

ST 集琦重组暨国海证券借壳上市项目
国海证券有限责任公司
股东权益价值
资产评估报告书
中企华评报字(2008)第 106 号
共一册 第一册

北京中企华资产评估有限责任公司

二零零八年十一月七日

评估报告书

目 录

资产评估报告书摘要	3
评估报告书	5
一、委托方、资产占有方和其他评估报告使用者	5
二、评估目的	11
三、评估范围及对象	11
四、价值类型和定义	11
五、评估基准日	11
六、评估假设和限制条件	11
七、评估原则	12
八、评估依据	13
九、评估方法	14
十、评估程序实施过程 and 情况	19
十一、评估结论	20
十二、特别事项说明	21
十三、评估基准日期后重大事项	23
十四、评估报告法律效力	23
十五、评估报告提出日期	24
评估报告书备查文件	25
一、经济行为文件	25
二、企业评估基准日会计报表	25
三、产权证明文件	25
四、委托方及资产占有方营业执照复印件	25
五、委托方及资产占有方承诺函	25
六、资产评估人员和机构的承诺函	25
七、中企华资产评估有限责任公司资格证书复印件	25
八、中企华资产评估有限责任公司营业执照复印件	25
九、项目参加人员资格证书复印件	25

声 明

一、 关于评估结论

本评估报告的分析结论是在恪守独立、客观、公正的原则基础上形成的，仅在报告设定的评估假设和限制条件下成立。

注册资产评估师执行资产评估业务的目的是对评估对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。评估结论不应被认为是对评估对象可实现价格的保证。

本评估报告的使用仅限于报告中载明的评估目的。本评估结论仅对评估报告载明的评估基准日有效。评估报告使用者应当根据评估基准日后的资产状况和市场变化情况合理确定评估报告使用期限。因使用不当造成的后果与签字注册资产评估师及本评估机构无关。

评估报告使用者应注意报告正文中揭示的**特别事项**对评估结论可能产生的影响。

二、 关于评估责任

本评估机构及注册资产评估师具备本评估业务所需的执业资质和相关专业评估经验。遵守相关法律、法规和资产评估准则，对评估对象价值进行估算并发表专业意见，是注册资产评估师的责任；提供必要的资料并保证所提供资料的真实性、合法性和完整性，恰当使用评估报告是委托方和相关当事方的责任。

注册资产评估师本人及业务助理人员已对评估对象履行了必要的评估程序。注册资产评估师对评估对象的法律权属状况给予了必要的关注，但不对评估对象的法律权属做任何形式的保证。

注册资产评估师在评估对象中没有现存的利益，同时与委托方和相关当事方没有个人利益关系，对委托方和相关当事方不存在偏见。

北京中企华资产评估有限责任公司

二零零八年十一月七日

**国海证券有限责任公司
股东权益价值
资产评估报告书摘要**

中企华评报字(2008)第 106 号

重要提示

以下内容摘自资产评估报告书，欲了解本项目的全面情况，应认真阅读资产评估报告书全文。

国海证券有限责任公司拟以桂林集琦药业股份有限公司股权分置改革为契机，通过与桂林集琦药业股份有限公司资产置换并新增股份吸收合并国海证券的方式，实现国海证券的整体上市。为此，国海证券有限责任公司和桂林集琦药业股份有限公司委托北京中企华资产评估有限责任公司对本次经济行为所涉及的国海证券有限责任公司的股东全部权益价值进行评估，以评估后的股东权益价值作为本次经济行为的价值参考依据。

根据国家有关资产评估的规定，本着独立、公正、科学和客观的原则及履行必要的评估程序，北京中企华资产评估有限责任公司对国海证券有限责任公司评估基准日的股东全部权益价值进行了评估。此次评估采用市场法和收益法。根据以上评估工作，得出如下评估结论：

一、评估结论分析

在评估基准日2008年9月30日持续经营前提下，国海证券有限责任公司提供的账面净资产为129,286.33万元，经采用市场法评估，评估值为206,900万元，评估增值77,613.67万元，增值率60.03%；经采用收益法评估，评估值为198,626.31万元，评估增值69,339.98万元，增值率为53.63%。

采用收益法评估需要对国海证券有限责任公司的未来收益进行预

测。由于被评估企业属于证券行业，其未来收益具有较大不确定性，在一定程度上影响了收益法评估结果的准确度。市场法评估值是以评估基准日近期并购案例为基础得到的评估结论，评估结果更为客观，更具有说服力，故此次评估取市场法评估值作为最终的评估结论。

二、最终评估结论

在评估基准日2008年9月30日持续经营前提下，国海证券有限责任公司提供的账面净资产为129,286.33万元，经采用市场法评估，评估值为206,900万元，评估增值77,613.67万元，增值率60.03%。

本评估结论使用有效使用期自基准日2008年9月30日起1年，当评估目的在评估结论使用有效期内实现时，可以评估结论作为实现本次评估目的时资产价值的参考依据，超过评估结论使用有效期，需重新进行资产评估。

