

北京中天华资产评估有限责任公司关于上海证券交易所 《关于对华创阳安股份有限公司现金收购子公司少数股权 事项的问询函》的回复意见

上海证券交易所：

贵所于 2019 年 9 月 9 日出具的《关于对华创阳安股份有限公司现金收购子公司少数股权事项的问询函》（上证公函【2019】2717 号）（以下简称“问询函”）已收悉，本公司作为华创阳安股份有限公司现金收购子公司少数股权事项的评估机构，根据贵所在问询函中的要求，对其中涉及资产评估的相关问题进行了整理，现做出如下回复：

问题 1：

根据评估报告显示，本次交易分别采用市场法和资产基础法进行评估，并选取市场法为最终评估结论，截止评估基准日 2019 年 6 月 30 日，华创证券股东全部权益的评估值为 224.69 亿元，增值率为 110.15%。

请公司补充披露：（1）市场法的评估过程，可比公司的选择及相应调整系数的确定；（2）比较本次作价与近期证券行业股权收购的可比交易案例的估值水平和增值情况，说明存在差异的原因及合理性；（3）2016 年，公司曾筹划发行股份收购华创证券除本次交易对方持股外的所有股权，彼时华创证券 100% 股权的评估值为 77.52 亿元，增值率为 132.72%，请结合前次重组至今华创证券的资产和经营变化情况，说明本次评估与前次重组估值差异及合理性；（4）综合考虑上述情况及华创证券盈利情况的波动和盈利能力的可持续性等因素，分析本次交易作价的公允性。请评估机构发表意见。

回复：

一、市场法的评估过程，可比公司的选择及相应调整系数的确定

本次交易为华创阳安拟收购华创证券 2.5617% 股权，评估采用了市场法和资产基础法两种评估方法，通过分析两种方法的价值内涵和评估过程，最终选用市场法的评估结果。市场法的具体评估过程如下：

1、可比交易案例的选择

由于被评估公司为证券公司，目前为非上市公司（但属上市公司主要经营主体），因此不能直接确定其市场价值，也无法直接计算其价值比率等重要参数。为了能估算出公司的市场价值，评估师采用距离本次评估基准日较近的证券行业交易案例并通过分析修正可比案例的方法确定被评估单位的价值比率等指标。

本次华创阳安拟收购华创证券 2.5617%股权，根据市场公开资料查询，选择同为证券公司、同样为小股权交易、且距离本次评估基准日相对较近均为近 3 年内的交易案例，主要如下：

序号	交易案例	交易标的公司	成交时间	评估基准日	交易方式	交易股权比例
1	金瑞科技收购五矿证券 3.3965%股权	五矿证券	2016/12/26	2015/12/31	股权收购	3.3965%
2	汕头市投资管理中心公开挂牌转让新时代证券 2,293,868 股	新时代证券	2017/1/16	2015/12/31	挂牌转让	0.079%
3	山东黄金集团有限公司公开挂牌转让所持东海证券股份有限公司 2000 万股国有股权	东海证券	2019/6/5	2018/6/30	挂牌转让	1.20%
4	云杉资本受让南京金梦都工贸集团公司持有南京证券股份的 1,750 万股	南京证券	2016/9/14	2015/12/31	股权收购	0.71%

2、可比公司价值比率的确定

计算得出的可比案例的交易市净率具体如下：

序号	交易案例	证券公司	交易股权比例	交易市净率
1	金瑞科技收购五矿证券 3.3965%股权	五矿证券	3.3965%	1.68
2	汕头市投资管理中心公开挂牌转让新时代证券 2,293,868 股	新时代证券	0.079%	1.54
3	山东黄金集团有限公司公开挂牌转让所持东海证券股份有限公司 2000 万股国有股权	东海证券	1.20%	2.25
4	云杉资本受让南京金梦都工贸集团公司持有南京证券股份的 1,750 万股	南京证券	0.71%	1.95

3、目标公司与可比公司市净率（P/B）修正系数的确定

将目标公司与可比公司进行对比分析，通过交易日期、交易方式、资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力等方面对比，进行综合打分，从而确定各项指标调整系数。

(1) 交易日期

本次选取交易日前 20 日沪深 300 指数的平均价格对交易日期指标进行修正。

序号	交易案例	证券公司	交易日期/评估基准日	沪深 300 指数交易日/评估基准日前 20 日平均指数
1	金瑞科技收购五矿证券 3.3965%股权	五矿证券	2016/12/26	3,419.30

