



中信建投证券股份有限公司

关于深圳证券交易所

《关于对广州恒运企业集团股份有限公司的
重组问询函》

回复之专项核查意见

独立财务顾问



中信建投证券股份有限公司
CHINA SECURITIES CO., LTD.

二〇一七年一月

中信建投证券股份有限公司
关于深圳证券交易所《关于对广州恒运企业集团股份有限公司的重组问询函》回复之专项核查意见

深圳证券交易所公司管理部：

广州恒运企业集团股份有限公司（以下简称“穗恒运 A”、“公司”、“上市公司”或“公司”）于 2016 年 12 月 26 日，披露了《广州恒运企业集团股份有限公司重大资产出售报告书（草案）》（以下简称“重组报告书”），并于 2017 年 1 月 3 日收到贵部下发的《关于对广州恒运企业集团股份有限公司的重组问询函》（非许可类重组问询函[2016]第 29 号）（以下简称“《问询函》”），中信建投证券股份有限公司现对《问询函》所涉问题进行说明和回复，具体内容如下：

（如本公告中无特别说明，本公告中所述的词语和简称与《广州恒运企业集团股份有限公司重大资产出售报告书（草案）》中的各项词语和简称具有相同的含义。其中字体为“黑体”的内容系反馈意见，字体为“宋体”的内容为反馈意见的回复。）

一、关于交易方案

1. 重组报告书显示，交易对方本次股份发行价格的定价基准日为董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。请你公司补充披露按照《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“《重组管理办法》”）第四十五条计算的董事会决议公告日前 20 个交易日、前 60 个交易日和前 120 个交易日的股票交易均价，说明本次发行股份市场参考价的选择依据并进行合理性分析。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

（一）交易对方越秀金控发行股份购买资产的股份发行市场参考价

交易对方越秀金控董事会决议公告日前 20 个交易日、前 60 个交易日和前 120 个交易日的股票交易均价如下：

单位：元/股

项目	定价基准日前 20 个交易日	定价基准日前 60 个交易日	定价基准日前 120 个交易日
越秀金控股票交易均价	14.6152	13.8783	14.6341
越秀金控股票交易均价之 90%	13.1536	12.4904	13.1707

（二）交易对方本次发行股份市场参考价的选择依据

交易对方本次发行股份购买资产的发行价格以定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价（计算公式为：定价基准日前 20 个交易日股票交易均价=定价基准日前 20 个交易日股票交易总额/定价基准日前 20 个交易日股票交易总量）为市场参考价，确定为 13.16 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日交易对方股票交易均价的 90%。

在本次发行的定价基准日至增发股份上市日期间，如交易对方实施派息、配股、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项的，则将根据深圳证券交易所的相关规定对发行价格作相应调整。

（三）本次发行股份市场参考价的选择理由及合理性

第一、本次交易对方发行股份购买资产的股票发行定价原则符合《重组管理办法》第四十五条“上市公司发行股份的价格不低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一”的规定。

第二、本次交易定价以定价基准日前 20 个交易日交易对方越秀金控股票交易均价为市场参考价（此参考价高于定价基准日前 60 个交易日越秀金控股票交易均价，略低于定价基准日前 120 个交易日越秀金控股票交易均价），并在前述市场参考价的基础上确定，此安排系交易各方为积极推进本次重大资产重组，同时平衡各方利益的结果。

第三、本次交易的定价方案已严格按照法律法规的要求履行相关程序，以充分保护上市公司及中小股东的利益。本次交易的定价方案已经公司第八届董事会第十三次会议审议通过，并将进一步提请上市公司股东大会审议。

（四）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问中信建投证券认为：穗恒运 A 本次出售广州证券股权所获得的股份对价对应的越秀金控股份的发行价格符合《重组管理办法》相关规定，并综合考虑上市公司及交易各方利益，经交易各方协商确定，其股票发行定价具有合理性。

2. 你公司持有的广州证券 24.4782%股权 2015 年和 2016 上半年分别实现投资收益 2.26 亿元和 1.17 亿元。根据备考财务报表，本次交易置出广州证券 24.4782%股权后，上市公司 2015 年和 2016 年 1-9 月备考净利润将有所下滑。请你公司结合广州证券的经营状况和业绩、公司未来战略规划、本次交易可能对公司未来业绩的影响及 2016 年 1 月增资广州证券的目的等方面，详细阐述上市公司增资不足 1 年即将持有的广州证券 24.4782%股权再次进行出售的主要考虑因素及合理性，是否有利于上市公司改善财务状况、增强持续盈利能力，是否有利于保护上市公司及中小股东利益。请独立董事和独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

（一）上市公司增资后再次进行出售的主要考虑因素及合理性

1、2016年1月参与广州证券增资的主要考虑因素及合理性

（1）近年来，在证券行业创新发展的格局下，行业已逐步由通道服务商向现代投资银行、由轻资本时代向重资本时代的转型，其中，资本中介业务和资本投资型业务已逐步成为行业转型发展的方向。但是，受制于资本实力偏弱等原因，广州证券资本中介业务仍低于行业平均水平，且资本型业务的稳健经营水平仍待进一步提升。鉴于以上情况，广州证券实施了2016年1月的增资扩股，为充分分享广州证券未来发展带来的收益，公司参与了2016年1月对广州证券进行增资扩股。

（2）由于2016年1月增资采用全体原股东按照股权等比例增资的方式进行，按净资产确定增资价格，价格较低，经综合考虑，公司决定参与2016年1月的增资。

2、本次交易出售广州证券股权的主要考虑因素及合理性

（1）广州证券单独上市不具有政策可行性

根据目前上市政策，由于广州证券控股股东广州越秀金控已整体注入上市公司越秀金控体内，广州证券单独A股上市在目前政策环境下已经不具备可行性。经过多年的投资，公司对广州证券投入了较大量的资金，而广州证券作为其控股股东越秀金控的核心资产，公司未来增持广州证券的可能性较小。在此背景下，公司通过本次交易出售广州证券股权，取得大额投资收益和现金回报，同时成为越秀金控股东，间接持有广州证券股权，系目前政策环境下的优化选择。

