

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）
关于深圳证券交易所《关于对北京指南针科技发展股份有限
公司的重组问询函》之核查意见

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）

二〇二二年三月

深圳证券交易所：

2022年3月17日，北京指南针科技发展股份有限公司（以下简称“指南针”、“上市公司”、“公司”）披露了《重大资产购买报告书（草案）》（以下简称“《草案》”），拟投入15亿元用于网信证券有限责任公司（以下简称“标的公司”或“网信证券”）破产重整投资。根据网信证券破产管理人制定的《重整计划草案》，重整计划执行完毕后，网信证券原股东联合创业集团有限公司（以下简称“联合创业集团”）、沈阳盛京金控投资集团有限公司（以下简称“盛京金控”）及沈阳恒信租赁有限公司（以下简称“恒信租赁”）在网信证券中的出资人权益将调整为零，指南针将持有网信证券100%股权。

2022年3月25日，公司收到深圳证券交易所下发的《关于对北京指南针科技发展股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函（2022）第6号，以下简称“《问询函》”）。根据《问询函》的相关要求，北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）作为北京指南针科技发展股份有限公司本次重组的资产评估机构，对《问询函》进行了认真研究和核查，并按照《问询函》的要求对所涉及的事项发表了明确的专项核查意见，现提交贵所，请予审核。

1、(原问题 2) 请结合《证券公司股权管理规定》(以下简称《股权管理规定》)的有关要求,对以下事项进行说明:(1)《股权管理规定》第九条对证券公司第一大股东、控股股东应当符合的条件作出规定,具体包括“对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排”“对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送,有明确的自我约束机制”“对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况,制定合理有效的风险处置预案”,请你公司说明公司是否符合相应条件;(2)《股权管理规定》第十条规定,如证券公司从事业务具有显著杠杆性质,且多项业务间存在交叉风险,其控股股东的总资产应不低于 500 亿元人民币、净资产不低于 200 亿元人民币。请说明你公司是否需符合前述规定对总资产、净资产相关要求,如不符合,是否会对网信证券后续开展相关业务和本次交易估值产生影响,并充分提示相关风险;(3)请你公司说明通过参与网信证券破产重整收购证券公司从而进入相关业务领域,未直接收购证券公司股权或通过申请新设公司开展相关业务的原因、合理性及必要性。请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、指南针作为网信证券控股股东符合《证券公司股权管理规定》第九条相关规定

根据《证券公司股权管理规定》第九条的规定,“证券公司的第一大股东、控股股东,应当符合下列条件:(一)本规定第八条规定的条件;(二)开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配;(三)入股证券公司与其长期战略协调一致,有利于服务其主营业务发展;(四)对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排;(五)对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送,有明确的自我约束机制;(六)对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况,制定合理有效的风险处置预案。”

截至本核查意见出具之日,指南针与上述条件对照情况如下:

1、作为中国最早一批金融信息服务商之一,公司在金融信息服务行业已深耕 20 年。公司于 2013 年已取得中国证监会核准的证券投资咨询业务资质,目前公司证券从业人员已过千人,拥有大量金融专业人才,具有丰富的与证券公司业

务相匹配的金融相关业务经验。

2、公司致力于发展成为我国领先的金融信息服务提供商。围绕这一战略目标，公司立足于快速发展的金融市场现状，顺应金融信息服务和跨品种、跨市场“大资管”的发展趋势，通过不断的技术创新和产品创新，全面提升公司的服务水平，为客户提供一流的金融信息软件和投资咨询服务。公司也将进一步巩固和强化在金融信息服务业中的市场地位，增强自身在产品和服务上的核心竞争力，从而实现业务收入和盈利能力的持续增长。金融信息服务企业与证券公司的合作对双方均能产生较为积极的业务促进作用，有着较为广阔的发展前景。市场上成功的案例中，东方财富收购东方财富证券（原西藏同信证券股份有限公司）后，东方财富在公开披露文件中披露其将为东方财富证券实现客户导入服务，并与东方财富证券共同打造互联网证券服务平台。公司通过重整网信证券亦可在战略协同、业务导流等方面发掘相同的价值。

同时，网信证券成为公司的子公司，将依托上市公司平台，进一步拓宽融资渠道，提高融资效率，全面提升网信证券综合竞争力，从而进行功能转换，提高上市公司质量。因此公司本次参与网信证券的破产重整、入股证券公司，与公司的长期战略协调一致，有利于服务主营业务的发展。

3、本次交易完成后，公司将根据《证券公司股权管理规定》《证券公司治理准则》等有关法律法规及监管的要求，依托多年来在金融证券领域的行业经验，结合网信证券业务及风险的实际情况，对网信证券的公司治理及发展定位进行明确规划，并且将持续完善网信证券的治理结构、推动网信证券长期发展。目前公司已经制定《北京指南针科技发展股份有限公司对完善网信证券治理结构、推动长期发展的计划安排》。

4、本次交易完成后，网信证券将成为公司的控股子公司，将以子公司独立法人身份开展后续业务，并纳入公司统一风险管理与内部控制体系，不会发生不当利益输送情况。为保持网信证券经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，公司已经制定《北京指南针科技发展股份有限公司关于保持网信证券经营管理独立性和防范风险传递、不当利益输送的相关自我约束机制说明》。

5、作为中国证监会核准并具备证券投资咨询业务资质的企业，公司具有制

定各类风险处置预案的丰富经验。针对网信证券可能发生风险导致无法正常经营的潜在情况，公司已经制定《北京指南针科技发展股份有限公司对于网信证券可能发生风险导致无法正常经营的情况制定的风险处置预案》。

综上所述，本评估机构认为公司符合《证券公司股权管理规定》第九条的相关要求。

二、网信证券因存在重大风险被监管机构接管且目前仅经纪业务正常开展，上市公司的证券公司控股股东资质与《证券公司股权管理规定》第十条相关规定不存在矛盾

根据《证券公司股权管理规定》第十条的规定“证券公司从事的业务具有显著杠杆性质，且多项业务之间存在交叉风险的，其第一大股东、控股股东还应当符合下列条件：（一）最近3年持续盈利，不存在未弥补亏损；（二）最近3年长期信用均保持在水准，最近3年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列。

控股股东还应当符合下列条件：（一）总资产不低于500亿元人民币，净资产不低于200亿元人民币；（二）核心主业突出，主营业务最近5年持续盈利。

证券公司合并或者因重大风险被接管托管等中国证监会认可的特殊情形不适用本条规定。”

截至本核查意见出具之日，指南针与上述条件对照情况如下：

1、根据《证券公司股权管理规定》第十条第三款，“证券公司合并或者因重大风险被接管托管等中国证监会认可的特殊情形不适用本条规定”。因网信证券出现重大经营风险，辽宁证监局已于2019年5月5日委派风险监控现场工作组进驻网信证券。在此基础上，本次交易涉及网信证券破产重整，属于金融企业风险处置事项，情况较为特殊。

2、根据2019年7月中国证监会有关负责人就《股权管理规定》有关问题答记者问，专业类证券公司主要从事常规传统证券业务，包括证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等；综合类证券公司还将从事具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的业务，例如股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等。

网信证券至今未获得股票期权做市及场外衍生品业务资格。2019年5月起，辽宁证监局派出风险监控现场工作组对网信证券进行专项检查，并对网信证券经营、管理活动进行监控。2019年5月至今，网信证券除证券经纪业务仍正常开展外，其余各项业务均已停止展新，截至2021年12月31日存量股票质押回购业务均已清零，不存在开展具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的多项业务情况。

综上所述，本公司认为本公司证券公司控股股东资质与《证券公司股权管理规定》第十条相关规定不存在矛盾，因此也无需考虑第十条有关内容对网信证券后续开展相关业务和本次交易估值的影响。

三、指南针通过参与本次网信证券破产重整而未直接收购其他证券公司股权或通过申请新设公司开展相关业务具有合理性及必要性

（一）直接收购其他证券公司股权不符合指南针实际情况及未来发展规划

近年来，随着信息技术与金融业务的深度融合，传统证券行业的经营和管理模式深受影响，“互联网券商模式”已获得市场可比上市公司充分验证。

上市公司于2019年在创业板上市，目前处于业务发展快速上升期。上市公司持续关注证券公司控股权收购机会，然而近年来国内证券公司控股权转让交易案例较少，相应交易案例中标的证券公司多为综合类证券公司且交易对价金额较大，如新时代证券以131亿元挂牌转让其98%股权，华融证券以109.33亿元挂牌转让其71.99%股权等。通过市场化收购上述体量的证券公司不符合上市公司实际情况，也不符合上市公司未来对证券公司进行特色化业务发展的相关规划。

（二）短期内通过直接设立证券公司的方式存在一定难度

一方面，新设立证券公司本身耗时较长，上市公司预计短期内无法完成相关申请文件申报及监管部门审核工作。另一方面，新设证券公司需经历较长时间的发展培育期，需“从零开始”持续投入人力、财力及资金成本。因此在同等资金投入的情况下，直接收购证券公司控股权可能比新设证券公司更快见效。