评估报告的使用者应注意特别事项对评估结论所产生的影响。

法定代表人：孙月焕

注册资产评估师：黎东标

注册资产评估师：阮咏华

北京中企华资产评估有限责任公司
二零零八年十一月七日

**国海证券有限责任公司
股东权益价值
评估报告书**

中企华评报字(2008)第 106 号

北京中企华资产评估有限责任公司接受国海证券有限责任公司(以下简称“国海证券”)和桂林集琦药业股份有限公司的委托,根据国家有关资产评估的规定,本着客观、独立、公正的原则,按照公认的企业价值评估方法,对委托评估范围内的国海证券有限责任公司的股东权益价值进行了评估。本公司的评估人员按照必要的评估程序,对被评估企业实施了实地勘查和市场调查,对委估企业股东权益在 2008 年 9 月 30 日所表现的市场价值做出了公允反映。现将评估情况及评估结果报告如下:

一、委托方、资产占有方和其他评估报告使用者

(一) 委托方: 桂林集琦药业股份有限公司

1、公司名称: 桂林集琦药业股份有限公司

2、公司简称: 桂林集琦

3、法定代表人: 蒋文胜

4、注册资本: 21,505.74 万元

5、注册地址: 桂林市育才路 55 号

6、办公地址: 桂林市驷鸾路 23 号-1 星辰大厦

7、经营范围: 片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、滴眼剂、软胶囊剂、搽剂、溶液剂的制造与销售; 中药前处理和提取; 定型包装食品、茶叶的销售; 经营本企业自产产品及相关技术的出品业务; 经营本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件等商品及相关技术的进口业务; 经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。

8、历史沿革

桂林集琦药业股份有限公司（下称“公司”）是以原桂林市第三制药厂为主体，经广西壮族自治区体改委桂体改字（1993）55号及桂体改字（1993）108号文件批准，由桂林集琦集团有限公司（下称“集琦集团”）独家发起、以定向募集方式设立的股份有限公司，于1993年6月28日成立，取得广西壮族自治区工商行政管理局核准登记的注册号为（企）4500001000956的企业法人营业执照，设立时公司总股本为45,000,000股，其中国家法人股36,020,294股，募集法人股1,979,706股，内部职工股7,000,000股。

1997年6月19日经中国证监会批准，公司首次向社会公开发行40,000,000股A股，发行价6.99元人民币，并于1997年7月9日在深交所挂牌上市，股票简称“桂林集琦”，公司股票代码：“000750”。

1999年11月19日经中国证监会批准，公司实施1999年度配股计划，向公司全体股东以10:3比例配售22,528,700股人民币普通股，配售价格每股12元人民币。其中，向国有法人股股东配售8,428,700股，向内部职工股股东配售2,100,000股，向社会公众股股东配售12,000,000股。配股股权登记日为1999年12月13日，配股除权日为1999年12月14日，配股缴款起止日期为1999年12月15日到1999年12月29日。配股工作于2000年元月11日全部完成实施。配股上市日期为2000年1月19日，数量为22,528,700股。

公司原有7,000,000股内部职工股三年托管期满，除高管股仍托管于中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司外，已全部于2000年6月19日解冻，在深圳证券交易所流通。

公司于2000年中期通过资本公积金转增股本议案：以2000年1月11日配股结束后的股本107,528,700股为基数，从资本公积金中提取107,528,700元，向全体股东每10股转增10股，转增股本总数为107,528,700股。股权登记日为2000年9月4日，除权日为2000年9月5日，转增股本上市流通日为2000年9月6日。实施公积金转增股本后总股本增至215,057,400股，其中：集琦集团占有非流通股份88,897,988

股；南宁市荣高投资有限公司（原南宁市荣高实业有限责任公司）占有非流通股份 3,959,412 股，非上市流通股份合计 92,857,400 股，占全部股份的 43.18%，已上市流通股份 122,200,000 股，占全部股份 56.82%。

依据《中华人民共和国公司法》（2005 年 10 月 27 日修订），公司将注册机关由广西壮族自治区工商行政管理局变更为桂林市工商行政管理局，公司营业执照注册号因此由（企）4500001000956 变更为（企）4503001106998。

（二）委托方及资产占有方：国海证券有限责任公司

1、公司名称：国海证券有限责任公司

2、公司简称：国海证券

3、法定代表人：张雅锋

4、注册资本：8 亿元

5、注册地址：广西壮族自治区南宁市滨湖路 46 号国海大厦

6、办公地址：广西壮族自治区南宁市滨湖路 46 号

7、经营范围：证券（含境内上市外资股）的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；证券的自营买卖；证券（含境内上市外资股）的承销（含主承销）；证券投资咨询（含财务顾问）；受托投资管理；中国证监会批准的其他业务。