（2）本次交易有利于增强公司主要资产的流动性，分享越秀金控成长收益

此次越秀金控发行股份购买公司所持广州证券股权，作为交易主要对价的越秀金控股股权具备更强的流动性，有利于公司根据自身需求进行资源配置，补充公司发展资金。通过本次交易，公司出售不具有流动性的广州证券股权，取得上市公司股票及50,000.00万元现金，公司资产规模及主要资产流动性大幅增强，同时，越秀金控业务包括证券、融资租赁、担保、产业投资、百货等（比如，近期

越秀金控与其他方获批共同发起设立广东省第二家地方资产管理公司)，公司也能分享越秀金控作为区域重要金控平台的发展成果，因此，公司对于越秀金控主导的本次重组给予积极的响应。

（3）本次交易能够实现较大额投资收益

从公司本次交易产生的经济效应来看，前次增资投入资金在此次交易中实现了较大增值。包括本次交易对价和历年现金分红在内，公司投资广州证券累计获取收入 489,286.53 万元，累计投资 235,392.12 万元，在不考虑税务成本和时间成本的情况下，公司累计投资收益率达到 107.86%。

（4）本次交易有利于公司改善资本结构、降低财务风险

从本次交易的结果来看，本次交易将会增加公司的净资产，降低公司的资产负债率，增强偿债能力，降低公司的财务风险，有利于公司的长远发展。截至 2016 年 9 月末，公司资产负债率为 55.08%，负债规模达到 51.43 亿元，其中，短期借款、超短期融资券和应付债券余额分别 18.19 亿元、2.00 亿元和 18.76 亿元，债务负担较重；本次交易后，公司总资产和净资产将有较大幅度提升，有利于公司改善资本结构，降低财务风险，促进公司发展奠定基础。

综上，2016 年 1 月对广州证券的增资及本次交易出售广州证券的股权均是基于当时最有利于上市公司的目的，具备必要性及合理性。

（二）是否有利于上市公司改善财务状况、增强持续盈利能力及保护上市公司及中小股东利益

虽然随着近两年证券市场的发展和广州证券发展，广州证券利润规模有所增加，公司通过权益法确认投资收益显著提升了公司利润，从而造成交易后上市公司 2015 年及 2016 年 1-9 月备考报表的利润水平显著低于上市公司交易前利润，但从以下方面看，本次交易有利于上市公司改善财务状况、增强持续盈利能力及保护上市公司及中小股东利益，具体如下：

1、本次交易有利于增强公司主要资产的流动性，分享越秀金控成长收益

如“本条回复之（一）上市公司增资后再次进行出售的主要考虑因素及合

理性之 2、本次交易出售广州证券股权的主要考虑因素及合理性”中所述，本次交易有利于增强公司主要资产的流动性，分享越秀金控成长收益。**2、本次交易能够实现较大额投资收益**

如“本条回复之（一）上市公司增资后再次进行出售的主要考虑因素及合理性之 2、本次交易出售广州证券股权的主要考虑因素及合理性”中所述，公司在本次交易中能够实现较大额投资收益。

3、本次交易有利于公司改善财务结构，降低财务风险

如“本条回复之（一）上市公司增资后再次进行出售的主要考虑因素及合理性之 2、本次交易出售广州证券股权的主要考虑因素及合理性”中所述，本次交易有利于公司改善财务结构，增强资产流动性。

4、本次交易对上市公司现金流入的影响较小

本次交易前，公司对广州证券采用权益法核算，持有期间主要会计处理方式：按照应享有或应分担的广州证券当年实现的净损益和其他综合收益的份额，分别确认投资收益和其他综合收益，同时调整长期股权投资的账面价值；公司按照广州证券宣告分派的利润或现金股利计算应享有的部分，相应减少长期股权投资的账面价值；公司对于广州证券除净损益、其他综合收益和利润分配以外所有者权益的其他变动，调整长期股权投资的账面价值并计入所有者权益；处置长期股权投资，其账面价值与实际取得价款的差额，计入当期投资收益。

公司近年对广州证券确认投资收益与现金分红对比情况：

单位：万元

年度	权益法确认投资收益	现金分红	差额	现金分红占投资收益比例
2013 年	2,776.89	1,794.51	982.38	64.62%
2014 年	10,894.45	0	10,894.45	0.00%
2015 年	22,566.15	4,197.92	18,368.23	18.60%
2016 年 1-9 月	16,797.86	10,896.37	5,901.49	64.87%
合计	53,035.35	16,888.80	36,146.55	31.84%

从上表可以看出，近年来，尽管上市公司每年可以确认较大额的投资收益，但除2015年广州证券分红较多外，其他年份分红额较少，公司所确认投资收益多

为账面收益。

本次交易完成后，公司获得对价中包含上市公司越秀金控股份新发行股份，因持股比例较小，不能对越秀金控构成重大影响，因此公司将所持越秀金控股份计入可供出售金融资产核算，主要会计处理方式为：可供出售金融资产采用公允价值进行后续计量，公允价值变动形成的利得或损失，除减值损失计入当期损益外，确认为其他综合收益，在该金融资产终止确认时转出，计入当期损益；可供出售金融资产持有期间取得的利息及被投资单位宣告发放的现金股利，计入投资收益。

从公司前述交易前后会计处理方式的对比可以看出，本次交易虽然从备考报表看对公司的净利润影响较大，净利润下降较多，但对公司现金净流入影响较小，对公司实际盈利能力影响较小。主要原因是：

①本次交易对公司持有期间现金流入影响较小。交易前后两项投资在持有期间虽然对利润表有较大影响，主要体现在投资收益的确认方式上，即为权益法按照被投资单位实现的利润并按持股比例确认投资收益；可供出售金融资产按照实际分红确认投资收益。因此交易前后确认的投资收益可能出现较大幅度下滑，但因权益法确认的投资收益多为账面收益，实际现金分红较少，从而对公司现金流入影响较小。

②从最终变现现金流入角度来看，除本次交易公司获得少部分现金对价外，公司所获大部分对价为上市公司新发行股份，此部分对价没有实际现金流入，而本次交易所获上市公司股份有利于公司未来处置股份时享受上市公司流动性溢价，从而可能增加未来处置此项投资时的现金流入。

