

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)
(股份代號：6030)

海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條而作出。

茲載列中信證券股份有限公司(「本公司」)在上海證券交易所網站刊登的中聯國際評估諮詢有限公司關於《中國證監會行政許可項目審查一次反饋意見通知書》(191359號)之回覆報告，僅供參閱。

承董事會命
中信證券股份有限公司
董事長
張佑君

中國•北京
2019年10月15日

於本公告刊發日期，本公司執行董事為張佑君先生及楊明輝先生；非執行董事為匡濤先生；及獨立非執行董事為劉克先生、何佳先生及周忠惠先生。



中联国际评估咨询有限公司

Allied Appraisal Co., Ltd.

中联国际评估咨询有限公司

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

（191359 号）之回复报告

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2019 年 7 月 23 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（191359 号，以下简称“《反馈意见》”）要求，我公司本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就《反馈意见》所提问题进行了认真研究和逐项落实，现对贵会《反馈意见》回复说明如下， 敬请审阅。

目录

13、申请文件显示，1) 前期越秀金控收购标的资产少数股权时，标的资产 100% 股权对应估值为 191.19 亿元，本次交易评估值为 134.6 亿元。2) 本次交易采用市场法和收益法两种方法对标的资产进行评估，最终采用市场法评估结果作为本次交易标的的最终评估结论。3) 标的资产报告期各期净利润分别为 16,998.19 万元、-62,087.96 万元和 2,385.59 万元。4) 报告期后，标的资产评估可比公司股价较评估使用区间价格平均上涨 28.18%。请你公司：1) 结合标的资产证券行业经营情况、标的资产财务状况、经营业绩等，补充披露标的资产最近三年一期营业收入波动、净利润下滑甚至出现亏损的原因及合理性，本次交易是否有利于增强上市公司盈利能力。2) 结合 A 股市场证券行业估值波动情况，标的资产业绩变化情况等因素，进一步补充披露标的资产本次交易评估作价与历次股权转让估值水平差异较大的原因及合理性，本次交易作价是否公允反映广州证券市场价值。3) 补充披露本次交易市场法评估值高于收益法评估值的原因，以及本次交易最终以市场法评估结果作价的原因及合理性。4) 结合市场可比交易及同类业务上市公司的市净率、静态和动态市盈率水平，期后可比公司股价上涨情况，补充披露广州证券市场法评估值的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。..... 3

14、申请文件显示，市场法评估中，1) 选用市净率(P/B)作为价值比率。2) 选取国海证券、西南证券、西部证券、太平洋、第一创业等五家上市公司作为可比公司。3) 对价值比率从资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力等方面进行修正。4) 缺乏流动性折扣率取值为 30%，控股权溢价率为 11%。请你公司：1) 补充披露广州证券证券与上述五家可比证券公司可比性。2) 补充披露选取相关指标对资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力进行比较的充分性及合理性。3) 结合广州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。4) 结合标的资产市场法评估中选取参数的实质内涵，补充披露是否属于《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”。5) 结合市场可比交易情况，补充披露缺乏流动性折扣、控制权溢价等评估参数选取依据及和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。..... 18

13、申请文件显示，1) 前期越秀金控收购标的资产少数股权时，标的资产 100% 股权对应估值为 191.19 亿元，本次交易评估值为 134.6 亿元。2) 本次交易采用市场法和收益法两种方法对标的资产进行评估，最终采用市场法评估结果作为本次交易标的最终评估结论。3) 标的资产报告期各期净利润分别为 16,998.19 万元、-62,087.96 万元和 2,385.59 万元。4) 报告期后，标的资产评估可比公司股价较评估使用区间价格平均上涨 28.18%。请你公司：1) 结合标的资产证券行业经营情况、标的资产财务状况、经营业绩等，补充披露标的资产最近三年一期营业收入波动、净利润下滑甚至出现亏损的原因及合理性，本次交易是否有利于增强上市公司盈利能力。2) 结合 A 股市场证券行业估值波动情况，标的资产业绩变化情况等因素，进一步补充披露标的资产本次交易评估作价与历次股权转让估值水平差异较大的原因及合理性，本次交易作价是否公允反映广州证券市场价值。3) 补充披露本次交易市场法评估值高于收益法评估值的原因，以及本次交易最终以市场法评估结果作价的原因及合理性。4) 结合市场可比交易及同类业务上市公司的市净率、静态和动态市盈率水平，期后可比公司股价上涨情况，补充披露广州证券市场法评估值的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

【反馈回复】

一、反馈意见回复

(一) 标的资产最近三年一期营业收入波动、净利润下滑甚至出现亏损的原因及合理性，本次交易是否有利于增强上市公司盈利能力。

1、证券行业经营情况

2016 年，证券行业监管形势趋严，伴随着证券行业创新业务若干约束措施的出台，部分证券公司经营压力较大，业绩出现一定程度的下滑，证券行业营业收入和净利润分别为 3,279.94 亿元和 1,234.45 亿元，相较 2015 年相比有所减少。

2017 年以来，上证综合指数在 2,500-3,500 点之间波动，A 股市场成交活跃度持续下降。2017 年初，上证综合指数开盘 3,105.31 点，2017 年末收盘 3,307.17 点，2018 年末收盘 2,493.90 点，期间最高 3,450.50 点，最低 2,449.20 点。国内 A 股 2017 年日均成交额 4,580.26 亿元，较 2016 年下降 11.66%；2018 年 A 股日均成交额 3,689.31 亿元，较 2017 年下降 19.45%。

根据 WIND 资讯统计，国内 A 股 2017 年股权融资（含可转换公司债券、可交换公司债券）总额为 17,223.86 亿元，较 2016 年同比下降 18.35%；国内 A 股 2018 年股权融资总额为 12,107.35 亿元，较 2017 年同比下降 29.71%。国内 2017 年债券市场（仅包括公司债、企业债、证监会主管 ABS）融资总额为 22,973.99 亿元，较 2016 年下降 40.38%；国内 2018 年债券市场融资总额为 28,521.91 亿元，较 2017 年提高 24.15%。

证券公司经营业绩与证券市场走势密切相关。受到前述整体证券市场活跃度下降的影响，近两年来证券公司经营业绩普遍下滑。2017 年，国内证券行业实现营业收入 3,113.28 亿元，较上年同期下降 5.08%；全行业实现净利润 1,129.95 亿元，较上年同期下降 8.47%。2018 年证券行业全年实现营业收入和净利润 2,662.87 亿元和 666.20 亿元，相较 2017 年度分别下降 14.47%和 41.04%，全行业净利润出现大幅下滑，共有 21 家证券公司经营亏损。

2019 年一季度，随着中美贸易谈判的进行、科创板的启动、新公募基金明确采用券商结算模式及证监会有望放开券商交易系统外部接入等规定及征求意见稿的出台，市场情绪有一定升温，上证指数由 2018 年收盘点位 2,493.90 点上升 23.93%，收于 3090.76 点，最高达到 3,129.94 点。根据中国证券业协会提供的发布的证券公司 2019 年一季度经营数据，131 家证券公司当期实现营业收入 1,018.94 亿元，当期实现净利润 440.16 亿元，较去年同期分别增长 54.47%和 86.83%，共有 119 家证券公司实现盈利，较去年同期增加 11 家。

2、标的资产财务状况、经营业绩

最近三年一期，广州证券营业收入主要由证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、资产管理业务及其他业务构成，其中：证券经纪业务主要包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁及代销金融产品业务；投资银行业务主要包括证券承销业务、保荐服务业务及财务顾问业务；证券自营业务主要包括股票自营、债券自营、新三板做市、金融衍生品投资；资产管理业务主要包括定向资产管理、集合资产管理、专项资产管理；其他业务主要包括期货仓单及基差业务、信用业务、私募股权基金管理业务及另类投资业务。

2016 年度、2017 年度、2018 年度以及 2019 年 1-3 月，广州证券分别实现营业收入 279,744.17 万元、145,171.86 万元、111,359.14 万元和 20,485.50 万元，各项业务构成如下：

单位：万元

业务构成	2019 年 1-3 月		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
证券经纪业务	11,095.37	54.16%	34,041.36	30.57%	42,101.23	29.00%	54,165.02	19.36%
投资银行业务	2,542.95	12.41%	20,820.82	18.70%	27,935.53	19.24%	77,093.92	27.56%
证券自营业务	11,960.54	58.39%	50,819.84	45.64%	31,538.68	21.73%	55,217.54	19.74%
资产管理业务	109.67	0.54%	4,461.52	4.01%	12,982.13	8.94%	71,537.15	25.57%
其他业务	-4,924.77	-24.04%	2,305.36	2.07%	35,484.94	24.44%	24,058.15	8.60%
抵销数	-298.26	-1.46%	-1,089.76	-0.98%	-4,870.65	-3.36%	-2,327.61	-0.83%
合计	20,485.50	100.00%	111,359.14	100.00%	145,171.86	100.00%	279,744.17	100.00%