8、单项业务资格：外资股经纪业务、受托投资管理业务、证券投资咨询业务、股票承销业务主承销商、网上证券委托业务、证券交易所债券市场国债承销、开放式证券投资基金代销业务资格。

9、历史沿革

国海证券有限责任公司前身是广西证券公司。

1988 年 10 月，广西证券公司经中国人民银行总行批准成立，是经营证券业务的专业机构，注册资本金为 1000 万元人民币。

1991 年 2 月 6 日，广西证券公司注册资本金由 1000 万元人民币增加到 2000 万元人民币。前五名股东是：中国人民银行广西分行，持股 40%；广西信托投资公司，持股 20%；中国人民保险公司广西公司，持股 12.5%；广西国际信托投资公司，持股 5%；中国工商银行广西分行信

托投资公司，持股 5%。

1996 年 3 月，广西证券公司注册资本金由 2000 万元人民币增加到 1 亿元人民币，并更名为广西证券有限责任公司。前五名股东是：桂银物业开发有限公司，持股 23%；厦门经济特区国际租赁有限公司，持股 8.4%；梧州嘉泰金饰珠宝公司，持股 8.4%；柳州市华银实业公司，持股 8.4%；南宁市银华珠宝公司，持股 5%。

2001 年 10 月，广西证券有限责任公司经中国证监会核准增资扩股并更名为国海证券有限责任公司，注册资本金由 1 亿元人民币增加到 8 亿元人民币，由原来以经纪业务为主的地方性证券公司成为业务范围比照综合类券商执行的全国性证券公司。2005 年 10 月，国海证券获得首批规范类券商资格。

截止到 2008 年 9 月 30 日，公司股东情况如下：

股东名称	期末出资金额（元）	出资比例
广西投资集团有限公司	280,000,000.00	35.00%
广西桂东电力股份有限公司	118,730,000.00	14.84%
广西荣桂贸易公司	84,820,000.00	10.60%
广西梧州索芙特美容保健品有限公司	73,000,000.00	9.12%
广西梧州中恒集团股份有限公司	60,000,000.00	7.50%
湖南湘晖资产经营股份有限公司	53,613,033.00	6.70%
广西河池化工股份有限公司	40,000,000.00	5.00%
株洲市国有资产投资经营有限公司	27,210,884.00	3.40%
广州市靓本清超市有限公司	17,259,116.00	2.16%
武汉香溢大酒店有限公司	13,053,633.00	1.63%
玉林市华龙商务有限责任公司	12,290,000.00	1.54%
广西梧州冰泉实业股份有限公司	10,000,000.00	1.25%
广西索芙特科技股份有限公司	5,333,334.00	0.67%
深圳市金亚龙投资有限公司	4,690,000.00	0.59%
合计	800,000,000.00	100%

国海证券设立有 1 家中外合资的控股子公司——国海富兰克林基金管理有限公司。

10、执行的主要会计政策

1) 会计制度：公司执行《企业会计准则》和《企业会计准则-应用指南》。

2) 会计年度：公司采用公历年度，即公历每年一月一日起至十二月三十一日止。

3) 记账本位币：以人民币为记账本位币。

4) 固定资产的预计使用年限、净残值率及年折旧率列示如下：

固定资产的类别	折旧年限（年）	预计残值率（%）	年折旧率（%）
房屋及建筑物			
营业用房	30	5	3.17
非营业用房	35	5	2.71
简易房	5	5	19
建筑物	15	5	6.33
机器设备			
机械设备	10	5	9.5
动力设备	11	5	8.64
通讯设备	5	5	19
电子设备	5	5	19
电器设备	5	5	19
安全防卫设备	5	5	19
办公设备	5	5	19
交通运输设备			
其他运输设备	6	5	15.83

国海富兰克林基金公司介绍：

1、名 称：国海富兰克林基金管理有限公司

2、住 所：广西壮族自治区南宁市滨湖路 46 号国海大厦副楼 4 层 401、402 室

3、法定代表人：张雅峰

4、注册资本：22000 万元

5、公司类型：中外合资经营

6、成立日期：2004 年 11 月

7、经营范围：发起设立基金、基金管理业务及中国证监会批准的其他业务。

8、公司股权结构

投资方名称	出资方式	出资额	出资比例
国海证券有限责任公司	货币资金	112,200,000	51%
坦伯顿国际股份有限公司	货币资金	107,800,000	49%
合计		220,000,000	100%

9、公司历史沿革

国海富兰克林基金管理有限公司(以下简称“富兰克林”)是由中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)批准的中外合资基金管理公司。富兰克林由国海证券有限责任公司(以下简称“国海证券”)与坦伯顿国际股份有限公司(Templeton International, Inc. 以下简称“坦伯顿国际”)共同发起成立,于2004年11月15日获得广西壮族自治区工商行政管理局颁发的营业执照。富兰克林的注册资本为人民币1亿元,其中国海证券与坦伯顿国际分别占67%和33%,上述资本投入业经普华永道中天会计师事务所有限公司普华永道验字(2004)第201号验资报告予以验证。

