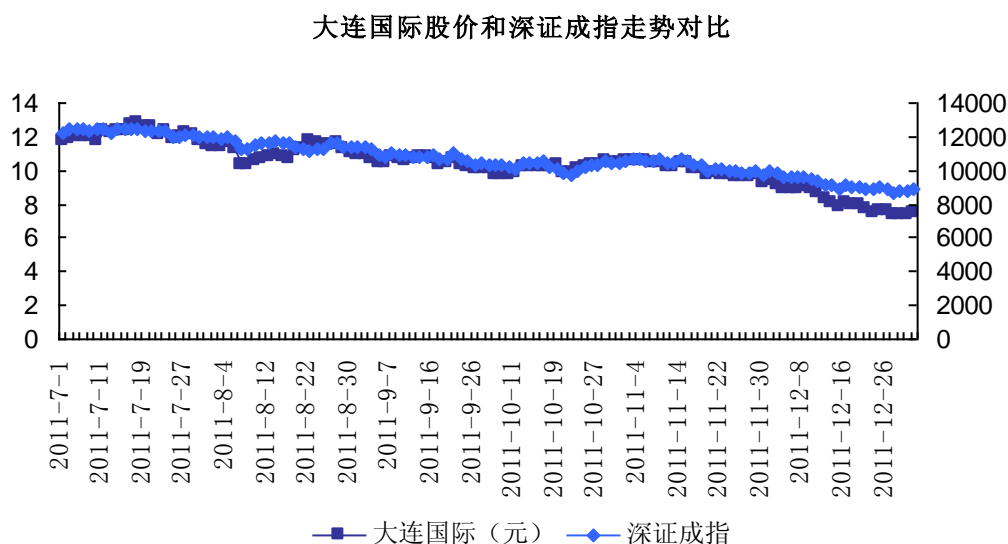
单位：人民币万元

项 目		账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100
1	流动资产	345,838.65	341,177.43	-4,661.22	-1.35
2	非流动资产	50,565.22	79,935.55	29,370.33	58.08
3	长期股权投资	36,342.60	60,475.37	24,132.77	66.40
4	投资性房地产	9,326.48	13,564.43	4,237.95	45.44
5	固定资产	3,727.93	5,792.20	2,064.27	55.37
6	在建工程				
7	工程物资				
8	无形资产	31.08	37.44	6.36	20.45
9	商誉	1,071.01		-1,071.01	-100
10	递延所得税负债资产	66.11	66.11		
11	资产总计	396,403.87	421,112.98	24,709.12	6.23
12	流动负债	327,482.75	327,482.75	-	-
13	非流动负债	27,525.35	32,821.51	5,296.16	19.24
14	负债合计	355,008.09	360,304.26	5,296.17	1.49
15	净资产（所有者权益）	41,395.77	60,808.73	19,421.95	46.90

二、上市公司的估值分析

（一）上市公司二级市场的股价表现

大连国际是深圳证券交易所的A股上市公司，截止2011年12月31日（评估基准日）的前六个月，公司股价相对深圳成指（前复权）的走势如下图所示：



上述期间，大连国际累计下跌 35.59%，深证成指累计下跌 26.76%，公司股价与深证成指走势基本保持一致，公司股价跌幅则高于深证成指。根据 2011 年 12 月 30 日（2011 年最后一个交易日）大连国际收盘价 7.53 元/股计算，大连国际总市值为 232,615.55 万元，国合集团持有的大连国际股权市值为 42,754.74 万元。该收盘价相对于大连国际 2011 年度扣除非经常性损益后每股收益的市盈率为 15.06 倍，估值水平较为适中，符合公司综合类的特点。

根据 2012 年 7 月 13 日大连国际收盘价 7.88 元/股计算，大连国际总市值为 243,427.70 万元，国合集团持有的大连国际股权市值为 44,742.01 万元。该收盘价相对于大连国际 2011 年度扣除非经常性损益后每股收益的市盈率为 15.76 倍，相对于 2012 年中报每股收益的动态市盈率为 10.18 倍。

