

## 广东中联羊城资产评估有限公司

### 对于《关于对广州恒运企业集团股份有限公司的重组问询函》

#### 有关问题的核查意见

深圳证券交易所：

根据贵所于 2017 年 1 月 3 日下发的《关于对广州恒运企业集团股份有限公司的问询函》非许可类重组问询函[2016]第 29 号的要求，本次交易的评估机构广东中联羊城资产评估有限公司对其中涉及评估的相关问题进行了认真核查，现将具体问题汇报如下：

1. 越秀金控非公开发行股票购买广州越秀金控 100%股权对应评估基准日 2015 年 6 月 30 日广州证券的估值为 1,962,964.99 万元，高于本次交易对应评估基准日 2016 年 6 月 30 日广州证券的估值 1,911,914.16 万元。请你公司结合两次评估期间广州证券的股权变动情况、经营业绩状况和证券行业的发展变化等，详细分析两次交易评估值存在的差异（区分市场法和收益法进行分析，并比较关键参数差异）及主要原因，并结合交易标的市场可比交易价格、可比公司（包括越秀金控本身）市盈率或者市净率等方面，说明本次交易标的估值的合理性，是否有利于保护上市公司和中小股东的利益。请独立董事、独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

核查情况如下：

（一）结合两次评估期间广州证券的股权变动情况、经营业绩状况和证券行业的发展变化等，详细分析两次交易评估值存在的差异（区分市场法和收益法进行分析，并比较关键参数差异）及主要原因

2015 年 6 月 30 日和 2016 年 6 月 30 日广州证券估值情况如下：



项 目	2015年6月30日	2016年6月30日
收益法估值结果(万元)	1,733,221.48	1,655,237.26
市场法估值结果(万元)	1,962,964.99	1,911,914.16
收益法估值对应 P/B	2.58	1.52
市场法估值对应 P/B	2.92	1.75
上市证券公司 P/B 平均值	4.12	2.79
评估结论采用的评估方法	市场法	市场法

注： 基准日市净率=基准日评估值（市值）/基准日归属于母公司所有者净资产

### 1、市场法下不同基准日广州证券估值差异原因分析

2015年6月30日、2016年6月30日两个基准日对广州证券采用市场法评估后股东全部权益价值出现变动的原因主要是由于采用市场法评估是根据估值对象所处市场的情况，通过对估值对象与可比上市公司各指标相关因素的比较，调整影响指标因素的差异，来得到估值对象的市净率(P/B)，据此计算目标公司股权价值。

在上述两个基准日，每股净资产、可比公司市净率 P/B、总股本均有变动，导致评估值相应变动。以下是两个基准日对广州证券采用市场法评估的主要参数及估值结果：

项 目	2015年6月30日	2016年6月30日
每股净资产(元/股)	2.0221	2.0332
可比公司平均 P/B	4.0488	2.4364
流动性折扣率	28%	28%
总股本(股)	333,000.00	536,045.69
评估价值(万元)	1,962,964.99	1,911,914.16

以下是同行业上市公司在两个评估基准日的 P/B 情况：

序号	公司名称	市净率	
		2015年6月30日	2016年6月30日
1	中信证券	2.55	1.44
2	海通证券	2.52	1.68
3	国泰君安	2.53	1.42
4	华泰证券	2.33	1.66
5	广发证券	2.40	1.67
6	申万宏源	5.19	2.52
7	招商证券	3.34	1.96
8	国信证券	4.70	2.97
9	东方证券	4.84	2.74
10	光大证券	3.11	1.68
11	方正证券	3.00	1.73
12	国投安信		2.39
13	兴业证券	4.16	1.65
14	长江证券	4.34	3.20
15	东吴证券	3.72	2.02
16	东北证券	3.77	2.00
17	西南证券	3.21	2.29
18	东兴证券	5.66	4.55
19	国元证券	3.15	1.69
20	西部证券	8.51	5.73
21	国金证券	4.44	2.36
22	国海证券	5.25	2.40
23	山西证券	5.60	3.77
24	太平洋	6.32	2.45
25	第一创业		9.53
26	锦龙股份		5.09
	均值	4.12	2.79

注 1：市净率=同行业公司基准日前 20 个交易日均价/同行业公司基准日日归属于母公

司每股净资产；

以下分别是两个基准日的可比公司 P/B 及修正系数情况：

评估基准日：2015 年 6 月 30 日

项目	国金证券	山西证券	国海证券	东北证券	东吴证券
可比公司 PB	4.44	5.60	5.27	3.77	3.72
修正系数	0.76	1.00	0.95	0.89	0.77
修正后 PB	3.39	5.62	5.02	3.35	2.87
权重	1/5	1/5	1/5	1/5	1/5
目标公司加权平均 PB	4.0488				