序号	交易案例	证券公司	交易日期/评估基准日	沪深 300 指数交易日/评估基准日前 20 日平均指数
2	汕头市投资管理中心公开挂牌转让新时代证券 2,293,868 股	新时代证券	2017/1/16	3,330.40
3	山东黄金集团有限公司公开挂牌转让所持东海证券股份有限公司 2000 万股国有股权	东海证券	2019/6/5	3,647.38
4	云杉资本受让南京金梦都工贸集团公司持有南京证券股份的 1,750 万股	南京证券	2016/9/14	3,316.98
	华创阳安拟收购华创证券 2.5617% 股权	华创证券	2019/6/30	3,709.08

将被评估单位华创证券于评估基准日 2019 年 6 月 30 日前 20 日沪深 300 平均指数设为 100，可比交易案例的交易日期前 20 日沪深 300 平均指数与其变动 ±500 点，分别修正 ±1 分，故东海证券 100 分，五矿证券、新时代证券和南京证券各 99 分。

(2) 交易方式

序号	交易案例	证券公司	交易方式	交易股比	交易场所
1	金瑞科技收购五矿证券 3.3965% 股权	五矿证券	股权收购	3.3965%	主板市场
2	汕头市投资管理中心公开挂牌转让新时代证券 2,293,868 股	新时代证券	挂牌转让	0.079%	深圳联合产权交易所
3	山东黄金集团有限公司公开挂牌转让所持东海证券股份有限公司 2000 万股国有股权	东海证券	挂牌转让	1.20%	山东产权交易中心
4	云杉资本受让南京金梦都工贸集团公司持有南京证券股份的 1,750 万股	南京证券	股权收购	0.71%	股转系统
	华创阳安拟收购华创证券 2.5617% 股权	华创证券	股权收购	2.5617%	

上述案例分别是在主板市场过会的、各产权交易中心公开挂牌转让以及股转系统成交的交易案例，且均为小股权交易，交易情况未发现需要调整的事项，故均为 100 分。

(3) 资产管理规模

① 合并报表总资产指标比较：

金额单位：人民币万元

序号	证券公司	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	平均
1	五矿证券	2,036,772.66	2,325,250.13	604,622.41	612,488.96	513,611.49	1,218,549.13
2	新时代证券	2,708,752.20	3,242,154.70	2,581,450.52	2,515,698.22	1,821,214.51	2,573,854.03
3	东海证券	3,526,026.54	3,444,853.99	4,781,294.57	3,948,575.64	2,772,754.54	3,694,701.06
4	南京证券	2,477,513.92	2,350,154.69	2,685,836.80	4,291,534.07	2,329,637.64	2,826,935.42
	华创证券	3,557,164.88	3,342,140.73	2,562,958.92	2,335,070.55	1,181,070.05	2,595,681.03

② 合并报表净资产指标比较：

金额单位：人民币万元

序号	证券公司	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	平均
1	五矿证券	781,554.19	768,865.29	154,822.86	154,822.86	89,190.82	389,851.20
2	新时代证券	1,066,487.81	1,050,622.36	1,021,460.81	611,529.55	457,417.03	841,503.51
3	东海证券	847,314.74	866,748.23	862,183.56	856,063.15	640,973.99	814,656.73
4	南京证券	1,070,226.88	940,025.48	928,004.27	927,443.69	466,087.61	866,357.59
	华创证券	1,079,076.40	1,058,272.47	1,120,951.00	356,668.07	271,135.08	777,220.60

③ 净资本指标比较：

金额单位：人民币万元

序号	证券公司	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	平均
1	五矿证券	750,754.12	759,933.88	145,067.00	145,067.00	71,941.88	374,552.78
2	新时代证券	744,762.52	704,784.91	697,085.44	372,017.98	-	629,662.71
3	东海证券	686,499.27	712,804.80	759,104.66	519,800.00	356,600.00	606,961.75
4	南京证券	839,128.76	741,683.36	779,892.69	774,828.47	362,004.59	699,507.57
	华创证券	1,097,068.66	1,036,780.27	1,145,873.80	304,389.83	179,021.48	752,626.81