（二）上市公司相对估值分析

本独立财务顾问根据公司所处行业、业务特点，在资本市场选择类似的其他上市公司作为可比公司，对大连国际进行相对估值分析。

1、估值指标的选取：选择市场常用的市盈率作为相对估值指标。

2、可比上市公司的选取：根据证监会的行业分类，大连国际属于综合类行业，同行业54家A股上市公司的业务可比性差。同时，大连国际业务结构复杂，具有工程承包、国际劳务合作、房地产、国际贸易和远洋运输及远洋渔业等六项业务，因此选择可比性强的公司可能性进一步降低。为了进行上市公司的相对估值分析，在54家综合类公司的基础上，剔除ST公司、*ST公司、亏损、市盈率较高（50倍以上）以及主业与大连国际没有交集的公司及大连国际，最终选择总市值和大连国际接近的8家公司作为可比公司。根据2011年12月30日收盘价计算，上述8家综合类可比公司的平均市盈率为17.54倍，具体如下表所示。

证券代码	证券简称	总市值（20111230）	市盈率
000507	珠海港	274,617.95	5.49
600805	悦达投资	871,457.78	9.12
600622	嘉宝集团	297,781.90	11.75
600881	亚泰集团	898,103.00	11.92
600051	宁波联合	265,507.20	15.25
600846	同济科技	273,020.78	27.19
600175	美都控股	337,833.34	27.33
600510	黑牡丹	416,058.37	32.31
平均值			17.54

注：P/E的计算口径以2011年12月30日收盘价和2011年扣除非经常性损益后每股收益为基准，相关数据来源为天相咨询。

3、大连国际相对估值分析：

根据大连国际2011年报，大连国际2011年基本每股收益为0.74元，扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的每股收益为0.50元。非经常性损益主要系公司出售可供出售金融资产获得的投资收益，本次出售完成后，2011年底公司可供出售金融资产的余额已为零，该收益不具有可持续性，因此以扣除非经常性损益后的每股收益作为分析大连国际估值的基础。按前述8家可比公司平均市盈率17.54倍和扣除非经常性损益后的大连国际每股收益进行估值，大连国际单位股票价值为8.77元/股，整体市场价值则为270,921.44万元，国合集团所持有大连

国际的股权估值为49,795.36万元。

鉴于大连国际业务种类的多样化，可比公司的业务结构与大连国际差异较大，上述相对估值分析结果仅供参考。

三、本次收购的定价分析

本次收购中，翰博投资以17,000万元收购了亿达投资持有的国合集团30%的股权。本次收购完成后，翰博投资将持有国合集团53%的股权，其通过国合集团间接持有了大连国际56,772,782份股权，占大连国际股本总额的18.38%。

本次收购价格是以评估机构出具的《大连翰博投资有限公司拟收购中国大连国际经济技术合作集团有限公司股权项目资产评估报告书》（元正评报字[2012]第086号）为基础确定的。根据该评估报告，截至2011年12月31日，国合集团30%股权的价值为18,242.62万元。根据交易双方意愿，经协商，翰博投资和亿达投资以评估价值为基础进行了友好协商，最终确定本次收购价格为17,000万元。

元正评估在对国合集团股权价值进行评估时，评估假设及评估方法合理，评估结果真实反映了国合集团股权的价值，不存在明显低估情况。其中对国合集团拥有的大连国际股权的评估值为48,881.29万元，该评估值与大连国际评估报告中上市公司全部股东权益评估值的18.38%一致，且略高于该部分股权按照2011年12月30日和2012年7月13日收盘价计算的价值。如以该评估值作为大连国际股票市值，则相对于大连国际2011年扣除非经常损益后的每股收益，市盈率为17.22倍，与行业可比公司的平均市盈率17.54接近，因此该评估值不存在明显低估大连国际股权价值的问题。