2016 年度、2017 年度、2018 年度以及 2019 年 1-3 月，标的资产归属于母公司所有者的净利润分别为 91,639.32 万元、16,988.19 万元、-62,087.96 万元和 2,385.59 万元。

3、标的资产最近三年一期营业收入波动、净利润下滑甚至出现亏损的原因及合理性

（1）最近三年一期营业收入波动的原因

1) 2017 年较 2016 年营业收入大幅变动的原因

2017 年度，广州证券实现营业收入 145,171.86 万元，同比下降 48.11%，主要系资产管理、投资银行、证券经纪、证券自营等业务收入均有不同程度下降，具体情况如下：

①2017 年度，资产管理业务实现营业收入 12,982.13 万元，较去年同期同比减少 58,555.02 万元，同比下降 81.85%，主要原因系广州证券资管产品资产端以固定收益类的债券为主，由于 2017 年债券二级市场低迷，导致资管产品业绩报酬大幅下滑。

②2017 年度，投资银行业务实现营业收入 27,935.53 万元，同比减少 49,158.39 万元，同比下降 63.76%，证券承销业务和保荐业务收入均同比下降 50%以上，主要原因系：一方面，受 2017 年货币政策偏紧、市场利率上升等外部环境影响，债券发行及销售端均承受较大压力，广州证券债券承销业务收入应势下滑；另一方面，受限于股权融资项目储备不足，导致其保荐类业务收入下滑。

③2017 年度，证券自营业务实现营业收入 31,538.68 万元，同比减少 23,678.86 万元，同比下降 42.88%，主要原因系：广州证券自营业务以债券自营业务为主，股票自营业务占比较小；受制于 2017 年债券二级市场低迷影响，导致其自营业务收入整体减少。

④2017 年度，证券经纪业务实现营业收入 42,101.23 万元，同比减少 12,063.79 万元，同比下降 22.27%，与 2017 年证券行业代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）降幅基本相符，主要原因系：2016 年末至 2017 年股票二级市场交易量收缩、佣金率持续下滑，在此背景下，广州证券的客户成交量与佣金收入亦大幅下降。

2) 2018 年较 2017 年营业收入下降的原因

2018 年，广州证券全年实现营业收入 111,359.14 万元，较 2017 全年同比下降 23.19%，具体情况如下：

①在证券行业监管趋严及股票二级市场持续走低、成交不活跃等多重因素影响下，2018 年度广州证券证券经纪业务、投资银行业务及资产管理业务收入较 2017 全年分别下降 9,465.61 万元、9,549.05 万元及 5,513.90 万元，下降幅度分别为 21.27%、29.17%及 22.82%

②2018 年，广州证券实现证券自营业务收入 50,819.84 万元，较 2017 全年增加 19,281.16 万元，增幅 61.13%，主要系 2018 年广州证券大幅增加债券自营业务投入，由此导致相关投资收益增加。

3) 2019 年第一季度营业收入变动的原因

2019 年第一季度广州证券营业收入较上年同期下降，其中，证券经纪业务同比上升，主要系证券二级市场整体回暖，交易量上升导致；除此之外，为保证过渡期内平稳过渡，广州证券投资银行业务、证券自营业务以及资产管理业务等在 2019 年第一季度均以经营存量业务为主，业务新增规模下降，故收入均呈下降趋势。

(2) 标的资产近三年净利润下滑甚至出现亏损的原因

1) 2017 年较 2016 年净利润下滑的原因

2017 年度，广州证券实现归属于母公司股东的净利润 16,988.19 万元，相比 2016 年度净利润 91,639.32 万元，同比下降 81.46%。主要原因系：

①报告期内，债券承销、债券自营、资产管理为主的债券类业务一直是广州证券的重要收入来源，占总收入比重较高。2017 年，受证券市场监管政策趋严及债券市场波动等因素影响，广州证券上述业务收入受到较大程度的影响；

②广州证券自 2017 年开始加快布局股权类投资银行和投资业务，不断加大资源配置力度，但由于业务布局成效显现仍需时间，目前上述业务对收入的贡献较小；

③自 2016 年下半年以来，广州证券加快全国业务布局，新增 83 家营业部和 30 家分公司，随着分支机构的正式设立和人员陆续到位，刚性成本支出有所增加；同时，受证券行业整体经营环境的影响，分支机构业务需要时间进行拓展，目前对收入的贡献尚未显现。

2) 2018 年较 2017 年净利润下滑的原因

2018 年度，广州证券的归属于母公司股东的净利润为-62,087.96 万元，相比 2017 年归属于母公司股东的净利润 16,988.19 万元，下降 79,076.15 万元，下降幅度较大，主要原因是：

①在证券行业监管趋严及股票二级市场持续走低、成交不活跃等多重因素影响下，2018 年度广州证券证券经纪业务、投资银行业务及资产管理业务收入较 2017 年全年分别下降 9,465.61 万元、9,549.05 万元及 5,513.90 万元，下降幅度分别为 21.27%、29.17%及 22.82%；

②2018 年度，因二级市场大幅波动，新三板市场加速下跌等原因，广州证券股票自营业务和新三板做市业务出现较大亏损；

③2018 年度，因股票指数大幅下跌，广州证券买入返售金融资产、融资融券业务计提的资产减值损失大幅增加，相比 2017 年度分别增加 42,508.36 万元及 3,920.19 万元；

④2018 年度，因广州证券合并报表范围发生变化，新增合并部分亏损结构化产品，由此导致当期净利润进一步减少。

3) 2019 年第一季度实现扭亏的原因

2019 年第一季度，广州证券实现盈利，主要原因系广州证券冲回信用减值损失 11,001.87 万元。一方面，由于 2019 年一季度股票二级市场触底回升且涨幅较大，质押标的股票的价格有所回升；另一方面，由于 2019 年一季度部分已计提资产减值损失

的股票质押业务客户进行了还款，广州证券整体股票质押式回购业务规模下降。基于上述原因，广州证券冲回前期已计提的买入返售金融资产信用减值损失，净利润较去年同期上升。

(3) 标的资产最近三年一期营业收入波动、净利润下滑甚至出现亏损的合理性

根据中国证券业协会发布的《证券公司 2016 年经营数据》《证券公司 2017 年经营数据》《证券公司 2018 年经营数据》以及《证券公司 2019 年第一季度经营数据》，证券行业最近三年营业收入、净利润呈现下滑趋势，与广州证券变动趋势相符。2019 年第一季度，我国证券行业整体回暖，全行业营业收入、净利润均大幅上升，同期广州证券营业收入下降，主要系受本次交易影响，为保证广州证券平稳过渡，保证客户及广州证券利益，广州证券在过渡期内以经营存量业务为主，业务新增规模下降，导致投资银行业务等收入大幅下降；广州证券净利润回升，主要系证券行业整体回暖所致，与行业趋势相符。综上，广州证券最近三年一期营业收入波动、净利润下滑甚至出现亏损具有合理性。

4、本次交易是否有利于增强上市公司盈利能力

2016 年以来，广州证券营业收入发生大幅波动，净利润下滑甚至出现亏损，主要系受到国家宏观经济政策、证券市场走势、自身项目储备不足及风险控制薄弱等多重因素影响。本次交易完成后，广州证券未来将定位为中信证券在华南地区从事特定业务的子公司，将充分利用中信证券在证券研究、产品开发、信息技术、合规管理以及风险控制等方面的经验和优势，弥补广州证券在应对宏观经济和二级市场研究以及风险控制方面的不足，提升客户服务能力，进一步巩固其在华南地区的业务竞争力。中信证券将凭借在管理能力、市场声誉度、综合化业务方面的优势，对广州证券进行优化整合，结合广州证券已形成的客户网络、区域品牌声誉、市场资源带来的协同效应，中信证券在广东省的整体业绩将有望进一步提升。

本次交易完成后，中信证券将成为广州证券的控股股东，有利于快速提升在广东及华南地区的竞争力，提高证券业务市场份额。伴随着华南地区业务的持续发力，上市公司的长期盈利能力有望获得提升。同时，越秀金控及金控有限成为合计持有中信证券 5%以上股份的主要股东，中信证券达成与越秀金控以及越秀集团的战略合作，未来有望借助主要股东以及广州证券在华南地区的客户网络，充分发掘业务资源，增强中信证券在华南地区甚至“粤港澳大湾区”的核心竞争力。

