

上海东洲资产评估有限公司

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

（163575 号）之回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2017 年 1 月 4 日签发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（163575 号）（以下简称“反馈意见”）的要求，上海东洲资产评估有限公司（以下简称：评估机构）组织项目团队人员对其中涉及由评估机构专项答复的相关意见做了逐项落实及说明，具体如下：

十八、申请材料显示，本次交易拟置出资产为截至评估基准日上市公司的房地产开发业务相关资产及负债，包括股权类资产和非股权类资产。请你公司：（1）以列表形式补充披露上述股权资产和非股权资产在评估基准日的账面价值、评估值、增值率等，（2）结合上市公司在评估基准日的净资产情况，补充披露上述资产置出对上市公司的影响。（3）补充披露未将全部资产负债置出上市公司的原因和合理性。请独立财务顾问、会计师、评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）拟置出股权类资产及非股权类资产评估情况

华鑫股份于本次评估基准日 2016 年 8 月 31 日时拟置出部分资产和负债的净值为 41,432.07 万元，评估值为 92,923.35 万元。根据评估明细，本次拟置出的主要资产包括 5 个房地产项目和 6 个公司股权，基本情况如下：

单位：万元

类别	序号	项目名称	账面值	评估值	增减值	增值率
非股权类资产	1	宜山路项目	1,169	16,863	15,694	1342.51%
	2	杨思项目	2,701	3,626	925	34.25%
	3	松江园区项目一房产	15,700	41,563	25,863	164.73%
	4	PDP 项目	49,446	49,446	-	0.00%
	5	沪太路房产一房产	597	4,442	3,845	644.05%
	6	应收利息	3,973	3,973	-	
	7	其他应收款	45,062	45,062	-	
非股权类资产小计			118,648	164,975	46,327	39.05%
股权类资产	1	上海择鑫置业有限公司	4,080	3,052	-1,028	-25.20%
	2	苏州工业园区青剑湖置业有限公司	11,088	14,402	3,314	29.89%
	3	上海金陵置业有限公司	1,980	4,723	2,743	138.54%
	4	上海奥仑实业有限公司	28,631	28,766	135	0.47%
	5	上海华勃企业发展有限公司	51	51	-	
	6	上海华鑫智城有限公司	81	81	-	
股权类资产小计			45,911	51,075	5,164	11.25%
资产合计			164,559	216,050	51,491	31.29%

（二）资产置出对上市公司的影响

截至评估基准日 2016 年 8 月 31 日，置出的股权资产和非股权资产的账面价值（合并口径）与重组前上市公司合并报表对比如下：

单位：万元

2016 年 8 月 31 日	资产	负债	净资产	营业收入	净利润
置出资产部分	214,563.53	168,008.82	46,554.71	284.68	-4,967.23
重组前上市公司	428,134.15	223,433.38	204,700.77	43,774.92	13,028.06
置出部分占上市公司比例	50.12%	75.19%	22.74%	0.65%	-

截至评估基准日，置出资产的账面资产总额、负债总额、净资产、营业收入占重组前上市公司合并报表的比重分别为 50.12%、75.19%、22.74%和 0.65%。

本次重大资产重组华鑫股份置出的资产主要是待开发出售的房地产项目及项目公司，置出的非股权资产资产尚处于完成地块拍卖，待进一步开发的状态；置出的股权资产中奥仑实业、华勃企业、华鑫智城为近年新收购或新成立的项目公司，主要从事房地产开发业务。

由于上述原因，置出的资产均涉及地块成本及开发成本，金额较大，对应的相关金融负债金额也比较大。由于置出的股权资产及非股权资产目前均处于开发周期内，无大额营业收入及利润产生。其中：金陵置业营业收入 79.05 万元，择鑫置业营业收入 78.64 万元，奥仑实业营业收入 126.98 万元，均为开发及开发筹备期发生的少量租金收入。故上市公司本次资产置出不会大幅减少上市公司当期收入、利润。

（三）未将全部资产负债置出上市公司的原因和合理性

本次重组上市公司置出房地产开发业务相关资产与负债，留存了上市公司已开发完毕的持有型房地产、其他业务资产相关的资产及负债，通过注入华鑫证券 92% 股权，交易完成后，上市公司不再从事房地产开发业务，转变为证券服务业务为主、持有型房地产出租管理及其他业务为辅的经营局面。一方面，上市公司置出房地产开发业务资产与负债，解决了上市公司与华鑫置业之间的同业竞争问题；另一方面，上市公司留存的持有型房地产市值较高，为上市公司未来发展主营业务提供了战略性资金储备，上市公司未来可根据公司的战略规划经营使用该

