

**北京中天华资产评估有限责任公司关于
中国证券监督管理委员会对河北宝硕股份有限公司出具的
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的
回复意见**

中国证券监督管理委员会：

贵会于 2016 年 5 月 6 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》（160779 号，以下简称“《反馈意见》”）已收悉。根据《反馈意见》要求，就本次相关问题回复如下：

问题 19、申请材料显示，近三年 A 股市场证券行业发生的可比交易案例平均市净率为 2.23，本次华创证券 100%股权的资产评估结果对应的市净率为 2.33，略高于可比交易案例的估值水平。近三年 A 股市场证券行业估值波动较大。请你公司：1）补充披露本次交易作价参考的市净率高于可比交易案例的合理性。2）结合国内 A 股市场证券行业估值的变动情况，补充披露华创证券市场法估值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）近三年 A 股市场证券行业估值波动情况

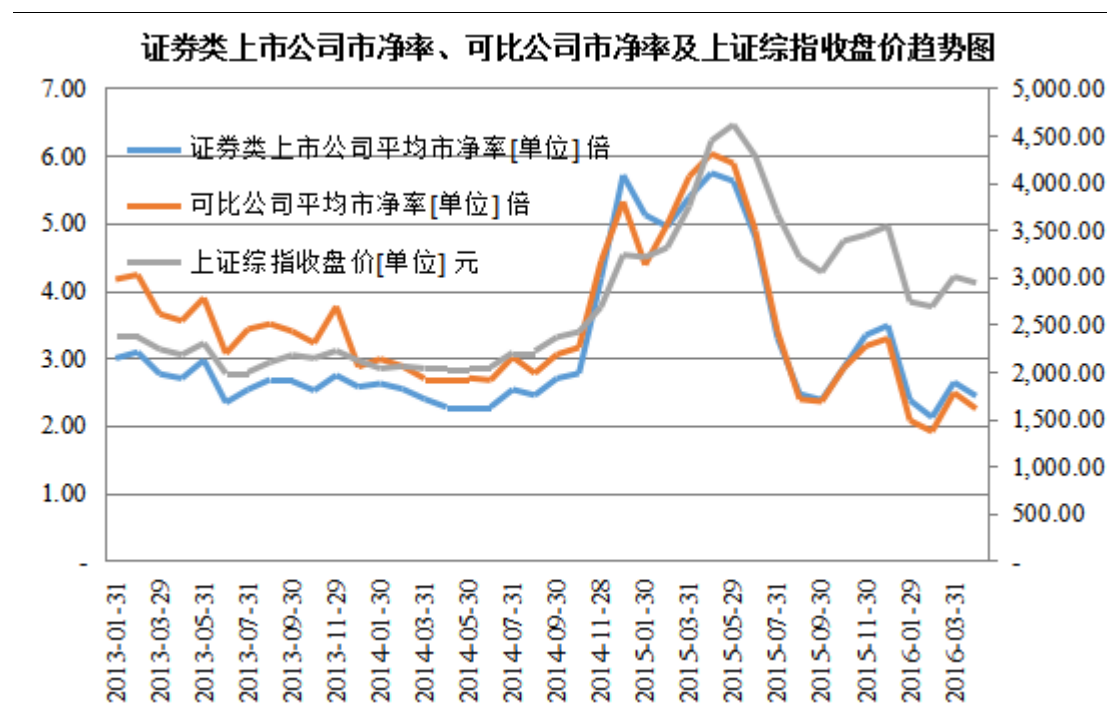
根据 Wind 资讯统计数据，2013 年 1 月至 2015 年 8 月各月末 A 股市场证券类上市公司及华创证券本次评估中选取的可比上市公司（东北证券、国海证券、山西证券、东吴证券和国金证券）平均市净率变动情况如下：

序号	时间	市净率（倍）	
		可比上市公司	证券类上市公司
1	2013-01-31	4.17	3.00
2	2013-02-28	4.23	3.09

序号	时间	市净率（倍）	
		可比上市公司	证券类上市公司
3	2013-03-29	3.65	2.76
4	2013-04-26	3.55	2.70
5	2013-05-31	3.89	2.97
6	2013-06-28	3.07	2.34
7	2013-07-31	3.43	2.53
8	2013-08-30	3.51	2.68
9	2013-09-30	3.40	2.66
10	2013-10-31	3.22	2.52
11	2013-11-29	3.76	2.75
12	2013-12-31	2.87	2.57
13	2014-01-30	2.99	2.62
14	2014-02-28	2.88	2.54
15	2014-03-31	2.70	2.40
16	2014-04-30	2.68	2.27
17	2014-05-30	2.70	2.27
18	2014-06-30	2.67	2.28
19	2014-07-31	3.02	2.54
20	2014-08-29	2.77	2.45
21	2014-09-30	3.05	2.70
22	2014-10-31	3.16	2.77
23	2014-11-28	4.43	4.18
24	2014-12-31	5.32	5.71
25	2015-01-30	4.38	5.12
26	2015-02-27	4.98	4.95
27	2015-03-31	5.69	5.38
28	2015-04-30	6.02	5.74