综上所述，中信证券收购广州证券能够充分发挥各自优势，弥补自身不足，具有市场、管理和战略上的协同效应，有助于提升上市公司的盈利能力。

（二）标的资产本次评估与历次股权转让估值水平差异较大的原因及合理性

1、本次交易评估作价与历次股权转让估值水平差异情况

广州证券本次交易评估作价与前三次股权转让评估交易定价依据的评估方法均为市场法，具体情况如下：

公司名称	评估基准日	评估目的	基准日 归属母公司净 资产 (万元)	基准日 归属母公司 净利润 (万元)	市场法 评估值 (万元)	市场法增 值率	市场法 对应 P/B (倍)	市场法 对应静 态 P/E (倍)
广州证券	2018/11/30	中信证券收购 越秀金控持有的 广州证券股权	1,014,665.45	-31,568.82	1,219,568.31	19.69%	1.20	/
	2017/9/30	越秀金控收购广州 证券小股东的 股权补充评估	1,127,425.01	18,664.81	1,919,686.83	72.06%	1.70	77.14
	2016/12/31	越秀金控收购广州 证券小股东的 股权补充评估	1,120,598.77	96,368.63	1,946,917.95	75.26%	1.74	20.20
	2016/6/30	越秀金控收购广州 证券小股东的股权	1,089,904.14	48,094.49	1,911,914.16	76.33%	1.75	19.88

2、本次交易评估作价与历次股权转让估值水平差异原因

（1）A 股市场证券行业情况

本次资产评估和前三次股权转让评估 A 股证券类上市公司市净率（P/B）对比情况如下：

序号	证券代码	证券简称	2018 年 11 月 30 日 P/B	2017 年 9 月 30 日 P/B	2016 年 12 月 31 日 P/B	2016 年 6 月 30 日 P/B
1	600030.SH	中信证券	1.37	1.49	1.39	1.44
2	600837.SH	海通证券	0.94	1.49	1.69	1.68
3	601211.SH	国泰君安	1.11	1.55	1.46	1.42
4	000776.SZ	广发证券	1.18	1.74	1.71	1.67
5	601688.SH	华泰证券	1.34	1.88	1.56	1.66
6	000166.SZ	申万宏源	1.49	2.19	2.47	2.52
7	600999.SH	招商证券	1.18	1.74	1.92	1.96
8	600958.SH	东方证券	1.31	2.45	2.43	2.74
9	601788.SH	光大证券	0.98	1.48	1.6	1.68
10	002736.SZ	国信证券	1.45	2.27	2.76	2.97
11	601066.SH	中信建投	1.53	-	-	-

序号	证券代码	证券简称	2018年11月 30日 P/B	2017年9月 30日 P/B	2016年12月 31日 P/B	2016年6月 30日 P/B
12	601377.SH	兴业证券	1.04	1.73	1.67	1.65
13	601901.SH	方正证券	1.22	1.96	1.84	1.73
14	000783.SZ	长江证券	1.14	2.08	2.3	3.2
15	601555.SH	东吴证券	1.05	1.78	1.99	2.02
16	601198.SH	东兴证券	1.52	2.72	3.14	4.55
17	000728.SZ	国元证券	1.04	2.04	1.98	1.69
18	000750.SZ	国海证券	1.48	1.84	2.24	2.4
19	600369.SH	西南证券	1.20	1.74	2.16	2.29
20	601108.SH	财通证券	1.49	-	-	-
21	000686.SZ	东北证券	1.07	1.57	1.9	2
22	601878.SH	浙商证券	1.96	5.73	-	-
23	002673.SZ	西部证券	1.74	3.18	4.94	5.73
24	601162.SH	天风证券	3.27	-	-	-
25	002939.SZ	长城证券	2.70	-	-	-
26	002500.SZ	山西证券	1.47	2.7	2.86	3.77
27	002926.SZ	华西证券	1.35	-	-	-
28	600109.SH	国金证券	1.22	1.97	2.26	2.36
29	600909.SH	华安证券	1.57	3.26	4.32	-
30	601375.SH	中原证券	1.85	3.61	-	-
31	601099.SH	太平洋	1.77	2.47	3.16	2.45
32	002797.SZ	第一创业	2.20	4.79	-	9.53
33	601990.SH	南京证券	2.66	-	-	-
平均值			1.51	2.35	2.32	2.71
广州证券市场法评估值对应 P/B			1.20	1.70	1.74	1.75

注：1、数据来源：WIND 资讯。

2、市净率=同行业公司基准日前 20 个交易日均价/同行业公司基准日归属于母公司每股净资产。

由上表统计数据可以看到，广州证券历次市场法评估值对应的 P/B 与行业平均水平接近且变动趋势基本一致。

2) 广州证券近年来营业收入情况及发展趋势

广州证券营业收入的主要来源是手续费及佣金净收入和投资收益。2016 年及 2017 年广州证券的手续费及佣金收入约占营业收入的 50%以上，在监管环境和市场竞争的冲击下，广州证券的营业收入自 2017 年起发生较明显下降。传统优势业务受市场

及监管的影响程度较大，债权融资、资产管理等主要收入来源的业务板块均有一定程度的下滑；除信用业务之外，其他非优势业务由于基础薄弱、竞争力不足等原因，也未实现收入的明显增长，广州证券母公司口径营业收入构成及变动情况如下表：

单位：万元

项目	历史年度					
	2016 年		2017 年		2018 年 1-11 月	
	母公司口径	占比	母公司口径	占比	母公司口径	占比
手续费及佣金净收入	195,734.35	71.36%	73,682.23	53.05%	46,352.10	40.25%
其中：证券经纪业务净收入	41,348.48	15.07%	32,628.64	23.49%	22,915.62	19.90%
投资银行业务净收入	77,051.89	28.09%	27,931.24	20.11%	18,752.86	16.28%
资产管理业务净收入	70,862.53	25.83%	11,683.26	8.41%	5,281.59	4.59%
利息净收入	10,064.36	3.67%	4,477.80	3.22%	-28,101.55	-24.40%
投资收益	70,927.63	25.86%	60,788.12	43.76%	89,985.77	78.13%
公允价值变动收益	-3,363.35	-1.23%	-1,647.06	-1.19%	6,568.43	5.70%
汇兑收益	344.52	0.13%	-334.22	-0.24%	316.66	0.27%
其他业务收入	0.50	0.0002%	0.65	0.0005%	0.34	0.0003%
资产处置收益	-25.19	-0.01%	1,549.89	1.12%	-	0.00%
其他收益	627.13	0.23%	384.15	0.28%	51.41	0.04%
营业收入合计	274,309.96	100%	138,901.57	100%	115,173.17	100%

注：广州证券（不包括广州期货股份有限公司 99.03%股份、金鹰基金管理有限公司 24.01%股权）2018 年 11 月 30 日、2017 年 12 月 31 日、2016 年 12 月 31 日的备考合并及母公司资产负债表，2018 年 1-11 月、2017 年度、2016 年度的备考合并及母公司利润表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）进行了专项审计，出具了 XYZH/2019GZA10012 号标准无保留意见备考审计报告初稿。

经纪业务方面，近年来广州证券分支机构快速扩张，市场份额不断提升，2018 年上半年行业排名第 46 位，较 2017 年底提升 13 位。但同时新设分支机构业务处于开拓期，一定程度上带来了较大的成本负担，且随着行业佣金率的不断下滑，使得广州证券经纪业务方面的收入不断下滑。

投资银行业务方面，2018 年上半年股票和债券主承销金额行业排名分别为第 22 位和第 32 位，分别较 2017 年底提升 24 位和 6 位。但受金融监管加强、证券行业竞争加剧影响，广州证券投行业务收入出现一定下滑。

资产管理业务方面，广州证券近年来以固定收益投资为特色，资产管理规模显著提升。但随着 2018 年资管新规的出台、市场资金面趋紧以及资管行业风险事件频发等外部环境的影响，广州证券资产管理业务收入持续下滑。

证券投资业务方面，广州证券近几年固定收益自营业务持续保持稳定的收入贡献，在行业内构建了一定的竞争优势，广州证券投资收益的占比逐年提高。但由于 A 股及新三板市场下跌，广州证券股票自营业务和新三板做市业务出现了持续亏损的情况。

总体而言，面对证券行业“强者恒强”的激烈竞争格局及不断向头部券商集中的趋势，广州证券近年来的综合竞争力有所下降，经营压力进一步加大。

3、本次交易评估作价与历次股权转让估值水平差异的合理性

综上所述，2016 年-2018 年由于外部宏观经济环境、证券行业发展趋势和广州证券自身发展情况均发生了较大变化，在 2016 年 6 月 30 日、2016 年 12 月 31 日、2017 年 9 月 30 日、2018 年 11 月 30 日四个基准日基于上述变动广州证券评估值亦出现相应变动，但与同一时点行业估值水平相比具有合理性，故本次交易评估作价与历次股权转让估值水平差异亦具备合理性，本次交易评估作价公允反映广州证券市场价值。