④ 营业部数量指标比较：

序号	证券公司	2018 年底证券营业部数量及分布情况	
1	五矿证券	38	截至 2018 年底，公司拥有 38 家证券营业部，分布在深圳、北京等地。
2	新时代证券	64	截至 2018 年底，公司共有 64 家证券营业部，主要分布在河南、北京、上海、内蒙古等地。
3	东海证券	72	截至 2018 年末，公司共拥有 72 家证券营业部，分布在全国 20 个省份及地区：江苏 22 家，河南 13 家，上海 7 家，湖南 3 家，浙江 4 家、福建 5 家、广东 2 家，北京 2 家、辽宁 2 家、山东 2 家、吉林、安徽、天津、湖北、重庆、陕西、山西、广西、贵州、云南等各 1 家
4	南京证券	95	截至 2018 年末，公司共有证券营业部 95 家，其中江苏省 47 家，宁夏回族自治区 15 家，上海市 5 家，浙江省、广东省各 4 家，重庆市、云南省各 3 家，北京市、福建省、江西省及陕西省各 2 家，山东省、湖南省、广西壮族自治区、湖北省、河北省、四川省等各 1 家。
	华创证券	70	截至 2018 年底，共有 70 家营业部，其中贵州省内 39 家，其余主要分布于北京、上海、重庆、广东、浙江、四川、江苏、广西、贵州、湖北、云南、福建等 12 个省、直辖市。

在总资产、净资产、净资本、营业部数量等方面来看，各项指标中，华创证券均优于五矿证券，且优势较为明显；在证券公司核心指标净资本上，华创证券高于各可比公司；在整体规模水平上，低于东海证券和南京证券。故综合分析，五矿证券 95 分，新时代证券 99 分，东海证券 100 分，南京证券 101 分。

(4) 经营能力

① 合并报表营业收入指标：

金额单位：人民币万元

序号	证券公司	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	平均
1	五矿证券	81,138.96	71,614.42	51,458.52	61,640.85	31,184.75	59,407.50
2	新时代证券	196,801.66	203,879.78	254,419.91	405,986.46	221,529.70	256,523.50
3	东海证券	149,230.78	196,846.83	171,596.39	484,065.94	284,489.04	257,245.80
4	南京证券	123,392.79	138,456.27	149,961.13	300,006.96	142,128.46	170,789.12
	华创证券	182,564.37	144,572.67	196,400.75	237,456.79	122,591.89	176,717.29

② 合并报表利润指标：

金额单位：人民币万元

序号	证券公司	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	平均
1	五矿证券	32,178.84	35,178.17	15,081.15	24,051.54	5,929.43	22,483.83
2	新时代证券	41,697.32	55,367.37	77,320.22	171,711.97	78,606.44	84,940.66
3	东海证券	13,674.98	68,208.55	60,892.25	242,491.61	122,862.36	101,625.95
4	南京证券	30,778.57	54,353.98	64,842.93	187,594.25	75,068.47	82,527.64
	华创证券	33,169.67	27,684.74	59,851.66	95,029.47	35,477.59	50,242.63

③ 合并报表净利润指标：

金额单位：人民币万元

序号	证券公司	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	平均
1	五矿证券	24,246.01	26,346.26	11,287.47	17,966.75	4,356.23	16,840.54
2	新时代证券	26,406.58	40,198.91	54,798.56	142,853.58	55,202.23	63,891.97
3	东海证券	9,296.39	45,023.00	47,901.89	183,692.08	92,922.93	75,767.26
4	南京证券	23,568.26	41,221.16	49,371.98	141,315.41	55,547.49	62,204.86
	华创证券	24,296.00	20,240.62	43,163.09	71,317.09	26,294.67	37,062.29

在经营方面来看，各可比公司与华创证券均以证券业务为主，各公司在业务结构上较为相近。从经营能力上看，华创证券优于五矿证券，且优势较为明显，略低于各可比公司。故综合分析，五矿证券 94 分，新时代证券 106 分，东海证券 108 分，南京证券 104 分。

(5) 盈利能力

华创证券是从事证券业为主的金融业-资本市场服务业公司，在盈利能力方面，公司收益受市场影响和波动幅度较大，采用 P/B 相对估值时，其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，净资产收益率超越股权成本越多（即 ROE/COE 的比值越高），估值溢价便越高，因此本次把 ROE/COE 做为盈利能力的一项重要指标来进行分析比较，并结合其总资产收益率（ROA 加权）、净资产收益率（ROE 加权）来综合分析。