等资产，提高了上市公司的风险防范能力，维护了上市公司及中小股东的利益，故本次交易未将全部资产置出上市公司具备合理性。

（四）评估师核查意见

经核查，评估师认为：华鑫股份本次重组置出的非股权类资产及股权类资产主要是待开发出售的房地产项目及项目公司股权，该等资产目前均处于开发周期内，无大额营业收入及利润产生，故上市公司本次资产置出不会大幅减少上市公司当期收入、利润；本次重组上市公司留存的持有型房地产市值较高，为上市公司未来发展主营业务提供了战略性资金储备，提高了上市公司的风险防范能力，维护了上市公司及中小股东的利益，故本次交易未将全部资产置出上市公司具备合理性。

十九、申请材料显示，PDP项目和奥仑实业项目均为上市公司近年新买入项目。其中，PDP项目在评估基准日2015年10月31日的账面价值为16,408.78万元，评估价值为50,398.26万元。截止本次交易评估基准日，PDP项目账面价值为49,446.39万元，评估价值为49,446.39万元。奥仑实业在评估基准日2015年10月31日账面价值为22,090.77万元，评估价值为28,522.89万元，本次交易时，净资产账面价值为20,980.96万元，评估值28,765.93万元。请你公司补充披露PDP和奥仑在本次交易时净资产账面价值和交易作价均低于买入时作价的原因和合理性，是否存做低置出资产作价的情况。请独立财务顾问和评估师核查并发表意见。

回复：

（一）PDP项目两次估值情况对比

1、前次评估及资产入账情况

2016年3月25日，根据上海财瑞资产评估公司出具的沪财瑞评报(2016)第2001号评估报告，PDP项目在评估基准日2015年10月31日的账面价值为16,408.78万元，评估价值为50,398.26万元，该评估值为含税（当时为营业税）价格。2016年5月1日起全国开始全面推行营改增税制改革，该次交易实

际完成交易中心过户日晚于上述时点，因此企业按新政缴纳了增值税，并以 47,998.34 万元作为账面成本入账，其余 2,399.92 万元作为增值税进项税留抵。

2、本次评估情况

本次评估基准日为 2016 年 8 月 31 日，目前 PDP 资产账面价值为 49,446.39 万元，组成清单如下：

序号	项目名称	金额（万元）
1	PDP 项目购房契税	1,439.95
2	金桥 PDP 项目房地产交易及房屋登记手续费	1.66
3	金穗路 1398 号工业房地产	47,998.34
4	地下管线探测费	6.44
5	合计	49,446.39

考虑到该项目系上市公司于 2016 年 4 月底购入，距本次评估基准日相差仅 4 个月，且该楼盘为工业地产项目，近期该类型房地产价格变化不大。本次评估人员对该物业进行了实地勘察、对相关合同及凭证进行了核查，并调研了市场的交易案例情况，确认账面值基本反映了评估基准日的项目市场价格，故本次评估以账面值确认评估值。

3、对比结论

通过上述比对，PDP 项目在本次交易时净资产账面值和交易作价均低于买入时作价，主要原因是由于税制改革造成的，其账面值和评估值均具有合理性。

（二）奥仑项目两次估值情况对比

1、前次评估情况

2015 年 12 月 11 日，因股权收购之目的，根据上海财瑞资产评估有限公司出具的沪财瑞评报（2015）2054 号评估报告，奥仑实业在评估基准日 2015 年 10 月 31 日资产总额账面价值为 33,468.51 万元，评估价值为 39,951.02 万元，增值率 19.37%，负债总额账面价值为 11,377.74 万元，评估价值为 11,428.13 万元，增值率 0.44%，股东全部权益账面价值为 22,090.77 万元，评估价值为 28,522.89 万元，增值率为 29.12%。

2、本次评估情况

本次奥仑项目账面净资产为 20,980.96 万元，评估值为 28,765.93 万元。

3、对比结论

通过比对，本次评估值相对前次增加 243.04 万元；账面值相对前次账面值减少 1,109.81 万元，主要原因是奥仑项目的楼盘去年竣工后，租售工作尚未全面展开，因此 2016 年收入大幅少于管理费用（主要为固定资产折旧约 422 万元）和财务费用（主要是固定资产竣工后不能资本化的利息）。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为：PDP 项目在本次交易时净资产账面值和交易作价均低于买入时作价，奥仑项目在本次交易时净资产账面值低于买入时账面值，交易作价高于买入时作价，其结论具有合理性，不存在做低置出资产作价的情况。

二十、评估基准日 2016 年 8 月 31 日，华鑫证券市场法评估值为 535,490 万元，增值率为 60.05%，资产基础法评估值为 393,410.81 万元，增值率为 12.49%。本次交易最终以市场法评估结果作价。1) 进一步补充披露本次交易市场法评估值高于资产基础法评估值的原因，及本次交易最终以市场法评估结果作价的原因。2) 结合市场可比交易及同类业务上市公司的市净率、市盈率水平，补充披露华鑫证券市场法评估值的合理性。请独立财务顾问和评估核查并发表意见。