（三）本次交易市场法评估值高于收益法评估值的原因、本次交易最终以市场法评估结果作价的原因和合理性

1、本次交易市场法评估值高于收益法评估值的原因

市场法评估值高于收益法评估值，主要原因是由于评估对象作为证券公司，其收益状况与证券市场的走势关联度较强，盈利能力对宏观经济政策、利率、汇率、投资心理以及国际经济金融环境反应较为敏感，业务经营和盈利水平对证券市场行情及其走势有较强的依赖性。因此证券公司收益法盈利预测不可避免地会受到主观判断和未来收益不可预见等因素的影响，盈利预测的实现具有一定的不确定性，难以对评估对象未来的盈利进行准确地预测。

与此同时，市场法是以公开市场上的参照物来评价评估对象的价值，通过评估对象与同行业可比上市公司之间的参数对比，相对公允而合理地体现了评估对象的市场价值。

综上所述，市场法评估反映了在正常公平交易的条件下公开市场对于企业价值的评定，其中涵盖了收益法所无法体现的供求关系的影响，故市场法评估值高于收益法评估值。

2、本次交易最终以市场法评估结果作价的原因和合理性

(1) 通过上述收益法和市场法的对比，本次评估以市场法评估结果作价，是由于评估对象作为证券公司，收益法盈利预测不可避免地会受到主观判断和未来收益不可预见等因素的影响，盈利预测的实现具有一定的不确定性，而市场法是以公开市场上的参照物来评价评估对象的价值，它具有评估角度和评估途径直接、评估过程直观、评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强等特点，更能客观反映评估对象的市场公允价值。

(2) 资本市场证券公司评估实践主要采用市场法评估结果作价

从资本市场证券公司评估实践来看，由于存在活跃的公开市场且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评估结果作价，同类交易案例评估选用方法如下：

序号	收购方	被收购方	评估基准日	评估选用方法	最终评估方法
1	方正证券（601901）	民族证券	2013/8/31	资产基础法、市场法	市场法
2	泛海控股（000046）	民生证券	2013/12/31	市场法、收益法	市场法
3	中纺投资（600061）	安信证券	2014/6/30	市场法、收益法	市场法
4	中航资本（600705）	中航证券	2014/8/31	市场法、收益法	市场法
5	大智慧（601519）	湘财证券	2014/9/30	市场法、收益法	市场法
6	东方财富（300059）	同信证券	2014/12/31	市场法、收益法	市场法
7	华声股份（002670）	国盛证券	2015/4/30	市场法、收益法	市场法
8	哈投股份（600864）	江海证券	2015/9/30	市场法、收益法	市场法
9	宝硕股份（600155）	华创证券	2015/8/31	市场法、资产基础法	市场法
10	华鑫股份（600621）	华鑫证券	2016/8/31	市场法、资产基础法	市场法

注：表中数据来源 WIND 资讯。

综合以上因素及资本市场同类可比交易案例评估选用方法，本次交易最终以市场法评估结果作价是合理的。

（四）广州证券市场法评估值的合理性

1、市场可比交易的市净率、静态和动态市盈率水平

根据上市公司公开资料，市场可比交易的市净率、静态和动态市盈率水平如下：

序号	案例	评估基准日	评估结论 选取方法	市净率	静态 市盈率	动态 市盈率
----	----	-------	--------------	-----	-----------	-----------

序号	案例	评估基准日	评估结论 选取方法	市净率	静态 市盈率	动态 市盈率
1	中纺投资发行股份购买安信证券 100%股权	2014/6/30	市场法	1.80	35.39	21.37
2	大智慧发行股份购买湘财证券 100%股权	2014/9/30	市场法	2.12	65.21	21.45
3	东方财富发行股份购买同信证券 100%股权	2014/12/31	市场法	3.82	274.56	20.94
4	华声股份发行股份购买国盛证券 100%股权	2015/4/30	市场法	2.12	24.96	8.50
5	宝硕股份发行股份购买华创证券 95.01%股权	2015/8/31	市场法	2.33	29.84	8.71
6	哈投股份发行股份购买江海证券 100%股权	2015/9/30	市场法	2.01	25.33	9.07
7	华鑫股份发行股份购买华鑫证券 66%股权	2016/8/31	市场法	1.60	10.60	21.46
均值				2.26	66.55	15.93
广州证券				1.20	71.79	-35.41

注：表中数据来源 WIND 资讯。

由上表可知，近年来可查询的 A 股市场发生的可比交易案例平均市净率为 2.26 倍、平均静态市盈率为 66.50 倍、平均动态市盈率为 15.93 倍。本次交易评估中，广州证券评估值对应调整后扣除缺乏流动性折扣及考虑控股权溢价后市净率为 1.20 倍，低于可比交易案例的估值水平。由于证券公司的盈利能力与证券市场走势关联度较强，可比交易案例的基准日在 2014 年-2016 年期间，证券市场从 2014 年下半年开始至 2015 年 6 月，沪深股市持续走高，证券公司业绩随之上升，而从 2015 年 7 月至 2017 年初，沪深股市在经历了数轮波动后证券公司的估值亦出现相应下降。近两年来，受到整体证券市场活跃度下降的影响，证券公司经营业绩普遍下滑。

本次评估广州证券基准日归属母公司净利润为-31,568.82 元，市场法估值相对应的动态市盈率为-35.41 倍。广州证券 2017 年归属母公司净利润为 16,988.19 万元，市场法估值相对应的静态市盈率为 71.79 倍。在证券行业监管趋严及股票二级市场持续走低、成交不活跃等多重因素影响下，广州证券 2018 年度广州证券的证券经纪业务、投资银行业务及资产管理业务收入与 2017 年度相比均有所下降；因二级市场大幅波动，新三板市场加速下跌等原因，2018 年度广州证券股票自营业务和新三板做市业务出现较大亏损；因股票指数大幅下跌，2018 年度广州证券买入返售金融资产、融资融券业

务计提的资产减值损失大幅增加。故本次评估广州证券动态市盈率与静态市盈率相比有较大的差异。

本次对广州证券的市场法评估采用市净率 P/B 作为价值乘数主要因为证券类上市公司的市盈率波动较大，而市净率相对稳定。证券公司存在严格的行业准入限制和风控监管要求，其净资产、净资本规模是决定证券公司价值的关键指标，而证券公司的收益受宏观经济形势和资本市场行情等因素影响，波动较大。若价值乘数越稳定，表明投资者的买卖决策越趋于一致，用于价值评估的可靠性越高。因此，对证券公司来说，市净率比市盈率更能客观真实反映证券公司的市场价值。

2、同类业务上市公司的市净率、静态和动态市盈率水平

根据上市公司公开资料，同类业务上市公司的市净率、静态和动态市盈率水平如下：

证券代码	证券简称	市净率	静态市盈率	动态市盈率
000166.SZ	申万宏源	1.49	21.75	23.12
000686.SZ	东北证券	1.07	23.93	53.75
000728.SZ	国元证券	1.04	22.23	41.71
000750.SZ	国海证券	1.48	47.34	-310.01
000776.SZ	广发证券	1.18	11.95	16.20
000783.SZ	长江证券	1.14	20.22	49.57
002500.SZ	山西证券	1.47	44.69	125.40
002673.SZ	西部证券	1.74	39.52	76.97
002736.SZ	国信证券	1.45	16.08	23.38
002797.SZ	第一创业	2.20	45.14	76.56
002926.SZ	华西证券	1.35	23.36	24.43
002939.SZ	长城证券	2.43	36.48	46.61
600030.SH	中信证券	1.37	17.88	18.89
600109.SH	国金证券	1.22	19.61	22.81
600369.SH	西南证券	1.20	32.24	57.47
600837.SH	海通证券	0.94	12.60	17.91
600909.SH	华安证券	1.57	27.87	44.76
600958.SH	东方证券	1.31	18.16	35.30
600999.SH	招商证券	1.18	15.91	19.64

证券代码	证券简称	市净率	静态市盈率	动态市盈率
601066.SH	中信建投	1.53	19.88	25.20
601099.SH	太平洋	1.77	162.96	-128.23
601108.SH	财通证券	1.49	18.78	29.21
601162.SH	天风证券	2.94	77.42	81.30
601198.SH	东兴证券	1.52	22.10	24.92
601211.SH	国泰君安	1.11	14.14	16.72
601375.SH	中原证券	1.85	40.09	79.80
601377.SH	兴业证券	1.04	14.83	32.93
601555.SH	东吴证券	1.05	27.25	124.27
601688.SH	华泰证券	1.34	14.94	15.32
601788.SH	光大证券	0.98	15.25	23.92
601878.SH	浙商证券	1.96	25.76	33.68
601881.SH	中国银河	1.18	19.56	31.56
601901.SH	方正证券	1.22	30.99	78.06
601990.SH	南京证券	2.66	60.99	78.84
中值		1.36	22.16	32.24
均值		1.48	31.23	29.76
广州证券		1.20	71.79	-35.41