（三）通过参与本次网信证券破产重整获得网信证券控股权符合各方利益

本次交易为上市公司通过重整投资取得重整后网信证券100%股权，最终结

果与直接收购证券公司控股权无本质区别。通过本次交易，公司在实现自身发展战略目标的同时也协助监管机构有效化解了区域性金融风险，在偿还债务、保障债权人利益的同时也可利用上市公司自身优势协助网信证券重回正轨，从而最大限度降低网信证券破产重整事件的社会影响，尽可能保留优质资产，体现公司的社会责任意识。

公司现有业务与网信证券具备高度协同性。公司将在本次交易完成后积极协助网信证券完善公司治理结构、建设内部控制体系，为其实现跨越式发展提供强有力支持，帮助网信证券更好服务辽沈经济、服务国家东北振兴战略。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

因网信证券自身实际情况，指南针作为网信证券控股股东的股东资质与《证券公司股权管理规定》第十条相关规定不存在矛盾，因此也无需考虑第十条有关内容对网信证券后续开展相关业务和本次交易估值的影响。

2、(原问题 24) 本次交易中评估机构北方亚事就同一标的同时出具《评估报告》和《估值报告》，且两者评估结论存在较大差异。此外，《估值报告》声明显示“本估值报告不是一份根据中国资产评估准则要求所撰写的报告”。请说明：(1)《估值报告》的估值假设、估值方法、盈利预测、估值人员所执行的程序等是否与《资产评估准则》的要求存在重大差异，并说明差异内容及影响。未根据中国资产评估准则要求撰写的报告是否具备作为重大资产重组交易作价的参考价值；(2)说明《评估报告》与《估值报告》(评估咨询报告)的法律效力是否存在重大差异、评估机构北方亚事在考虑了标的公司与上市公司业务协同后仅出具评估咨询报告的具体原因；(3)根据《26 号准则》第六十五条有关规定，补充《估值报告》估值人员签字；(4)《估值报告》仅采用收益法一种估值方法进行估值是否符合《重大资产重组管理办法》第二十条的规定。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、本次《估值报告》的估值假设、估值方法、盈利预测、估值人员所执行的程序等与《资产评估准则》不存在重大差异，具备作为本次重大资产重组交易作价的参考价值

《估值报告》声明显示“本估值报告不是一份根据中国资产评估准则要求所撰写的报告”，主要是指本次《估值报告》在报告形式和报告格式等方面未完全按照《资产评估准则》要求所撰写，但其评估理论依据及基本的估值假设、估值方法、盈利预测和估值人员所执行的程序与《资产评估准则》均保持一致，估值结果对本次重大资产重组交易作价依然具备参考价值。参考行业惯例，此类表述说法在估值报告中较为常见。

二、本次交易评估机构出具的《评估报告》与《估值报告》的法律效力不存在重大差异

从目前资产评估规范要求来看，相关报告出具形式不仅限于评估报告一种。根据现有法律法规及有关政策文件如《资产评估行业市场开拓路线指引（2019 年）》，上述文件中将资产评估行业业务分为评估类业务、评价类业务及咨询类业务三类，具体类型区别如下：

评价类业务和咨询类业务主要是在资产评估行业执业现状基础上提升拓展的业务类型,这些业务是以资产评估机构及评估专业人员的执业能力为基础延伸而来,部分业务以国家有关政策文件为依据。评价类业务是指评估专业人员根据评价标准,对评价对象的财务、运营、偿债、发展或者内控等方面进行审核,通过量化和非量化的测评,最终得出评审(评价)结论并出具评审(评价)意见或报告的业务。咨询类业务是指评估专业人员根据委托方需求,应用科学的方法进行定量和定性分析,查出存在的主要问题和原因,提出并指导实施改进方案,从而提高委托方的经济效益或管理水平的业务。

因此,根据不同交易中交易各方的实际情况,评估机构可根据标的公司和投资者的特性出具上述三种不同类型的评估报告以符合实际交易情况。从法律实践层面来看上述三种不同类型评估报告所承担的法律效益没有明显区别。

考虑到标的公司和上市公司存在业务协同,标的公司对上市公司具有特定的投资价值,本次评估过程中仅有收益法能够充分体现上述协同效应,其他的估值方法例如市场法、成本法等均不具备合理性。参考市场惯例,对于只适合采用一种估值方法的估值报告,评估机构一般以评估咨询报告的形式出具相应报告。

三、评估机构补充估值人员签字

本次交易《评估报告》及《估值报告》均由相同估值人员进行签字。评估机构将在《草案(修订稿)》评估机构声明正文部分对上述情况进行充分披露。

四、《估值报告》仅采用收益法一种估值方法进行估值与《重组管理办法》第二十条的规定不存在冲突

根据《重组管理办法》第二十条:

“重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的,资产评估机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动;上市公司董事会应当对评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性以及评估定价的公允性发表明确意见。

相关资产不以资产评估结果作为定价依据的,上市公司应当在重大资产重组报告书中详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。上市公司董事会应当对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值

方法与估值目的的相关性发表明确意见，并结合相关资产的市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等通行指标，在重大资产重组报告书中详细分析本次交易定价的公允性。

前二款情形中，评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值；上市公司独立董事应当出席董事会会议，对评估机构或者估值机构的独立性、评估或者估值假设前提的合理性和交易定价的公允性发表独立意见，并单独予以披露。”

本次交易《估值报告》的核心目的为预测考虑协同效应后网信证券对上市公司的投资价值。参考目前各类主流评估方法，本次评估过程中仅有收益法能够充分体现上述协同效应，其他的估值方法例如市场法、成本法等均不具备合理性。因此在本次交易中，评估机构在未考虑标的公司与上市公司协同效应的情况下出具了《评估报告》，并以其中市场法评估结果作为最终评估结论；同时在考虑标的公司与上市公司协同效应的情况下出具了《估值报告》，并以收益法结果作为最终估值结论。《评估报告》及《估值报告》对本次重大资产重组交易作价均具备参考价值。

五、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、《估值报告》的估值假设、估值方法、盈利预测、估值人员所执行的程序等与《资产评估准则》不存在重大差异，具备作为本次重大资产重组交易作价的参考价值。

2、评估机构出具的《评估报告》与《估值报告》的法律效力不存在重大差异。参考市场惯例，对于只适合采用一种估值方法的估值报告，评估机构一般以评估咨询报告的形式出具相应报告。

3、《估值报告》仅采用收益法一种估值方法的主要原因为仅有收益法可体现网信证券与上市公司之间的协同效应，上述情况与《重组管理办法》第二十条的规定不存在冲突。

3、（原问题 25） 《评估报告》显示，评估机构采用持续经营假设，并选用市场法、收益法等评估方法进行评估，且评估报告未考虑重整完成后的协同效应。请结合网信证券目前主要业务陷入停滞的事实，说明持续经营假设、收益法评估方法的选择是否恰当，是否符合资产评估准则的有关要求。请独立财务顾问、评估师发表意见。

回复：

一、《评估报告》应以满足评估目的为重要标准

评估机构本次出具的《评估报告》全称为《北京指南针科技发展股份有限公司拟投资涉及的网信证券有限责任公司股东全部权益价值资产评估报告》，评估目的是“为北京指南针科技发展股份有限公司拟投资经济行为提供价值参考依据”。

根据本次交易方案，上市公司拟投资的企业是一家通过上市公司出资15亿元可顺利完成破产重整的企业。网信证券破产重整的核心目的之一就是保持在破产重整后的持续经营能力，否则网信证券应进行破产清算、而非破产重整。

根据审计机构出具的网信证券《备考审计报告》，破产重整完成后网信证券截至报告期末的归母净资产水平将恢复至2.61亿元。因此无论是网信证券《备考审计报告》还是基于《备考审计报告》数据编制的《评估报告》及《估值报告》，适用“持续经营假设”均具备充分依据。基于“持续经营假设”的《评估报告》是《评估报告》满足其评估目的的必要条件，也是《评估报告》符合资产评估准则要求的必要条件。

二、证券经纪业务一直是网信证券的核心业务，报告期内上述业务仍处于正常开展状态

受资不抵债、风险指标不满足监管要求等因素影响，网信证券部分业务于报告期内处于停滞状态。尽管如此，作为网信证券核心业务的证券经纪业务依然处于正常开展状态。虽然报告期内网信证券持续亏损，具体亏损的原因却同时受到收入端和成本端的双重影响，持续亏损亦不必然导致“持续经营假设”受到撼动。本次交易完成后，上市公司有望在较短时间内帮助网信证券扭亏为盈。