因此，从以上分析来看，在公司对越秀金控长期投资处置之前，本次交易对上市公司现金流入影响较小。综上，本次交易虽然在账面上可能导致公司未来投资收益下滑进而导致净利润下滑，但从本次交易为公司带来的收益、对公司资本结构的影响以及对未来现金流的影响来看，本次交易仍有利于上市公司改善财务状况、增强融资能力、为其他业务发展提供空间及保护上市公司及中小股东利益。

(三) 独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问中信建投证券认为：本次交易虽然在账面上可能导致公司未来投资收益下滑进而导致净利润下滑，但从本次交易为公司带来的收益、对公司资本结构的影响、增强资产流动性以及对未来现金流的影响等方面来看，本次交易仍有利于上市公司改善财务状况、增强持续盈利能力及保护上市公司及中小股东利益。

3. 请你公司说明本次交易涉及的需要取得债权人同意或豁免的具体情况，以及截至目前进展。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

(一) 本次交易涉及的需要取得债权人同意或豁免的具体情况，以及截至目前进展。

1、银行借款

单位：万元

序号	借款银行	借款余额	到期时间	协议条款	进展情况	预计完成时间
1	中国工商银行股份有限公司	50,000.00	2 亿元在 2017.5.23 到期；3 亿元在 2017.8.26 到期	进行合并、分立、减资、股权变动、重大资产和债权转让、重大对外投资、实质性增加债务融资以及其他可能对贷款人权益造成不利影响的行动，事先征得贷款人书面同意或就贷款人债权的实现作出令贷款人满意的安排方可进行。	同意/豁免函正在审批中	2017.1.13 日前
2	中国邮政储蓄银行股份有限公司	4,400.00	2017.7.29 到期	第十四条（二）、1 发生下列情形之一，贷款人认为可能危及项下合同安全的：借款人发生承包、托管（接管）、租赁、股份制改造、减少注册资金、投资、联营、合并、兼并、收购重组、分立、合资、（被）申请	同意/豁免函正在审批中	2017.1.13 日前

				停业整顿、申请解散、被撤销、(被)申请破产、控股股东/实际控制人变更或重大资产转让、停业、歇业、被有权机关施以高额罚款、被注销登记、被吊销营业执照、涉及重大法律纠纷、生产经营出现严重困难或财务状况恶化、法定代表人无法正常履行职责。		
3	创兴银行有限公司	10,000.00	2017.6.29到期	第十一条 3、借款人的大额融资、资产出售以及兼并、分立、股份制改造、破产清算等活动，须事先征得贷款人书面同意，贷款人有权派员监督相关活动、借款人需全力配合。	同意/已经取得	-
4	中信银行股份有限公司	5,000.00	2017.3.29到期	第十条 10.2 在贷款期间内，甲方经营决策的任何改变，包括但不限于转股、改组、大额融资、资产出售、兼并、合并、分立、股份制改造、合资、合作、联营、承包租赁、对外投资、实质性增加债务融资、经营范围和注册资本变更、公司章程变更等可能影响乙方权益的情形，应至少提前三十日书面通知乙方并取得乙方的事先书面同意，落实贷款的清偿责任或提前清偿贷款或提供乙方认可的担保	同意/豁免函正在审批中	2017.1.13日前

2、债券

单位：万元

序	品种	代码	管理人	债券余额	到期时间	进展情况
---	----	----	-----	------	------	------

号						
1	公司债	112225.SZ	招商证券股份有限公司	50,000.00	2019年9月18日	公司已经履行披露义务,告知债券管理人,目前正在与债券管理人沟通,对是否召开债权人会议由其给予书面确认。债券管理人的书面确认函将于股东大会召开之前取得。
2	公司债	112251.SZ		50,000.00	2020年7月28日	
3	中期票据	1282062.IB	华夏银行股份有限公司	40,000.00	2017年3月15日	
4	中期票据	101363001.IB		48,000.00	2018年8月12日	
5	超短期融资券	011698405.IB	中国银行股份有限公司	20,000.00	2017年6月4日	

(二) 独立财务顾问意见

独立财务顾问获取了公司的借款协议,查询了公司所发行的公司债、中期票据及超短期融资券并获取公司公开披露的募集说明书,并结合《公司债券发行与交易管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》等法规,确定公司需要履行的程序。经核查,独立财务顾问认为,上市公司在本次交易公告后,已积极履行通知义务,各贷款银行的同意函或豁免函尚需履行其内部相关审批程序后方能获得。公司所发行的公司债券、中期票据及超短期融资券已通知相关方,公司将会继续积极配合履行所需程序。

4. 请你公司明确说明本次交易所涉及的现金对价在交易对方募集配套资金的方案无法获得核准或者募集配套资金获得核准后发行不成功时,你公司拟采取的保障上市公司利益的具体解决措施和解决期限。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复:

(一) 拟采取的保障上市公司利益的具体解决措施和解决期限

1、本次交易所签订的协议明确约定了现金对价的支付时间及违约责任

为保障上市公司利益,避免交易对方募集配套资金的方案无法获得核准或者募集配套资金获得核准后发行不成功时出现现金对价无法支付及不按时支付的情况,公司与交易对方签订的《发行股份购买资产协议》关于现金对价的支付期

限明确如下：“甲方（指交易对方）应在本次交易募集配套资金到账后十个工作日内或本次重组获得中国证监会核准之日起三十个工作日内（以孰早为准），向乙方（指上市公司）指定的账户支付应付的全部现金对价。”

公司与交易对方签订的《发行股份购买资产协议》关于本次交易的违约责任明确如下：

“（1）协议任何一方不履行或不完全履行协议所规定的义务或在协议中所作的保证与事实不符或有遗漏，即构成违约。

（2）任何一方违约，守约方有权追究违约方违约责任，包括但不限于要求违约方赔偿损失。

（3）违约方应依协议约定和法律规定向守约方承担违约责任，赔偿守约方因其违约行为而遭受的所有损失（包括为避免损失而支出的合理费用）。”

2、交易对方已就募集配套资金的方案无法获得核准或者募集配套资金获得核准后发行不成功提出解决方案

根据交易对方披露的《广州越秀金融控股集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》P38 页，交易对方关于本次发行股份募集配套资金存在不足或失败的应对方案如下：“本次交易中，上市公司拟向交易对方支付的现金对价 5 亿元由本次募集配套资金支付。若本次募集配套资金未能实施或融资金额低于预期，公司将以自有资金或采用银行贷款等债务性融资方式解决收购交易标的的现金支付需求，将给公司带来一定的财务风险和融资风险。”