注：上表中各上市公司的市净率、静态和动态市盈率数据来源为 WIND 资讯。其中，本次评估市场法计算中使用的市净率为基准日前 20 个交易日均值，故上表中的市净率=同行业公司基准日前 20 个交易日均价/同行业公司基准日归属于母公司每股净资产；上表中的静态市盈率数据以上市公司截至 2017 年 12 月 31 日归属于母公司所有者净利润为基准计算，动态市盈率数据以上市公司截至 2018 年 9 月 30 日归属于母公司所有者净利润年化后为基础计算。

由上表可知，本次评估广州证券市净率低于同行业可比上市公司的平均水平，鉴于广州证券尚未上市，对其股东权益的估值考虑了一定的流动性折扣。本次交易的评估值符合行业定价规则，评估结果具有合理性。

3、期后可比公司股价上涨情况

可比公司	2019 年 10 月 9 日收盘价	本次评估中使用的 11 月 区间成交均价	变动情况	变动幅度
	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(4) = (3) / (2)
国海证券	4.98	4.78	0.2	4.18%
第一创业	6.31	5.55	0.76	13.69%
西部证券	8.87	8.71	0.16	1.84%

可比公司	2019年10月9日收盘价	本次评估中使用的11月 区间成交均价	变动情况	变动幅度
	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(4) = (3) / (2)
西南证券	4.53	4.04	0.49	12.13%
太平洋	3.45	2.91	0.54	18.56%
均值				10.08%

如上表所示，期后可比公司股价并未呈现大幅变动。综上所述，本次交易广州证券市场法具有合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1、最近三年一期，广州证券受我国证券行业整体波动以及自身业务布局的影响，营业收入大幅变动、净利润持续阶梯性下滑深圳亏损，具有合理性。本次交易完成后，中信证券及广州证券能够各自优势，弥补自身不足，具有市场、管理和战略上的协同效应，本次交易有助于增强上市公司盈利能力。

2、自 2016 年以来，由于外部宏观经济环境、证券行业发展趋势和广州证券自身发展情况均发生了较大变化，广州证券评估值亦出现相应变动，但与同一时点行业估值水平相比具有合理性，本次交易评估作价与历次股权转让估值水平差异亦具备合理性，本次交易评估作价公允反映广州证券市场价值。

3、市场法评估反映了在正常公平交易的条件下公开市场对于企业价值的评定，其中涵盖了收益法所无法体现的供求关系的影响，故市场法评估值高于收益法评估值。由于评估对象作为证券公司，市场法是以公开市场上的参照物来评价评估对象的价值，更能客观反映评估对象的市场公允价值，符合市场惯例，本次评估采用市场法评估结果作为最终评估结论具有合理性。

4、本次交易评估中，广州证券评估值对应调整后扣除缺乏流动性折扣及考虑控股权溢价后市净率为 1.20，低于可比交易案例的估值水平；本次评估广州证券市净率在考虑非上市原因造成的流行性折扣后低于同行业可比上市公司的平均水平，符合行业定价规则，评估结果具有合理性。

14、申请文件显示，市场法评估中，1) 选用市净率(P/B)作为价值比率。2) 选取国海证券、西南证券、西部证券、太平洋、第一创业等五家上市公司作为可比公司。3) 对价值比率从资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力等方面进行修正。4) 缺乏流动性折扣率取值为 30%，控股权溢价率为 11%。请你公司：1) 补充披露广州证券证券与上述五家可比证券公司可比性。2) 补充披露选取相关指标对资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力进行比较的充分性及合理性。3) 结合广州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。4) 结合标的资产市场法评估中选取参数的实质内涵，补充披露是否属于《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”。5) 结合市场可比交易情况，补充披露缺乏流动性折扣、控制权溢价等评估参数选取依据及和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【反馈回复】

一、反馈意见回复

(一) 广州证券与上述五家可比证券公司的可比性

本次交易评估中，评估机构在规模筛选时尽量选择与广州证券接近的证券公司作为可比对象。具体如下：

本次评估从证券行业上市公司的资产及业务规模方面进行筛选，以总资产、归属母公司净资产、营业收入和归属母公司净利润等指标作为参考依据。截至评估基准日，深沪两市证券类上市公司共 34 家，各证券类上市公司的资产规模和营业规模等情况列表如下：

序号	证券代码	证券简称	资产总计 [报告期]2018 三季 [报表类型]合并报表 [单位]万元	归属母公司股东的权益 [报告期]2018 三季 [报表类型]合并报表 [单位]万元	营业收入（折算 成 11 月）	归属母公司股东的 净利润(折算 成 11 月)
1	600030.SH	中信证券	61,414,602.16	15,279,172.69	3,325,579.63	894,005.33
2	600837.SH	海通证券	55,648,533.91	11,774,201.52	1,977,208.24	438,497.01
3	601211.SH	国泰君安	42,956,806.59	12,358,317.51	2,051,798.11	673,717.77
4	000776.SZ	广发证券	39,253,191.39	8,589,071.88	1,388,406.76	502,783.51
5	601688.SH	华泰证券	38,112,511.23	10,624,363.15	1,530,129.77	547,531.53
6	000166.SZ	申万宏源	34,888,074.85	6,912,069.44	1,144,779.25	404,736.49
7	600999.SH	招商证券	29,141,291.71	7,983,458.35	952,304.58	375,432.79

序号	证券代码	证券简称	资产总计 [报告期]2018 三季 [报表类型]合并报表 [单位]万元	归属母公司股东的权益 [报告期]2018 三季 [报表类型]合并报表 [单位]万元	营业收入(折算 成 11 月)	归属母公司股东的 净利润(折算 成 11 月)
8	601881.SH	中国银河	25,625,366.62	6,551,697.74	773,472.11	228,523.44
9	600958.SH	东方证券	22,700,065.71	5,143,879.31	802,473.65	110,470.87
10	601788.SH	光大证券	20,843,557.07	4,878,495.27	714,860.61	143,828.19
11	002736.SZ	国信证券	20,587,301.71	5,203,692.20	774,648.18	236,059.87
12	601066.SH	中信建投	20,030,516.74	4,848,140.53	954,690.34	267,113.53
13	601377.SH	兴业证券	16,307,175.70	3,322,186.27	559,462.24	88,835.10
14	601901.SH	方正证券	15,473,485.63	3,791,159.32	453,227.39	55,557.88
15	000783.SZ	长江证券	10,416,339.47	2,710,913.07	438,129.62	69,805.58
16	601555.SH	东吴证券	8,938,116.78	2,042,458.81	307,850.74	23,465.92
17	601198.SH	东兴证券	8,421,653.77	1,952,847.28	269,601.85	95,142.03
18	000728.SZ	国元证券	7,627,767.68	2,490,998.02	198,779.31	40,104.24
19	000750.SZ	国海证券	6,452,122.57	1,360,282.30	181,743.23	15,656.79
20	600369.SH	西南证券	6,440,485.79	1,901,788.84	223,437.39	36,298.02
21	601108.SH	财通证券	6,338,587.55	2,008,535.71	286,863.34	82,230.81
22	000686.SZ	东北证券	6,335,385.24	1,516,384.78	505,654.58	33,115.06
23	601878.SH	浙商证券	5,521,734.95	1,359,926.47	319,408.52	68,676.24
24	002673.SZ	西部证券	5,356,942.51	1,754,752.78	198,801.50	42,043.01
25	601162.SH	天风证券	5,353,962.58	1,150,835.90	242,940.26	32,268.01
26	002939.SZ	长城证券	5,252,932.78	1,465,458.82	249,148.23	58,587.31
27	002500.SZ	山西证券	5,006,815.16	1,238,525.77	531,762.87	14,183.53
28	002926.SZ	华西证券	4,840,275.16	1,830,308.59	246,555.21	98,029.01
29	600109.SH	国金证券	4,571,452.29	1,925,875.64	305,332.18	86,812.57
30	600909.SH	华安证券	4,569,709.86	1,237,244.14	148,999.67	43,703.90
31	601375.SH	中原证券	4,406,144.19	1,006,013.27	155,183.23	16,602.63
32	601099.SH	太平洋	3,942,557.16	1,125,380.97	78,812.01	-21,641.71
33	002797.SZ	第一创业	3,304,901.80	884,382.03	153,537.66	15,320.97
34	601990.SH	南京证券	2,341,661.55	1,056,520.87	110,528.73	27,624.54
35		广州证券	4,809,797.56	1,014,665.45	111,253.32	-31,568.82