三、选择收益法进行评估的恰当性分析

评估机构在《评估报告》中同时使用了市场法和收益法对网信证券股东全部权益价值进行评估，并以市场法结果作为最终评估结论。上述方法选择符合国内金融企业评估通常做法。考虑到网信证券的行业属性以及《评估报告》评估的是网信证券市场价值这一客观事实，成本法并不适用。因此在几种市场主流的评估方法中，为了满足《重组管理办法》相关要求，选择市场法和收益法作为唯二的评估方法合理且恰当。上述做法符合资产评估准则的相关要求。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、评估报告的评估目的是“为北京指南针科技发展股份有限公司拟投资经济行为提供价值参考依据”，而网信证券破产重整的核心目的之一就是保持在破产重整后的持续经营能力。因此基于“持续经营假设”的《评估报告》是《评估报告》满足其评估目的的必要条件，假设恰当，同时也是《评估报告》符合资产评估准则要求的必要条件。

2、考虑到网信证券的行业属性以及《评估报告》评估的是网信证券市场价值这一客观事实，成本法并不适用。因此在几种市场主流的评估方法中，为了满足《重组管理办法》相关要求，选择市场法和收益法作为唯二的评估方法合理且恰当。上述做法符合资产评估准则的相关要求。

4、（原问题26） 《评估报告》显示，由于标的公司未来收益仍有很大不确定性，所以评估机构最终选用市场法评估结果作为标的公司所有者权益价值的参考依据。而《估值报告》显示，在考虑了标的公司与上市公司业务协同后，估值机构选择用收益法进行估值。草案显示，本次交易存在经营风险、整合风险等，未来标的公司的发展尤其是证券经纪业务的发展能否达到预期水平存在一定的不确定性。请说明在标的公司未来发展存在不确定的情况下，《估值报告》采用的估值假设是否合理，估值方法是否可靠。请独立财务顾问、评估师发表意见。

回复：

一、本次交易安排评估机构出具《估值报告》的核心原因

相比市场上的一般交易，本次交易具备特殊背景，网信证券报告期内处于特殊情况。《评估报告》中并未考虑上市公司与网信证券的协同效应，而力图实现上述协同效应恰恰是上市公司参与网信证券本次破产重整，取得重整后网信证券100%股权的核心目的。因此正如《草案》“第五节 标的资产评估”之“三、标的资产作价公允性及合理性的说明”之“（五）本次交易定价的公允性分析”部分所述，《评估报告》的评估结论并不能充分反映网信证券对上市公司的真正价值——网信证券对不同投资者的价值存在差异符合客观事实。

基于上述原因，上市公司在本次交易中安排评估机构同步出具了《估值报告》，根据《估值报告》结果预测考虑协同效应后网信证券对上市公司的投资价值。

二、任何市场交易均将面临经营风险、整合风险，标的公司未来发展均存在不确定性

根据《草案》“上市公司声明”，本次交易完成后，上市公司经营与收益的变化，由上市公司自行负责；因本次交易引致的投资风险，由投资者自行负责。投资者在评价上市公司本次交易时，除本报告书内容以及与本报告书同时披露的相关文件外，还应认真地考虑本报告书披露的各项风险因素。

评估机构认为，任何市场交易均将面临经营风险、整合风险，标的公司未来发展均存在不确定性。上市公司在《草案》中披露上述风险并不因为上市公司已发现网信证券在未来经营、整合或发展等方面已出现发生重大不利事件的迹象，

而仅仅是从提醒投资者角度出发，希望投资者理性投资、谨慎判断。

三、估值方法的可靠性与估值假设的合理性

如前所述，《估值报告》的核心目的为预测考虑协同效应后网信证券对上市公司的投资价值。在各类市场主流评估方法中，收益法是在可实现这一目的的前提下最为科学、合理的估值方法。在满足《估值报告》核心目的的基础上，收益法的可靠性并不弱于其他估值方法。

任何估值方法均建立在相应的估值假设及估值参数选择之上。估值假设的合理性方面，根据本次交易方案，上市公司拟投资的企业是一家通过上市公司出资15亿元可顺利完成破产重整的企业。网信证券破产重整的核心目的之一就是保持在破产重整后的持续经营能力，否则网信证券应进行破产清算、而非破产重整。

根据审计机构出具的网信证券《备考审计报告》，破产重整完成后网信证券截至报告期末的归母净资产水平将恢复至2.61亿元。因此无论是网信证券《备考审计报告》还是基于《备考审计报告》数据编制的《评估报告》及《估值报告》，适用“持续经营假设”均具备充分依据。

在估值参数的选择过程中，部分参数基于整体行业、可比公司、被估值单位及上市公司的历史数据合理预测，部分参数基于评估机构在开展评估工作过程中的业内通行做法予以确定，因此各类估值参数均具备合理基础。

尽管如此，合理的估值假设与估值参数选择并不是唯一的，这也符合评估工作以及收益法的客观事实。

评估机构已在本回复核查意见问题6（原问题28）中对上述估值假设、估值参数的合理性及计算逻辑进行了详细分析，并根据要求补充了敏感性分析结果。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、从本次交易的客观情况出发，上市公司安排评估机构同步出具《估值报告》的核心目的就是根据《估值报告》结果预测考虑协同效应后网信证券对上市公司的投资价值。

2、事实上，任何市场交易均将面临经营风险、整合风险，标的公司未来发

展均存在不确定性。上市公司在《草案》中披露上述风险并不因为上市公司已发现网信证券在未来经营、整合或发展等方面已出现发生重大不利事件的迹象，而仅是从提醒投资者角度出发，希望投资者理性投资、谨慎判断。

3、在各类市场主流评估方法中，收益法是在可实现量化协同效益这一前提下较为科学、合理的估值方法。在满足《估值报告》核心目的的基础上，收益法的可靠性并不弱于其他估值方法。

4、任何估值方法均建立在相应的估值假设及估值参数选择之上。估值假设的合理性方面，网信证券破产重整的核心目的之一就是保持在破产重整后的持续经营能力，网信证券《备考审计报告》也从财务数据角度反证了这一假设（截至报告期末网信证券备考归母净资产水平恢复至2.61亿元）。因此《估值报告》适用“持续经营假设”具备合理依据。

5、在估值参数的选择过程中，部分参数基于整体行业、可比公司、被估值单位及上市公司的历史数据合理预测，部分参数基于评估机构在开展评估工作过程中的业内通行做法予以确定，因此各类估值参数也均具备合理基础。

5、(原问题27) 《评估报告》显示,评估机构以上市公司比较法评估结果作为标的公司所有者权益价值的参考依据,并选择华林证券、国联证券、中银证券作为可比公司。请说明:(1)上市公司比较法评估过程中所选择的可比公司的具体标准及可比公司的详细信息。结合可比公司的业务、资产、收入、利润、持续经营能力、合法经营情况以及证券行业市场竞争格局等说明可比公司选取是否审慎恰当;(2)网信证券目前经营陷入停滞、且涉及多起重大风险事件,《评估报告》选取的可比公司均未出现前述情形。请结合资产评估准则等相关规定,核实网信证券目前是否具备采用市场法评估的前提条件;(3)详细说明价值比率选用市净率(P/B)的原因及合理性,并请说明如将价值比率变更为市盈率(P/E)、市销率(P/S)等其他比率是否导致评估结果发生重大变化;(4)详细说明应用上市公司比较法时,有关价值比率调整体系构建及赋权的依据,运用敏感性分析的方法量化说明各价值比率对评估结论的影响程度,并充分提示相关风险。(5)说明在标的公司不具备分红能力的情况下,流动性折扣率采用Black-Scholes模型计算原因及合理性。请独立财务顾问、评估师发表意见。

回复:

一、本次《评估报告》上市公司比较法评估过程中所选择的可比公司审慎恰当

按照行业惯例,为了保证数据的可获得性,市场法中一般选择上市公司作为可比公司。《评估报告》中的网信证券可比公司选择标准主要参考了网信证券的净资产规模等财务指标,随后在A股上市证券公司中初步选取了5家可比公司,基本信息如下表所示:

单位:万元

证券代码	公司简称	截至2021年9月30日净资产规模
601456.SH	国联证券	1,605,464.71
601696.SH	中银证券	1,569,423.93
601375.SH	中原证券	1,458,291.80
600906.SH	财达证券	1,102,921.96
002945.SZ	华林证券	626,409.04

上表5家证券公司中,中原证券为A+H股上市证券公司(部分统计指标口

径存在差异），财达证券上市时间较短（部分统计指标数据不齐），因此在本次评估中予以剔除。

二、网信证券具备采用市场法评估的前提条件

评估机构本次出具的《评估报告》全称为《北京指南针科技发展股份有限公司拟投资涉及的网信证券有限责任公司股东全部权益价值资产评估报告》，评估目的是“为北京指南针科技发展股份有限公司拟投资经济行为提供价值参考依据”。

根据本次交易方案，上市公司拟投资的企业是一家通过上市公司出资15亿元可顺利完成破产重整的企业。根据审计机构出具的网信证券《备考审计报告》，破产重整完成后网信证券截至报告期末的归母净资产水平将恢复至2.61亿元。报告期内，网信证券核心业务（证券经纪业务）虽发展受阻，但仍未停滞，其他业务也将在破产重整完成后逐步恢复。因此关于网信证券可比公司的选择标准应更加关注于其破产重整完成后的财务状况和风险状况。基于以上原因，网信证券具备采用市场法评估的前提条件。