经富兰克林2005年第1次股东会决议及中国证监会证监基金字[2005]177号文核准,坦伯顿国际受让国海证券持有的富兰克林16%的股权。出资比例变更后,国海证券与坦伯顿国际分别占富兰克林注册资本的51%和49%。富兰克林于2005年12月6日办妥工商登记变更手续。

根据富兰克林2006年第2次股东会决议以及中国证监会证监基金字[2006]230号文核准,富兰克林申请注册资本增加人民币5千万元至人民币1.5亿元,其中国海证券增资人民币2,550万元,占51%,坦伯顿国际增资人民币2,450万元,占49%,上述增资资本投入业经普华永道中天会计师事务所有限公司普华永道中天验字(2006)第195号验资报告予以验证。

根据富兰克林2007年第3次股东会决议以及中国证监会证监基金字[2007]317号文核准,富兰克林申请注册资本增加人民币7千万元至人民币2.2亿元,其中国海证券增资人民币3,570万元,占51%,坦伯顿国际增资人民币3,430万元,占49%,上述增资资本投入业经中磊会计师事务所有限责任公司中磊验字(2007)第7002号验资报告予以验证。富兰克林于2007年12月21日办妥工商登记变更手续。

(三) 其他评估报告使用者

本报告其他使用者为国海证券有限责任公司股东及相关监管部门。

二、评估目的

国海证券有限责任公司拟以桂林集琦药业股份有限公司股权分置改革为契机,通过与桂林集琦药业股份有限公司资产置换并新增股份吸收合并的方式,实现国海证券的整体上市。北京中企华资产评估有限责任公司受国海证券有限责任公司和桂林集琦药业股份有限公司的委托,对本次经济行为所涉及的国海证券有限责任公司的股东权益价值进行评估,以评估后的股东权益价值作为本次经济行为的价值参考依据。

三、评估范围及对象

本次评估对象是国海证券有限责任公司的股东全部权益。

评估范围是国海证券有限责任公司的整体资产。评估前经审计的账面资产总额为 790,725.04, 负债总额为 661,438.71, 净资产为 129,286.33 万元。

四、价值类型和定义

企业价值评估可供选择的价值类型包括市场价值和市场价值以外的价值。市场价值以外的价值包括但不限于清算价值、投资价值等。

根据本次评估目的,评估对象的价值类型为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫压制的情况下,某项资产在基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

五、评估基准日

本经济行为的评估基准日是 2008 年 9 月 30 日。

一切计价标准均为基准日有效的价格标准。此基准日由委托方根据其自身工作需要确定的。

六、评估假设和限制条件

1、本评估报告的结论是以在产权明确的情况下,以企业持续经营

为前提条件。

2、在未来可预见的时间内企业按提供给评估师的发展规划进行发展，经营政策不做重大调整，预测的收入、成本及费用在未来经营中能如期实现。

3、国海证券主要提供的服务、管理、销售等业务的市场无不可预见的重大变化；

4、国海证券的资金来源充足，不存在因资金问题而使各项经营计划的实施发生困难；

5、公司遵循的国家和地方现行法律、法规、政策和社会经济环境在预测期内无不可预见的重大改变；

6、现行的信贷利率无不可预见的重大改变；

7、赋税基准及税率无不可预见的重大改变；

8、金融监管规则及市场交易规则无不可预见的重大变化；

9、无其他不可抗力或不可预见因素对本公司造成的重大不利影响。

七、评估原则

(一)遵循独立性原则。作为独立的社会公正性机构，评估工作始终坚持独立的第三者立场，不受外界干扰和委托者意图的影响；

(二)遵循客观性原则。评估人员从实际出发，通过现场勘察，在掌握详实可靠资料的基础上，以客观公正的态度，运用科学的方法，使得评估结果具备充分的事实依据；

(三)遵循公正性原则。评估人员遵循资产评估的内在规律、不偏不倚、公正地发表专业意见，科学合理运用评估技术结果；

(四)遵循产权利益主体变动原则。即以委评资产的产权利益主体变动为假设前提，确定其在评估基准日的现行公允价值；

(五)遵循资产持续经营的原则。根据被评估资产目前的用途和使用方式等情况继续使用，确定相应的评估方法、参数和依据；

(六)遵循替代性原则。评估作价时，如果同一资产或同种资产在评估基准日可能实现的或实际存在的价格或价格标准有多种，则选用以较

低的价格为基准;

(七)遵循公开市场原则。即评估的作价依据和评估结论在公开市场存在或成立;

(八)维护资产占有者及投资者合法权益的原则。

八、评估依据

我们在本次资产评估工作中所遵循的国家、地方政府和有关部门的法律法规,以及在评估中参考的文件资料主要有:

(一)评估法律法规依据

- 1、国务院 1991 年 91 号令《国有资产评估管理办法》;
- 2、国务院[2003] 第 378 号令《企业国有资产监督管理暂行条例》;
- 3、国家国有资产管理局国资办发(1992)36 号《国有资产评估管理办法施行细则》;
- 4、国务院国有资产监督管理委员会国资委产权[2006]274 号《关于加强企业国有资产评估管理工作有关问题的通知》;
- 5、国务院国资委令[2005]第 12 号《企业国有资产评估管理暂行办法》;
- 6、财政部财企[2004]20 号《关于印发<资产评估准则—基本准则>和<资产评估职业道德准则—基本准则>的通知》;
- 7、中评协[2007]189 号文《关于印发<资产评估准则-评估报告>等 7 项资产评估准则的通知》;
- 8、中国资产评估协会中评协[2004]134 号《企业价值评估指导意见(试行)》;
- 9、中国资产评估协会中评协[1996]03 号《资产评估操作规范意见》(试行);
- 10、财政部令第 33 号《企业会计准则—基本准则》;
- 11、中华人民共和国公司法;
- 12、中华人民共和国证券法;
- 13、中华人民共和国证券投资基金法;

14、2007年3月16日第十届全国人民代表大会第五次会议颁布的《中华人民共和国企业所得税法》;

15、其他相关法律法规。

(二)评估经济行为依据文件

1、国海证券有限责任公司2008年第三次临时股东会决议。

(三)评估工作重大合同协议、产权证明文件

1、企业营业执照、章程及国有产权登记证;

2、企业主要设备购置合同及发票;

3、车辆行驶证及其替代证明;

4、房地产权证;

5、长期股权投资协议。

(四)评估取价主要依据及参考资料

1、国海证券未来发展规划及经营预测;

2、国海证券及下属单位前三年会计报表(资产负债表、损益表、现金流量表);

3、鹏城会计师事务所有限责任公司对国海2009年度盈利预测审核报告;

4、彭博资讯、万德资讯的证券市场历史数据;

5、其他与评估有关的资料。

九、评估方法

(一)评估方法的选择

按照国家的有关法律、法规、企业价值评估指导意见(试行)及资产评估操作规范要求,资产评估的方法主要有市场法、收益法和成本法。

市场法,是指将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的评估思路,在市场上有相对可比案例或可比指标的情况下,市场法评估的结果最能反映企业具有的潜在市场价值。

收益法是从决定资产现行公平市场价值的基本依据——从资产的

预期获利能力的角度评价资产,有利于为投资者进行投资预期和判断提供参考依据。

成本法是从资产的成本角度出发,对企业资产负债表上所有单项资产及负债,用市场价值代替历史成本的一种方法。该法在整体资产评估时容易忽略各项资产综合的获利能力,为投资定价提供参考性较弱。

被评估企业国海证券是一家证券公司,资金和人力资源是其获得收益的主要因素,采用成本法,又称资产基础法无法准确反映证券公司的企业价值。

国海证券是中国证券业协会首批规范类券商,采用收益法评估企业价值可以比较全面地反映各项资产要素的整合效应。同时,被评估企业管理层能够提供未来年度的盈利预测,因此,可以采用收益法对国海证券有限责任公司进行了评估。

但是,由于证券公司业务的收益能力主要取决于可服务市场的大小和其提供服务的能力与质量,而其可服务市场的大小和收益能力对国家宏观经济形势和国家政策非常敏感,密切依赖证券行情的走势,因此,采用收益法评估在预测未来长期收益时具有较大不确定性。

2006 年以来,中国资本市场上出现了不少证券公司借壳上市的案例,对采用市场法评估国内证券公司的股权价值提供了有利条件。

综合以上情况,所以本次同时采用市场法和收益法对国海证券进行评估。

(二)市场法简介

市场法中常用的两种方法是参考企业比较法和并购案例比较法。

参考企业比较法是指通过对资本市场上与被评估企业处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析,计算适当的价值比率或经济指标,在与被评估企业比较分析的基础上,得出评估对象价值的方法。

并购案例比较法是指通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例,获取并分析这些交易案例的数据资料,

计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

1、市场法评估思路

本次评估分别采用参考企业比较法和并购案例比较法对国海证券的股权价值进行评估。

采用市场法评估企业价值，首先，要选定参考企业或参考案例，然后，选择合适的价值比率或经济指标，最后，通过比较分析被评估企业与参考企业的异同，计算出适用于被评估企业的价值比率或经济指标值，从而得到被评估企业价值。

2、参考企业比较法

①方法的选择

由于证券公司属于金融资产类公司，市净率（PB）估值是证券公司的主流估值方法，在综合考虑了证券公司长期盈利能力以及成长性的基础上，按照 ROE/COE 模型对证券公司估值。

目前国内上市证券公司也有数家，但是上市时间不长，所以，我们可以选取国内外具有代表性的证券公司作为参照对象，参考其总资产回报率、权益乘数、净资产收益率和净利润增长率等指标，利用 ROE/COE 模型确定被评估企业价值。

