

中联资产评估集团有限公司关于《上海证券交易所关于<对中纺投资发展股份有限公司重大资产购买及吸收合并暨关联交易报告书（草案）>的审核意见函》的回复

上海证券交易所：

我公司对于《上海证券交易所关于<对中纺投资发展股份有限公司重大资产购买及吸收合并暨关联交易报告书（草案）>的审核意见函》中有关需我公司回复的事项进行了认真准备，现回复如下：

二、交易作价及评估合理性

2、标的资产于2011年6月30日和2014年6月30日的相关作价采用收益法评估，请补充说明本次交易未采纳收益法作为评估方法的原因。标的资产于2014年6月30日的评估值比本次交易作价低2.4亿元，请公司结合最近九个月所处行业和公司情况分析两次评估的差异原因和本次交易作价的合理性。

本次交易以市场法和资产基础法作为作价依据，两者评估结果相差较大。请说明资产基础法评估是否充分辨认和考虑无形资产价值。并请财务顾问、评估师发表意见。

回复：

1、本次交易未采纳收益法作为评估方法的原因

本次交易中国投中谷期货股东全部权益的评估采用资产基础法和市场法，并选取市场法评估结果作为评估结论，未选取收益法作为评估方法，主要原因如下：

（1）2014年7月1日以来，期货行业处于快速创新变革环境中，期货公司收益较难合理预测

2014年4月以来，由于政策支持、市场环境等方面发生重大变化，期货公司业务发展呈现出新的趋势和特点。在政策支持方面，2014年5月8日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发[2014]17号）明确提出“促进形成若干具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行”，“支持证券期货经营机构与其他金融机构在风险可控前提下以相互控股、参股的方式探索综合经营”。在未来一段时期，随着简政放权、鼓励创新成为证券期货行业监管的基本趋势，期货品种创新将持续加快，交叉持牌放行、期权推出，期货网上开户等行业创新有望逐一落地。

在市场环境方面，宏观经济新常态下期货市场在价格发现和风险管理的功能日益凸显。2014年，全国期货市场累计成交量为25.05亿手，累计成交额为291.98万亿元，同比分别增长21.54%和9.16%。2015年第一季度全国期货市场累积成交量7.70亿手，累积成交额119万亿元，同比分别增长56.70%与108.34%。2014年7月1日至2015年3月31日，上证指数与深证成指分别上升82.97%与79.22%，在此过程中金融衍生品市场得到快速发展，沪深300股指期货已经成为全球最大的股指期货之一。

2015年4月16日，上证50、中证500股指期货合约上市交易；期货交易品种的持续增长与期货市场的持续创新推动期货公司盈利能力与估值水平持续提升。

期货公司业务发展的上述趋势和特点，将会对期货公司未来收益和风险的估算产生影响。在收入测算方面，收入来源将更为多元化，收入结构将会呈现差异化。总体上看，在期货公司创新发展的变革环境中，由于收益较难合理预测，收益法的应用受到一定的限制。

（2）市场上期货公司股权转让趋于活跃，提供了较为充分的可比案例

根据《资产评估准则-企业价值》的要求，市场法评估应当选择与被评估企业有可比性的公司或者案例。以2014年6月30日为基准日，公开市场上实施完成的期货公司交易案例较少，选取可比案例较为困难，采用市场法评估的基础较为薄弱。

2014年7月1日以来，公开市场期货公司股权转让、增资趋于活跃。在2014年7月到2015年间一批期货公司股权转让案例，可通过公开信息查询取得，股权交易价格也具有较好可比性，为选用市场法评估结果提供了条件。相关可比交易案例见下表：

序号	交易时间	标的公司	交易背景	交易涉及股权比例
1	2014/12/05	中辉期货	股权转让	55.00%
2	2014/11/20	东吴期货	股权收购	89.80%
3	2014/12/05	新际期货	股权收购	42.00%
4	2015/03/30	上海中期	增资	33.33%
5	2014/12/23	万达期货	股权转让	4.96%
6	2014/12/05	中信期货	吸收合并	58.00%

（3）本次交易构成上市公司关联交易，选用市场法更契合交易价格的公允性评价

根据《上市规则》的相关规定，安信证券向国投资本购买国投中谷期货80%的股权构成上市公司全资子公司与控股股东控制的企业

之间的关联交易。定价公允是上市公司关联交易的基本要求，在操作中一般要用可比性分析的结果评估企业关联交易的定价是否符合独立交易原则。在此意义上，市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点，更契合关联交易定价公允的评判的分析过程。

