

**立信会计师事务所（特殊普通合伙）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
查二次反馈意见通知书》的回复意见**

信会师函字[2016]第 1389 号

中国证券监督管理委员会：

贵会对河北宝硕股份有限公司 2016 年 7 月 1 日下发的《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》（160779 号）已收悉，本所作为河北宝硕股份有限公司的重组标的公司华创证券有限责任公司的审计的会计师，根据贵会的要求对贵会在问询函中提出的需要会计师说明的问题进行了核查，现将有关事项回复如下：

反馈意见：

“问题 5、申请材料显示，2015 年 4 月，华创证券进行增资，本次增资的对象主要是公司核心员工和经营管理层，增资价格为每单位注册资本 1.75 元，评估基准日为 2014 年 6 月 30 日。反馈回复材料显示，上述增资属于授予后立即可行权的股份支付，2015 年 1 月 15 日为此次股份支付的授予日，授予日权益工具的公允价值可通过华创证券于临近授予日的 2014 年 12 月 31 日经评估的全部权益价值计算得出，折合每单位注册资本的公允价值约 1.93 元。反馈回复材料同时显示，2014 年四季度开始，我国证券市场回暖，证券公司营业收入和净利润均出现了较大幅度增长，市场对证券公司盈利能力状况及估值预期均大幅提升，本次交易作价为每单位注册资本 4.91 元，评估基准日为 2015 年 8 月 31 日。请你公司补充披露华创证券 2014 年 12 月 31 日全部权益价值的评估依据和测算过程，并结合与本次交易价格的差异情况，进一步补充披露 2014 年 12 月 31 日华创证券每单位注册资本的公允价值确认的合理性，并就公允价值对股份支付的财务影响做敏感性分析。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。”

回复：

（一）2014 年 12 月 31 日全部权益价值的评估依据和测算过程

为确定华创证券前次增资扩股所涉股份支付的财务影响，立信对华创证券于 2014 年 12 月 31 日的股东全部权益价值进行估值。

根据华创证券当时的经营业绩，在结合其经营模式和经营状况的基础上，并考虑行业状况以及市场前景等因素，华创证券具有可预期的持续经营能力和盈利能力，故立信对华创证券 2014 年 12 月 31 日的股东全部权益价值选用收益法进行估值，其基本计算公式为：

企业股东全部权益价值 = 企业自由现金流量折现值 + 溢余资产价值 + 非经营性资产价值 + 未列入营运的资产和负债。

1、企业自由现金流量折现值的确定

（1）折现率的选取

由于华创证券不是上市公司，其折现率无法通过直接计算获得，故本次估值采用资本资产定价模型（CAPM）确定股权折现率 R_e ，其计算公式如下：

$$R_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta + \varepsilon$$

式中：

R_e ：权益资本成本；

R_f ：无风险收益率；

R_m ：市场风险收益率；

β ：权益资本的预期市场风险系数；

ε ：特有风险调整系数。

①估算无风险收益率（ R_f ）

由于国债到期不能兑付的风险很小，基本可以忽略不计，故在计算权益资本成本时一般选用国债持有期间收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资通常为

长期投资行为，故选取 2014 年 12 月 31 日至“国债到期日”的剩余期限超过 10 年的国债作为估算国债到期收益率的样本，由此可得无风险收益率 R_f 为 4.40%。

②估算市场超额收益率 ($R_m - R_f$)

以沪市 A 股 1990 年至 2013 年共 24 个“10 年复合增长率”的平均水平作为市场风险报酬率 R_m ，可得 $R_m = 9.8401\%$ ，故市场超额收益率 $R_m - R_f$ 为 5.44%。

③估算 β 系数

根据 Wind 资讯的 β 值计算器，并结合华创证券的资产负债率及税收情况，按照公式： $\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$ （其中，T 为华创证券所得税适用税率，D/E 为资本结构， β_U 为行业 β 系数的平均值），计算出华创证券的 β 系数为 1.6712。

④估算特有风险收益率 (ε)