评估基准日：2016 年 6 月 30 日

项目	国金证券	山西证券	东北证券	东吴证券
可比公司 PB	2.3575	3.7707	2.0057	2.0157
修正系数	0.8800	1.0800	0.9200	0.8700
修正后 PB	2.0746	4.0724	1.8452	1.7537
权重	1/4	1/4	1/4	1/4
目标公司加权平均 PB	2.4364			

注：国海证券于 2016 年 6 月 15 日至 6 月 23 日因筹划向原股东配售股份事项而停牌。该事项对基准日前 20 个交易日的 P/B 产生重要影响，故国海证券不适合作为评估基准日 2016 年 6 月 30 日的可比公司。

从以上分析可以看出，市场法下 2015 年 6 月 30 日、2016 年 6 月 30 日两个基准日下广州证券估值差异主要是由于市场状况发生变化造成的可比公司市净率不同和广州证券自身资本规模等具体情况发生变化导致的，该差异具备合理性。

## 2、收益法下不同基准日广州证券估值差异原因分析

收益法是指将企业预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。在 2015 年 6 月 30 日、2016 年 6 月 30 日两个基准日基于广州证券经营现状以及行业现状对未来收益进行预测，得出两个基准日的广州证券股东全部权益价值及评估值对应 P/B、行业平均 P/B 情况如下：

项目	2015年6月30日	2016年6月30日
评估价值(万元)	1,733,221.48	1,655,237.26
评估值对应 P/B	2.58	1.52
上市证券公司 P/B 平均值	4.12	2.79

2015年6月30日、2016年6月30日两个基准日广州证券收益法评估结果的差异原因分析:

### (1) 证券市场行情变化

证券公司的经营业绩和盈利能力与证券行业景气程度高度相关,其估值水平亦受证券市场行情变动影响。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,市场对证券公司盈利能力状况及估值预期均大幅提升。2015年6月沪深两市指数达到峰值后快速下跌,至2016年6月已基本回落到2014年四季度末的水平。

2015年1-6月和2016年1-6月同行业上市证券公司的经营情况如下:

单位:万元

序号	证券简称	2016年1-6月		2015年1-6月	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润
1	中信证券	1,815,932.46	549,434.86	3,111,140.06	1,274,230.26
2	国泰君安	1,370,743.45	619,051.56	2,230,143.90	1,040,345.28
3	海通证券	1,207,951.68	466,570.92	2,204,932.48	1,092,865.49
4	广发证券	1,013,005.91	420,283.24	1,971,188.74	863,774.80
5	华泰证券	735,577.26	294,355.32	1,464,425.18	671,857.19
6	国信证券	615,052.34	219,643.10	1,747,201.74	902,182.16
7	申万宏源	609,026.07	216,957.15	1,705,345.40	751,547.36
8	招商证券	519,779.72	223,557.43	1,586,349.14	733,512.83
9	方正证券	448,762.23	214,338.10	561,877.96	294,857.71
10	光大证券	405,289.96	153,156.54	952,070.47	495,618.93
11	兴业证券	353,462.65	127,759.81	710,848.59	317,459.44
12	东方证券	289,290.09	135,637.72	1,100,149.45	593,259.12
13	长江证券	257,572.04	111,747.52	485,837.94	244,901.06

14	国金证券	214,707.82	63,785.83	330,293.60	123,214.26
15	西南证券	200,295.32	88,031.38	603,920.24	285,194.72
16	东吴证券	182,856.75	62,134.51	396,998.25	184,129.03
17	东北证券	175,177.80	59,960.67	402,155.77	185,277.71
18	西部证券	169,856.77	58,168.43	301,529.60	151,523.72
19	国海证券	169,374.67	57,453.68	251,977.74	112,913.03
20	东兴证券	164,380.34	76,121.30	331,997.87	151,338.84
21	国元证券	140,282.72	51,374.61	361,923.51	188,712.32
22	中原证券	96,272.37	31,437.86	238,670.05	101,484.52
23	山西证券	93,346.30	21,134.12	243,347.89	123,014.55
24	第一创业	82,999.33	25,024.41	165,186.59	67,927.79
25	太平洋	59,397.53	14,380.22	187,862.75	94,627.60
均值		<b>455,615.74</b>	<b>174,460.01</b>	<b>945,895.00</b>	<b>441,830.79</b>

数据来源：WIND 资讯

由上表可见，同行业上市证券公司 2015 年 1-6 月平均营业收入和净利润均大幅超过 2016 年同期平均水平，2015 年 6 月 30 日和 2016 年 6 月 30 日两个基准日分别位于市场行情的相对高点和相对低点，因此 2015 年 6 月 30 日对证券公司未来盈利能力状况及估值预期均高于 2016 年 6 月 30 日。