2、两次评估的差异原因和本次交易作价的合理性

中国粮食贸易公司转让国投中谷期货股权时标的资产的评估值为115,103.52万元，较本次评估值138,932.51万元低23,828.99万元。上述差异的主要原因包括：

（1）期货市场发展前景持续向好

2014年以来，期货市场发展前景持续向好，详细情况请参见本题回复“1、本次交易未采纳收益法作为评估方法的原因”之“（1）2014年7月1日以来，期货行业处于快速创新变革环境中，期货公司收益较难合理预测”。

（2）期货公司对接资本市场进程加快，提升期货公司估值水平

近期，鲁证期货股份有限公司H股上市正式招股，瑞达期货股份有限公司披露A股上市招股说明书，期货公司对接资本市场进程加快；同时，产业资本进军金融领域的趋势较为明显，期货行业内的并购升温亦促使期货公司标的资产更为稀缺，进而提升了期货公司的估值水平。

（3）2014年7月以来，境内资本市场证券期货资产估值水平持续上升

2014年7月1日至2015年3月31日，上证指数与深证成指分别上升82.97%与79.22%，中证全指综合金融指数（H30181）由3,648.19点上升至10,902.58点，涨幅达198.30%，资本市场良好发展趋势增强证券期货公司营利能力的同时，推动证券期货资产估值水平持续上升。

（4）国投中谷期货于2014年以来积极谋求业务创新并初见成效

2014年以来，国投中谷期货为提高自身综合竞争实力，并顺应期货行业鼓励创新的发展趋势，积极谋求业务创新并初见成效：

① 资产管理业务收入占比快速提升

2014年以来，国投中谷期货积极向“期货理财与风险管理专家”转型，着力发展资产管理业务，2014年与2015年一季度分别实现资产管理业务收入187.60万元与208.99万元，占手续费净收入比重逐期上升，由2013年为零上升至2015年1-3月的9.77%。

2014年12月4日中国期货业协会正式发布《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》，并自2014年12月15日起实施，期货公司资产管理业务“一对多”正式放开，未来资产管理业务收入将成为国投中谷期货营业收入增长重要来源。

② 风险管理子公司发展势头良好

2012年12月21日，中国期货业协会发布《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》，境内期货公司可通过风险管理公司开展以下试点业务：（一）基差交易；（二）仓单服务；（三）合作套保；（四）定价服务；（五）做市业务；（六）其他与风险管理服务相关的业务。

为满足客户风险管理需求，同时提高客户粘性，2013年12月30日，国投中谷期货风险管理业务子公司国投中谷投资正式成立，目前主要从事仓单服务、合作套保、基差交易等三项业务，2014年与2015年1-3月，国投中谷投资主要财务数据如下：

单位：万元

项 目	2015.03.31 /2015 年 1-3 月	2014.12.31 /2014 年度
总资产	49,704.02	33,882.84
净资产	5,495.15	5,086.14
营业收入	10,134.88	32,612.54
利润总额	545.55	121.70
净利润	409.01	86.14

国投中谷投资自2014年正式运营以来，资产与收入规模快速增长，2015年1-3月已实现净利润409.01万元，有效提高国投中谷期货整体营利能力。

国投中谷投资未来将继续探索开展场外衍生品服务，以打通期货市场和现货市场、场内市场和场外市场，为客户提供全面的风险管理服务，为国投中谷期货主营业务提供有附加值的服务支撑。

③经纪业务挖掘客户程序化交易与高频交易需求，客户交易额快速增长

长期以来，期货公司仅被允许从事国内经纪业务，为投资者提供的通道服务同质化程度较深，核心竞争力不突出，只能通过降低交易手续费率吸引客户；随着期货公司数量增加，低佣金竞争日益激烈。为应对行业手续费率持续下降的风险，国投中谷期货挖掘客户程序化交易与高频交易需求，客户交易额实现快速增长：

报告期内，国投中谷期货与期货行业交易金额情况如下：

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
行业交易额（万亿元）	119.41	291.99	267.47
国投中谷期货交易额（万亿元）	1.36	4.49	2.88
- 机构客户交易额（万亿元）	0.34	2.05	0.33
- 自然人客户交易额（万亿元）	1.02	2.44	2.54