① 净资产收益率（ROE）(加权)：

单位：%

序号	证券公司	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	平均
1	五矿证券	3.13	5.70	7.29	14.73	5.24	7.22
2	新时代证券	2.49	3.88	5.33	25.44	12.02	9.83
3	东海证券	0.95	5.21	5.40	25.40	15.85	10.56
4	南京证券	2.32	4.42	5.36	24.24	12.83	9.83
	华创证券	2.21	1.80	11.39	22.79	10.29	9.70

② 总资产收益率(ROA):

单位：%

序号	证券公司	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	平均
1	五矿证券	1.11	1.80	1.85	3.19	1.02	1.79
2	新时代证券	0.89	1.38	2.15	6.59	4.01	3.00
3	东海证券	0.27	1.09	1.10	5.47	4.32	2.45
4	南京证券	0.98	1.64	1.42	4.27	3.24	2.31
	华创证券	0.70	0.69	1.76	4.06	2.77	2.00

③ COE (%) :

华创证券及可比上市公司的 COE 计算结果如下表:

序号	证券公司	Rf	Rpm	β	Rsp	COE
1	五矿证券					13.30%
2	新时代证券	3.98%	5.63%	1.5646	3.00%	15.79%
3	东海证券	3.98%	5.63%	1.5646	1.00%	13.79%
4	南京证券	3.98%	5.63%	1.5646		12.79%
	华创证券	3.98%	5.63%	1.5646	3.00%	15.79%

④ 华创证券及可比上市公司的 ROE/COE 计算结果如下表:

序号	证券公司	ROE/COE
1	五矿证券	54%
2	新时代证券	62%
3	东海证券	77%
4	南京证券	77%
	华创证券	61%

综上所述,在盈利能力上,华创证券仅略高于五矿证券,稍低于其他可比公司。综合分析,五矿证券 98 分,新时代证券 100 分,东海证券及南京证券各 102 分。

(6) 发展能力

序号	项目	华创证券	五矿证券	新时代证券	东海证券	南京证券
1	2015年至2018年净资产平均增长率	45%	72%	20%	0%	5%
2	2015年至2018年利润增长率	-30%	10%	-38%	-62%	-45%
3	2015年至2018年净利润平均增长率	-30%	11%	-43%	-63%	-45%

从上述各公司近三年的资产增长情况来看，华创证券及各可比公司在净资产上均有所增长，华创证券增长情况明显高于其他可比公司；从利润增长情况来看，仅五矿证券有所增长，其他公司均呈下滑状态，尤其东海证券和南京证券降幅较大。故五矿证券 117 分，新时代证券 92 分，东海证券 82 分，南京证券 87 分。

(7) 风险管理能力

目标公司及对比公司 2018 年评级分类结果如下：

	华创证券	五矿证券	新时代证券	东海证券	南京证券
证券公司分类评级	A	BBB	C	BBB	A

在风险管理能力方面，五矿证券、东海证券 98 分，新时代证券 88 分，南京证券各 100 分。

(8) 可比公司打分情况

通过上述分析，及历史相关数据，评估师对各方影响因素进行打分，具体如下：

打分项目	华创证券	五矿证券	新时代证券	东海证券	南京证券
交易日期	100	99	99	100	99
交易方式	100	100	100	100	100
资产管理规模	100	95	99	100	101
经营能力	100	94	106	108	104
盈利能力	100	98	100	102	102
发展能力	100	117	92	82	87
风险管理能力	100	98	88	98	100

根据已确定的调整系数，则市净率（P/B）系数调整表如下：

修正项目	五矿证券	新时代证券	东海证券	南京证券
交易日期	1.0101	1.0101	1.0000	1.0101
交易方式	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000

修正项目	五矿证券	新时代证券	东海证券	南京证券
资产管理规模	1.0526	1.0101	1.0000	0.9901
经营能力	1.0638	0.9434	0.9259	0.9615
盈利能力	1.0204	1.0000	0.9804	0.9804
发展能力	0.8547	1.0870	1.2195	1.1494
风险管理能力	1.0204	1.1364	1.0204	1.0000
修正系数	1.0066	1.1889	1.1296	1.0837