序号	时间	市净率（倍）	
		可比上市公司	证券类上市公司
29	2015-05-29	5.88	5.62
30	2015-06-30	4.89	4.79
31	2015-07-31	3.39	3.30
32	2015-08-31	2.39	2.47
平均值		3.71	3.27
华创证券交易市净率		2.33	

从上表统计数据可以看到，2013 年 1 月 31 日至 2014 年 9 月 30 日，A 股市场证券类上市公司平均市净率和可比上市公司平均市净率基本稳定，波动性较小，属于股价正常波动的反映；2014 年 9 月 30 日至 2015 年 4 月 40 日，随着 A 股市场逐渐回暖，大盘指数大幅上涨，A 股市场证券类上市公司平均市净率和可比上市公司平均市净率大幅提升，并于 2015 年 4 月 30 日分别达到高点 5.75 倍和 6.02 倍；2015 年 4 月 30 日至 2015 年 8 月 31 日，随着大盘指数的大幅下滑，A 股市场证券类上市公司平均市净率和可比上市公司平均市净率大幅下降，于 2015 年 8 月 31 分别下降到 2.47 倍和 2.39 倍。



数据来源：Wind 资讯

由上图可见，A 股市场证券类上市公司平均市净率和可比上市公司平均市净率的走势与 A 股上证综指走势基本一致。2013 年 1 月 31 日至 2016 年 3 月 31 日期间，尽管 A 股市场证券行业估值水平在 2014 年 9 月 30 日之后波动较大，但截至 2015 年 8 月 31 日，A 股市场证券行业估值已与 2014 年 9 月 30 日之前基本接近，此后波动幅度逐渐收窄。华创证券评估值对应评估基准日归属于母公司所有者权益净资产计算所得市净率为 2.33 倍，低于 2013 年 1 月 31 日至评估基准日可比上市公司各月末平均市净率的均值 3.71 倍，因此，华创证券的估值较为谨慎，具有合理性。

（二）近三年 A 股市场可比案例的估值情况

2013 年至今，A 股市场与本次交易可比案例情况如下：

序号	评估基准日	上市公司	交易标的	支付方式	评估方法	市净率
1	2013-08-31	方正证券	民族证券 100%股权	股份	市场法	1.90
2	2013-12-31	泛海建设	民生证券 73%股权	现金	市场法	1.86
3	2014-06-30	中纺投资	安信证券 100%股权	股份	市场法	1.80
4	2014-09-30	大智慧	湘财证券 100%股权	股份+现金	市场法	2.13
5	2014-12-31	东方财富	同信证券 100%股权	股份	市场法	3.82
6	2015-04-30	华声股份	国盛证券 100%股权	股份+现金	市场法	2.12
7	2015-09-30	哈投股份	江海证券 100%股权	股份+现金	市场法	2.01
均值						2.23
均值（案例 4-7）						2.52

通过上表可知，本次华创证券 100%股权的资产评估结果对应的市净率为 2.33 倍，较 A 股市场可比案例平均市净率 2.23 倍高出 4.48%，主要原因如下：

1、行业政策推高证券公司估值水平

鉴于 2013 年以来证券行业逐步放松管制，特别是 2014 年 5 月 8 日国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发〔2014〕17 号）为证券行业及证券公司的发展创造了难得的历史机遇，在此背景下，证券公司的

发展空间将进一步打开，产业的重构推动了证券公司估值的提升。相应的，自大智慧收购湘财证券 100%股权案例之后，可比案例的估值水平较之前有显著提升，其后出现的可比案例平均市净率水平为 2.52 倍，高于本次重组交易市净率 2.33 倍。