（二）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，上市公司与交易对方签署的《发行股份购买资产协议》对交易对方支付现金对价的时间和交易的违约责任作出了明确约定。交易对方已就募集配套资金的方案无法获得核准或者募集配套资金获得核准后发行不成功提出具体的应对措施。

5. 本次交易约定，广州证券自评估基准日（2016 年 6 月 30 日）至交割日

当月最后一日期间，广州证券产生的损益全部由交易对方承担或享有。请你公司说明做出上述安排的依据，是否有利于保护上市公司和中小股东的利益。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

（一）本次交易约定，广州证券自评估基准日（2016年6月30日）至交割日当月最后一日期间，广州证券产生的损益全部由交易对方承担或享有。请你公司说明做出上述安排的依据，是否有利于保护上市公司和中小股东的利益

根据交易双方签署的《发行股份购买资产协议》，“在本次发行的定价基准日至增发股份上市日期间，如甲方实施派息、配股、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项的，则将根据深圳证券交易所的相关规定对发行价格作相应调整。”，鉴于上述约定，由于交易对方的发行价格将根据其派息、配股、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项进行调整，因此，上市公司在本次交易完成后，实质享有了将获得的交易对方股份对应的交易对方定价基准日至增发股份上市日期间的损益。

鉴于上述情况，同时为了积极推进本次交易，交易各方一致同意将广州证券评估基准日至交割日的期间损益归属于受让方越秀金控所有。

通过本次交易，公司可以一次性取得大额投资收益，同时公司总资产和净资产将有较大幅度提升，资产流动性增强，有利于公司改善资本结构，降低财务风险。因此，上述安排有利于保护上市公司和中小股东的利益，有利于公司长期持续发展。

（二）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易期间损益安排系综合考虑交易对价的具体情况以及积极推进本次重组的结果，上述安排有利于保护上市公司和中小股东的利益，有利于公司长期持续发展。

二、关于资产评估

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。

回复：

（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：

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：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		455,615.74	174,460.01	945,895.00	441,830.79

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
一、营业收入		188,427.51	142,407.71	-46,019.81
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
二、营业支出		116,566.17	78,566.81	-37,999.35
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		-	-	
三、营业利润		71,861.35	63,840.89	-8,020.46
加：营业外收入		212.92	8.76	-204.16
减：营业外支出		11.62	18.58	6.96
四、利润总额		72,062.65	63,831.07	-8,231.57
减：所得税		17,456.95	15,307.48	-2,149.47
五、净利润		54,605.70	48,523.60	-6,082.10

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 β 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	52.52	2.54

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）独立财务顾问核查意见

独立财务顾问中信建投证券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，中信建投证券认为：（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具有合理性；（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 日同类业务上市公司和越秀金控的市净率、市盈率水平，广州证券估值具备合理性。

2. 本次交易标的评估基准日为 2016 年 6 月 30 日，审计基准日为 2016 年 9 月 30 日。请你公司说明设置评估与审计基准日不一致的主要考虑因素，评估基准日和审计基准日之间交易标的、证券市场是否存在对本次交易标的估值产生较大影响的变化。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

（一）设置评估与审计基准日不一致的主要考虑因素

根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》第六十三条“经审计的最近一期财务资料在财务报告截止日后六个月内有效，特别情况下可申请适当延长，但延长时间至多不超过一个月”和第六十五条“资产评估机构或估值机构为本次重组而出具的评估或估值资料中应明确声明在评估或估值基准日后××月内（最长十二个月）有效”，评估报告的有效期最长为 12 个月，财务报告和审计报告报告的有效期最长为 7 个月。

经查阅本次重组涉及的相关法规，未发现关于评估基准日和审计基准日需保持一致的相关规定。本次重组标的评估基准日为 2016 年 6 月 30 日，审计基准日为 2016 年 9 月 30 日，本次重组的评估和审计基准日的选定未违反相关规定。由于本次重组的交易对方涉及民企、外企、地方国企、央企等多方企业，交易对方履行内部程序预计耗时较长。基于财务数据有效期的考虑，本次交易选定了 2016 年 9 月 30 日为审计基准日。

（二）评估基准日和审计基准日之间交易标的是否存在对本次交易标的估值产生较大影响的变化

标的公司广州证券截至 2016 年 6 月 30 日和 2016 年 9 月 30 日的主要财务数据如下表所示：

单位：万元

资产负债表数据	2016 年 6 月 30 日	2016 年 9 月 30 日
资产总计	4,068,525.67	4,258,963.91
负债合计	2,975,839.82	3,140,750.10
所有者权益合计	1,092,685.85	1,118,213.81

利润表数据	2016年1-6月	2016年1-9月
营业收入	149,184.70	213,633.93
净利润	47,960.68	68,471.01
现金流量表数据	2016年1-6月	2016年1-9月
经营活动产生的现金流量净额	-934,413.21	-1,010,314.77
投资活动产生的现金流量净额	360,904.67	258,033.46
筹资活动产生的现金流量净额	47,564.03	358,341.55

2016年6月30日至2016年9月30日期间，广州证券的主要财务数据未发生重大变化，广州证券亦未发生可能对本次交易标的估值产生较大影响的其他变化。

（三）评估基准日和审计基准日之间证券市场是否存在对本次交易标的估值产生较大影响的变化

2016年6月30日和2016年9月30日的深证成指（399001.SZ）和金融业指数（883027.WI）如下表所示：

	2016年6月30日	2016年9月30日	变化幅度
深证成指（399001.SZ）	10,489.99	10,567.58	0.74%
金融业指数（883027.WI）	3,882.05	4,067.85	4.79%

2016年6月30日至2016年9月30日期间，深证成指（399001.SZ）的累计增幅为0.74%，金融业指数（883027.WI）的累计增幅为4.79%，期间证券市场不存在对本次交易标的估值产生较大影响的变化。

（四）评估基准日和审计基准日之间可比公司市净率等是否存在对本次交易标的估值产生较大影响的变化

1、2016年6月30日市净率等情况

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		52.52	2.54

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。

2、2016 年 9 月 30 日市净率等情况

序号	公司名称	市盈率	市净率
1	东吴证券	29.10	2.30
2	东北证券	92.04	3.28
3	国金证券	18.97	1.89
4	山西证券	23.97	2.01
均值		41.02	2.37