回复：

（一）本次评估采用市场法估值高于资产基础法估值的主要原因如下：

资产基础法是以资产负债表为基础，从资产成本的角度出发，以各单项资产及负债的市场价值替代其历史成本，并在各单项资产评估值加和的基础上扣减负债评估值，从而得到企业净资产的价值。但企业价值不完全是由构成企业整体资产的各项要素的价值之和决定的，作为一个有机的整体，除单项资产能够产生价值外，其经营资质、合理的资源配置、优良的管理、经验、经营形成的商誉等综合因素形成的各种无形资产也是不可忽略的价值组成部分。被评估单位其核心竞争力及企业价值主要体现在经营资质、品牌、经营网络及人力资源等，由于资产基础法不能准确量化反映这些无形资产的价值，从而也不能完整反映企业的价值。

市场法的理论基础是同类、同经营规模并具有相同获利能力的企业，在其市场价值上是相似的。其估值结论中已包含证券公司开展业务所需要各类单项业务资格、证券公司评级排名、全国的营业网点分布、专业人才的储备、营销渠道、客户资源等无形资产，而这些资源的价值较难在资产基础法中单独体现。因此市场法评估结论高于资产基础法结论。

（二）本次交易最终以市场法评估结果作价的主要原因

1、通过上述资产基础法和市场法的比对，证券业企业采用市场法评估能够更客观的反映股东的权益，且在中国资本市场上市的证券公司已经超过 25 家，有较为充足的市场交易案例可供选择，市场法数据直接取材于市场公允价值，评估过程更直观，评估结果说服力更强，故本次评估最终以市场法作为评估结论。

2、资本市场证券公司评估实践主要采用市场法

从资本市场证券公司评估的实践来看，由于存在活跃的公开市场且有较多的可比交易案例，上市公司收购证券公司股权的评估普遍采用市场法，如东方财富（300059）发行股份购买同信证券 100%股权、大智慧（601519）发行股份及支付现金购买湘财证券 100%股权、中纺投资（600061）发行股份购买安信证券 100%股权、华声股份（002670）发行股份及支付现金购买国盛证券 100%股权、哈投股份（600864）发行股份及支付现金购买江海证券 100%股权、宝硕股份（600155）发行股份购买华创证券 95.01%股权等案例均选用市场法评估值作为评估结论。

3、本次采用市场法确定华鑫证券的评估值为 535,490.00 万元，按基准日净资产为基数测算 P/B 为 1.6，按 2015 年净利润为基础测算 P/E 为 10.60。

（1）与上市证券公司估值比较

根据上市公司公开资料，同行业可比 A 股上市公司的市盈率、市净率如下表所示：

证券代码	证券简称	市盈率（PE ^{注1} ）	市净率（PB ^{注2} ）
000783.SZ	长江证券	17.70	3.86
000686.SZ	东北证券	11.59	2.07
600958.SH	东方证券	14.15	3.15
601555.SH	东吴证券	15.56	2.21
601901.SH	方正证券	15.39	1.80
601788.SH	光大证券	10.41	2.07

证券代码	证券简称	市盈率 (PE ^{注1})	市净率 (PB ^{注2})
000776.SZ	广发证券	9.73	1.74
000750.SZ	国海证券	17.21	2.31
600109.SH	国金证券	17.20	2.43
601211.SH	国泰君安	9.03	1.50
600061.SH	国投安信	13.80	2.32
002736.SZ	国信证券	10.43	3.18
000728.SZ	国元证券	14.88	2.11
600837.SH	海通证券	11.50	1.73
601688.SH	华泰证券	13.67	1.86
000712.SZ	锦龙股份	20.39	5.40
000166.SZ	申万宏源	10.73	2.68
002500.SZ	山西证券	28.98	3.49
600369.SH	西南证券	11.99	2.29
601377.SH	兴业证券	12.79	1.75
600999.SH	招商证券	9.56	2.18
600030.SH	中信证券	10.34	1.50
中值		13.23	2.20
均值		13.96	2.46
华鑫证券		10.60	1.60

注1：以上市公司2015年归属于母公司所有者净利润为基础计算市盈率；

注2：以上市公司截至2016年6月30日归属于母公司所有者净资产为基础计算市净率。

从上表可以看出，本次交易拟注入资产的市盈率显著低于同行业可比上市公司的平均水平，市净率亦低于同行业可比上市公司的平均水平，鉴于华鑫证券尚未上市，对其股东权益的估值考虑了一定的流动性折价。从相对估值角度分析，本次交易的总体评估值符合行业定价规则，充分考虑了上市公司及中小股东的利益，评估结果具有合理性。

(2) 与可比交易案例估值水平比较

评估基准日	案例	评估结论选取方法	市盈率 (PE)	市净率 (PB)
2014.6.30	中纺投资发行股份购买安信证券 100%股权	市场法	18.87	1.80
2014.9.30	大智慧发行股份购买湘财证券 100%股权	市场法	21.45	2.12
2014.12.31	东方财富发行股份购买通信证券 100%股权	市场法	20.94	3.82
2015.4.30	华声股份发行股份购买国盛证券 100%股权	市场法	24.96	2.12
2015.8.31	宝硕股份发行股份购买华创证券 100%股权	市场法	29.84	2.33
2015.9.30	哈投股份发行股份购买江海证券 100%股权	市场法	9.07	2.01