注：表中数据来源 WIND 资讯；考虑 2018 年 9 月 30 日与 2018 年 11 月 30 日资产总计、归属于母公司股东的权益数据波动不大，故资产总计、归属于母公司股东的权益数据选取报告期为 2018 年三季度报数据作为对比；营业收入、归属于母公司股东的净利润数据口径为通过 2018 年三季度报合并报表数据折算成 11 月数据。加粗字体为准可比企业。

从上表可以看出，和广州证券较为接近的证券公司主要有国海证券、西南证券、西部证券、天风证券、华安证券、中原证券、太平洋、第一创业和南京证券，因此将该九家证券公司作为准可比企业。

从资产规模和营业规模可以看出，广州证券的总资产、归属母公司股东的权益居中，较接近太平洋、南京证券和第一创业，其营业收入和净利润与其余六家准可比公司相比仍有一定差距，但九家公司均为中型综合类券商，仍有一定的可比性。

评估人员对准可比公司基准日 P/B 的重大影响及异常因素进一步分析，并剔除新上市的证券公司后，选择了国海证券、西南证券、西部证券、太平洋、第一创业这五家可比公司，其资产及业务规模相较于行业内其他公司，与广州证券更具可比性。

综合以上分析，本次评估选取国海证券、西南证券、西部证券、太平洋、第一创业等五家上市公司作为广州证券的可比公司较为合理。

（二）选取相关指标对资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力进行比较的充分性及合理性

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从资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力共六个方面进行分析。本次市场法评估中对比较调整所选取的修正因素均根据《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》中指引的相关修正因素。

证券公司业务比较同质化，业务主要包括：经纪业务、投资银行业务、自营业务、资产管理业务等。本次评估对各业务板块都选取了具有代表性的财务和业务指标进行对比。证券公司属于金融企业，受监管部门的风控监管要求，本次评估还对各可比公司和广州证券的多项风险管理能力指标进行了对比。

本次市场法评估中选用的调整指标具体如下：

1、 资产管理规模方面选用的调整指标

资产管理规模选取指标包括总资产、归母净资产、净资本、注册资本。

净资本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。

总资产、净资产、注册资本（股本）是衡量证券公司规模的重要指标，其中总资产、净资产规模是证券公司资本实力及市场影响力的基础。

2、 经营能力方面选用的调整指标

经营能力选取指标包括股基交易量、市场份额、营业部数量、代理买卖证券业务净收入、证券承销业务净收入、投资收益、资产管理规模。

对于证券公司，经营能力中的关键指标是股基交易量、市场份额和营业部数量。

股基交易量、市场份额、营业部数量指标主要反映的是企业现有的经营规模及获利水平。代理买卖证券业务净收入反映公司业务结构。证券承销业务净收入反映企业市场竞争力。投资收益反映企业投资交易能力。资产管理规模反映企业资产管理业务产品能力。

3、 盈利能力方面选用的调整指标

盈利能力选取指标包括营业收入、归属母公司净利润、ROE/COE、多年平均净资产收益率、总资产收益率。

广州证券是从事证券业为主的金融服务企业，公司收益波动幅度较大。而证券公司 P/B 相对稳定，P/B 的合理差异主要源于净资产收益率差异和公司股权成本差异，净资产收益率(ROE)超越股权成本率(COE)越多（“ROE/COE”值高），估值溢价(P/B)便越高，因此本次把 ROE/COE 作为盈利能力的一项重要指标来进行分析比较，其指标越高则表明企业盈利能力越强。

营业收入、归属母公司净利润主要是反映企业的产品或服务的竞争力、战略布局、发展前景、获利能力等。

多年平均净资产收益率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。

4、 成长能力方面选用的调整指标

成长能力选取指标包括收入复合增长率、归属母公司净利润复合增长率。

收入复合增长率、归属母公司净利润复合增长率反映企业所具有的成长潜力，增长率愈高，显示企业的经营活动具有较强的竞争能力或较好的成长性，公司估值溢价越高。

5、 风险管理能力方面选用的调整指标

风险管理能力选取指标主要将“以净资本为核心的风险控制指标”作为一项价值调整因素，并结合中国证监会每年发布的证券公司分类评级评价进行比较分析。

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。风险控制指标值越高，认为公司综合性风险控制越好，公司的盈利能力持续性、稳定性越好，业务扩张能力越强，故选择将“以净资本为核心的风险控制指标”作为一项价值调整因素。中国证监会每年发布的证券分类评级评价，主要体现的是证券公司合规管理和风险控制的整体状况，故本次也将其纳入对比体系。

6、 创新能力方面选用的调整指标

创新能力选取指标为证券公司新业务开展情况。

持续创新，是金融机构，尤其是证券公司持续发展的核心。纵观国际投行的发展史，创新是他们盈利持续快速增长的基础，尽管过度创新导致了金融危机的爆发，但在加强监管的背景下，只有创新才能生存。

证券公司业务创新能力主要体现在互联网证券业务、股票质押回购业务、代销金融产品业务等几方面新业务开展情况，故选择了上述新业务开展情况进行比较分析。

上述指标从资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力等六大方面进行对比，涵盖了证券公司的财务、业务、风险控制等关键指标，因此认为选取的相关指标对资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力进行比较是充分且具有合理性的。

（三）广州证券与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从资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力共六个方面进行分析。

具体修正过程及依据如下：

（1）资产管理规模比较

资产管理规模选取指标包括总资产、归母净资产、净资本、注册资本，广州证券与可比公司具体数据如下：

项目	可比公司/内容	广州证券	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
资产管理规模	2018年9月30日总资产（万元）	4,608,542.46	6,452,122.57	3,304,901.80	5,356,942.51	6,440,485.79	3,942,557.16
	2018年1-9月归属于母公司的净资产（万元）	1,031,072.41	1,360,282.30	884,382.03	1,754,752.78	1,901,788.84	1,125,380.97
	2018年6月30日净资本（万元）	1,093,799.36	1,517,895.11	661,128.28	1,559,286.62	1,515,384.15	1,307,134.38
	2018年11月30日注册资本（股本）（万元）	536,045.69	421,554.20	350,240.00	350,183.98	564,510.91	681,631.64

净资本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。企业净资本越大，其资产管理规模也越大，修正时向上调整，反之向下调整。

总资产、净资产、注册资本（股本）是衡量证券公司规模的重要指标，其中总资产、净资产规模是证券公司资本实力及市场影响力的基础。上述指标越大，其资产管理规模也越大，修正时向上调整，反之向下调整。

（2）经营能力比较

经营能力选取指标包括股基交易量、市场份额、营业部数量、代理买卖证券业务净收入、证券承销业务净收入、投资收益、资产管理规模，广州证券与可比公司具体数据如下：

项目	指标	广州证券	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
经营能力	2018年1-3月股基交易量（亿元）	2,637.43	3,315.47	2,613.76	2,572.04	4,441.23	1,746.43
	市场份额	0.45%	0.56%	0.44%	0.44%	0.75%	0.30%
	2016-2018年9月代理买卖证券业务占比	16.13%	24.33%	15.64%	25.11%	22.37%	23.91%
	2018年6月30日营业部数量	136	129	50	107	119	89
	2018年1-9月代理买卖证券业务净收入（万元）	17,177.63	41,075.55	18,745.44	42,592.57	39,897.03	23,408.08
	2018年1-9月证券承销业务净收入（万元）	8,090.11	14,148.70	15,428.97	15,368.86	34,386.91	9,595.67
	2018年1-9月投资净收益（万元）	75,434.16	96,500.77	46,044.98	99,527.17	97,048.01	62,016.50
	2018年6月30日资产管理规模（万元）	18,433,489.18	15,877,921.63	56,512,957.84	5,785,085.77	7,937,645.32	16,726,038.74

注：交易所仅公布至 2018 年 3 月各证券公司股基交易量

对于证券公司，经营能力中的关键指标是股基交易量、市场份额和营业部数量。股基交易量、市场份额、营业部数量指标主要反映的是企业现有的经营规模，指标越高，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。

代理买卖证券业务净收入占比越高，说明公司业务结构越不好，其指标越高，修正时向下调整，反之向上调整。

证券承销业务净收入反映企业市场竞争力，其指标越高，说明企业市场竞争力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

投资收益反映企业投资交易能力，其指标越高，说明企业投资交易能力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