注 1: 市净率=可比公司 2016 年 9 月 30 日前 20 个交易日均价/可比公司 2016 年 9 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 9 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。

从以上对比来看, 可比公司市净率在 2016 年 6 月 30 日与 2016 年 9 月 30 日变化较小。

(五) 独立财务顾问核查意见

经核查, 独立财务顾问认为: 由于本次重组的交易对方涉及民企、外企、地方国企、央企等多方企业, 交易对方履行内部程序预计耗时较长。基于财务数据有效期的考虑, 本次交易选定了 2016 年 9 月 30 日为审计基准日。评估基准日和审计基准日之间, 交易标的、证券市场不存在对本次交易标的估值产生较大影响的变化。

三、关于交易标的

1. 请你公司说明上市公司、广州城启、广州富力、北京中邮将所持处于锁定期的广州证券股权进行转让是否符合《证券公司行政许可审核工作指引第 10 号——证券公司增资扩股和股权变更》的规定，是否需要取得相关监管部门的审批或备案，以及截至目前进展，并说明上述交易标的股权处于锁定期的情形、广州城启持有广州证券股权被冻结和质押事项是否构成本次交易的法律障碍，以及你公司拟采取的解决措施和解决期限。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

鉴于本次交易尚需经过交易双方股东大会批准、广东省国资委的正式批准以及中国证监会核准（包括上市公司、广州城启、广州富力、北京中邮转让所持广州证券部分股份尚处于锁定期的股份），广州城启所持部分广州证券股权尚未解除质押，若本次交易不能取得前述批准或核准，或者广州城启所持股份不能在并购重组委员会审核交易对方本次交易前解除质押，则会给本次交易带来一定不确定性，提请广大投资者注意上述风险。

（一）公司转让广州证券的股份尚处于锁定期，须取得中国证券监督管理委员会的批准

根据《证券公司行政许可审核工作指引第 10 号——证券公司增资扩股和股权变更》的规定，广州证券 2016 年 1 月份的增资，广州越秀金融控股集团有限公司新增的 140,310.8629 万元注册资本对应股份锁定期为 60 个月，广州恒运企业集团股份有限公司新增的 49,701.9289 万元注册资本对应股份、广州城启集团有限公司新增的 5,243.4518 万元注册资本对应股份、广州富力地产股份有限公司新增的 5,128.5279 万元注册资本对应股份、北京中邮资产管理有限公司新增的 2,660.9137 万元注册资本对应股份均锁定 36 个月。

截至目前，前述增资形成的股份均处于锁定期。

根据《证券公司行政许可审核工作指引第 10 号——证券公司增资扩股和股权变更》的相关规定，“证券公司变更持有 5% 以上股权的股东，应当依法报中国证监会核准；因证券公司发生合并、分立、重组、风险处置等特殊原因，股东

所持股权经中国证监会同意发生转让的，不受持股期限的限制。”。因此，广州证券少数股东转让处于锁定期的股份以及变更 5% 以上股权股东，依法需要经过中国证监会核准后方可转让。

根据中国证监会最新审核程序要求，对于同时涉及上市公司和证券公司（包括上市和非上市证券公司）行政许可的事项，为提高审核效率，采取“一站式”方式办理，即由证监会统一受理后，由会内相关部门按照职责分工，分别审核，统一批复。本次交易经上市公司及交易对方的股东大会审议通过后，前述股东变更申请材料将连同交易对方越秀金控本次重组的申报材料一起提交证监会，由证监会统一受理、统一审核。

后续在广州证券 5% 以上股东变更的审核过程中，交易对方会根据证监会要求，对其本次交易方案做相应调整并履行相应程序（如需）。

综上，尽管公司、广州城启集团有限公司、广州富力地产股份有限公司和北京中邮资产管理有限公司持有的广州证券的股份尚处于锁定期内，但在广州证券本次股权转让相关事项经证券监管部门批准后，上述股份处于锁定期事宜不会构成本次交易的法律障碍。

（二）广州城启集团有限公司（以下简称广州城启）持有广州证券股权被冻结和质押事项不构成本次交易的法律障碍

1、上市公司与交易对方越秀金控单独签署了交易协议

本次交易的标的为穗恒运 A 所持有的广州证券 24.4782% 的股权，不涉及广州城启所持有的股份。公司与交易对方越秀金控单独签署了《发行股份购买资产协议》，该协议的生效条件如下：

- “1、本协议经甲方、乙方董事会批准；
- 2、乙方参与本次重组取得广东省人民政府国有资产监督管理委员会核准；
- 3、本协议经甲方、乙方股东大会批准；
- 4、越秀金控持有广州证券 5% 以上股权股东资格及本次股份转让经中国证监会核准；

5、中国证监会核准本次重组。”

2、广州城启已就股权质押的解除作出相关承诺

(1) 广州城启股权质押的基本情况

截至本回复出具之日，广州城启所持广州证券股权存在质押情形，其股权质押的基本情况如下：

序号	质权人	出质股权数额(万元)	登记日期	状态
1	长安国际信托股份有限公司	4,599.52	2016.06.01	有效
2	长安国际信托股份有限公司	5,243.45	2016.03.04	有效
3	中信银行股份有限公司广州分行	4,000.00	2015.03.12	有效
合计		13,842.97		

(2) 相关方就质押事项的应对措施

为保证本次交易的顺利进行，广州城启已就其股权质押事项出具了《关于股份质押事项的承诺函》，并披露了违约责任，承诺如下：

“鉴于本公司所持广州证券2.5824%股份目前已全部进行质押，本公司作为本次交易的参与方，就以下相关事项承诺如下：

一、本公司承诺，至迟在并购重组委员会审核本次交易前，通过促使相关债务人履行还款义务或代债务人履行还款义务等方式，确保质押事项所涉及的债务全部清偿完毕，并解除前述股份质押事项，完成相关工商变更登记手续。

二、本公司承诺股份质押的解除同时符合相关证券监管部门的审核要求，保证不影响本次交易的正常审核及实施。

三、除前述情形外，本公司对所持广州证券股份享有完整的股东权利，该等股份不存在质押等任何担保权益，不存在冻结、查封或者其他任何被采取强制保全措施的情形，亦不存在任何可能导致上述股份被有关司法机关或行政机关查封、冻结、征用的未决或潜在的诉讼、仲裁以及任何其他行政或司法程序。