②市净率模型评估公式

预期公司净利润按固定比例增长的情况下，采用戈登模型得到的市净率模型计算公式如下：

$$P_0/B_0 = (ROE - g) / (COE - g)$$

$$\text{股权价值} = (ROE - g) / (COE - g) \times \text{每股净资产} \times \text{股本数量}$$

3、并购案例比较法

①方法的选择

从 2006 年起，国内部分证券公司纷纷借助上市公司股改契机借壳上市，如东北证券、国金证券、广发证券、海通证券和长江证券等，该经济行为与被评估企业国海证券此次经济行为基本相同，因此，本次评

估可以其他上市公司吸收合并证券公司作为并购案例。评估时以净资产、净资本规模和盈利模式与国海证券比较接近的东北证券为主，其他企业作为补充参考。

并购案例交易价格是指其他上市公司吸收合并证券公司时所确定的股票增发价格。通过并购案例交易价格水平，求出被并购证券公司 PB 值，然后，通过对国海证券与并购案例交易行为中影响 PB 值的各种因素进行对比分析，将被并购证券公司的 PB 值调整为适合国海证券的 PB 值，以此评估国海证券的股权价值。

②市净率模型评估公式

股权价值 = $P/B \times \text{每股净资产} \times \text{股本数量}$

式中：

P/B = 以并购价格计算的可比公司 P/B × 调整系数

以并购价格计算的可比公司 P/B 为各可比公司 P/B 的算数平均值。

（三）收益法简介

收益法中常用的两种方法是未来收益折现法和收益资本化法。本次评估国海证券股权价值，采用权益自由现金流量的折现现金流量模型。

未来收益折现法，是通过估算被评估企业将来的预期经济收益，并以一定的折现率折现得出其价值。常用的评估模型为折现现金流量模型（DCF 模型）。

1、基本公式介绍

根据本次选定的评估模型，以及预测期限的确定，得到计算公式如下：

股东权益价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{\text{权益自由现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t} + \text{非经营性资产和溢余资产价值}$

2、权益自由现金流量

权益自由现金流量是归属于股东的现金流量，是扣除还本付息以及用于维持现有生产和建立将来增长所需的新资产的资本性支出和营运资金变动后剩余的现金流量，其计算公式如下：

权益自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-净营运资金的增加+新增付息债务-付息债务本金偿还额

税后净利润=营业收入-营业支出-所得税

3、预测期限及连续价值

预测期限取决于权益自由现金流量的持续年数。被评估企业是证券公司，在可预见的时间范围内，该行业不会消失，无特殊原因，企业不会终止经营，因此，本次评估采用持续经营假设，将预测期限确定为无限期。

根据企业现金流量的稳定状况，将预测期分为两个阶段，不稳定的详细预测期和稳定的永续预测期。

根据国海证券的经营情况及本次评估目的，对 2008 年 10-12 月至 2012 年采用详细预测，2012 年后按稳定增长预测，得到连续价值。上述基本公式中的股东权益自由现金流量现值进一步确定为：

$$E = \frac{FCF_0}{(1+r)^{3/24}} + \sum_{t=1}^4 \frac{FCF_t}{(1+r)^{t-0.5+3/12}} + \frac{FCF_4(1+g)}{(r-g)(1+r)^{3.5+3/12}}$$

式中：E - 股东权益自由现金流量现值

FCF₀ - 2008 年 10 至 12 月企业现金流量，假定期中产生

FCF_t - 2009 年至 2012 年中第 t 年权益自由现金流量，假定期中产生

FCF₄ - 详细预测期最后一年 2012 年的权益自由现金流量，假定期中产生

r - 股权资本成本，即折现率

g - 永续期权益自由现金流量增长率

4、折现率（股权资本成本）

折现率是现金流量风险的函数，风险越大则折现率越大。按照收益额与折现率协调配比的原则，股权自由现金流量只能用股权资本成本来折现。股权资本成本用资本资产定价模型（CAPM 模型）确定。

5、溢余资产和非经营性资产

权益自由现金流量是营业活动产生的现金流量，不包含溢余资产和

非经营性资产所产生的现金流量。评估股东权益价值时，还必须考虑溢余资产和非经营性资产的价值。

溢余资产是与企业收益无直接关系的、超过企业经营所需的多余资产。非经营性资产是与企业的生产经营活动无直接关系的资产。此次评估未发现国海证券有溢余资产，非经营性资产为对国海富兰克林基金管理有限公司的长期股权投资。

十、评估程序实施过程和情况

(一)评估程序实施过程

1、接受委托

根据委托方资产评估意向，在正式评估之前，我公司与企业有关人员进行了交流，首先了解方案、工作进度，评估目的，评估范围和对象，评估基准日。接受委托后，我公司确定该项目负责人，并根据本项目成立了评估项目小组。