评估基准日	案例	评估结论选取方法	市盈率 (PE)	市净率 (PB)
	均值		20.86	2.37

通过上表可知，近三年 A 股市场发生的可比交易案例平均市盈率为 20.86，本次华鑫证券股东全部权益的资产评估结果对应的市盈率为 10.60 低于可比交易案例的估值水平；平均市净率为 2.37，本次华鑫证券股东全部权益的资产评估结果对应的市净率为 1.60，略低于可比交易案例的估值水平。从 2014 年下半年开始到 2015 年 6 月份，沪深股市持续走高，证券公司业绩随之上升，而从 2015 年 7 月份至今，沪深股市在经历了数轮波动后证券公司的估值相应下调。因此，本次交易的评估值具有合理性。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次市场法评估值高于资产基础法评估值具有合理性，结合市场可比交易及同类业务上市公司的市净率、市盈率水平进行分析，本次选用市场法评估作价且最终评估结果市净率为 1.6 具有合理性。

二十一、申请材料显示，华鑫证券市场法评估将国金证券、国海证券、长江证券和山西证券 4 家证券公司作为可比公司，选择企业规模、经营能力、成长能力、风险管理能力四个方面进行市净率 (P/B) 系数修正。申请材料同时显示，在企业规模比较时，评估师使用了净资本和营业部数量两种指标。1)补充披露华鑫证券与上述四家可比证券可比性；2) 补充披露仅使用净资本和营业部数量两种指标对企业规模进行比较是否充分，结合净利润、营业收入等指标对企业规模进行比较并进一步披露市场法估值的合理性。3)结合华鑫证券与可比公司的比较分析，补充披露市场法评估中对可比公司比率乘数比较调整的具体过程、各项价值比率修正系数、权重设置依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）补充披露华鑫证券与四家可比证券可比性

本次交易评估中，评估机构针对证券公司的特点，选择资产规模和业务结构两个方面对可比上市公司进行筛选。具体如下：

1、可比证券公司的资产及业务规模

考虑到可选取公开信息数据的完整性，本次交易选取最近一个完整年度（2015年全年）作为财务数据比对的基础。本次以总资产、营业收入和归属于母公司的净利润等指标为参考依据对证券行业上市公司进行筛选，并剔除新上市的证券公司，具体如下表所示：

单位：万元

证券代码	证券名称	总资产	归母净资产	营业收入	归母净利润
600030.SH	中信证券	61,610,824.22	13,913,778.70	5,601,343.60	1,979,979.34
600061.SH	国投安信	14,114,065.55	2,644,219.78	228,071.97	452,259.27
*600109.SH	国金证券	5,635,185.26	1,647,856.53	674,845.27	235,977.62
*600369.SH	西南证券	7,174,943.82	1,901,773.60	849,679.92	355,465.05
600837.SH	海通证券	57,644,889.23	10,769,454.47	3,808,626.77	1,583,885.09
600958.SH	东方证券	20,789,756.25	3,495,811.93	1,543,470.51	732,522.45
600999.SH	招商证券	29,165,558.48	4,835,111.85	2,529,179.41	1,090,874.88
*601099.SH	太平洋	3,409,216.41	740,242.05	274,337.07	113,305.52
601198.SH	东兴证券	7,318,123.56	1,358,501.49	535,699.56	204,393.29
601211.SH	国泰君安	45,434,238.72	9,532,441.47	3,759,663.04	1,570,029.10
601377.SH	兴业证券	11,381,805.27	1,851,537.68	1,154,061.27	416,715.06
*601555.SH	东吴证券	8,058,913.65	1,653,991.71	683,016.19	270,849.49
601688.SH	华泰证券	45,261,461.53	8,078,492.49	2,626,193.99	1,069,687.09
601788.SH	光大证券	19,707,282.07	4,048,259.84	1,657,108.72	764,651.61
601901.SH	方正证券	15,442,520.64	3,495,809.07	1,091,498.97	406,421.20
000166.SZ	申万宏源	33,356,946.95	5,023,429.13	3,046,260.31	1,215,418.79
*000686.SZ	东北证券	7,400,595.02	1,139,110.14	674,576.02	263,005.89
000712.SZ	锦龙股份	1,986,512.55	338,144.70	2,601.85	91,322.06
*000728.SZ	国元证券	7,255,064.30	1,993,365.42	577,338.21	278,422.91
*000750.SZ	国海证券	5,252,009.23	1,325,784.11	495,915.72	179,292.35
000776.SZ	广发证券	41,909,701.47	7,751,927.36	3,344,663.99	1,320,101.41
*000783.SZ	长江证券	9,962,502.22	1,681,703.31	849,964.38	349,336.52
*002500.SZ	山西证券	4,818,064.90	1,258,675.85	383,850.03	143,882.94
*002673.SZ	西部证券	5,823,647.24	1,213,868.80	564,087.88	197,266.30
002736.SZ	国信证券	24,435,291.43	4,987,271.72	2,913,913.16	1,394,903.40
002797.SZ	第一创业	3,327,352.00	615,092.80	301,016.16	102,127.27
*300059.SZ	东方财富	2,373,347.57	816,928.95	281,271.27	184,857.12
标的公司	华鑫证券	1,961,171.62	320,751.52	220,025.34	50,536.81