第七节 独立财务顾问意见

一、基本假设

本独立财务顾问提请广大投资者和有关各方注意，本独立财务顾问意见建立在以下假设前提之上：

- 1、本次收购有关各方均按照相关协议条款、承诺与计划全面履行其所承担的责任；
- 2、本次收购有关各方所提供的有关本次交易的资料真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；
- 3、国家现行的有关法律、法规及政策无重大变化；
- 4、本报告所涉及的相关各方所处地区政治、经济和社会环境无重大变化；
- 5、无其他不可预测和不可抵抗因素存在。

二、关于符合《管理办法》第五十一条之相关规定的分析

1、上市公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及中国证监会的其他相关规定，建立了股东大会、董事会、监事会等组织机构，并建立了相应的议事规则，相关规则运行情况良好。公司已具备健全且运行良好的组织机构。

2、上市公司已按照有关法律、法规及中国证监会的其他相关规定，建立健全完善的内部控制制度。经本独立财务顾问核查，其内部控制制度得到了有效执行，未发现内部控制存在重大缺陷。

3、2012年8月2日，上市公司召开2012年第一次临时股东大会，通过调整公司董事会成员构成的议案，董事会成员由12名调整为8名，董事会成员中独立董事4名，独立董事的比例为1/2。

4、根据上市公司的董事、监事和高级管理人员的承诺，其不存在《公司法》第一百四十九条规定的情形，最近三年没有证券市场不良诚信记录。

三、收购方收购的主体资格分析

经核查，并经收购方出具书面声明，本独立财务顾问认为，收购方是依法设立且合法存续的有限责任公司，不存在《管理办法》第六条规定的不得收购上市公司的情形，收购方的收购主体资格符合相关法律法规的规定。

四、收购方收购上市公司的履约能力分析

截至本报告签署之日，翰博投资注册资本和实收资本均为3,342.50万元。翰博投资目前主要从事股权投资，其利润主要来源于投资收益。截止2011年12月31日，翰博投资总资产17,498.57万元，2011年翰博投资实现投资收益3,869.94万元，实现净利润3,347.85万元。

收购方本次收购共需支付资金为17,000万元，根据翰博投资目前的资金状况、提供的相关借款意向书以及收购方股东作出的承诺，经适当核查，本独立财务顾问认为，如收购方的经营状况不发生重大变化、达成的借款意向和股东承诺能顺利履行，收购方具备收购上市公司的履约能力。

五、本次收购对上市公司经营独立性和持续发展的影响分析

1、根据收购方承诺，本次收购对上市公司人员、资产、财务、机构、业务的独立性不会产生任何实质性影响。收购完成后，如收购方不违背承诺，则上市公司将继续具有面向市场独立自主持续经营的能力，在经营管理方面将继续保持独立。

2、根据收购方关于后续计划的承诺，如收购方不违背承诺，则本次收购后上市公司生产经营将保持稳定。同时通过本次收购，实现了经营权和所有权的有机统一，有助于激发上市公司管理层的经营积极性，提高上市公司核心竞争力，有助于上市公司持续发展。

3、收购方及其股东出具的关于同业竞争及减少和规范关联交易的承诺函，有利于避免本次收购后可能产生的同业竞争，亦有利用减少和规范以后可能发生的关联交易。

六、收购方利用上市公司资产或者由上市公司为本次收购提供财务资助情形的分析

根据收购方提供的承诺，本独立财务顾问认为，收购方及其控制的下属公司与上市公司及其下属公司之间不存在提供担保、资金占用等占用上市公司资源的情形，收购方亦不存在利用上市公司的资产或者由上市公司为本次收购提供财务资助的情形。

七、上市公司的估值分析

截至2011年12月30日，按综合类行业可比上市公司平均市盈率估值，大连国际的整体市场价值为270,921.44万元，国合集团所持有大连国际的股权估值为49,795.36万元；按照2011年12月30日和2012年7月13日大连国际收盘价计算，大连国际的整体市场价值分别为232,615.55万元和243,427.70万元，国合集团持有的大连国际股权市值分别为42,754.74万元和44,742.01万元。