2014年国投中谷期货客户交易额较2013年增长55.90%，其中机构客户交易额较2013年增长1.72亿元，增长5.21倍，而同期行业交易额增幅仅为9.17%，国投中谷期货通过上述经营策略有效应对行业佣金率持续下降。

综上所述，在期货市场发展前景持续向好、期货公司对接资本市场进程加快，提升期货公司估值水平、2014年7月以来，境内资本市场证券期货资产估值水平持续上升与国投中谷期货于2014年以来积极谋求业务创新并初见成效等多重因素影响下，国投中谷期货本次交易评估值为138,932.51万元，较中国粮食贸易公司转让国投中谷期货股权之评估值高23,828.99万元；国投中谷期货本次交易作价充分考虑上述各项内外部因素影响，具有合理性。

3、本次资产基础法评估已充分辨认和考虑国投中谷期货无形资产价值

（1）资产基础法评估充分辨认和考虑国投中谷期货无形资产价值

中联评估依据《资产评估准则—无形资产》相关要求，在资产基础法评估中纳入评估的无形资产包括：

①期货会员资格

期货会员资格投资账面值为1,400,000.00元，是国投中谷期货为取得会员制期货交易所会员资格以交纳会员资格费形式对期货交易所的投资。其中，上海期货交易所会员资格取得的时间为2003年2月，大连商品交易所会员资格取得的时间为1995年10月，郑州商品交易所会员资格取得的时间为2009年3月，投资金额自期货会员资格取得日至评估基准日无变化。经查阅相关会计凭证、账簿记录、会员证书等进行核实，期货会员资格投资真实，金额准确，以核实后的账面值为评估值。

期货会员资格投资的评估值为1,400,000.00元。

②其他无形资产

其他无形资产账面价值为2,878,576.24元，主要为期货交易软件、办公软件、财务软件等外购软件。对于外购软件，中联评估在核实其经济内容的基础上，查阅相关的发票及购置合同等，同时了解账面价值构成，现场了解软件使用、升级情况等，采用市场法，以基准日市场购置价确定评估值。

经评估，其他无形资产评估值为2,732,171.63元。

（2）资产基础法较难体现被评估对象综合因素形成的各种无形资产的价值

资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入（购建成本）所耗费的社会必要劳动，这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化。

受评估方法技术思路等因素限制，资产基础法较难体现被评估对

象优良的管理经验、市场渠道、客户、品牌、经营牌照等综合因素形成的各种无形资产的价值，故国投中谷期货本次股东权益评估选取市场法作为评估结论。

综上所述，本次资产基础法评估已充分辨认和考虑国投中谷期货无形资产价值；但由于资产基础法较难体现被评估对象综合因素形成的各种无形资产的价值，国投中谷期货本次评估选取市场法作为评估结论。

中联评估认为，本次资产基础法评估已充分辨认和考虑国投中谷期货无形资产价值；但由于资产基础法较难体现被评估对象综合因素形成的各种无形资产的价值，国投中谷期货本次评估选取市场法作为评估结论。

3、报告书显示，本次交易所采用的市场法评估未考虑各个可比案例交易背景的特殊性，未考虑可比交易的控股权折溢价和关联交易调整，未考虑各可比交易评估基准日的时间跨度。请公司补充说明未将上述事宜作为评估考虑因素的原因，并分析本次交易作价合理性。请财务顾问、评估师发表意见。

回复：

1、市场法评估对各个可比案例交易背景的特殊性的考虑

本次评估可比案例交易类型如下：

序号	标的公司	交易类型
1	中辉期货	股权转让
2	东吴期货	股权收购

3	新际期货	股权收购
4	上海中期	增资
5	万达期货	股权转让
6	中信期货	吸收合并

本次可比案例估值信息来源于WIND、各期货公司官方网站等公开信息渠道。各可比案例交易类型存在差异，均具有各自特殊性，较难通过公开披露信息充分了解各可比案例的交易背景，从谨慎性的角度出发，本次评估未将交易背景作为修正因素，未直接通过量化指标反映交易背景对市场评估影响。

而本次评估选择业务规模、盈利能力、资产质量及成长能力等多项指标作为修正因素，综合考虑各项因素对国投中谷期货价值影响，提高本次评估的公允性与合理性。

同时，《资产评估说明》“第五部分 市场法评估技术说明”之“一、评估方法”之“（三）其他需要说明的问题”已披露“2、由于各个可比案例公开信息不充分，本次评估未考虑各个可比案例交易背景的特殊性，未考虑交易背景因素的调整”，以供各交易对方于决策时充分考虑。