考虑到华创证券在融资条件、资本流动性以及公司治理结构和未来资本债务结果等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设华创证券特性风险调整系数为 1.00%；

⑤计算权益资本成本 (R_e)

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + (R_m - R_f) \times \beta + \varepsilon \\ &= 4.40\% + 5.44\% \times 1.6712 + 1.00\% \\ &= 14.493\% \end{aligned}$$

综上计算后，折现率 i 即为 14.493%。

折现系数 $= 1 / (1 + i)^t$ ，其中： t 是基准日为 2014 年 12 月 31 日的折现基数，现金流考虑为均匀发生，以期末净现金流折现至 2014 年 12 月 31 日。

(2) 华创证券自由现金流量折现值的确定

单位：万元

项目名称	预测数据					
	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度及永续
营业收入	66,630.00	74,370.00	84,230.00	91,790.00	92,750.00	92,750.00

减：营业成本	-	-	-	-	-	-
营业税金及附加	6,997.27	7,642.11	8,478.38	9,154.59	9,379.03	9,379.03
销售费用	-	-	-	-	-	-
业务及管理费用	57,964.29	62,832.91	67,354.16	70,770.71	70,974.78	70,974.78
财务费用	-1,300.00	-400.00	-450.00	-650.00	-650.00	-650.00
减值损失	-	-	-	-	-	-
加：公允价值变动收益	9,000.00	9,000.00	9,000.00	9,000.00	9,000.00	9,000.00
投资收益	24,000.00	25,000.00	26,000.00	27,000.00	28,000.00	28,000.00
营业利润	35,968.45	38,294.98	43,847.47	48,514.70	50,046.19	50,046.19
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
利润总额	35,968.45	38,294.98	43,847.47	48,514.70	50,046.19	50,046.19
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
所得税	8,992.11	9,573.74	10,961.87	12,128.67	12,511.55	12,511.55
净利润	26,976.34	28,721.23	32,885.60	36,386.02	37,534.64	37,534.64
加：利息支出	-	-	-	-	-	-
折旧及摊销	3,331.00	3,531.00	3,531.00	3,531.00	3,531.00	3,531.00
资产减值准备	-	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	-
减：资本性投入	5,331.00	3,531.00	3,531.00	3,531.00	3,531.00	3,531.00
营运资金追加	-	-	-	-	-	-
营业净现金流量	24,976.34	28,721.23	32,885.60	36,386.02	37,534.64	37,534.64
折现率（WACC）	14.49%	14.49%	14.49%	14.49%	14.49%	14.49%
折现年期	1	2	3	4	5	6
折现系数	0.8734	0.7629	0.6663	0.5820	0.5083	3.5074
现值	21,814.88	21,910.46	21,911.81	21,175.39	19,078.90	131,649.65
经营价值	237,541.09					

根据上述分析可得，企业自由现金流量折现值为 237,541.09 万元。

2、溢余资产价值

华创证券的溢余资产主要为长期股权投资，其账面价值为 39,875.00 万元。其中，对华创期货采用收益法和资产基础法估值，对金汇资本采用资产基础法估值，长期股权投资估值为 48,320.21 万元。

3、非经营性资产价值

华创证券非经营性资产主要为递延所得税资产 6,247.81 万元、递延所得税负

债 2,635.02 万元。

4、未列入营运的资产和负债分析及说明

华创证券无未列入营运的资产和负债。

5、企业股东全部权益价值的确定

企业股东全部权益价值=企业自由现金流量折现值+溢余资产价值+非经营性资产价值+未列入营运的资产和负债

$$=237,541.09+48,320.21+6,247.81-2,635.02+0.00=289,474.09 \text{ 万元}$$

综上所述，华创证券于 2014 年 12 月 31 日的股东全部权益的价值为 289,474.09 万元。

（二）2014 年 12 月 31 日华创证券每单位注册资本的公允价值确认合理性

1、2014 年 12 月 31 日华创证券股东全部权益价值与本次交易价格的差异情况说明

（1）估值/评估方法存在差异

①相关经济行为存在差异

立信对 2014 年 12 月 31 日华创证券股东全部权益价值进行估值主要系用于帮助其确认股份支付金额，而非为股权交易定价提供依据，故立信选用收益法对华创证券进行估值。