四、本公司如因不履行或不适当履行上述承诺因此给越秀金控及其相关股东造成损失的，将依法承担赔偿责任。

五、本公司如无法履行、无法完全履行上述承诺，自愿接受越秀金控董事会依据相关规定对本次交易方案进行的调整。

六、本函自出具日始生效，为不可撤销的法律文件。”

根据广州城启出具的承诺函，其至迟在并购重组委员会审核本次交易前，解除前述股份质押事项。

解除质押的具体措施为：通过促使相关债务人履行还款义务或代债务人履行还款义务等方式，确保质押事项所涉及的债务全部清偿完毕，相应解除质押。

就前述股权质押事项，中信银行股份有限公司广州分行出具了关于有条件同意配合办理解除股权质押的函：如债务人经我行同意按照主合同约定提前履行完毕付息义务并支付相应违约金及费用，则贵司的质押担保义务解除，届时我行将配合办理解除上述股权质押登记手续。

长安国际信托股份有限公司出具了说明函：如债务人经我行同意按照主合同约定提前履行完毕付息义务，则广州城启集团有限公司质押担保义务解除，届时我司将按照编号宁单粤泰（1）16270080《长安宁-广州粤泰流动资金贷款（1期）》和（2）宁单粤泰16270085《长安宁-广州粤泰流动资金贷款（2期）-资金信托股权质押合同》的约定配合其办理解除股权质押登记的手续。

除前述情形外，广州城启对所持广州证券股份享有完整的股东权利，该等股份不存在质押等任何担保权益，不存在冻结、查封或者其他任何被采取强制保全措施的情形，亦不存在任何可能导致上述股份被有关司法机关或行政机关查封、冻结、征用的未决或潜在的诉讼、仲裁以及任何其他行政或司法程序。

因此，上述事项符合《重组管理办法》第十一条第（四）项和《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（二）项的相关规定。

如上述股权质押状况无法及时予以解除，或出质人与质权人无法就解除质押事宜协商一致，广州城启承诺自愿接受越秀金控董事会依据相关规定对本次交易方案进行的调整。由于广州城启持有广州证券2.5824%的股权，所涉及交易金额占总的交易金额比例为7.88%，根据《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》规定，上述调整不会构成交易对方本次交易方案的重大变化或调整，不

会对本次重组的实施构成障碍，亦不会影响公司本次重大资产出售。

(3) 广州城启股份冻结情形

①广州城启股份冻结基本情况

广州城启因房地产开发事宜与深圳市汇盈成投资有限公司（以下简称“深圳汇盈成”）产生纠纷。2016年8月，深圳汇盈成向广州市中级人民法院提起诉讼，要求广州城启清偿欠款，相关担保人承担连带清偿责任。

2016年8月31日，广州市中级人民法院出具（2016）粤01民初431号《民事裁定书》，裁定冻结广州城启等相关方的人民币存款或查封、扣押其他等值的财产。

2016年9月20日，广州证券股份有限公司（以下简称“广州证券”）收到广州市中级人民法院出具的（2016）粤01执保192号《协助执行通知书》，要求广州证券协助冻结广州城启所持广州证券0.2838%的股份，冻结期限从2016年9月20日至2019年9月19日。

②冻结的解除

经广州城启与深圳汇盈成协商并达成一致，2016年12月1日，深圳汇盈成向广州市中级人民法院提交《撤诉申请书》，请求撤回对（2016）粤01民初431号案的起诉；2016年12月，广州市中级人民法院作出（2016）01民初431号《民事裁定书》，准许深圳汇盈成撤回起诉。

2016年12月1日，深圳汇盈成向广州市中级人民法院提交《解封申请书》，请求解除（2016）粤01民初431号案对广州城启持有广州证券0.2838%股份等的冻结；广州市中级人民法院收到《解封申请书》，作出（2016）01民初431号《民事裁定书》，解除对广州城启持有的广州证券0.2838%股份的冻结。

综上，截至本次问询函回复之日，广州城启所持广州证券股份冻结已经全部解除。

综上，广州城启持有广州证券股权被质押事项不会构成本次交易的法律障碍。

(三) 独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：尽管穗恒运 A、广州城启集团有限公司、广州富力地产股份有限公司和北京中邮资产管理有限公司持有的广州证券部分股份尚处于锁定期，但在广州证券本次股权转让相关事项经证券监管部门批准后，标的资产按协议约定进行过户或转移不存在法律障碍。

后续在广州证券 5% 以上股东变更的审核过程中，交易对方会根据证监会要求，对其本次交易方案做相应调整并履行相应程序（如需）。

广州城启已就其股权质押的解除期限作出明确承诺，且即使因广州城启质押等原因交易对方调整交易方案，也不构成对交易对方本次交易方案的重大调整，因此，广州城启股权质押事项不构成本次交易的法律障碍。

四、关于交易对方

1. 请你公司结合股东持股情况及董事、高级管理人员任职等信息，说明上市公司及其主要股东与交易对方之间的关联关系，并分析本次交易是否构成关联交易及其相关回避表决安排。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

（一）上市公司与交易对方的相关情况

1、穗恒运 A 的主要股东及董事、监事、高级管理人员情况

（1）穗恒运 A 前十名股东及持股比例

截至本回复出具之日，穗恒运 A 前十名股东持股数量及持股比例为：

序号	名称	持股数（股）	占总股本（%）
1	广州凯得控股有限公司	178,914,710	26.12%
2	广州电力企业集团有限公司	125,703,386	18.35%
3	广州开发区工业发展集团有限公司	92,301,178	13.47%
4	广州黄电投资有限公司	23,982,718	3.50%
5	广州港能源发展有限公司	11,296,216	1.65%
6	全国社保基金一一三组合	9,572,290	1.40%
7	黄海晓	8,681,955	1.27%
8	徐俊	2,967,400	0.43%
9	叶立琪	2,799,459	0.41%
10	蔡伟民	1,818,000	0.27%