三、本次《评估报告》中价值比率选用市净率（P/B）的原因及合理性

在市场法评估前提下，选用市净率（P/B）作为价值比率符合市场上对于证券公司估值的主流判断。市净率（P/B）相比市盈率（P/E）和市销率（P/S）的主要优势体现在如下方面：

1、证券公司属于资本密集型企业，股权价值和净资产规模、资本充足水平等因素相关度较高；

2、证券行业具有周期性，业绩波动相对较大，市盈率（P/E）对选取数据的时间节点较为敏感；

3、市销率（P/S）是一个近年来逐步兴起的价值比率，主要应用在轻资产企业、新兴行业企业及未盈利企业估值领域。对于金融企业估值而言，市销率（P/S）应用较少。

综上所述，本次《评估报告》中价值比率选用市净率（P/B）具备合理性。

四、本次《评估报告》中有关价值比率调整体系构建及赋权的合理性及评

估结论的影响

参经常用的证券公司核心竞争力评价指标体系，本次修正因素选择资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力和创新能力共六个方面。由于证券公司与一般企业的经营能力评价维度存在区别，评估机构在指标的选择上充分考虑了证券公司的自身特点，并对每个指标建立了可以量化的二级指标，每个子指标调整范围为-3%到3%。当指标均按最高值3%及最低值-3%调整时调整系数时，具体敏感性分析如下表所示：

（一）可比公司均按照103%赋权（流动性折扣21.32%）

对比因素	网信证券	中银证券	国联证券	华林证券
资产管理规模调整	100	103	103	103
经营能力调整	100	103	103	103
盈利能力调整	100	103	103	103
成长能力调整	100	103	103	103
风险管理能力调整	100	103	103	103
业务创新能力调整	100	103	103	103

项目	中银证券	国联证券	华林证券
修正前 P/B（倍）	2.78	1.97	5.29
修正系数	0.9709	0.9709	0.9709
修正后 P/B（倍）	2.6995	1.9084	5.1389
平均值（倍）	3.2489		

网信证券净资产（万元）	P/B（倍）	评估值（万元）
26,137.15	2.56	66,813.33

（二）可比公司均按照97%赋权（流动性折扣21.32%）

对比因素	网信证券	中银证券	国联证券	华林证券
资产管理规模调整	100	97	97	97
经营能力调整	100	97	97	97
盈利能力调整	100	97	97	97
成长能力调整	100	97	97	97
风险管理能力调整	100	97	97	97

对比因素	网信证券	中银证券	国联证券	华林证券
业务创新能力调整	100	97	97	97

项目	中银证券	国联证券	华林证券
修正前 P/B (倍)	2.78	1.97	5.29
修正系数	1.0309	1.0309	1.0309
修正后 P/B (倍)	2.8665	2.0264	5.4567
平均值 (倍)	3.4499		

网信证券净资产 (万元)	P/B (倍)	评估值 (万元)
26,137.15	2.71	70,946.11

如上表所示，当可比公司均按照103%赋权时，网信证券PB值为2.56倍，评估价值为66,813.33万元；当可比公司均按照97%赋权时，网信证券PB值为2.56倍，评估价值为70,946.11万元。上述最大最小评估差值为4,132.78万元，平均到六个指标内每个指标的最大调整范围为688.80万元，仅占本次评估网信证券估值水平（67,892.37万元）的1%左右，对《评估报告》评估结论的影响较小。

五、在标的公司不具备分红能力的情况下流动性折扣率采用Black-Scholes模型计算的原因及合理性

流动性折扣率衡量的是非上市公司相对于可比上市公司之间的估值折价幅度，Black-Scholes模型只是确定流动性折扣率的方式之一。

评估机构采用Black-Scholes模型计算流动性折扣率，上述模型的主要参数选自可比公司的股息率及波动率数据，而并不从网信证券方面提取任何信息。因此对于所有选择相同可比公司的被评估单位而言，流动性折扣率均保持相同水平。

在此基础上，是否具备分红能力并不是《评估报告》中选择可比公司的考虑因素。破产重整完成后，网信证券的分红能力也将伴随其业务的逐步恢复与经营业绩的提升而获得修复。

六、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次《评估报告》上市公司比较法评估过程中所选择的可比公司审慎恰当。

2、网信证券具备采用市场法评估的前提条件。

3、本次《评估报告》中价值比率选用市净率（P/B）较为合理。

4、本次《评估报告》中有关价值比率调整体系的构建及赋权合理，对最终评估结论的影响较小。

5、网信证券是否具备分红能力对评估机构采用Black-Scholes模型计算流动性折扣率不构成影响。

6、(原问题28)《估值报告》显示,估值机构采用收益法对考虑与指南针业务协同效应后的标的公司的全部股东权益价值进行估值。请对以下事项进行核实说明:(1)营业收入预测一节显示,指南针以证券软件为载体培养的客户群体,属于更精准的证券交易型客户,典型特征是高活跃度、高频交易、高持仓比,客户单位资金的经纪业务产出极高,开展证券经纪业务的效率突出。请补充披露判断“客户单位资金的经纪业务产出极高”的依据及合理性并结合量化数据予以佐证;(2)补充披露代理买卖手续费收入预测依据,其中,对于自身开户数量预计、单客户个体贡献,请结合证券行业相关经营数据(包括但不限于证券成交量、开户量、佣金费率)的历史波动情况及标的公司行业地位说明相关预测的依据及合理性;对于引流量开户和重复开户预估比,请结合上市公司经营情况、客户粘性等说明相关预测的依据及合理性;(3)结合利息净收入的收入驱动因素说明利息净收入预测依据及合理性;(4)以表格形式补充披露预测期各营业成本项目占营业收入的比例,并对占收入比例变动较大的营业成本项目的变动原因进行分析;(5)补充披露股权现金流具体计算方式及合理性,并说明计算股权现金流时对标的公司利润分配政策的假设是否恰当;(6)详细说明折现率计算方式,并结合计算中可比公司选取,特定风险量化过程说明折现率计算是否客观、准确;(7)结合标的公司已签协议期限、续约条件、行业竞争格局等,说明标的公司是否具备持续经营能力,分析说明采用永续年期作为收益期,采用3%作为永续增长率的原因及合理性;(8)补充披露标的公司是否存在溢余资产,如是,请说明估值结论中是否恰当考虑溢余资产的影响;(9)分别就(2)-(7)问所涉及的可能对收益法估值结论有重大影响的关键参数对估值结论的影响程度进行敏感性分析,并充分提示相关风险;(10)结合(2)-(7)中所涉及各估值参数的预测、计算过程说明,《估值报告》的出具是否符合估值行业有关执业规范,相关从业人员是否履行了诚实守信、勤勉尽责的义务。请独立财务顾问、评估师发表意见。

回复:

一、《估值报告》中“客户单位资金的经纪业务产出极高”的依据及合理性

指南针作为我国金融信息服务行业经验丰富的提供商之一,深耕中国资本市

场二十年，聚焦广大证券市场中、小投资者，其主要业务和客户群体均与东方财富高度类似。截至报告期末，指南针累计客户数量约1,500万人，其中累计付费客户数量超过150万人。相比传统证券公司客户群体，指南针现有客户群体具备证券交易频率更高的特征，因此客户单位资金的经纪业务产出更大，开展证券经纪业务的效率也更加突出。

指南针客户群体的上述特征可通过证券公司“客户股票交易资金周转率”（根据市场公开披露数据整理）指标予以体现。具体情况如下表所示：

单位：%

证券公司	2020年经纪业务收入排名	2020年	2019年	2018年	2017年
中信证券	1	3.91	3.18	2.53	3.18
国泰君安证券	2	5.29	4.91	3.60	4.29
平安证券	13	15.39	14.65	12.71	11.13
长江证券	17	9.54	8.90	6.24	6.18
兴业证券	19	7.30	6.11	4.70	5.67
东方证券	20	9.30	6.99	4.76	5.98
信达证券	38	11.00	9.91	12.00	9.51
天风证券	40	14.77	12.33	9.91	12.07
国海证券	45	8.88	6.87	5.99	7.53
第一创业证券	57	9.68	8.53	5.60	6.62
宏信证券	64	15.25	12.25	7.94	11.90
红塔证券	69	3.08	2.82	2.20	3.42
首创证券	73	10.68	9.15	6.79	8.40
万和证券	82	10.69	11.44	12.10	16.56
平均值（注2）	-	9.63	8.43	6.93	8.03
加权平均值（注2）	-	6.35	5.50	4.29	4.95
东方财富证券	15	33.04	36.80	28.41	25.32
指南针（注3）	-	33.20	33.38	28.29	31.48