2、华创证券的净资产规模小、业绩良好导致其估值水平偏高

（1）华创证券的净资产规模

统计数据显示（详见下表），净资产规模较小的证券公司市净率水平相对高于净资产规模较大的公司。

证券代码	证券简称	2016 年 3 月 31 日归属于母 公司股东的权益（万元）	2013 年 1 月-2016 年 3 月 平均各月市净率 PB
600030. SH	中信证券	13, 905, 200. 51	1. 8797
600837. SH	海通证券	10, 834, 092. 73	1. 9005
601211. SH	国泰君安	9, 639, 202. 96	1. 8596
601688. SH	华泰证券	8, 060, 570. 34	1. 8437
000776. SZ	广发证券	7, 766, 706. 82	2. 2201
000166. SZ	申万宏源	5, 003, 656. 37	4. 4893
002736. SZ	国信证券	4, 964, 359. 33	4. 0394
600999. SH	招商证券	4, 805, 844. 29	2. 4149
601788. SH	光大证券	3, 993, 966. 93	2. 0545
601901. SH	方正证券	3, 514, 533. 76	2. 4877
600958. SH	东方证券	3, 381, 461. 37	3. 8431
601377. SH	兴业证券	3, 036, 337. 47	2. 8437
600061. SH	国投安信	2, 633, 379. 56	4. 7237
601555. SH	东吴证券	1, 980, 775. 61	2. 5117
000728. SZ	国元证券	1, 974, 212. 41	1. 9418
600369. SH	西南证券	1, 807, 032. 93	2. 3884
000783. SZ	长江证券	1, 703, 749. 02	2. 7883

证券代码	证券简称	2016年3月31日归属于母 公司股东的权益（万元）	2013年1月-2016年3月 平均各月市净率 PB
600109.SH	国金证券	1,660,369.90	3.7563
000750.SZ	国海证券	1,346,095.59	5.0708
601198.SH	东兴证券	1,342,052.14	4.7609
002500.SZ	山西证券	1,238,456.87	3.4885
002673.SZ	西部证券	1,220,549.96	4.7221
000686.SZ	东北证券	1,160,128.98	2.7243
601099.SH	太平洋	1,127,626.53	4.6003
000712.SZ	锦龙股份	344,890.72	6.6312

数据来源：Wind 资讯

从可比案例的估值情况来看，亦与上述规律相符。华创证券 2013 年、2014 年净资产排名分别位于行业第 70 名、第 75 名，而可比案例的交易标的除同信证券当年净资产规模小于华创证券外，其余交易标的的净资产规模均大于华创证券（详见下表）。故华创证券的市净率高于可比案例的市净率有其合理性。

序号	评估基准日	上市公司	交易标的	评估基准日当年交易 标的净资产排名	市净率
1	2013-08-31	方正证券	民族证券 100%股权	29	1.90
2	2013-12-31	泛海建设	民生证券 73%股权	58	1.86
3	2014-06-30	中纺投资	安信证券 100%股权	20	1.80
4	2014-09-30	大智慧	湘财证券 100%股权	54	2.13
5	2014-12-31	东方财富	同信证券 100%股权	93	3.82
6	2015-04-30	华声股份	国盛证券 100%股权	67	2.12
7	2015-09-30	哈投股份	江海证券 100%股权	72	2.01

注：净资产排名数据来自于中证协，因中证协尚未发布 2015 年度证券公司经营业绩排名情况，故国盛证券、江海证券的净资产排名为 2014 年度排名。

同时,近年来证券行业并购重组趋于频繁,促使证券公司标的资产更为稀缺,进一步提升了证券公司(尤其是中小规模证券公司)的估值水平。

(2) 华创证券的业务表现良好

根据中证协发布的《2014 年度证券公司经营业绩排名情况》及 Wind 资讯统计,截至 2014 年末,华创证券主要规模指标和业务经营指标在行业内的排名情况如下表所示:

项目	指标	行业排名
资产规模指标	总资产	73
	净资产	75
	净资本	78
业务指标	代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)	51
	交易单元席位租赁净收入	22
	投资银行业务净收入	54
	承销与保荐业务净收入	48
	股票承销净收入	46
	债券承销净收入	42
	财务顾问业务净收入	57
	并购重组财务顾问业务净收入	41
	客户资产管理受托资金	25
	受托资产管理业务净收入	42

截至 2014 年末,华创证券的总资产、净资产、净资本虽分别位列行业第 73 位、第 75 位和第 78 位,但其各项业务指标行业排名均优于资产规模排名,业务排名表现较为良好,华创证券股权估值水平略高于可比案例平均水平为市场对其合理内在价值判断的体现。

(本页无正文)

评估机构法定代表人

李晓红



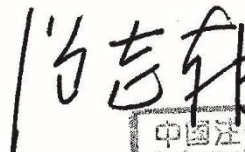
注册资产评估师

孙彦君



注册资产评估师

温志朝



北京中泰华资产评估有限责任公司