注：上述数据摘自2015年年报，带“*”符号加粗字体为初步选中可比案例

从上表可以看出，四家可比企业的资产及业务规模相较于行业内其他公司，与华鑫证券更具备可比性。

2、可比证券公司的业务结构

因华鑫证券主营产生的业务收入主要为手续费及佣金净收入，故根据华鑫证券的经营业务结构，选择手续费及佣金净收入在营业收入中占比与其相近的上市公司作为可比案例，以保证与华鑫证券在经营业务上的相似性。经上述筛选后，选出了与华鑫证券业务较为接近的四家上市公司作为本次评估的可比案例，具体选择如下表：

证券代码	证券名称	总资产 (万元)	归母净资产 (万元)	营业收入 (万元)	归母净利润 (万元)	手续费 及佣金 净收入 占比
*600109.SH	国金证券	5,635,185.26	1,647,856.53	674,845.27	235,977.62	71.82%
600369.SH	西南证券	7,174,943.82	1,901,773.60	849,679.92	355,465.05	50.69%
601099.SH	太平洋	3,409,216.41	740,242.05	274,337.07	113,305.52	44.43%
601555.SH	东吴证券	8,058,913.65	1,653,991.71	683,016.19	270,849.49	55.95%
000686.SZ	东北证券	7,400,595.02	1,139,110.14	674,576.02	263,005.89	54.99%
000728.SZ	国元证券	7,255,064.30	1,993,365.42	577,338.21	278,422.91	53.55%
*000750.SZ	国海证券	5,252,009.23	1,325,784.11	495,915.72	179,292.35	71.30%
*000783.SZ	长江证券	9,962,502.22	1,681,703.31	849,964.38	349,336.52	66.01%
*002500.SZ	山西证券	4,818,064.90	1,258,675.85	383,850.03	143,882.94	67.94%
002673.SZ	西部证券	5,823,647.24	1,213,868.80	564,087.88	197,266.30	63.34%
300059.SZ	东方财富	2,373,347.57	816,928.95	281,271.27	184,857.12	0.00%
标的公司	华鑫证券	1,961,171.62	320,751.52	220,025.34	50,536.81	75.53%

注：上述数据摘自2015年年报，带“*”符号加粗字体为选中可比案例

从上表可以看出，四家可比企业的业务结构相较于行业内其他公司，与华鑫证券更具备可比性。

3、可比证券公司的确定

根据前述公司规模及业务结构的筛选后，最终选择的可比公司如下表所示：

序号	证券代码	证券简称
1	600109.SH	国金证券
2	000750.SZ	国海证券
3	000783.SZ	长江证券
4	002500.SZ	山西证券

经核查，评估师认为：四家可比企业与华鑫证券在经营规模上接近、在主营业务上具有相似性，选取上述四个可比公司作为本次交易可比案例具有合理性。

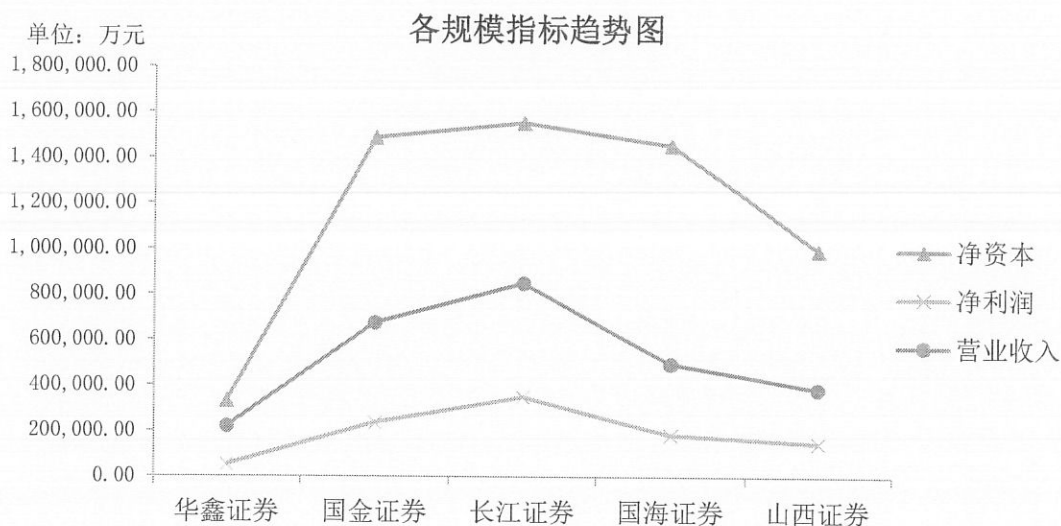
(二) 补充披露仅使用净资产和营业部数量两种指标对企业规模进行比较是否充分，结合净利润、营业收入指标对企业规模进行比较比进一步披露市场法估值的合理性