4、修正后的可比公司价值比率倍数

通过对可比交易案例在交易日期和交易方式,以及对可比公司在资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力等方面进行比较分析并确定修正系数,经调整系数调整后的各可比公司净资产价值比率倍数如下:

序号	证券公司	可比公司 P/B	P/B 修正系数	修正后的 P/B
1	五矿证券	1.68	1.0066	1.69
2	新时代证券	1.54	1.1889	1.83
3	东海证券	2.25	1.1296	2.54
4	南京证券	1.95	1.0837	2.11
平均值		1.85	-	2.04

5、被评估公司 P/B 的确定

在对可比公司 P/B 进行修正后,考虑到在可比性方面,对 4 家可比公司按照一定权重加权后计算得出目标公司的 P/B。计算结果如下表:

序号	证券公司	修正后的 P/B	权重	目标公司加权平均 P/B
1	五矿证券	1.69	25%	0.42
2	新时代证券	1.83	25%	0.46
3	东海证券	2.54	25%	0.63
4	南京证券	2.11	25%	0.53
加权平均值				2.04

6、市场法评估结果

截至评估基准日 2019 年 6 月 30 日,华创证券归属于母公司所有者权益为 1,101,418.29 万元。

股东全部权益价值=目标公司市净率 PB×华创证券归属于母公司所有者权益账面价值

$$=2.04 \times 1,101,418.29$$

$$=2,246,893.31 \text{ (万元)}$$

委估的华创证券有限责任公司 2.5617%股权价值=2,246,893.31×2.5617%
=57,558.67（万元）

二、比较本次作价与近期证券行业股权收购的可比交易案例的估值水平和增值情况，说明存在差异的原因及合理性

1、近年来证券行业股权交易的可比交易案例情况

本次评估最终选用市场法，具体方法为交易案例比较法，五年内证券行业股权收购案例（不含华创阳安与华创证券的重大资产重组交易）具体情况如下：

序号	成交或过会时间	评估基准日	案例	标的公司	股权比例	交易 PB
1	2015/1/30	2014/6/30	中纺投资发展股份有限公司拟发行股份收购安信证券股份有限公司100%股权	安信证券	100%	1.80
2	2015/9/24	2014/8/31	中航资本控股股份有限公司发行股份并募集配套资金购买中航证券合计28.29%股权	中航证券	28.29%	1.40
3	2015/12/7	2014/12/31	东方财富信息股份有限公司拟发行股份购买西藏同信证券股份有限公司股东全部权益价值	同信证券	100%	3.82
4	2016/4/5	2015/4/30	华声股份发行股份购买国盛证券100%股权	国盛证券	100%	2.12
5	2016/6/27	2015/9/30	哈投股份发行股份购买江海证券100%股权	江海证券	99.95%	2.01
6	2016/9/14	2015/12/31	云杉资本受让南京金梦都工贸集团公司持有南京证券股份的1,750万股	南京证券	0.71%	1.95
7	2016/12/26	2015/12/31	金瑞科技共收五矿证券3.3965%股权	五矿证券	3.3965%	1.68
8	2017/1/16	2015/12/31	汕头市投资管理中心公开挂牌转让新时代证券2,293,868股	新时代证券	0.079%	1.54
9	2017/4/14	2016/8/31	华鑫股份置换及定增收购华鑫证券92%股权	华鑫证券	92%	1.60
10	2018/9/19	2016/6/30	越秀金控拟受让广州恒运企业集团股份有限公司等6家公司转让所持有的广州证券股份有限公司共32.7650%股权	广州证券	32.765%	1.75
11	2019/6/5	2018/6/30	山东黄金集团有限公司公开挂牌转让所持东海证券股份有限公司2000万股国有股权	东海证券	1.20%	2.25
近5年证券行业股权收购交易案例的PB均值						1.99
	-	2019/6/30	华创阳安拟收购华创证券2.5617%股权	华创证券	2.5617%	2.04

通过上表可知，近 5 年证券行业股权收购的交易案例平均市净率为 1.99，本次华创证券 2.5617% 股权的资产评估结果对应的市净率为 2.04，略高于近 5 年证券行业股权收购交易案例的平均市净率，但低于评估基准日当年成交案例的 2.25 市净率。本次作价具有合理性。