## (2) 广州证券财务状况及经营情况变化

证券公司其收益与证券市场的走势关联度较强，未来收益具有较多的不确定性，难以进行准确地预测。2014 年至 2016 年我国证券市场经历了一个大幅上升、快速下跌的过程，尤其是 2015 年年中证券市场大幅波动，由此也导致了证券公司收益情况出现大幅波动。以下是广州证券 2015 年 1-6 月和 2016 年 1-6 月同期财务数据对比：

单位：万元

项目	2015年1-6月	2016年1-6月	变动金额
<b>一、营业收入</b>	<b>188,427.51</b>	<b>142,407.71</b>	<b>-46,019.81</b>
手续费及佣金净收入	90,595.55	96,709.35	6,113.80
其中：			
经纪业务手续费净收入	64,189.94	22,318.87	-41,871.07
投资银行业务手续费净收入	14,345.96	43,126.05	28,780.10
资产管理业务净收入	10,865.91	30,834.62	19,968.71
利息净收入	-8,619.14	5,084.28	13,703.42
投资收益	98,925.32	45,039.81	-53,885.51

公允价值变动净收益	7,527.97	-4,530.30	-12,058.27
汇兑净收益	-3.43	104.32	107.75
其他业务收入	1.24	0.25	-0.99
<b>二、营业支出</b>	<b>116,566.17</b>	<b>78,566.81</b>	<b>-37,999.35</b>
营业税金及附加	10,869.36	7,146.16	-3,723.20
业务及管理费	105,366.71	70,020.30	-35,346.40
资产减值损失	330.10	1,400.35	1,070.25
其他业务成本	-	-	
<b>三、营业利润</b>	<b>71,861.35</b>	<b>63,840.89</b>	<b>-8,020.46</b>
加：营业外收入	212.92	8.76	-204.16
减：营业外支出	11.62	18.58	6.96
<b>四、利润总额</b>	<b>72,062.65</b>	<b>63,831.07</b>	<b>-8,231.57</b>
减：所得税	17,456.95	15,307.48	-2,149.47
<b>五、净利润</b>	<b>54,605.70</b>	<b>48,523.60</b>	<b>-6,082.10</b>

由上表可以看出，广州证券 2016 年 1-6 月的营业收入较 2015 年同期有较大幅度的下降，其中经纪业务手续费净收入、投资收益下降幅度最大，投资银行业务手续费净收入、资产管理业务净收入有一定幅度的上升；2016 年 1-6 月的营业支出较 2015 年同期有较大幅度的下降，营业利润、利润总额和净利润均有所下降。

以下是广州证券 2015 年 1-6 月和 2016 年 1-6 月同期主要经营数据对比：

项 目	2015 年 1-6 月	2016 年 1-6 月
A 股市场单边交易额	11629.79 亿元/日	5304.48 亿元/日
客户市场占有率	0.3744%	0.3939%
佣金率	0.0591%	0.0391%
股票债券承销金额	79.98 亿元	388.35 亿元
资产管理规模	1067.81 亿元	1496.06 亿元

### (3) 两次评估折现率的变化

2015 年 6 月 30 日评估时折现率取值为 14.32%，2016 年 6 月 30 日评估时折现率取值为 12.58%。变动的主要原因是由于两个基准日无风险报酬率、市场预期报酬率、行业  $\beta$  系数变动导致。

2014年-2016年由于证券市场行情大幅波动，在2015年6月30日、2016年6月30日两个基准日基于广州证券经营现状以及行业现状得出的广州证券股东全部权益收益法评估值也出现了相应变动，但与同一时点行业估值水平相比具有合理性。

由于证券市场行情的强周期性波动和不可预见性，两次评估最终选取了市场法的评估值作为评估结论，收益法评估值仅作为验证和参考。

综上，2015年6月30日、2016年6月30日两个基准日下广州证券估值差异具备合理性。

(二) 结合交易标的市场可比交易价格、可比公司(包括越秀金控本身)市盈率或者市净率等方面，说明本次交易标的估值的合理性，是否有利于保护上市公司和中小股东的利益。

### 1、同行业案例

2016年以来，我国上市公司并购证券公司对应的估值情况如下：

案例发生年度	案例名称	评估基准日	估值结果(万元)	对应市盈率	对应市净率
2016年7月	华菱钢铁(000932)拟以持有的财富证券有限责任公司部分股权与湖南华菱钢铁股份有限公司钢铁资产置换	2016年4月30日	843,252.66	31.02	1.95
2016年7月	哈投股份(600864)定增收购江海证券99.946%股权	2015年9月30日	983,944.80	9.67	2.01
2016年8月	金瑞科技(600390)拟向惠州市国华企业有限公司发行股份购买其持有的五矿证券有限公司0.6078%股权	2015年12月31日	260,102.40	14.48	1.68
均值				18.39	1.88