1、本次评估选取净资产和营业部数量作为修正因素对企业规模进行修正，其中选取营业部数量指标主要体现了企业营业网点的布局；选取净资产指标主要是因为该指标作为证券公司的核心财务指标具有一定的代表性，其他财务指标如营业收入、净利润指标在规模变动上总体趋势和净资产变动趋势一致。而考虑到净利润和营业收入体现的主要是企业的经营能力，因此在经营能力分析中引入了净资产收益率和收入利润率对上述指标进行分析并修正。

针对各公司的净利润和营业收入指标对企业规模的影响程度，我们进行了补充说明如下：

项目	被评估单位	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	可比上市公司四
	华鑫证券	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券
营业收入（万元）	220,025.34	674,845.27	849,964.38	495,915.72	383,850.03
净利润（万元）	51,537.46	235,815.07	349,594.88	184,097.27	148,136.92
净资产（万元）	331,549.03	1,488,105.82	1,553,684.48	1,455,548.53	994,486.78
营业部数量	59.00	53.00	186.00	90.00	78.00

根据上述具体数据得到如下指标趋势图：



从上述指标趋势图可以看出，各企业营业收入、净利润的差异趋势与净资产差异趋势基本相似。因此营业收入和净利润指标在规模修正上不会对规模修正系数产生实质性的影响。

经核查，评估师认为：规模修正中选取净资产指标主要是因为该指标作为证券公司的核心财务指标具有一定的代表性，其他财务指标如营业收入、净利润指标在规模变动上总体趋势和净资产变动趋势一致。而考虑到净利润和营业收入体现的主要是企业的经营能力，因此在经营能力分析中引入了净资产收益率和收入利润率对上述指标进行分析并修正。从评估过程看，本次市场法估值具有合理性。

(三) 结合华鑫证券与可比公司的比较分析，补充披露市场法评估中对可比公司比率乘数比较调整的具体过程、各项价值比率修正系数、权重设置依据及合理性。

1、可比公司比率乘数比较调整的具体过程

本次市场法评估中对可比公司比率乘数比较调整所选择修正的因素共 4 项，分别是企业规模、经营能力、风险管理能力和成长能力，具体修正过程及依据如下：

(1) 企业规模比较

企业因素指标包括总资产、净资产、净资产规模、营业部数量及其区域布局等。具体数据如下表：

项目	被评估单位	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	可比上市公司四
	华鑫证券	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券
营业收入（万元）	220,025.34	674,845.27	849,964.38	495,915.72	383,850.03
净利润（万元）	51,537.46	235,815.07	349,594.88	184,097.27	148,136.92
净资产（万元）	331,549.03	1,488,105.82	1,553,684.48	1,455,548.53	994,486.78
营业部数量	59.00	53.00	186.00	90.00	78.00

数据来源：同花顺 iFinD 2015 年年报数据

对于证券公司，企业规模指标中比较关键的指标是净资产、营业部数量，本次对该两项指标进行分析修正。

净资产是衡量证券公司资本充足和资产流动性状况的一个综合性监管指标，是证券公司净资产中流动性较高、可快速变现的部分，它表明证券公司可随时用于变现以满足支付需要的资金数额。通过对证券公司净资产情况的监控，监管部门可以准确及时地掌握证券公司的偿付能力，防范流动性风险。企业的净资产越大，其资产管理规模也越大，修正时向上调整，反之向下调整。

营业部数量指标主要反映的是企业现有的经营规模，营业部数量越多，则企业规模越大，获利水平越高，修正时向上调整，反之向下调整。

本次评估对影响企业规模的二个指标进行打分修正，并根据各指标影响其的重要程度赋予相应的权重，以修正后的打分加权分值来确定各指标的修正系数。评估人员根据上述标准对各指标进行向上或向下修正，经过修正后，打分情况如下：

修正因素	指标内容	权重	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券
企业规模	净资产（万元）	70%	110.00	110.00	110.00	105.00
	营业部数量	30%	98.00	120.00	110.00	106.00
小计			106.40	113.00	110.00	105.30

(2) 经营能力比较

经营能力指标包括总资产周转率、资产负债率、净资产收益率、总资产收益率、收入利润率等。具体数据如下表：

项目	被评估单位	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	可比上市公司四	
	华鑫证券	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券	
经营能力	总资产周转率	0.11	0.16	0.10	0.13	0.10
	资产负债率%	82.31	70.69	82.91	73.69	72.56
	净资产收益率 %	17.30	17.44	23.00	18.89	17.93
	总资产收益率%	2.63	5.71	4.17	4.66	3.91
	收入利润率%	30.44	46.35	51.82	49.37	52.21