合计	458,037,312	66.86%
----	-------------	--------

(2) 穗恒运 A 的控股股东和实际控制人

截至本回复出具之日，穗恒运 A 总股本为 685,082,820 万股，其中广州凯得控股有限公司持有穗恒运 A 股份 178,914,710 股，持股比例为 26.12%。穗恒运 A 的控股股东为广州凯得控股有限公司，实际控制人为广州经济技术开发区管理委员会。

(3) 穗恒运 A 的董事、监事及高级管理人员

截至本回复出具之日，穗恒运 A 的董事、监事及高级管理人员情况如下：

序号	姓名	职务
1	郭晓光	董事长
2	郑建平	副董事长
3	杨舜贤	董事、副总经理
4	陈福华	董事
5	钟英化	董事
6	张存生	董事
7	蒋白云	董事
8	江华	独立董事
9	张利国	独立董事
10	游达明	独立董事
11	谭劲松	独立董事
12	林毅建	监事会主席
13	陈旭东	监事
14	蓝建璇	监事
15	张跃峰	监事
16	王艳军	监事
17	黄河	总经理
18	吴必科	副总经理
19	朱晓文	副总经理
20	周水良	副总经理
21	张晖	董事会秘书
22	陈宏志	财务负责人、财务总监

2、交易对方越秀金控的主要股东及董事、监事、高级管理人员情况

(1) 越秀金控前十名股东及持股比例

截至本回复出具之日，越秀金控前十名股东持股数量及持股比例为：

序号	名称	持股数（股）	占总股本（%）
1	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	926,966,292	41.69
2	广州国资发展控股有限公司	421,348,314	18.95
3	广州越秀集团有限公司	279,399,160	12.56
4	广州地铁集团有限公司	168,539,325	7.58
5	广州万力集团有限公司	42,134,831	1.89
6	广州电力装备集团有限公司	42,134,831	1.89
7	广州市城市建设投资集团有限公司	42,134,830	1.89
8	广州交通投资集团有限公司	42,134,830	1.89
9	中信证券股份有限公司	2,999,934	0.13
10	海通证券资管-上海银行-海通海富 27 号集合资产管理计划	2,452,831	0.11
合计		1,970,245,178	88.58

（2）控股股东及实际控制人

截至本回复出具之日，越秀金控总股本2,223,830,413股，其中广州市国有资产监督管理委员会持有越秀金控A股926,966,292股，持股比例为41.69%。越秀金控的控股股东和实际控制人为广州市国有资产监督管理委员会。

（3）越秀金控的董事、监事及高级管理人员

截至本回复出具之日，越秀金控的董事、监事及高级管理人员情况如下：

序号	姓名	职务
1	王恕慧	董事长、总经理
2	谭思马	董事
3	欧俊明	董事
4	李锋	董事
5	杨春林	独立董事
6	汤胜	独立董事
7	刘涛	独立董事
8	陈静	监事会主席
9	姚晓生	监事
10	李松民	监事
11	高宇辉	副总经理
12	黄强	副总经理
13	苏亮瑜	副总经理
14	黎钢	副总经理
15	王晖	副总经理

(二) 越秀金控不是上市公司穗恒运 A 的关联方，穗恒运 A 将其持有的广州证券股份出售给越秀金控不构成关联交易

1、穗恒运 A 与越秀金控不构成《中华人民共和国公司法》规定的关联关系，本次交易不构成关联交易。

《中华人民共和国公司法》第二百一十六条的（四）款的规定，“关联关系，是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系，以及可能导致公司利益转移的其他关系。但是，国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系。”

穗恒运 A 的控股股东为广州凯得控股有限公司，实际控制人为广州经济技术开发区管理委员会；越秀金控的控股股东及实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会，穗恒运 A 与越秀金控的控股股东及实际控制人均不相同。虽然广州经济技术开发区管理委员会与广州市人民政府国有资产监督管理委员会均属于国有资产管理部門，但并不是同一单位，根据《中华人民共和国公司法》第二百一十六条的（四）款的规定，“国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系。”同时，穗恒运 A 与越秀金控的董事、监事、高级关联人员之间相互独立，不存在相互兼职的情况。因此，穗恒运 A 与越秀金控不存在关联关系。

因此，穗恒运 A 与越秀金控不构成《中华人民共和国公司法》规定的关联关系，穗恒运 A 将其持有的广州证券股份出售给越秀金控不构成《中华人民共和国公司法》规定的关联交易。

2、根据《深圳证券交易所股票上市规则》的规定，越秀金控不是上市公司穗恒运 A 的关联人，本次交易不构成关联交易。

《深圳证券交易所股票上市规则》（以下简称“《上市规则》”）第十章关于关联交易的规定，上市公司的关联人包括关联法人及关联自然人。其中：

（1）《上市规则》第“10.1.3”条规定：“具有下列情形之一的法人或者其他组织，为上市公司的关联法人：（一）直接或者间接地控制上市公司的法人或者

其他组织；(二)由前项所述法人直接或者间接控制的除上市公司及其控股子公司以外的法人或者其他组织；(三)由本规则 10.1.5 条所列上市公司的关联自然人直接或者间接控制的，或者担任董事、高级管理人员的，除上市公司及其控股子公司以外的法人或者其他组织；(四)持有上市公司 5%以上股份的法人或者其他组织及其一致行动人；(五)中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司有特殊关系，可能或者已经造成上市公司对其利益倾斜的法人或者其他组织。”

上市公司穗恒运 A 的控股股东为广州凯得控股有限公司，实际控制人为广州经济技术开发区管理委员会，越秀金控的控股股东和实际控制人为广州市人民政府国有资产管理委员会。因此，穗恒运 A 的控股股东及实际控制人与越秀金控并不相同，虽然双方的实际控制人均属于国有资产管理部门，但并不是同一单位。因此，越秀金控不属于根据《上市规则》第“10.1.3”条中第（一）、（二）款规定的上市公司穗恒运 A 的关联方。

根据上述穗恒运 A 与越秀金控已提供的资料，越秀金控并不是穗恒运 A 的股东，也无其他一致行动方为穗恒运 A 的股东，同时穗恒运 A 的董事、监事及高级管理人员与越秀金控的相关人员各自独立，不存在相互兼职的情况。因此，越秀金控不属于根据《上市规则》第“10.1.3”条中第（三）、（四）款规定的上市公司穗恒运 A 的关联方。