本次交易所做评估主要服务于宝硕股份购买华创证券的股权，系华创证券股东以其所持股权参与上市公司资产重组，为公开资本市场上重大资产重组中的股权转让行为，故本次评估选用的是市场法。从资本市场证券公司评估的实践来看，上市公司收购证券公司股权的评估普遍采用市场法。

（2）估值/评估结果存在差异

①2014 年 12 月 31 日至本次评估基准日（2015 年 8 月 31 日）期间，受资本市场回暖的影响，证券公司盈利能力大幅增强，显著提升了证券公司的估值水平。

②2015 年，华创证券借助行业发展的大趋势，其各项业务均取得了较快发展：2015 年 8 月 31 日，华创证券资产总额、净资产分别较 2014 年 12 月 31 日增长 103.29%和 27.59%；2015 年 1-8 月，实现归属于母公司的净利润 59,313.94 万元，较 2014 年全年增加 128.25%。华创证券业务和资产规模的快速增长亦使其估值大幅增加。

③近年来，伴随着证券行业经营环境的改善，证券公司盈利水平的回升，中国资本市场涉及证券公司的并购重组层出不穷，现有未上市证券公司已成为热门的并购标的，其估值水平亦随市场需求有所提升。

④宝硕股份通过收购华创证券控制权，对公司转型发展具有重要的战略意义，按目前市场估值水平进行定价具有合理性。

因此，立信对 2014 年 12 月 31 日华创证券股东全部权益价值进行估值的目的系为帮助确认股份支付金额，并非为在公开资本市场进行的股权交易定价提供依据；立信以截至 2014 年 12 月 31 日华创证券业务开展情况为基础，采用收益法进行估值依据充分，所确认的 2014 年 12 月 31 日华创证券每单位注册资本的公允价值具有合理性。

2、2014 年 12 月 31 日华创证券每单位注册资本的公允价值对其股份支付的财务影响

2014 年 12 月 31 日华创证券每单位注册资本的公允价值对股份支付确认金额及净利润影响的敏感性分析如下：

单位：万元

估值水平 变动幅度	每单位注册 资本的公允 价值（元）	股份支付 确认金额	对净利润 的影响	合并口径		母公司口径	
				净利润	变动幅度	净利润	变动幅度
30%	2.51	5,977.52	4,483.14	67,896.39	-4.80%	58,816.51	-5.50%
25%	2.41	5,217.36	3,913.02	68,466.51	-4.00%	59,386.63	-4.58%
20%	2.32	4,457.21	3,342.91	69,036.63	-3.20%	59,956.75	-3.66%
15%	2.22	3,697.05	2,772.79	69,606.74	-2.40%	60,526.86	-2.75%
10%	2.12	2,936.90	2,202.67	70,176.86	-1.60%	61,096.98	-1.83%
5%	2.03	2,176.74	1,632.56	70,746.97	-0.80%	61,667.09	-0.92%
0%	1.93	1,416.59	1,062.44	71,317.09	0.00%	62,237.21	0.00%

-5%	1.83	656.43	492.33	71,887.21	0.80%	62,807.33	0.92%
-9%	1.75	-	-	72,379.53	1.49%	63,299.65	1.71%

由上表可见，华创证券净利润对其 2014 年 12 月 31 日每单位注册资本的公允价值变动敏感性不强，公允价值的变动不会对华创证券净利润造成重大影响。

（三）会计师核查意见

经核查，会计师认为：2014 年 12 月 31 日华创证券每单位注册资本的公允价值确认合理，华创证券净利润对其 2014 年 12 月 31 日每单位注册资本公允价值的变动敏感性不强。

（以下无正文）



(此页无正文，为《立信会计师事务所（特殊普通合伙）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二次反馈意见通知书>的回复意见》)



中国注册会计师：



中国注册会计师：



中国·上海

二〇一六年七月七日