2、华创证券与近年可比交易案例比较情况

本次华创阳安拟收购华创证券 2.5617% 股权，为小股权收购，根据本次评估目的，选择可比交易案例为上表中的第 6 项南京证券 0.71%、第 7 项五矿证券 3.3965%、第 8 项新时代证券 0.079%、第 11 项东海证券 1.20%，主要由于这四项案例，均为 3 年内成交的，交易时间与本次评估基准日较为接近，且均为小股权交易，交易标的可比性强，故最终确定为本次评估的可比交易案例。华创证券与可比交易案例相比，情况如下：

①根据证券业协会公告，2018 年度各证券公司经营业绩主要指标排名如下：

证券简称/排名	总资产	净资产	营业收入	净利润	净资本
五矿证券	60	58	69	40	54
新时代证券	56	47	37	35	55
东海证券	58	57	48	54	59
南京证券	57	44	55	41	49
华创证券	44	45	39	50	38

5 家公司各排名比较：

证券简称/名次	总资产	净资产	营业收入	净利润	净资本
五矿证券	5	5	5	2	3
新时代证券	2	3	1	1	4
东海证券	4	4	3	5	5
南京证券	3	1	4	3	2
华创证券	1	2	2	4	1

②上述排名，仅根据各证券公司单体经营数据进行的排名，非合并报表数据。

根据各可比公司与华创证券最近一年度合并报表数据比较，具体如下：

证券简称	合并总资产	合并净资产	合并报表营业收入	合并报表净利润	净资本
五矿证券	2,036,772.66	781,554.19	81,138.96	24,246.01	750,754.12
新时代证券	2,708,752.20	1,066,487.81	196,801.66	26,406.58	744,762.52
东海证券	3,526,026.54	847,314.74	149,230.78	9,296.39	686,499.27
南京证券	2,477,513.92	1,070,226.88	123,392.79	23,568.26	839,128.76
华创证券	3,557,164.88	1,079,076.40	182,564.37	24,296.00	1,097,068.66

5 家公司各排名比较：

证券简称/名次	合并总资产	合并净资产	合并报表营业收入	合并报表净利润	净资本
---------	-------	-------	----------	---------	-----

证券简称/名次	合并总资产	合并净资产	合并报表营业收入	合并报表净利润	净资本
五矿证券	5	5	5	3	3
新时代证券	3	3	1	1	4
东海证券	2	4	3	5	5
南京证券	4	2	4	4	2
华创证券	1	1	2	2	1

由上表可见，华创证券在券商核心指标净资本，以及总资产、净资产，均优于各可比公司；收入及净利润仅率低于新时代证券，高于其他各可比公司。可见，华创证券在各可比公司中优势明显。

③近年来证券公司评级结果：

可比公司	2018 年	2017 年	2016 年
五矿证券	BBB	BB	CCC
新时代证券	C	CC	BBB
东海证券	BBB	A	A
南京证券	A	A	A
华创证券	A	BB	BBB

可见，在证券公司评级中，华创证券评级最高，且逐步上升，由 B 类上升到 A 类，除南京证券外，优于其他各可比公司，优势明显。

在对可比公司各类指标打分中，虽打分有高有低，但华创证券在排名、合并报表数据、评级等综合方面，与可比公司相比，均有明显优势，按评估准则，需通过对可比交易案例在交易日期和交易方式，以及对可比公司在资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力等方面进行比较分析并确定修正和调整系数，并最终计算确定华创证券最终估值。因此，华创证券最终市净率结果高于可比交易结果平均值，与实际情况相符。

三、2016 年，公司曾筹划发行股份收购华创证券除本次交易对方持股外的所有股权，彼时华创证券 100% 股权的评估值为 77.52 亿元，增值率为 132.72%，请结合前次重组至今华创证券的资产和经营变化情况，说明本次评估与前次重组估值差异的原因及合理性

前次重大资产重组的评估基准日为 2015 年 8 月 31 日，距本次收购评估基准日间隔已近 4 年，华创证券的资产和经营状况已发生了实质性变化，现就本次评估与前次重组估值差异的原因及合理性说明如下：

本次华创阳安对华创证券小股权收购与前次重组相比，两次评估均采用市场法评估结果，均根据基准日时的归属于母公司净资产乘以市净率确定的最终评估值，两次评估结果的绝对值差异，主要由于企业资产规模变化以及市场价格波动等因素共同影响。