注1：市净率=标的公司估值结果/标的公司评估基准日归属母公司所有者净资产；



注 2: 市盈率=标的公司估值结果/标的公司评估基准日归属母公司所有者的当年净利润。

## 2、可比公司

本次评估从总资产、净资产、营业收入、净利润等指标选取的与广州证券具有可比性的 4 家可比公司在评估基准日的估值情况如下：

序号	公司名称	市盈率	市净率
1	东吴证券	31.22	2.02
2	东北证券	25.22	2.00
3	国金证券	30.93	2.36
4	山西证券	122.69	3.77
均值		<b>52.52</b>	<b>2.54</b>

注 1: 市净率=可比公司 2016 年 6 月 30 日前 20 个交易日均价/可比公司 2016 年 6 月 30 日归属于母公司每股净资产；

注 2: 市盈率=可比公司 2016 年 6 月 30 日前 20 个交易日均价/可比公司 2016 年度归属于母公司每股收益。

参照常用的证券公司核心竞争力评价指标体系，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、创新能力等六个方面对可比公司进行修正，得到可比公司加权平均市净率 P/B 为 2.4364，如下表所示：（分析测算过程详见广州证券市场法评估说明）

项目	国金证券	山西证券	东北证券	东吴证券
可比公司 PB	2.3575	3.7707	2.0057	2.0157
修正系数	0.8800	1.0800	0.9200	0.8700
修正后 PB	2.0746	4.0724	1.8452	1.7537
权重	1/4	1/4	1/4	1/4
目标公司加权平均 PB	2.4364			

## 3、越秀金控

越秀金控在评估基准日的估值情况如下：

公司名称	市盈率	市净率
越秀金控	72.54	2.70

注 1: 市净率=越秀金控 2016 年 6 月 30 日前 20 个交易日均价/越秀金控 2016 年 6 月 30

日归属于母公司每股净资产；

注 2：市盈率=越秀金控 2016 年 6 月 30 日前 20 个交易日均价/越秀金控 2016 年度归属于母公司每股收益。

上表中，越秀金控在评估基准日对应的市盈率较高，其主要原因是：1、越秀金控（原广州友谊）2016 年 5 月完成非公开发行，其对广州越秀金控的并表时间较晚，造成越秀金控 2016 年 6 月 30 日净利润较低，市盈率较高；2、越秀金控（原广州友谊）2016 年 5 月完成非公开发行，非公开发行募集的 11.70 亿元资金在 2016 年 1-6 月尚未给越秀金控带来有效的账面收益，上述两方面因素造成越秀金控 2016 年 6 月 30 日市盈率较高。

广州证券在评估基准日的估值水平如下：

公司名称	市盈率	市净率
广州证券	19.88	1.75

注 1：市净率=广州证券估值结果/广州证券 2016 年 6 月 30 日归属于母公司所有者净资产；

注 2：市盈率=广州证券估值结果/广州证券 2016 年度归属于母公司所有者的净利润。

从上表可以看出，以评估基准日（2016 年 6 月 30 日）的估值水平来看，广州证券估值水平（市净率 1.75 倍、市盈率 19.88 倍）与上市公司并购证券公司的估值（市净率 1.88 倍、市盈率 18.39 倍）接近。

由于存在流动性折扣以及与可比公司的差异等原因，广州证券估值水平低于二级市场可比公司同期的平均估值水平（市净率 2.54 倍、市盈率 52.52 倍），对二级市场可比公司估值水平进行修正后的平均市净率为 2.4364 倍，考虑流动性折扣（按照广州证券估值采用的 28%测算）后的平均市净率为 1.75 倍。

剔除流动性折扣（按照广州证券估值采用的 28%测算）因素后，越秀金控评估基准日市净率水平约为 1.94 倍，与广州证券估值水平（市净率 1.75 倍）较接近。

根据以上分析，广州证券估值结果具有合理性，不会损害上市公司和中小股东的利益。

### （三）评估机构核查意见

根据贵交易所要求，评估师查阅了广州证券评估报告、同类业务市场可比交易、同类业务上市公司估值情况等资料，经核查，评估机构认为：（1）两个基准日广州证券分别采用市场法、收益法评估，参数选取合理，两个基准日评估值差异合理；（2）通过对比上市公司并购证券公司的估值情况以及 2016 年 6 月 30 日可比上市公司和越秀金控的市净率、市盈率水平，广州证券估值合理。

广东中联羊城资产评估有限公司

2017 年 1 月 4 日