2、制订评估方案

根据评估目的，制定了评估方案和计划，并根据评估方案拟定收集资料提纲和现场访谈提纲，以指导评估小组现场清查工作。

3、现场清查

评估小组抵达现场后，现场工作期间主要完成了以下工作：

(1)完善资产评估调查表；

(2)与国海证券管理层、财务部门、经济业务部门、资产管理部门等进行访谈、了解有关企业管理、财务状况和资产管理使用情况；分析国海证券收入构成及各年收入的变化原因；

(3)资料收集，包括国海证券前三年的会计报表(资产负债表、损益表、现金流量表)、审计报告以及相关经营资料；

(4)现场勘察，主要对各固定资产和营业场所进行现场勘察。

4、评定估算

(1)收集国际资本市场上证券公司的公司概况、经营指标、财务指标、风险指标等资料，搜集国内证券公司交易案例及相关数据；

(2)选取与国海证券类似的可比交易案例，通过对各项乘数影响因

素的分析，运用市场法对国海证券股权价值进行评估测算；

(3)分析国海证券历史年度收益情况、经营情况，对国海证券未来年度进行盈利预测，运用收益法对国海证券股权价值进行评估测算；

(4)撰写评估报告。

5、内部审核

将报告初稿送公司进行三级审核，根据公司审核意见，修订评估报告，出具评估报告终稿。

6、提交报告

2008年11月7日将报告提交委托方。

十一、评估结论

根据国家有关资产评估规定，本着独立、客观、公正的原则及必要的评估程序，对国海证券有限责任公司股东权益价值进行了评估，本次评估主要采用市场法和收益法，根据以上评估工作得出如下评估结论：

一、评估结论分析

在评估基准日2008年9月30日持续经营前提下，国海证券有限责任公司提供的账面净资产为129,286.33万元，经采用市场法评估，评估值为206,900万元，评估增值77,613.67万元，增值率60.03%；经采用收益法评估，评估值为198,626.31万元，评估增值69,339.98万元，增值率为53.63%。

采用收益法评估需要对国海证券有限责任公司的未来收益进行预测。由于被评估企业属于证券行业，其未来收益具有较大不确定性，在一定程度上影响了收益法评估结果的准确度。市场法评估值是以评估基准日近期并购案例为基础得到的评估结论，评估结果更为客观，更具有说服力，故此次评估取市场法评估值作为最终的评估结论。

二、最终评估结论

在评估基准日2008年9月30日持续经营前提下，国海证券有限责任公司提供的账面净资产为129,286.33万元，经采用市场法评估，评估值为206,900万元，评估增值77,613.67万元，增值率60.03%。

十二、特别事项说明

以下为在评估过程中已发现可能影响评估结论但非评估人员执业水平和能力所能评定估算的有关事项(包括但不限于):

(一) 评估结论是北京中企华资产评估有限责任公司出具的,受具体参加本次项目的评估人员的执业水平和能力的影响。

(二) 由国海证券有限责任公司提供的与评估相关的经济行为文件、营业执照、产权证明文件、财务报表、会计凭证、未来收益预测、资产评估明细及其他有关资料是编制本报告的基础。国海证券有限责任公司及相关当事人应对提供资料的真实性、合法性和完整性承担责任。

(三) 截止到评估基准日,国海证券所涉及的未决诉讼事项主要有两项。根据国海证券股东提供的相关承诺,对于上述事项可能发生的损失,将由现有股东承担。主要的诉讼事项如下:

1、2005 年 10 月 13 日国海证券上海北京东路证券营业部收到上海市第一中级人民法院的执行通知书,要求营业部在 2005 年 10 月 20 日前归还中油上海销售有限公司人民币 5829.75 万元及相应利息。此前,我公司未接到关于此案件的任何通知。经调查,此案是国海证券上海北京东路证券营业部原总经理金一敏擅自与中油上海销售有限公司签署委托理财合同,中油上海销售有限公司起诉至上海市第一中级人民法院,法院于 2005 年 5 月 18 日立案受理。金一敏从未向公司报告此案,并在辞职离开公司后还私自应诉。国海证券在收到执行通知书并获悉上述情况后,立即向上海市第一中级人民法院提出异议,申请再审。2006 年 2 月 24 日,上海市第一中级法院裁定对中油上海销售有限公司诉国海证券上海市北京东路营业部一案进行再审,(2005)沪一中民三(商)初字第 247 号调解书中止执行。2007 期间,法院曾试图就本案对双方进行调解,但未能取得任何进展。2008 年 7 月 7 日,国海证券上海西藏中路证券营业部收到上海市第一中级人民法院就中油上海销售有限公司与国海证券上海西藏中路证券营业部委托合同纠纷一案之民事判决书一份[(2006)沪一中民三(商)再初字第 1 号],判决国海证券上海西藏