2016 年重组时，重组基准日华创证券总资产 203 亿元，净资产 32.6 亿元，

合并报表的归属于母公司净资产 33.3 亿，评估值 77.5 亿，时隔近四年，截至本次评估基准日 2019 年 6 月 30 日，华创证券总资产规模已达 359 亿，净资产 106.9 亿，合并报表的归属于母公司净资产 110 亿。资产规模等有了大幅增长，具体对比可见下表：

评估基准日	总资产 (母公司)	净资产 (母公司)	归母净资产 (合并报表)	评级	交易市 净率	评估值	增值率
2015-8-31	203 亿	32.6 亿	33.3 亿	BBB	2.33	77.52 亿	132.72%
2019-6-30	359 亿	106.9 亿	110 亿	A	2.04	224.69 亿	110.15%
本次与上次相比增减情况	43%	70%	70%	-	-14%	65%	-20%

由上表可见，两次评估值，由于市场波动原因，市净率下降，评估增值率下降；从评估绝对值上看，市净率下降对评估值影响有限，主要由于企业资产规模的快速增长，对评估值影响较大，使得评估值增值较大。其中，主要包括 2016 年重组时，配套资金的进入，该配套融资进入企业至本次基准日已超两年六个月。不同于传统的工业制造业的募投项目有较长的建设和产能释放周期，证券行业属于资本密集和高流动性行业，一般认为资金进入企业一年以上即已融入企业运营，资产发挥效用；另外，近年来虽整个行业受市场波动影响收入规模和盈利能力整理呈下降趋势，尤其是 2018 年全行业 A 股上市公司仅有的少数几家公司实现了收入和利润的正增长，华创证券属于其中之一，其盈利情况向好，均使其资产规模增长和盈利规模有所增长，使得评估值增值，即使这样，评估值增值幅度仍小于资产增值幅度、小于上次评估增值幅度，具备合理性。

四、综合考虑上述情况以及华创证券盈利情况的波动和盈利能力的可持续性等因素，分析本次交易作价的公允性。

1、具体盈利情况

2014 年四季度开始，我国证券市场回暖，受沪深两市指数大幅上升、市场交易活跃的影响，证券公司营业收入和净利润均出现了较大幅度增长，但自 2015 年后，证券行业整体收入大幅下跌；2017 年以来 A 股市场表现不佳，波动加剧，市场增长放缓，交易和融资总量萎缩；2018 年，我国经济发展稳中生变，证券市场持续走低。

华创证券主营为证券业务，受市场及大环境影响，自 2015 年达到收入及利润高峰后，也出现了业绩下滑状态，但在如此大环境下，2018 年收入及利润实现了双增长，行业整体及华创证券的具体盈利情况请见下表：

单位：万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入（全行业）	26,628,700.00	31,132,800.00	32,799,400.00	57,515,500.00	26,028,400.00
净利润（全行业）	6,662,000.00	11,299,500.00	12,344,500.00	24,476,300.00	9,655,400.00
营业收入（华创证券）	182,564.37	144,572.67	196,400.75	237,456.79	122,591.89

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
净利润（华创证券）	24,296.00	20,240.62	43,163.09	71,317.09	26,294.67

2、从同行业排名来看

近年来，证券市场波动较大，自 2015 年后，证券公司经营及盈利情况均呈现下滑状态。但华创证券在整体上稳步发展，且已连续两年（2018 年、2019 年）在中国证监会公布的证券公司分类评级获 A 类 A 级，与同行业公司比较，各项指标具体如下：

华创证券在证券公司经营业绩排名情况及证券公司评级结果

年份/名次	总资产	净资产	营业收入	净利润	净资本	证券公司评级结果
2015年	65	76	65	73	79	BBB
2016年	57	41	46	67	35	BBB
2017年	46	44	53	58	40	BB
2018年	44	45	39	50	38	A

由上表可见，无论在资产规模上，还是盈利情况及公司评级上，华创证券均稳步向上发展，各类排名均较前次重组时，有了较大的提高。

另外，2018 年，华创证券为营业收入和净利润实现双增长的全行业少数几家 A 股上市券商之一；2019 年上半年，华创证券收入同比增长 68%，净利润同比增长 97%。华创证券有较好的盈利情况及可持续性，整体情况向好；但由于近年市场因素，行业整体市净率走低，本次评估增值率低于前次重组。

综上，评估师认为，本次评估结果具有合理性。

北京中天华资产评估有限责任公司



2019年9月16日