注：

1、客户股票交易资金周转率=年股票交易总金额/（（上一年年底托管证券市值+上一年年底客户资金余额+当年年底托管证券市值+当年年底客户资金余额）/2）；

2、“平均值”系前表中所有证券公司的平均值（不含东方财富证券和指南针），而“加权平均值”系考虑各证券公司“年股票交易总金额”差异后的加权平均值，即“所有证券公司

年股票交易总金额之和/年均托管证券市值及客户资金余额之和”；

3、指南针自2015年起与部分证券公司开展广告业务合作，通过将客户引流至该等证券公司开户交易获取广告服务业务收入。相关数据由合作证券公司基于指南针客户汇总统计后反馈；

4、数据来源：“经纪业务收入排名”、“各年年底托管证券市值”及“各年底客户资金余额”来自证券业协会各年度《证券公司经营业绩排名》；“证券公司股票交易总金额”来自于沪、深交易所各年度《统计年鉴》。

上表中证券公司的选择依据为：根据中国证券业协会披露的证券公司2020年度经营业绩排名，统计出经纪业务收入排名前100位的证券公司，随后分段抽取14个样本公司数据，最终计算出样本公司客户股票交易资金周转平均倍数。因此以上述“客户股票交易资金周转率”代表整个行业的平均水平具有一定的合理性和客观性。

如上表所述，东方财富证券和指南针的“客户股票交易资金周转率”明显高于其他证券公司，客户单位资金效率数倍于其他证券公司平均客户水平。因此指南针的客户群体具备高活跃度、高频交易、高持仓比等特征，具有较高的证券经纪业务价值。

二、代理买卖手续费收入预测依据

网信证券的代理买卖手续费收入具体预测数据如下：

项目/年份	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
网信自身开户数预计（万人）	15.40	21.56	28.03	36.44	43.72	52.47
指南针引流开户数预计（万人）	0.00	19.35	30.25	42.27	55.80	71.28
开户合计（万人）	15.40	40.91	58.28	78.71	99.53	123.75
重复客户开户预估百分比	-	10%	20%	20%	30%	30%
扣除预估百分比后数据（万人）	-	36.82	46.62	62.97	69.67	86.62
单客户个体贡献（元）/年	-	250.00	300.00	400.00	500.00	500.00
代理买卖手续费收入合计（万元）	-	9,204.75	13,986.12	25,186.17	34,833.92	43,311.23

（一）网信证券自身开户数预测说明

在2018年出现重大经营风险之前，网信证券开户数增长趋势良好；而在2018年经营风险暴露后，网信证券近几年未完全处于正常经营状态，开户数量几无增长。截至2021年末，网信证券自身开户数量（正常账户）为15.40万人。具体情况如下表所示：

项目/年份	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
网信证券开户数（万人）	7.50	10.88	13.02	14.68	15.10	15.26	15.40

根据市场公开披露数据，2020年A股上市证券公司代理买卖证券业务净收入同比增长率平均为51.22%，2018年至2020年平均年复合增长率达到30.35%。近年来我国证券行业发展趋势良好，预计网信证券客户开户数量有望在2022年获得补偿性增长，增长率估算为40%，此后各年度增长率逐渐降低，2023年、2024年增长率按30%估算，2025年、2026年按增长率20%估算。由此可以推算出2022年至2026年各年度网信证券自身开户数量（正常账户）。具体情况如下表所示：

项目/年份	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
网信证券开户数预计（万人）	15.40	21.56	28.03	36.44	43.72	52.47

（二）指南针引流开户数预测说明

指南针自2015年开始陆续为合作证券公司提供经纪业务客户引流服务，积累了大量客户引流的经验和相关数据。根据指南针近三年与合作证券公司的引流数据，指南针掌握自身客户平均开户率数据（具体数据属于上市公司核心商业机密，同行业可比上市公司及新三板公司均未披露具体数据，因此上市公司也暂未披露）。基于审慎考虑，上市公司在预测过程中适当下调了上述开户率水平，同时只对指南针存量活跃客户进行引流。基于上述预测，2022年指南针为网信证券引流开户数预计为19.35万人。

自2019年底上市以来，指南针市场知名度获得进一步提升，品牌效应日益显著，每年新增用户数量保持较高水平。基于审慎考虑，上市公司在预测过程中针对每年新增用户数的增长率取值为20%，且从2023年开始只对新增用户进行引流，引流效率与前述开户率水平保持一致。

基于上述预测，2022年至2026年通过指南针在网信证券新增开户数如下表所示：

项目/年份	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
指南针新增开户数预计（万人）	19.35	13.80	16.56	19.87	23.85

此外，根据上市公司年度经营用户统计情况，每年上市公司用户流失率为15%。

综合考虑以上情况，2022年至2026年指南针为网信证券引流开户数如下表所

示：

年份	存量用户数（万人）	新增开户用户数（万人）	期末用户数（万人）
2022年	-	19.35	19.35
2023年	16.45	13.80	30.25
2024年	25.71	16.56	42.27
2025年	35.93	19.87	55.80
2026年	47.43	23.85	71.28

（三）重复客户开户预估百分比预测说明

指南针成功重整网信证券后，在充分考虑指南针现有业务发挥协同效应的情况下，网信证券自身开户数与指南针引流开户数会同步增加，理论上存在双方重复开发客户，进而导致在上述预测过程中出现重复计算的可能性。

基于以上原因，评估机构设置了“重复客户开户预估百分比”指标作为对未来五年网信证券开户数增长预测值的修正。由于不存在可获取的相应历史经验数据，上述指标的具体取值经指南针管理层与评估机构审慎讨论后主观判断得出。

（四）单客户个体贡献预测说明

单客户个体贡献主要受行业发展状况、市场交易活跃度、证券公司用户类型不同等多方面因素影响。网信证券2015年单客户个体贡献曾达千元以上，而在2018年经营风险暴露后近几年用户活跃度大幅下降，具体情况如下表所示：

项目/年份	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
网信证券单客户个体贡献（元）/年	1,769	464	296	180	209	238	217

根据中国证券业协会发布的证券公司2016年至2020年经营指标排名情况中的证券经纪业务收入数据和中国证券登记结算有限责任公司统计的截至各年末投资者数量情况，2016年至2020年单客户个体证券经纪业务收入贡献分别约为922元、633元、451元、517元和720元。具体情况如下表所示：

年份	证券经纪业务收入（万元）	期末投资者数量（万人）	单客户个体贡献（元）/年
2016年	10,884,066	11,811.04	921.52
2017年	8,478,182	13,398.30	632.78
2018年	6,608,267	14,650.44	451.06
2019年	8,264,134	15,975.24	517.31

年份	证券经纪业务收入（万元）	期末投资者数量（万人）	单客户个体贡献（元）/年
2020年	12,794,698	17,777.49	719.71

破产重整完成后，投资者对网信证券的经营信心有望逐步恢复，网信证券自身客户的交易活跃度也有望逐步恢复到行业当前平均水平。基于上述预测，评估机构假设2022年至2025年期间网信证券单体客户贡献（含指南针引流客户部分）逐步由250元/年增长至500元/年，2025年后不再增长。基于审慎考虑，评估机构未考虑我国资本市场活跃程度可能在未来年度内进一步提升等因素，也未考虑前述指南针引流客户单客户个体贡献显著高于行业平均水平等因素。

综上所述，评估机构在对网信证券自身开户数预测、指南针引流开户数预测和单客户个体贡献预测过程中均具备一定的历史数据支撑，在部分预测环节采用了更加审慎的处理方式，同时还专门设置了“重复客户开户预估百分比”对预测结果进行系统性向下修正，符合商业逻辑且具备合理性。

三、结合利息净收入的收入驱动因素说明利息净收入预测依据及合理性

利息净收入由利息收入与利息支出综合决定。

考虑到破产重整完成后网信证券业务结构相对简单，网信证券利息收入主要包括客户资金利息收入与融资融券利息收入。

客户资金利息收入方面，该类收入主要由股票交易客户存入的资金产生，利息收入规模与网信证券开展的证券经纪业务规模相关性较强。参考网信证券历史数据，报告期内网信证券客户资金利息收入与同期证券经纪业务收入的比值平均超过30%，而可比A股上市公司的上述比例平均超过40%。基于审慎考虑，本次评估中按照证券经纪业务收入的25%预测同期客户资金利息收入。

融资融券利息收入方面，该类收入主要受到网信证券融资融券业务规模影响，并与网信证券经纪业务客户增长及资本规模密切相关。2022年至2026年期间，网信证券融资融券利息收入占利息收入的比例从0%逐步增至20.57%，总体保持较低水平。

网信证券利息支出为客户保证金利息支出，与前述客户资金利息收入相关性较强。经参考历史年度财务数据，评估机构按照客户资金利息收入的一定比例（21.60%）确认利息支出。

与网信证券代理买卖手续费收入相比，网信证券利息净收入处于网信证券收入贡献的明显次要地位。2022年至2026年预测期间，网信证券利息净收入与代理买卖手续费收入的比例分别为19.87%、23.04%、24.19%、25.51%和26.92%。