数据来源：同花顺 iFinD 2015 年年报数据

本次主要通过总资产周转率、资产负债率、净资产收益率、总资产收益率、收入利润率五个与企业经营能力有关的指标进行分析修正，以此确认被评估单位的经营能力。一般来说，总资产周转率、净资产收益率、总资产收益率、收入利润率指标越大，企业的经营能力就越好；资产负债率越低，企业的偿债能力较好，企业经营状况较好。

总资产周转率是综合评价企业全部资产的经营质量和利用效率的重要指标。周转率越大，说明总资产周转越快，反映出企业营运能力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

资产负债率即负债总额与资产总额的比例关系。资产负债率反映在总资产中有多大比例是通过借债来筹资的，反映债权人所提供的资本占全部资本的比例，

也被称为举债经营比率。资产负债率越低，企业偿债有保证，其经营能力较好，修正时向上调整，反之向下调整。

净资产收益率指标主要是反映企业股东权益的收益水平，用以衡量企业运用自有资本的效率。其指标值越高，说明投资带来的收益越高，修正时向上调整，反之向下调整。

总资产收益率系投资者投入资产获取相关报酬的实现效果。总资产收益率的高低直接反映了企业的竞争实力和发展能力，也是决定企业是否应举债经营的重要依据，总资产收益率高则修正时向上调整，反之向下调整。

收入利润率是指企业实现的总利润对同期的销售收入的比率，其比率越高，说明企业获利能力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

通过对影响经营能力的五个指标的进行打分修正，并根据各指标影响企业经营能力的重要程度赋予相应的权重，以修正后的打分加权分值来确定各指标的修正系数。评估人员根据上述标准对各指标进行向上或向下修正，经过修正后，打分情况如下：

修正因素	指标内容	权重	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券
经营能力	总资产周转率	10%	105.00	99.00	102.00	99.00
	资产负债率%	20%	107.00	100.00	105.00	106.00
	净资产收益率 %	40%	100.00	106.00	101.00	100.00
	总资产收益率%	10%	105.00	102.00	103.00	102.00
	收入利润率%	20%	107.00	111.00	108.00	111.00
小计			103.80	104.70	103.50	103.50

(3) 风险管理能力比较

本次主要通过对证券公司四项净资本指标及证券公司评级等方面对被评估单位及可比上市公司的风险管理能力指标进行分析及修正。具体数据如下表：

项目	被评估单位	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	可比上市公司四	
	华鑫证券	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券	
风险管理能力	净资本/负债 %	60.72	100.27	33.38	69.02	65.96
	净资本/净资产 %	95.59	91.07	95.66	113.00	80.02
	净资本/各项风险准备之和 %	341.63	1,102.77	711.42	1,040.88	1,131.23
	净资产/负债 %	63.52	110.10	34.90	61.08	82.44
	证券公司评级	BBB	AA	BB	BBB	BBB

数据来源：同花顺 iFinD 2015 年年报数据

根据《证券公司风险控制指标管理办法》，要求证券公司建立以净资本为核心的风险控制指标体系，加强证券公司风险监管，督促证券公司加强内部控制、防范风险。

净资本是指根据证券公司的业务范围和公司资产负债表的流动性特点，在净资产的基础上对资产负债项目和有关业务进行风险调整后得出的综合性风控指标。此次以净资本为核心的风控指标作为调整风险管理能力的调整因素之一，具体参考分析指标有：净资本/负债、净资本/净资产、净资本/各项风险准备之和与净资产/负债。一般来说，上述四项净资本指标越大，企业抗风险能力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

证券公司评级也能说明公司风险管理能力水平，具体分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，其类别、级别的划分仅反映公司在行业内风险管理能力的相对水平。D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。一般说来，证券公司评级级别越高，其抗风险能力也越强，修正时向上调整，反之向下调整。

通过对影响企业风险管理能力的五个指标的进行打分修正，并根据各指标影响企业风险管理能力的重要程度赋予相应的权重，以修正后的打分加权分值来确定各指标的修正系数。评估人员根据上述标准对各指标进行向上或向下修正，经过修正后，打分情况如下：

修正因素打分表						
修正因素	指标内容	权重	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券
风险管理能力	净资本/负债 %	10%	105.00	95.00	100.00	100.00
	净资本/净资产 %	20%	100.00	100.00	104.00	96.00
	净资本/各项风险准备之和 %	40%	118.00	110.00	118.00	118.00
	净资产/负债 %	10%	107.00	96.00	100.00	103.00
	证券公司评级	20%	104.00	98.00	100.00	100.00
小计			109.20	102.70	108.00	106.70