资产管理规模反映企业资产管理业务产品能力，其指标越高，说明企业资产管理业务产品能力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

（3）盈利能力比较

盈利能力选取指标包括营业收入、归属母公司净利润、ROE/COE、多年平均净资产收益率、总资产收益率，广州证券与可比公司具体数据如下：

项目	指标	广州证券	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
盈利能力	2018 年 1-9 月营业收入（万元）	86,878.69	148,699.01	125,621.72	162,655.77	182,812.41	64,482.55
	2018 年 1-9 月归属于母公司的净利润（万元）	-11,259.25	12,810.10	12,535.34	34,398.83	29,698.38	-17,706.85
	ROE/COE（2016 年至 2018 年 9 月）	49.81%	50.88%	55.68%	72.34%	44.59%	28.06%
	多年平均净资产收益率（2016 年至 2018 年 9 月）	5.90%	6.25%	6.59%	8.58%	5.07%	3.41%
	2018 年 1-9 月总资产收益率（年化）	-0.35%	0.26%	0.51%	0.88%	0.62%	-0.55%

广州证券是从事证券业为主的金融服务企业，公司收益波动幅度较大。而证券公司 P/B 相对稳定，P/B 的合理差异主要源于净资产收益率差异和公司股权成本差异，净资产收益率(ROE)超越股权成本率(COE)越多（“ROE/COE”值高），估值溢价(P/B)便越高，因此本次把 ROE/COE 作为盈利能力的一项重要指标来进行分析比较，其指标越高企业盈利能力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

营业收入、归属母公司净利润主要是反映企业的产品或服务的竞争力、战略布局、发展前景等。其指标越高，说明企业获利能力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

多年平均净资产收益率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。

总资产收益率是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，其指标高则修正时向上调整，反之向下调整。

（4）成长能力比较

成长能力选取指标包括收入复合增长率、归属母公司净利润复合增长率，广州证券与可比公司具体数据如下：

项目	指标	广州证券	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
成长能力	2016年至2018年9月收入复合增长率	-35.65%	-28.13%	-9.11%	-20.21%	-18.08%	-30.96%
	2016年至2017年归属母公司净利润复合增长率	-81.46%	-63.00%	-24.73%	-33.11%	-27.11%	-82.59%

数据来源：广州证券数据由其2016年至2018年11月两年一期专项审计报告及2018年1-9月未经审计的报表数据计算得出，可比公司数据由其2016年、2017年年报及2018年三季度报相关数据计算得出。

结合证券行业的特点，本次选用前三年各业务板块收入计算收入复合增长率、选用前三年归属于母公司股东的净利润计算利润复合增长率，来反映企业所具有的成长潜力。增长率愈高，显示企业的经营活动具有较强的竞争能力或较好的成长性，公司估值溢价越高，故修正时向上调整，反之向下调整。

（5）风险管理能力比较

风险管理能力选取指标主要将“以净资本为核心的风险控制指标”作为一项价值调整因素，并结合中国证监会每年发布的证券公司分类评级评价进行比较分析，广州证券与可比公司具体数据如下：

项目	指标	广州证券	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
风险管理能力	2018年6月30日净资本/各项风险资本准备之和	199.55%	254.12%	151.47%	280.16%	223.68%	228.09%
	2018年6月30日净资本/负债	37.66%	37.38%	38.26%	76.02%	48.73%	51.73%
	2018年6月30日净资本/净资产	98.54%	115.15%	76.76%	89.18%	80.75%	113.79%
	2018年6月30日净资产/负债	38.22%	32.46%	49.85%	85.24%	60.35%	45.46%
	2018年6月30日资本杠杆率	18.16%	20.43%	17.15%	40.80%	22.66%	23.49%
	2018年6月30日流动性覆盖率	311.01%	283.33%	249.24%	649.05%	237.35%	302.95%
	2018年6月30日净稳定资金率	146.14%	198.86%	152.50%	151.20%	163.03%	140.94%
	证监会2018年证券公司分类评价	BBB	B	BBB	BB	BBB	BB
	2018年9月30日资产负债率（扣除客户交易结算资金）	74.24%	74.17%	67.30%	60.03%	64.70%	68.00%

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。风险控制指标值越高，认为公司综合性风险控制越好，公司的盈利能力持续性、稳定性越好，业务扩张能力越强，故选择将“以净资本为核心的风险控制指标”作为一项价值调整因素。中国证监会每年发布的证券分类评级评价，主要体现的是证券公司合规管理和风险控制的整体状况，故本次也将其纳入对比体系。

具体参考分析指标有净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资本/净资产、净资产/负债、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率、资产负债率（扣除客户交易结算资金）、证监会 2018 年证券公司分类评价。其中资产负债率（扣除客户交易结算资金）指标越大，企业抗风险能力越弱，修正时向下调整，反之向下。其余指标越大，企业抗风险能力越强，修正时向上调整，反之向下调整。

（6）创新能力比较

创新能力选取指标包括证券公司新业务开展情况，广州证券与可比公司具体数据如下：

项目	公司比较指标	广州证券	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
创新能力	互联网证券业务开展情况	有	有	有	有	有	有
	股票质押回购业务开展情况	有	有	有	有	有	有
	代销金融产品业务开展情况	有	有	有	有	有	有

持续创新，是金融机构，尤其是证券公司持续发展的核心。纵观国际投行的发展史，创新是他们盈利持续快速增长的基础，尽管过度创新导致了金融危机的爆发，但在加强监管的背景下，只有创新才能生存。

证券公司业务创新能力主要体现在互联网证券业务、股票质押回购业务、代销金融产品业务等几方面新业务开展情况，故选择了上述新业务开展情况进行比较分析。

（7）对比因素设定说明

通过对上述各项能力分析板块各指标进行分析比较后对其进行了打分，打分原则为广州证券为 100，以广州证券为中心等距划分指标区间，每个指标区间对应一个分数，相邻两个指标区间相差 2 分；劣于目标公司指标的则分数小于 100，优于目标公司指标的则分数大于 100。按每个指标区间相差两分设置。打分情况如下：

项目	可比公司/内容	广州证券	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
----	---------	------	------	------	------	------	-----

项目	可比公司/内容	广州证券	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
资产管理规模	2018年9月30日总资产(万元)	100	110	94	104	110	96
	2018年1-9月归属于母公司的净资产(万元)	100	104	98	108	110	100
	2018年6月30日净资本(万元)	100	110	92	110	110	106
	2018年11月30日注册资本(股本)(万元)	100	98	96	96	100	102
经营能力	2018年1-3月股基交易量(亿元)	100	102	100	100	106	96
	市场份额	100	102	100	100	106	96
	2016-2018年9月代理买卖证券业务占比	100	98	100	98	98	98
	2018年6月30日营业部数量	100	100	90	96	98	94
	2018年1-9月代理买卖证券业务净收入(万元)	100	108	100	108	108	102
	2018年1-9月证券承销业务净收入(万元)	100	102	102	102	106	100
	2018年1-9月投资净收益(万元)	100	106	92	106	106	96
	2018年6月30日资产管理规模(万元)	100	100	108	98	98	100
盈利能力	2018年1-9月营业收入(万元)	100	106	104	108	110	98
	2018年1-9月归属于母公司的净利润(万元)	100	104	104	108	108	98
	ROE/COE(2016年至2018年9月)	100	100	102	104	98	96
	多年平均净资产收益率(2016年至2018年9月)	100	100	100	102	100	98
	2018年1-9月总资产收益率(年化)	100	106	108	110	108	100
成长能力	2016年至2018年9月收入复合增长率	100	102	108	106	106	102
	2016年至2017年归属母公司净利润复合增长率	100	102	110	108	110	100
风险管理能力	2018年6月30日净资本/各项风险资本准备之和	100	106	96	108	102	102
	2018年6月30日净资本/负债	100	100	100	110	102	104
	2018年6月30日净资本/净资产	100	102	96	98	96	102
	2018年6月30日净资产/负债	100	98	102	110	104	102
	2018年6月30日资本杠杆率	100	100	100	102	100	100
	2018年6月30日流动性覆盖率	100	100	100	102	100	100
	2018年6月30日净稳定资金率	100	110	102	102	104	98
	证监会2018年证券公司分类评价	100	96	100	98	100	98
	2018年9月30日资产负债率(扣除客户交易结算资金)	100	100	104	106	104	104
创新能力	互联网证券业务开展情况	100	100	100	100	100	100
	股票质押回购业务开展情况	100	100	100	100	100	100
	代销金融产品业务开展情况	100	100	100	100	100	100

然后用广州证券分值/可比公司分值得到可比公司各项指标的调整系数，赋予各项指标相应的权重，六个板块中每个板块的指标权重和均为 100%，从而得到各板块的调整系数，最后各板块的调整系数相乘的值即是该公司的调整系数，即 P/B 的修正系数。