基于上述特点，评估机构在对网信证券利息净收入进行预测时采用了部分简化处理方式，然而这并不妨碍上述处理的合理性。

四、以表格形式补充披露预测期各营业成本项目占营业收入的比例，并对占收入比例变动较大的营业成本项目的变动原因进行分析

预测期各期，网信证券各项营业成本项目占营业收入的比例如下表所示：

单位：万元

业务及管理费	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
折旧费	600.00	600.00	800.00	800.00	800.00
占比	5.22%	3.21%	2.41%	1.74%	1.39%
无形资产摊销	860.00	860.00	860.00	860.00	860.00
占比	7.48%	4.60%	2.59%	1.87%	1.50%
长期待摊费用摊销	189.30	-	-	-	-
租赁费	1,500.00	1,800.00	2,000.00	2,100.00	2,100.00
占比	13.04%	9.62%	6.03%	4.57%	3.65%
固定费用小计	3,149.43	3,260.08	3,660.05	3,760.04	3,760.03
占比	27.39%	17.43%	11.04%	8.19%	6.54%
职工工资	5,400.00	5,000.00	9,000.00	9,500.00	10,000.00
占比	46.95%	26.73%	27.15%	20.69%	17.40%
职工福利费	97.20	90.00	162.00	171.00	180.00
职工教育经费	30.78	28.50	51.30	54.15	57.00
工会经费	24.30	22.50	40.50	42.75	45.00
住房公积金	555.44	514.30	925.74	977.17	1,028.60
养老保险	540.00	500.00	900.00	950.00	1,000.00
失业保险	32.40	30.00	54.00	57.00	60.00
医疗保险	432.00	400.00	720.00	760.00	800.00
工伤保险	10.80	10.00	18.00	19.00	20.00
生育保险	37.80	35.00	63.00	66.50	70.00
其他保险	-	-	-	-	-

业务及管理费	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
其他人工费用	60.00	90.00	100.00	100.00	100.00
人工费用小计	7,221.19	6,720.57	12,034.81	12,697.78	13,360.77
<i>占比</i>	<i>62.79%</i>	<i>35.93%</i>	<i>36.31%</i>	<i>27.66%</i>	<i>23.25%</i>
公杂费	433.27	403.23	722.09	761.87	801.65
<i>占比</i>	<i>3.77%</i>	<i>2.16%</i>	<i>2.18%</i>	<i>1.66%</i>	<i>1.40%</i>
邮电费	288.85	268.82	361.04	361.04	361.04
<i>占比</i>	<i>2.51%</i>	<i>1.44%</i>	<i>1.09%</i>	<i>0.79%</i>	<i>0.63%</i>
水电费	144.42	134.41	240.70	240.70	240.70
<i>占比</i>	<i>1.26%</i>	<i>0.72%</i>	<i>0.73%</i>	<i>0.52%</i>	<i>0.42%</i>
差旅费	252.74	235.22	421.22	444.42	467.63
<i>占比</i>	<i>2.20%</i>	<i>1.26%</i>	<i>1.27%</i>	<i>0.97%</i>	<i>0.81%</i>
印刷费	15.00	27.00	30.00	30.00	30.00
修理费	10.00	18.00	20.00	20.00	20.00
低易品摊销	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
会务费	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
审计费	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
咨询费	50.00	90.00	100.00	110.00	120.00
外事费	-	-	-	-	--
诉讼费	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
安全保卫费	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
证券监管及协会会费	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
物业管理费	-	-	-	-	-
财务费	-	-	-	-	-
置装费	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
投资者保护基金	339.41	555.56	988.86	1,371.55	1,718.09
<i>占比</i>	<i>2.95%</i>	<i>2.97%</i>	<i>2.98%</i>	<i>2.99%</i>	<i>2.99%</i>
电子设备运转费	200.00	300.00	500.00	600.00	700.00
<i>占比</i>	<i>1.74%</i>	<i>1.60%</i>	<i>1.51%</i>	<i>1.31%</i>	<i>1.22%</i>
车辆使用维护费	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
董监事会费	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
宣传费	7.50	13.50	15.00	15.00	15.00
广告费	-	-	-	-	-

业务及管理费	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
系统服务费	100.00	200.00	100.00	200.00	200.00
占比	0.87%	1.07%	0.30%	0.44%	0.35%
交易所席位管理费	30.00	40.00	50.00	50.00	50.00
交易所证券通讯服务费	100.00	200.00	300.00	300.00	300.00
占比	0.87%	1.07%	0.91%	0.65%	0.52%
资产管理计划代销佣金	-	-	-	-	-
劳务费	251.28	360.00	400.00	400.00	400.00
占比	2.18%	1.92%	1.21%	0.87%	0.70%
财产保险费	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
合计	12,791.21	13,024.49	20,141.85	21,560.47	22,742.98
占比	111.22%	69.63%	60.76%	46.97%	39.58%

如上表所示，网信证券2022年预测业务及管理费占营业收入的比例为111.22%，随后伴随营业收入增加逐年下降至2026年的39.58%，主要原因如下：

1、网信证券在业务经营中涉及的固定资产相对稳定，因此固定费用变化幅度较小，与营业收入增长的关联度较低；

2、因处于破产重整阶段，网信证券目前人工费用占营业收入比重较高，且职工工作积极性并未获得充分调动。未来业务逐步恢复正常后，网信证券人工费用占营业收入的比重会有所下降。尽管人工费用总额自2024年起处于上升趋势，上升幅度总体仍低于营业收入增长幅度，主要原因包括网信证券未来将大力推动业务的线上化转型，避免采用“人海战术”；

3、基于网信证券未来营业收入主要来源于证券经纪业务收入这一特点，其他如公杂费、邮电费、水电费、差旅费和电子设备运转费等费用也将处于相对稳定状态，增幅较低，占比呈现逐年下降趋势。评估机构在预测过程中对相关占比较低、影响轻微的费用采用简化处理方式。

五、补充披露股权现金流具体计算方式及合理性，并说明计算股权现金流时对公司的利润分配政策的假设是否恰当

根据《资产评估专家指引第3号——金融企业收益法评估模型与参数确定》第五条：

“在金融企业控股性产权变动业务中，金融企业收益法评估可以采用股权自由现金流折现模型，如，银行、保险公司、证券公司等，也可以采用企业自由现金流折现模型，如金融租赁公司等。其中：

股权自由现金流量的计算可以参照如下公式：

股权自由现金流量=净利润-权益增加额+其他综合收益

净利润是由企业的收入减去支出决定的”

证券公司的股利分配政策与净资产规模呈负相关，在规模增长及净利润预测的基础上，净利润分配得越多，净资产规模将越低，同时考虑到权益价值追寻最大化原则，股利分配比率越高，权益价值越高。在考虑满足净资产规模的基础上，证券公司将进行最大限度股利分配政策。

《估值报告》中股权现金流计算过程如下表所示：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	终值
净利润	-1,332.69	5,606.72	12,869.51	18,093.58	25,813.78	25,813.78
减：权益增加额	-1,332.69	5,606.72	12,869.51	16,034.02	7,744.13	-
股权自由现金流	-	-	-	2,059.56	18,069.65	25,813.78

如上表所示：

1、2022年至2024年权益增加额与净利润规模相等，主要是由于净利润用于弥补网信证券以前年度的亏损，暂不提取盈余公积及风险准备；

2、预计至2025年时网信证券可完成对前期亏损的弥补，剩余利润按照规定在提取盈余公积及风险准备后作为可分配利润（即股权自由现金流）；

3、2026年网信证券按照净利润规模计提相应比例的盈余公积及风险准备，剩余利润作为可分配利润；

4、假设永续期后网信证券净资产规模不再变化（增加），即不再新增运营资金，故终值权益增加额按零考虑。

六、详细说明折现率计算方式，并结合计算中可比公司选取，特定风险量化过程说明折现率计算是否客观、准确

本评估机构已在《草案》“第五节 标的资产评估”之“一、标的资产的评估情况（未考虑协同效应）”之“（七）收益法评估说明”之“4、收益法评估预测和估算过程”和“二、标的资产的估值情况（考虑协同效应）”之“（八）收益法预测说明”之“4、折现率的确定”中对《评估报告》收益法和《估值报告》收益法中折现率的计算方式进行了详细说明。

评估机构在开展折现率计算、可比公司选取和特定风险量化的过程中均拥有一套标准化操作流程，符合评估机构内部质量控制要求，符合市场通行处理方式。评估机构在计算折现率时能够做到客观、准确。

七、结合标的公司已签协议期限、续约条件、行业竞争格局等，说明标的公司是否具备持续经营能力，分析说明采用永续年期作为收益期，采用3%作为永续增长率的原因及合理性

（一）破产重整完成后网信证券具备持续经营能力

作为一家证券公司，网信证券自身业务经营符合证券行业的通常特点——业务集中度低，不存在单一客户依赖。尽管网信证券自2018年起已处于资不抵债的状态，截至报告期末网信证券依然拥有超过15万户（正常状态账户）经纪业务客户，报告期各期依然可以实现超过4,000万元的营业收入。