根据穗恒运 A 与越秀金控提供的资料并经核查，越秀金控亦不存在《上市规则》第“10.1.3”条中第（五）款规定的情形。

因此，越秀金控不属于根据《上市规则》第“10.1.3”条规定的上市公司穗恒运 A 的关联方。

(2)《上市规则》第 10.1.4 条规定，“上市公司与本规则 10.1.3 条第(二)项所列法人受同一国有资产管理机构控制而形成 10.1.3 条第(二)项所述情形的，不因此构成关联关系，但该法人的董事长、总经理或者半数以上的董事属于本规则 10.1.5 条第(二)项所列情形者除外。”

上市公司穗恒运 A 的控股股东为广州凯得控股有限公司，实际控制人为广

州经济技术开发区管理委员会，越秀金控的控股股东和实际控制人为广州市人民政府国有资产管理委员会。因此，穗恒运 A 的控股股东及实际控制人与越秀金控并不相同，虽然广州经济技术开发区管理委员会与广州市人民政府国有资产监督管理委员会均属于国有资产管理部门，但并不是同一单位。且穗恒运 A 的董事、监事及高级管理人员与越秀金控的相关人员各自独立，不存在相互兼职的情况。

因此，越秀金控不属于根据《上市规则》第“10.1.4”条规定的上市公司穗恒运 A 的关联方。

(3)《上市规则》第 10.1.5 条规定：“具有下列情形之一的自然人，为上市公司的关联自然人：(一)直接或者间接持有上市公司 5% 以上股份的自然人；(二)上市公司董事、监事及高级管理人员；(三)本规则 10.1.3 条第(一)项所列法人的董事、监事及高级管理人员；(四)本条第(一)项、第(二)项所述人士的关系密切的家庭成员，包括配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、年满十八周岁的子女及其配偶、配偶的兄弟姐妹和子女配偶的父母；(五)中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司有特殊关系，可能造成上市公司对其利益倾斜的自然人。”

越秀金控为依法设立的企业法人，不属于《上市规则》第 10.1.5 条中规定的上市公司穗恒运 A 的关联方，同时，根据穗恒运 A 与越秀金控提供的资料及承诺，穗恒运 A 与越秀金控的董事、高级管理人员相互独立，不存在《上市规则》第 10.1.3 条第(三)款规定的“由本规则 10.1.5 条所列上市公司的关联自然人直接或者间接控制的，或者担任董事、高级管理人员的，除上市公司及其控股子公司以外的法人或者其他组织”的情形。综上，越秀金控不属于根据《上市规则》第“10.1.5”条规定的上市公司穗恒运 A 的关联方。

(4)《上市规则》第 10.1.6 条规定：“具有下列情形之一的法人或者自然人，视同为上市公司的关联人：(一)因与上市公司或者其关联人签署协议或者作出安排，在协议或者安排生效后，或者在未来十二个月内，具有本规则 10.1.3 条或者 10.1.5 条规定情形之一的；(二)过去十二个月内，曾经具有本规则 10.1.3 条或者 10.1.5 条规定情形之一的。”

根据穗恒运 A 与越秀金控提供的资料并经核查，2016 年 12 月 26 日，越秀金控与上市公司穗恒运 A 签订了《发行股份购买资产协议》，协议生效后，按照越秀金控本次重组方案测算，穗恒运预计将持有越秀金控 10.44% 股权，但结合越秀金控的《公司章程》约定的董事人数及选举制度、发行完成后广州市国资委的持股比例、越秀金控主要股东的持股情况及历史上越秀金控股东大会的投票情况，公司向越秀金控派选董事的可能性较小。因此，《发行股份购买资产协议》的签署不会导致越秀金控成为《上市规则》第 10.1.6 条规定的穗恒运的关联法人。

因此，越秀金控不属于根据《上市规则》第“10.1.6”条规定的上市公司穗恒运 A 的关联方。

综上所述，根据《深圳证券交易所股票上市规则》，越秀金控不是上市公司穗恒运 A 的关联人，穗恒运 A 将其持有的广州证券股份出售给越秀金控不构成《上市规则》规定的关联交易。

3、根据《企业会计准则》，越秀金控不是上市公司的关联方，本次交易不构成关联交易。

《企业会计准则第 36 号——关联方披露》第四条规定，企业的关联方为“该企业的母公司；该企业的子公司；与该企业受同一母公司控制的其他企业；对该企业实施共同控制的投资方；对该企业施加重大影响的投资方；该企业的合营企业；该企业的联营企业；该企业的主要投资者个人及与其关系密切的家庭成员；该企业或其母公司的关键管理人员及与其关系密切的家庭成员；该企业主要投资者个人、关键管理人员或与其关系密切的家庭成员控制、共同控制或施加重大影响的其他企业”。

穗恒运 A 的控股股东及实际控制人与越秀金控并不相同，虽然广州经济技术开发区管理委员会与广州市人民政府国有资产监督管理委员会均属于国有资产管理部门，但并不是同一单位，且根据《企业会计准则第 36 号——关联方披露》第六条的规定，“仅仅同受国家控制而不存在其他关联方关系的企业，不构成关联方。”根据上述“一、上市公司与交易对方的相关情况”，穗恒运 A 的董事、监事、及高级管理人员与越秀金控的相关人员各自独立，不存在相互兼职的情况。

同时，根据穗恒运 A 与越秀金控已提供的资料，越秀金控不属于《企业会计准则第 36 号——关联方披露》第四条规定的关联方。

综上所述，据《企业会计准则第 36 号——关联方披露》的相关规定，越秀金控不是上市公司穗恒运 A 的关联方，穗恒运 A 将其持有的广州证券股份出售给越秀金控不构成《企业会计准则第 36 号——关联方披露》规定的关联交易。

（四）独立财务顾问核查意见

根据穗恒运 A 及越秀金控提供的资料，同时，根据《中华人民共和国公司法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《企业会计准则第 36 号——关联方披露》等法律法规和规范性文件对关联关系的规定，越秀金控不是穗恒运 A 的关联方，穗恒运 A 将其持有的广州证券股份出售给越秀金控不构成关联交易，不存在需要回避表决的情况。

(本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于深圳证券交易所〈关于对广州恒运企业集团股份有限公司的重组问询函〉回复之专项核查意见》之盖章页)