根据元正评估出具的《大连国际股份有限公司股权价值评估项目资产评估报告》（元正评报字[2012]第085号），截至2011年12月31日，大连国际全部普通股价值为265,978.74万元，本次转让涉及到的大连国际股权价值为48,881.29万元。

根据元正评估出具的《大连翰博投资有限公司拟收购中国大连国际经济技术合作集团有限公司股权项目资产评估报告书》（元正评报字[2012]第086号），国合集团持有的大连国际股权价值为48,881.29万元。

本独立财务顾问认为，评估机构在对上市公司的股权价值进行评估时，评估假设及评估方法合理，评估结果未明显低估上市公司股东权益的价值。

八、本次收购的定价依据分析

本次收购价格是在元正评估出具的《大连翰博投资有限公司拟收购中国大连国际经济技术合作集团有限公司股权项目资产评估报告书》（元正评报字[2012]第086号）的基础上确定的。

本独立财务顾问认为，元正评估在对国合集团的股权价值进行评估时，评估

假设及评估方法合理，评估结果未发现明显低估国合集团股权价值的情形。

九、本次收购价款的支付方式、收购资金来源及融资安排

本次受让国合集团30%股权转让总价款为17,000万元，所需资金全部以现金方式支付。翰博投资在股权转让协议生效后五个工作日内向亿达投资支付80%的股权转让价款（即人民币13,600万元），并在股权过户登记变更完成之日起十个工作日内，支付剩余20%的股权转让价款（即人民币3,400万元）。

本次收购所需资金来源于收购方自有资金、股东借款和银行贷款，收购方各股东同时承诺，如出现上述资金不足以支付本次股权转让全部价款的情形，各股东将按出资比例向翰博投资提供剩余股权转让款。

根据收购方承诺及核查，本独立财务顾问认为，截至本报告签署之日，收购方不存在利用本次收购的股份向银行等金融机构质押取得融资的情形，本独立财务顾问亦未发现收购方存在利用上市公司的资产或者由上市公司为本次收购提供财务资助的情形，收购方的资金来源合法。

十、还款计划及其可行性分析

如果本次收购得以顺利完成，收购方拟通过以下途径筹措资金偿还借款：

1、基于未来几年的盈利预测，翰博投资可从被投资企业取得较为稳定的分红收入。

2、通过管理层收购，大连国际的高管人员通过国合集团间接持有大连国际的股份，将促使其利益与上市公司一致，有利于提升大连国际高管人员的工作积极性、降低代理成本，从而提升上市公司经营业绩，为翰博投资带来利润贡献。

3、必要时各股东将按出资比例向翰博投资提供资金。

截至本报告签署之日，本独立财务顾问认为，如果收购方拟定的筹措资金途径能有效执行，则收购方具备还款能力，制定的还款计划可行。

十一、上市公司内部控制制度的执行情况及有效性分析

根据上市公司承诺及核查，本独立财务顾问未发现上市公司内部控制制度的执行情况及有效性存在重大缺陷的情形。

十二、最近24个月内与上市公司业务往来情况

根据收购方承诺及核查，本独立财务顾问认为，截至本报告签署之日前24个月内，收购方股东陈荣辉、张兰水、王军、阎志刚、姜建国、崔巧会等人同时为大连国际董事、监事、高级管理人员，除上述人员在大连国际领取薪酬外，收购方及其董事、监事、高级管理人员，上述人员的直系亲属与上市公司之间不存在业务往来。

十三、收购方相关信息披露内容的真实性、准确性和完整性

根据收购方承诺及核查，本独立财务顾问认为，收购方编制的详式权益变动报告书所披露的内容真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

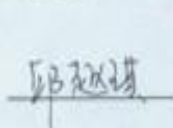
(本页无正文,为《上海申银万国证券研究所有限公司关于中国大连国际合作(集团)股份有限公司管理层收购之独立财务顾问报告》之签字盖章页)

项目主办人:高岳兴



项目协办人:邱越琪

蔡勇





法定代表人(或授权代表):陈晓升



上海申银万国证券研究所有限公司

二〇一二年八月二十三日