根据本次交易方案，上市公司拟投资的企业是一家通过上市公司出资15亿元可顺利完成破产重整的企业。网信证券破产重整的核心目的之一就是保持在破产重整后的持续经营能力，否则网信证券应进行破产清算、而非破产重整。虽然报告期内网信证券持续亏损，具体亏损的原因却同时受到收入端和成本端的双重影响，持续亏损亦不必然导致“持续经营假设”受到撼动。本次交易完成后，上市公司有望在较短时间内帮助网信证券扭亏为盈。

（二）采用永续年期作为收益法收益期是收益法评估过程中的必然选择

根据收益法评估操作规则，永续年期应作为收益期，永续期股权自由现金流应纳入收益法评估价值考量范畴。

（二）采用3%作为永续增长率的原因及合理性

近年来我国证券行业长期保持良好发展趋势。以经纪业务收入为例，根据

Choice 披露的统计数据,2018年度和2021年度我国证券公司分别实现经纪业务收入623.42亿元和1,544.03亿元,累计增长率为147.67%,年均复合增长率达到35.30%。

宏观经济方面,随着我国经济结构的转型与经济增长模式的转换,预计我国GDP 增长率将呈现放缓趋势,从长期来看我国资本市场增长也可能受到同等影响。尽管如此,我国GDP 未来长期增速仍有可能保持在5%以上水平。评估机构在本次估值中假设网信证券永续期收入增速与无风险收益率接近并最终取值3%。上述处理符合我国宏观经济环境,与证券行业长期发展情况相比较为谨慎合理。

八、补充披露标的公司是否存在溢余资产,如是,请说明估值结论中是否恰当考虑溢余资产的影响;

根据网信证券《备考审计报告》,截至报告期末网信证券不存在溢余资产。

九、分别就(2)-(7)问所涉及的可能对收益法估值结论有重大影响的关键参数对估值结论的影响程度进行敏感性分析,并充分提示相关风险

1、营业成本方面:如果《估值报告》中其他参数不变,各期营业成本增加1%,则网信证券《估值报告》结果将变为180,867.00万元,较当前估值182,330.45万元下降1,463.45万元,下降百分比为0.80%;

2、股权现金流方面:如果《估值报告》中其他参数不变,各期股权现金流规模下降1%,则网信证券《估值报告》结果将变为180,507.14万元,较当前估值182,330.45万元下降1,823.31元,下降百分比为1%;

3、折现率方面:如果《估值报告》中其他参数不变,折现率提高一个百分点(即由11.88%上升至12.88%),则网信证券《估值报告》结果将变为157,969.12万元,较当前估值182,330.45万元下降22,897.88万元,下降百分比为14.50%。

上市公司已在《草案》“重大风险提示”和“第十一节 风险因素”之“五、公司经营和业绩变化的风险”之“(五)标的公司评估风险”中充分提示相关风险。

十、结合(2)-(7)中所涉及各估值参数的预测、计算过程说明,《估值报告》的出具是否符合估值行业有关执业规范,相关从业人员是否履行了诚

实守信、勤勉尽责的义务

评估机构在本次估值中采用现有的资料对纳入估值范围内的资产进行了尽职调查，主要包括：

（一）本次估值的经济行为背景情况，主要为委托人和估值对象对本次估值事项的说明；

（二）溢余或非经营性资产负责情况；

（三）估值对象存续经营的相关法律情况，主要为估值对象的有关章程、已取得的证书；相关批复；

（四）估值对象未来创新能力情况；

（五）估值对象的盈利模式、业务类型；

（六）估值对象业务结算方式、实际结算的数据；

（七）估值对象的执行的税费种类、税率及纳税情况；

（八）估值对象执行的会计制度以及固定资产折旧方法；

（九）估值对象的应收应付账款情况、债务和借款情况；

（十）估值对象营业成本、各项费用核算的内容情况；

（十一）未来几年的经营计划以及经营策略，包括：市场需求、价格策略、资金筹措和使用计划等；

（十二）同行业的简况，包括主营构成、定位及市场占有率等；

（十三）主要经营优势和风险，包括：国家政策优势和风险、技术优势和风险、市场竞争优势和风险、财务风险、汇率风险等；

（十四）经审计的资产负债表、损益表、现金流量表以及各资产负债、损益的明细表；

（十五）与本次估值有关的其他情况。

如问题26所述，《估值报告》的核心目的为预测考虑协同效应后网信证券对上市公司的投资价值。在各类市场主流评估方法中，收益法是在可实现这一目的

的前提下最为科学、合理的估值方法。在满足《估值报告》核心目的的基础上，收益法的可靠性并不弱于其他估值方法。

任何估值方法均建立在相应的估值假设及估值参数选择之上。估值假设的合理性方面，根据本次交易方案，上市公司拟投资的企业是一家通过上市公司出资15亿元可顺利完成破产重整的企业。网信证券破产重整的核心目的之一就是保持在破产重整后的持续经营能力，否则网信证券应进行破产清算、而非破产重整。

根据审计机构出具的网信证券《备考审计报告》，破产重整完成后网信证券截至报告期末的归母净资产水平将恢复至2.61亿元。因此无论是网信证券《备考审计报告》还是基于《备考审计报告》数据编制的《评估报告》及《估值报告》，适用“持续经营假设”均具备充分依据。

在估值参数的选择过程中，部分参数基于整体行业、可比公司、被估值单位及上市公司的历史数据合理预测，部分参数基于评估机构在开展评估工作过程中的业内通行做法予以确定，因此各类估值参数均具备合理基础。

尽管如此，合理的估值假设与估值参数选择并不是唯一的，这也符合评估工作以及收益法的客观事实。

综上所述，本次《估值报告》的出具符合估值行业有关执业规范，相关从业人员均已认真履行诚实守信、勤勉尽责义务。

十一、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、《估值报告》中关于客户单位资金经纪业务产出的描述具备历史数据依据及合理性。

2、网信证券代理买卖手续费收入预测具备依据及合理性。

3、与网信证券代理买卖手续费收入相比，网信证券利息净收入处于网信证券收入贡献的明显次要地位。基于上述特点，评估机构在对网信证券利息净收入进行预测时采用了部分简化处理方式，然而这并不妨碍上述处理的合理性。

4、网信证券营业成本占营业收入变动趋势具备合理性。

5、股权现金流具体计算方式合理，对网信证券利润分配政策的假设恰当。

6、评估机构在开展折现率计算、可比公司选取和特定风险量化的过程中均拥有一套标准化操作流程，符合评估机构内部质量控制要求，符合市场通行处理方式。评估机构在计算折现率时能够做到客观、准确。

7、破产重整完成后网信证券具备持续经营能力，采用永续年期作为收益法收益期是收益法评估过程中的必然选择，采用3%作为永续增长率具备合理性。

8、截至报告期末网信证券不存在溢余资产。

9、上市公司已在《草案》“重大风险提示”和“第十一节 风险因素”之“五、公司经营和业绩变化的风险”之“（五）标的公司评估风险”中充分提示相关风险。

10、《估值报告》的出具符合估值行业有关执业规范，相关从业人员均已认真履行诚实守信、勤勉尽责义务。

7、（原问题29）报告书显示，标的公司在未来仍可能面临本次重组前未申报债权人在本次重组计划执行完毕后补充申报债权的风险，且存在相当数量的因诉讼或仲裁尚未终结等原因产生的或有债权。请说明标的公司本身是否已就上述债权进行账务处理，评估机构是否在评估、估值过程中就或有负债的影响进行恰当的测算、调整，或有负债是否会对《评估报告》、《估值报告》的结论产生重大不利影响。请独立财务顾问、会计师、评估师发表意见。

回复：

一、网信证券本次重组前未申报债权人在本次重组计划执行完毕后补充申报债权的风险

根据《企业破产法》第九十二条“经人民法院裁定批准的重整计划，对债务人和全体债权人均有约束力。债权人未依照本法规定申报债权的，在重整计划执行期间不得行使权利；在重整计划执行完毕后，可以按照重整计划规定的同类债权的清偿条件行使权利”。因此，在重整计划执行完毕后，未在重整过程中申报债权的债权人（如有）补充申报债权并按照同类债权获偿系《企业破产法》赋予的法定权利，系破产重整投资人的一般投资风险，而非本次重组的特定风险。

同时，根据管理人出具的说明，截至本核查意见出具之日，除在《重整计划草案》中预留资金的或有债权（共计 190,173,299.75 元，债权人及债权金额为：厦门农商行 172,046,844.95 元，虞城农信社 17,081,810.80 元，珠海中投国诚资管 1,044,644.00 元）外，不存在有其他应申报未申报的债权人（包括提供担保的或有债权人）。

根据《重整计划草案》，对于上述 3 笔因诉讼或仲裁尚未终结等原因产生的或有债权，管理人已按照案涉金额预留偿债资金 7,000.00 万元。上述案涉金额如被判决或裁决所确认，被确认的金额将按照与《重整计划草案》中对普通债权的调整及受偿相同的方式予以清偿，7,000.00 万元足够充分覆盖上述或有债权。如预留金额仍有剩余，剩余部分将根据《重整计划草案》规定对债权人进行补充分配。债权人自破产程序终结之日起满二年仍未受领其债权分配额，视为债权人放弃获得债权清偿的权利，标的公司不再负清偿责任。