（8）调整系数的确定

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法，各影响因素指标调整系数详见下表：

对比因素	国海证券	第一创业	西部证券	西南证券	太平洋
资产管理规模调整	0.94	1.06	0.94	0.92	0.99
经营能力调整	0.98	1.03	1.00	0.97	1.04
盈利能力调整	0.98	0.98	0.96	0.98	1.03
成长能力调整	0.98	0.92	0.93	0.93	0.99
风险管理能力调整	0.99	1.00	0.97	0.99	1.00
创新能力调整	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
修正系数	0.88	0.98	0.82	0.80	1.05

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，比较调整所选取的修正因素均根据《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》中指引的相关修正因素。

各项价值比率修正系数中的打分标准是评估机构根据被评估单位的实际情况和特点，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。

如本次评估的修正结果所示，资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力共六个方面所选取的相关指标单体修正幅度基本在 10%以内，综合修正幅度在 20%以内，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，因此各项价值比率修正系数、权重设置是具有合理性的。

（四）标的资产市场法评估中选取参数的实质内涵

本次评估选取上市公司比较法作为评估方法，首先选择与被评估单位相类似的上市证券公司作为可比公司，利用公开披露的经营和财务数据，通过对可比公司与被评

估单位两者采用会计政策不同产生的差异和特殊事项的调整，调整为具有相互可比的基础财务经营数据和报表。

然后根据被评估单位和可比上市公司的实际情况，本次评估采用市净率价值比率乘数对评估对象进行评估，并根据调整后具有相互可比的基础财务经营数据和报表分别计算可比上市公司的价值比率。根据可比上市公司修正后的价值比率乘数，按照平均权重进行平均得到平均价值比率乘数，并结合被评估单位的基准日账面净资产计算出比较结果。

最后在比较结果的基础上，与被评估单位的溢余资产和非经营性资产评估结果汇总，考虑目标公司缺乏流动性折扣率和控股权溢价率后，得到被评估单位的市场价值。因此，净资产、市净率价值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。市净率价值比率乘数是由可比公司市场价值除以其净资产，本身亦不具备收益类性质。

目标公司的市净率平均价值比率乘数=Σ可比公司市净率价值比率乘数×可比公司市净率价值比率乘数修正系数×权重，其中修正系数涉及的修正因素包括资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力。虽然在市净率价值比率乘数修正过程中，不可避免地对盈利能力、成长能力进行修正，但这些修正因素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，因此，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”。

（五）缺乏流动性折扣、控制权溢价等评估参数选取依据和合理性

1、市场可比交易案例选用的流动性折扣

2013年至今的证券公司市场法评估案例中，缺乏流动性折扣情况如下：

序号	收购方	被收购方	评估基准日	基础数据	金融业流动性折扣率	最终采用流动性折扣率
1	宏源证券	申银万国	2013/12/31	2002-2011 新股数据	27.82%	25.00%
2	中纺投资	安信证券	2014/6/30	2002-2011 新股数据	27.82%	25.00%
3	大智慧	湘财证券	2014/9/30	2002-2011 新股数据	27.82%	25.00%
4	广州友谊	广州证券	2014/9/30	2002-2011 新股数据	27.82%	28.00%
5	东方财富	同信证券	2014/12/31	2002-2011 新股数据	27.82%	27.82%
6	华声股份	国盛证券	2015/4/30	2002-2011 新股数据	27.82%	27.82%

注：表中数据来源 WIND 资讯。

从同类交易案例披露信息可知，评估基准日为 2013 年-2015 年的交易案例缺乏流动性折扣率均采用了 2002 年-2011 年的新股数据，仅在最终取值时基于各评估机构的判断进行了小幅调整。

本次评估基准日为 2018 年 11 月 30 日，考虑到采用 2002 年-2011 年新股数据的时效性问题，而 2014 年后我国新股发行为非市场化发行方式，2014 年后采用新股数据会出现缺乏流动性折扣率失真。本次评估同时参考了 2002 年到 2011 年新股发行定价估算方式下金融行业缺乏流动性折扣率和 2017 年、2018 年非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式下金融行业缺乏流动性折扣率，兼顾了数据的时效性和稳定性。

综上所述，本次评估缺乏流动性折扣率取值 30%具有合理性。

2、市场可比交易案例选用的控股权溢价

目前国际和国内对控股权溢价的研究一般都是通过股权市场上控股权收购与一般非控股权交易价格的差异来估算控股权应该存在的溢价。借鉴上述研究思路，本次评估利用目前国内 ChinaVenture 公司推出的 CVSource 数据信息系统，收集了 2010 年至 2018 年的 7,214 例公司股权收购案例，在这些案例中有 3,810 例为非控股股权收购案例，这些案例中股权交易的比例都低于 49%，另外有 3,404 例控股权交易案例，其涉及的股权比例都超过 50%，基本可以认定是控股权的交易案例，上述两类股权交易案例的市盈率（P/E）之间存在的差异，可以合理体现控股权溢价或缺少控股权折扣。

序号	年份	少数股权交易		控股权交易		控股权溢价率	缺少控股权折扣率
		并购案例数量	市盈率 (P/E)	并购案例数量	市盈率 (P/E)		
1	2018	286	22.78	389	25.12	10.28%	9.32%
2	2017	527	15.47	547	18.04	16.63%	14.26%
3	2016	471	19.91	452	21.85	9.77%	8.90%
4	2015	290	18.18	309	20.26	11.46%	10.28%
5	2014	444	16.31	421	18.35	12.55%	11.15%
6	2013	377	15.18	266	16.47	8.46%	7.80%
7	2012	456	13.16	266	14.8	12.49%	11.10%
8	2011	498	19.36	408	21.35	10.26%	9.31%
9	2010	461	16.67	346	18.54	11.22%	10.09%
10	合计/平均值	3,810	17.45	3,404	19.42	11.46%	10.25%

注：并购交易案例数据来源为 CVSource

根据上述统计数据，2010 年至 2018 年交易案例的控股权溢价率平均值为 11.46%，本次广州证券市场法评估控股权溢价率取值 11%。

2013 年至今的证券公司及其他公司市场法评估案例中，选用的控股权溢价情况如下：

序号	收购方	被收购方	评估基准日	基础数据	最终采用控股权溢价率
1	方正证券	民族证券	2013/8/31	CVSource	17.00%
2	宏源证券	申银万国	2013/12/31	CVSource	17.87%
3	海隆软件	二三四五	2013/12/31	CVSource	17.20%
4	三峡财务	湖北能源财务	2016/6/30	CVSource	15.00%
5	大连电瓷	网罗企业	2016/12/31	CVSource	15.50%
6	华源控股	瑞杰科技	2017/6/30	CVSource	15.97%
7	金世旗产投	城投集团	2017/9/30	ValuingBusiness,ByShannonP.P ratt; CVSource	15.00%
8	四环医药	多多药业	2018/6/30	CVSource	17.90%
9	广州酒家	广州陶陶居	2018/9/30	Wind 数据库	5.63%
10	武汉中商	居然新零售	2018/12/31	CVSource	14.58%

从可查询的市场法评估案例披露信息可知，控股权溢价率的基础数据来源为 CVSource、Wind 数据库等，控股权溢价率的区间为 5.63%-17.90%，最终控股权溢价率的选取是基于各评估机构的综合考虑判断后进行取值的。本次广州证券市场法评估控股权溢价率取值 11%，亦在上述区间范围内。

综上所述，本次评估控股权溢价率取值 11%具有合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1、本次评估选取总资产、归属母公司股东的权益、营业收入和净利润与广州证券具有相似性的中型证券公司为可比公司，在剔除新上市的证券公司后，选择了国海证券、西南证券、西部证券、太平洋、第一创业这五家可比公司，其资产及业务规模相较于行业内其他公司，与广州证券更具可比性。

2、本次评估对各业务板块都选取了具有代表性的财务和业务指标进行对比，涵盖了证券公司的财务、业务、风险控制等关键指标，选取的相关指标对资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力进行比较具有合理性。

3、本次市场法评估对资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力六个方面可比公司比率乘数进行调整，单体修正幅度、综合修正幅度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，各项价值比率修正系数、权重设置具有合理性。

4、本次市场法评估选取参数均属于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，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”。

5、对比市场可比交易，本次评估缺乏流动性折扣率 30%、略高于可比交易但具备时效性和稳定性；本次评估控股权溢价率 11%，低于可比交易，以上两参数的选取合理性。

（此页无正文，为《中联国际评估咨询有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>（191359号）之回复报告》之盖章页）

中联国际评估咨询有限公司
2019年10月9日