2、市场法评估对可比交易的控股权折溢价和关联交易的考虑

（1）本次评估未考虑控股权折溢价因素

本次评估选取的可比案例基本以评估结果作为交易结果，从公开信息渠道获取的可比案例评估报告中均未对控股权折溢价作出陈述；

同时，国投中谷期货本次交易前后控股股东分别为国投资本与安信证券，国投资本与安信证券均为国投公司下属企业，国投中谷期货

于本次交易中控制权实质并未发生转移。

综合考虑可比案例与本次交易情况，本次评估未考虑控股权折溢价因素。

（2）本次评估未单独设置关联交易调整因素

本次交易中，安信证券收购国投资本所持80%国投中谷期货股权构成关联交易，而收购河杉投资所持20%国投中谷期货股权并未构成关联交易。本次选取可比交易的关联交易信息如下：

序号	标的公司	是否涉及关联交易
1	中辉期货	否
2	东吴期货	是
3	新际期货	是
4	上海中期	是
5	万达期货	否
6	中信期货	是

本次选取的6例可比交易中有4例均涉及关联交易；而本次交易中安信证券收购国投中谷期货100%股权部分构成关联交易；综合考虑上述因素，本次评估未单独设置关联交易调整因素。

《资产评估说明》“第五部分 市场法评估技术说明”之“一、评估方法”之“（三）其他需要说明的问题”已披露上述本次评估对可比交易的控股权折溢价和关联交易的考虑，以供各交易对方于决策时充分考虑。

3、本次评估对各可比交易评估基准日的时间跨度考虑

本次评估选取各可比交易评估基准日情况如下：

序号	标的公司	评估基准日
1	中辉期货	2014/08/31

2	东吴期货	2013/12/31
3	新际期货	2013/12/31
4	上海中期	2014/08/31
5	万达期货	2014/09/30
6	中信期货	2013/12/31

可比交易评估基准日均不早于2013年12月31日，至国投中谷期货评估基准日（即2015年3月31日），均未超过15个月，整体时间跨度较短；在此期间内，期货市场发展前景持续向好，外部经营环境未发生重大变化，期货公司处于相同的经营周期。同时，本次评估选取的各可比交易均为2014年11月之后实施完成，距离国投中谷期货本次评估基准日2015年3月31日不足4个月，时间较短。

综合考虑上述因素，本次评估可比交易的价值具有良好的可比性，故本次评估未单独将可比交易评估基准日的时间性因素作为量化调整指标，未考虑时间跨度调整。

《资产评估说明》“第五部分 市场法评估技术说明”之“一、评估方法”之“（三）其他需要说明的问题”已披露本次评估未考虑时间性因素调整，以供各交易对方于决策时充分考虑。

4、本次交易作价已考虑上述各项因素影响

根据《重大资产购买暨吸收合并协议》，购买资产的交易价格以经中联资产评估集团有限公司评估并经国投公司备案的国投中谷期货《资产评估报告》为基础，经各方协商一致确定。

国投中谷期货《资产评估说明》中已充分披露上述各个可比案例交易背景的特殊性、各可比交易的控股权折溢价和关联交易、各可比交易评估基准日的时间跨度等因素对本次评估的影响，本次重组各交

易对方已充分知悉并了解上述各项因素，并在充分评估其对本次评估及本次交易作价影响的基础上，确定本次交易作价，本次交易作价合理。

中联评估认为，本次交易所采取的市场法评估未考虑各个可比案例交易背景的特殊性、可比交易的控股权折溢价和关联交易调整以及各可比交易评估基准日的时间跨度，系综合考虑各项客观因素后的结果；本次交易各方已充分知悉并了解上述各项因素，并在充分评估其对本次评估及本次交易作价影响的基础上，最终确定本次交易作价；本次交易作价合理。

此页无正文，为中联资产评估集团有限公司关于《上海证券交易所关于<对中纺投资发展股份有限公司重大资产购买及吸收合并暨关联交易报告书（草案）>的审核意见函》的回复签字盖章页

经办资产评估师

谢劲松

韩小伟

中联资产评估集团有限公司

2015年7月17日