中路证券营业部返还中油上海销售有限公司人民币 4,324.35 万元及承担诉讼费用人民币 223,934 元。2008 年 7 月 17 日，国海证券上海西藏中路证券营业部向上海市高级人民法院提起上诉。

根据国海证券掌握的情况，本案公司败诉的可能很大。因此，从谨慎性原则考虑，2008 年 9 月 30 日，国海证券根据判决书确认预计负债 43,467,434.00 元。

2、2008 年 4 月 11 日国海证券收到上海市第二中级人民法院就四川高速公路房地产开发有限公司诉国海证券上海宝源路证券营业部及国海证券财产损害赔偿纠纷一案发出的 2008 沪二中民三（商）初字第 76 号送达回证等相关文件（起诉标的：2400 万元人民币损失及承担诉讼费）。2008 年 9 月 23 日上海市第二中级人民法院对四川高速公路房地产开发有限公司诉国海证券上海宝源路证券营业部及国海证券证券交易代理合同纠纷一案作出（2008）沪二中民三（商）初字第 76 号民事判决书，判决书驳回了原告四川高速公路房地产开发有限公司的诉讼请求。2008 年 10 月 7 日四川高速公路房地产开发有限公司就其与国海证券上海宝源路证券营业部及国海证券证券交易代理合同纠纷一案向上海市高级人民法院提出上诉。

对上述诉讼事项，因国海证券最终是否需要承担赔偿责任，及其可能产生的经济损失尚不确定，所以，本次评估没有考虑该或有负债对净资产评估价值的影响。

（四）列入评估范围的车辆有两辆车的证载权利人不是国海证券有限责任公司，评估人员已经取得国海证券的产权声明文件：

资产编号	车牌号	厂牌车型	车辆行驶证原车主
G3-2-z01-00004	桂 NN0090	轿车 奔驰 S600	广西钦州银生房地产开发有限公司
G3-2-z01-00005	桂 L00318	中巴客车 三星 SXE6620 26 座	中国人民银行百色市中心支行

（五）列入评估范围内的房屋建筑物有一项房产无房产证，一项房产证载权利人非国海证券有限责任公司。

序号	房屋建筑物名称	房屋用途	证载权利人	建筑面积	房屋建筑物调整后账面值	
				(平方米)	原值	净值
1	北海广电铜材厂厂房	工业	无证	2,000.00	10235699.2	8635395.22
2	上海宝源路营业部	办公	广西证券有限责任公司上海圆明园证券交易营业部	3499.86	18690473.2	11427629.59
合 计			73	5,499.86	28,926,172.40	20,063,024.81

(六)对企业存在的可能影响资产评估值的瑕疵事项，在企业委托时未作特殊说明而评估人员已履行评估程序仍无法获知的情况下，评估机构及评估人员不承担责任。

评估报告使用者应注意以上特别事项对评估结论所产生的影响。

十三、评估基准日期后重大事项

评估基准日后，若资产数量及作价标准发生变化，对评估结论造成影响时，不能直接使用本评估结论，须对评估结论进行调整或重新评估。

中国人民银行决定，从 2008 年 10 月 15 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；从 2008 年 10 月 9 日起下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。

从 2008 年 10 月 30 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存款基准利率由现行的 3.87%下调至 3.60%，下调 0.27 个百分点；一年期贷款基准利率由现行的 6.93%下调至 6.66%，下调 0.27 个百分点；其他各档次存、贷款基准利率相应调整。

报告使用者应注意上述期后事项对评估结论的影响。在评估基准日至评估报告提出日期之间，尚未发现其他对评估结论造成较大影响的重大事项。

十四、评估报告法律效力

(一)本评估报告的结论是以在产权明确的情况下，以持续经营为前提条件；

(二)本报告所揭示的评估结论仅对被评估资产和委托方本次评估目的有效，有效期自评估基准日起一年；

(三)本评估报告在评估机构盖章和注册资产评估师签字后，具有法律效力；

(四)本评估报告需提交国有资产监督管理部门进行备案，取得备案文件后方可正式使用；

(五)本报告书的评估结论仅供委托方为本次评估目的和送交国有资产监督管理部门备案使用，报告书的使用权归委托方所有，未经委托方许可，我公司不会随意向他人提供或公开。

十五、评估报告提出日期

本报告书提交委托方的时间为：2008年11月7日

法定代表人：孙月焕

注册资产评估师：黎东标

注册资产评估师：阮咏华

北京中企华资产评估有限责任公司

二零零八年十一月七日

评估报告书备查文件

- 一、经济行为文件
- 二、企业评估基准日会计报表
- 三、产权证明文件（另装成册）
- 四、委托方及资产占有方营业执照复印件
- 五、委托方及资产占有方承诺函
- 六、资产评估人员和机构的承诺函
- 七、中企华资产评估有限责任公司资格证书复印件
- 八、中企华资产评估有限责任公司营业执照复印件
- 九、项目参加人员资格证书复印件