此外，截至 2021 年 12 月 31 日，扣除相关破产重整费用后网信证券应收管

理人款项剩余 18,522.51 万元。本次破产重整后，管理人账户剩余资金将划回网信证券账户，该笔 18,522.51 万元其他应收款的实际收回不存在障碍。考虑到该笔款项回笼后亦可用于网信证券后续债权偿付工作，管理人所预留的偿债资金充足，足够覆盖或有债权。

综上所述，本评估机构认为，截至本核查意见出具之日，暂不存在本次重组前未申报债权人在本次重组计划执行完毕后补充申报债权的特定风险。因诉讼或仲裁尚未终结等原因产生的或有债权，管理人将按照案涉金额预留充足的偿债资金，足够覆盖或有债权。

二、网信证券尚未了结的诉讼/仲裁情况及其产生的或有债权

根据网信证券提供的材料和确认，管理人提供的说明，并经独立财务顾问、法律顾问在企业信息公示系统、天眼查 (<https://www.tianyancha.com>)、中国裁判文书网、人民法院公告网、中国执行信息公开网、信用中国等网站进行核查，截至本核查意见出具之日，网信证券尚未了结的诉讼或仲裁（已经立案，法院或仲裁机构尚未作出生效判决）共计 15 起，其余天眼查上开庭公告涉及的诉讼均已结案（以法院或仲裁机构作出生效裁决为准）。截至本核查意见出具之日，网信证券尚未了结诉讼或仲裁情况如下：

序号	原告(上诉人/申请人)	被告(被上诉人/被申请人)	案由	审理法院/仲裁机构	诉讼/仲裁金额(元)	判决/裁决金额(元)	保全情况	主要诉讼或仲裁请求(审理阶段)/判决结果(执行阶段)
1	网信证券	万荣农商行	债券回购纠纷	沈阳中院	22,925,490.00	22,925,489.00	实际冻结万荣农商行在中央国债登记结算有限责任公司00000016455账户下15国开18债64,592,177元等值的债券;裁定冻结万荣农商行银行存款6,459.22万元或查封相应价值的财产	法院一审判决万荣农商行支付损失及违约金共计22,925,489元;万荣农商行上诉,法院二审裁定撤销原判决,发回重审。
2	珠海中投国诚资管	网信证券、锦州华信资产经营(集团)有限公司	合伙出资纠纷案	沈阳市沈河区人民法院(以下简称“沈河区法院”)	1,000,000	1,022,322	-	法院一审判决,原告对网信证券享有100万元债权,并要求网信证券承担诉讼费22,322元;网信证券已上诉。
3	赵静	网信证券	劳动争议	深圳市劳动人事争议仲裁委	278,905.66	-	-	仲裁委裁决支持赵静仲裁申请;网信证券已向沈河区法院起诉,赵静提出管辖权异议,已驳回。
4	网信证券	易途汽车租赁	泽鑫84号资管产品纠纷	沈河区法院	1,006,770.17	-	对被申请人银行账户中1,006,770.17元存款或对被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年3月10日已开庭。
5	网信证券	易途汽车租赁	泽鑫86号资管产品纠纷	沈河区法院	2,089,991.47	-	对被申请人银行账户中2,089,991.47元存款或对被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年3月23日已开庭。
6	网信证券	易途汽车租赁	泽鑫89号资管产品纠纷	沈河区法院	2,442,715.68	-	对被申请人银行账户中2,442,715.68元存款或对被申请人其他等值财产采取	2021年3月10日已开庭。

序号	原告(上诉人/申请人)	被告(被上诉人/被申请人)	案由	审理法院/仲裁机构	诉讼/仲裁金额(元)	判决/裁决金额(元)	保全情况	主要诉讼或仲裁请求(审理阶段)/判决结果(执行阶段)
							保全措施	
7	网信证券	易途汽车租赁	泽鑫90号资管产品纠纷	沈河区法院	1,309,520.03	-	对被申请人银行账户中1,309,520.03元存款或对被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年3月10日已开庭。
8	网信证券	中汽租赁	泽鑫71号资管产品纠纷	沈河区法院	5,232,552.38	-	对被申请人银行账户中5,232,552.38元存款或对被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年5月10日已开庭。
9	网信证券	中汽租赁	泽鑫73号资管产品纠纷	沈河区法院	5,441,854.41	-	对被申请人银行账户中5,441,854.41元存款或对被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年3月23日已开庭。
10	网信证券	中汽租赁	泽鑫80号资管产品纠纷	沈河区法院	2,402,769.32	-	对被申请人银行账户中2,402,769.32元存款或对被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年3月23日已开庭，2022年2月22日二次开庭，法院追加中国移动通信集团广东有限公司河源分公司为第三人。
11	网信证券	中汽租赁	泽鑫81号资管产品纠纷	沈河区法院	2,190,048.44	-	对被申请人银行账户中2,190,048.44元存款或对被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年5月10日已开庭。
12	网信证券	中汽租赁	泽鑫82号资管产品纠纷	沈河区法院	2,090,304.90	-	对被申请人银行账户中2,090,304.9元存款或对被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年4月27日已开庭。

序号	原告(上诉人/申请人)	被告(被上诉人/被申请人)	案由	审理法院/仲裁机构	诉讼/仲裁金额(元)	判决/裁决金额(元)	保全情况	主要诉讼或仲裁请求(审理阶段)/判决结果(执行阶段)
13	网信证券	中汽租赁	泽鑫83号资管产品纠纷	沈河区法院	2,089,991.50	-	对被申请人银行账户中2,089,991.5元存款或被申请人其他等值财产采取保全措施	2021年3月23日已开庭。
14	厦门农村商业银行股份有限公司	网信证券	债券回购纠纷	中国国际经济贸易仲裁委员会	172,046,844.95	-	-	2022年2月16日网信证券提出管辖权异议。
15	虞城县农村信用合作社联社	网信证券	债券回购纠纷	中国国际经济贸易仲裁委员会	17,081,810.8	-	-	2022年2月16日网信证券提出管辖权异议。

上述案件中，网信证券作为被告或被申请人的诉讼、仲裁共 4 起，为序号 2、3、14、15 的案件，网信证券被主张债权金额合计 190,452,205.41 元。根据《重整计划草案》，序号 2、14、15 所涉债权（合计金额 190,173,299.75 元）作为因诉讼或仲裁尚未终结等原因产生的或有债权已经预留偿债资金 7,000 万元，如被判决或裁决所确认，被确认的金额将根据《重整计划》予以清偿。序号 3 案件涉诉金额较小（27.89 万元），根据网信证券提供的说明，如相应请求被判决支持，将由网信证券自有资金支付，未列入破产债权。其余 11 起案件中，网信证券均为原告，不会产生或有债权。

根据管理人提供的说明，截至本核查意见公告之日，除上述 15 起案件外，网信证券无其他未决诉讼、仲裁，亦未发现潜在诉讼、仲裁。

综上所述，本评估机构认为，上述未决诉讼或仲裁不会对网信证券生产经营造成重大不利影响。

三、上述债权的账务处理

根据前述回复内容及《重整计划草案》，网信证券已就可能产生债权的 3 起诉讼、仲裁事项（序号 2、14、15 的案件）足额计提预计负债并预留偿债资金；序号 3 的案件因最终判决结果仍存在较大不确定性且涉案金额较小（27.89 万元），网信证券从客观情况出发未计提预计负债。

四、评估机构是否在评估、估值过程中就或有负债的影响进行恰当的测算、调整，或有负债是否会对《评估报告》、《估值报告》的结论产生重大不利影响

根据前述回复内容，由于网信证券暂不存在本次重组前未申报债权人在本次重组计划执行完毕后补充申报债权的特定风险，且因诉讼或仲裁尚未终结等原因产生的或有债权管理人将按照案涉金额预留偿债资金 7,000.00 万元，或有债权相关事项对网信证券未来持续经营不构成实质影响，相关风险较为有限且可控。因此评估机构未在评估、估值过程中就或有负债的影响进行相应测算、调整，或有负债亦不会对《评估报告》《估值报告》的结论产生重大不利影响。

五、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

截至本核查意见出具之日，未发现本次重组前未申报债权人在本次重组计划执行完毕后补充申报债权的特定风险。因诉讼或仲裁尚未终结等原因产生的或有债权，管理人将按照案涉金额预留充足的偿债资金，足够覆盖或有债权。此外，网信证券已就未决诉讼、仲裁事项产生的或有债权足额计提预计负债。或有债权相关事项对网信证券未来持续经营不构成实质影响，相关风险较为有限且可控。因此，评估机构未在评估、估值过程中就或有负债的影响进行相应测算、调整，或有负债亦不会对《评估报告》《估值报告》的结论产生重大不利影响。

（以下无正文，为《北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）关于深圳证券交易所〈关于对北京指南针科技发展股份有限公司的重组问询函〉》之核查意见的签署页）

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）

年 月 日