(4) 成长能力比较

本次评估考虑影响企业成长能力的指标主要有营业总收入复合增长率、净利润复合增长率和净资产平均增长率。具体数据如下表：

项目		被评估单位	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	可比上市公司四
		华鑫证券	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券
成长能力	营业总收入复合增长率 %	42.86	63.84	54.92	50.33	54.15
	净利润复合增长率 %	20.60	104.79	72.34	123.85	117.79
	净资产平均增长率 %	26.16	160.12	40.50	359.46	107.20

数据来源：同花顺 iFinD 2015 年年报数据

一般说来，营业总收入复合增长率、净利润复合增长率和净资产平均增长率指标值越高，其企业的成长性越好，修正时向上调整，反之向下调整。

本次对于成长能力比较修正标准，首先确定上述因素的权重，再根据具体每项因素在上市公司与被评估单位的差异上进行逐项调整，最终根据权重得出调整系数。评估人员根据上述标准对上述指标进行向上或向下修正，经过修正后，打分情况如下：

修正因素	指标内容	权重	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券
成长能力	营业总收入复合增长率 %	40%	110.00	106.00	104.00	106.00
	净利润复合增长率 %	40%	109.00	105.00	110.00	110.00
	净资产平均增长率 %	20%	112.00	101.00	120.00	109.00
小计			110.00	104.60	109.60	108.20

(5) 修正系数调整表

根据上述已确定的调整系数，修正系数调整表汇总如下：

修正因素	华鑫证券	国金证券	长江证券	国海证券	山西证券
企业规模修正	100.00	106.40	113.00	110.00	105.30
经营能力修正	100.00	103.80	104.70	103.50	103.50
风险管理能力修正	100.00	109.20	102.70	108.00	106.70
成长能力修正	100.00	110.00	104.60	109.60	108.20

2、各项价值比率修正系数、权重设置依据及合理性。

本次市场法评估中对可比公司比率乘数选取 P/B，比较调整所选择修正的因素共 4 大类，分别是企业规模、经营能力、风险管理能力和成长能力，具体的修正因素均摘自《资产评估专家指引第 4 号——金融企业市场法评估模型与参数确定》中提示的相关修正因素。

修正系数中的打分标准是评估机构根据被评估企业的实际情况和特点，综合考虑其与可比上市公司之间的差异，并参考评估实务中常用的比较因素修正系数体系，以评估机构的职业判断综合确定的。

评估机构对修正结果进行了分析，四大因素单体修正幅度基本在 10%以内，综合修正幅度为 25%-35%之间，均处于合理范围之内，且基本反映了各公司资产质量的差异。因此认为各项修正系数的确定是具有合理性的。

经核查，评估师认为：评估过程中各项修正系数及相关权重的确定遵循了行业基本原则和实务经验，评估中对比率乘数比较调整的过程是具有合理性的。

二十二、请你公司结合标的资产市场法评估中选取参数的实质内涵说明是否属于《上市公司重大资产重组办法》第三十四条规定的“未来收益预期的估值方法”。请独立财务顾问和评估师核查后发表明确意见。

回复：

（一）本次市场法评估中选取参数的实质内涵

本次评估使用的是市场法中的上市公司比较法，首先选择与被评估企业处于同一行业且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，通过交易股价计算对比公司的市场价值。然后计算对比公司市场价值与对比公司净资产之间的比例关系——称之为比率乘数，将上述比率乘数调整后的算术平均值乘以被评估企业的净资产，再扣除缺少流通性折扣，从而得到被评估企业的市场价值。因此，净资产、比率乘数是本次市场法评估中的主要参数。

净资产是资产类指标，与收益无关。比率乘数由对比公司市场价值除以其净资产得到，本身也不具备收益类的性质。在将对比公司比率乘数调整到被评估企业适用的比率乘数过程中，通过甄选证券公司的若干价值影响诸因素方面的差异，并据此对对比公司的比率乘数进行比较调整，得到各对比公司调整后的比率乘数。再对调整后的比例乘数进行分析，剔除异常值后，取平均的方式得到被评估企业的比率乘数。

被评估单位的比率乘数=∑可比上市公司比率乘数×修正系数×可比上市公司所占权重，其中修正系数包括企业规模、经营能力、风险管理能力和成长能力。

虽然在比率乘数修正过程，不可避免的对盈利能力、成长性进行修正，但这些盈利能力和成长性均主要是基于实际发生数的指标，没有考虑未来的预期判断对估值的影响。

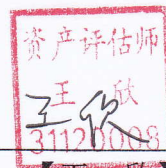
（二）评估结构核查意见

经核查，评估师认为：本次市场法中参数的选择主要是资产类参数，其核心价值计算过程中，并未对标的公司未来收益进行预期并折现，不属于《上市公司重大资产重组办法》第三十四条规定的“未来收益预期的估值方法”。

(此页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于《中国证监会行政许可项目
审查一次反馈意见通知书》(163575号)之回复》之签字盖章页)



经办资产评估师



【王欣】



【邹淑莲】

中国·上海

2017年 1 月 13日