

中联国际评估咨询有限公司关于对广东锦龙发展股份有
限公司 2021 年年报问询函的答复

中联国际函字【2022】第 GDYCA0101 号

中联国际评估咨询有限公司

ALLIED APPRAISAL CO., LTD.

中联国际评估咨询有限公司关于对广东锦龙发展股份有限公司 2021 年年报问询函的答复

中联国际函字【2022】第 GDYCA0101 号

深圳证券交易所公司管理部：

我们收到由广东锦龙发展股份有限公司（以下简称“锦龙股份”）转来的《关于对广东锦龙发展股份有限公司 2021 年年报的问询函》（公司部年报问询函【2022】第 8 号，以下简称“问询函”），我们已对问询函中关于评估的事项进行了审慎核查，现汇报说明如下：

8、年报显示，你公司因收购中山证券形成商誉 3.8 亿元，截至报告期末，你公司依据评估机构出具的评估报告未对 3.8 亿元商誉计提减值准备。

（1）年报显示，评估机构采用可比上市公司比较法对中山证券价值进行评估。请补充说明评估报告的相关内容，包括可比券商的名称及选取依据、选取市净率（P/B）作为评估价值比率的依据、是否符合行业惯例，中山证券与可比公司在盈利能力、经营增长状况、资产质量、偿付能力等指标的差异情况及计算出的调整系数等。

回复：

评估报告的相关内容如下：

1、可比上市公司的选取过程

本次评估选取的可比上市公司为国海证券（000750.SZ）、西部

证券（002673.SZ）、第一创业（002797.SZ）、华安证券（600909.SH）和太平洋（601099.SH）等 5 家可比上市证券公司，选取可比上市公司的过程如下：

（1）以申万 2021 年行业分类结果，筛选“非银金融--证券 II--证券 III”的 A 股上市公司，同时剔除评估基准日上市不足 2 年及 ST 类的上市公司，筛选结果如下：

证券代码	证券简称	上市日期
000166.SZ	申万宏源	2015-01-26
000686.SZ	东北证券	1997-02-27
000712.SZ	锦龙股份	1997-04-15
000728.SZ	国元证券	1997-06-16
000750.SZ	国海证券	1997-07-09
000776.SZ	广发证券	1997-06-11
000783.SZ	长江证券	1997-07-31
002500.SZ	山西证券	2010-11-15
002670.SZ	国盛金控	2012-04-16
002673.SZ	西部证券	2012-05-03
002736.SZ	国信证券	2014-12-29
002797.SZ	第一创业	2016-05-11
002926.SZ	华西证券	2018-02-05
002939.SZ	长城证券	2018-10-26
002945.SZ	华林证券	2019-01-17
300059.SZ	东方财富	2010-03-19
600030.SH	中信证券	2003-01-06
600095.SH	湘财股份	1997-07-08
600109.SH	国金证券	1997-08-07
600155.SH	华创阳安	1998-09-18
600369.SH	西南证券	2001-01-09
600621.SH	华鑫股份	1992-12-02
600837.SH	海通证券	1994-02-24
600864.SH	哈投股份	1994-08-09
600909.SH	华安证券	2016-12-06
600958.SH	东方证券	2015-03-23
600999.SH	招商证券	2009-11-17

证券代码	证券简称	上市日期
601066.SH	中信建投	2018-06-20
601099.SH	太平洋	2007-12-28
601108.SH	财通证券	2017-10-24
601162.SH	天风证券	2018-10-19
601198.SH	东兴证券	2015-02-26
601211.SH	国泰君安	2015-06-26
601236.SH	红塔证券	2019-07-05
601375.SH	中原证券	2017-01-03
601377.SH	兴业证券	2010-10-13
601555.SH	东吴证券	2011-12-12
601688.SH	华泰证券	2010-02-26
601788.SH	光大证券	2009-08-18
601878.SH	浙商证券	2017-06-26
601881.SH	中国银河	2017-01-23
601901.SH	方正证券	2011-08-10
601990.SH	南京证券	2018-06-13

(2) 筛选出总资产规模与中山证券较为接近的上市公司，筛选结果如下：

证券代码	证券简称	总资产(亿元)	归属于母公司的净资产(亿元)
000712.SZ	锦龙股份	225.82	34.56
000750.SZ	国海证券	627.09	185.62
002670.SZ	国盛金控	334.42	114.92
002673.SZ	西部证券	729.50	266.68
002797.SZ	第一创业	459.47	143.32
002945.SZ	华林证券	243.55	62.64
600095.SH	湘财股份	368.47	125.05
600155.SH	华创阳安	533.70	158.75
600621.SH	华鑫股份	337.78	72.42
600864.SH	哈投股份	308.24	132.78
600909.SH	华安证券	715.24	190.32
601099.SH	太平洋	211.46	99.28
601236.SH	红塔证券	400.64	227.70
601375.SH	中原证券	548.16	137.80
601990.SH	南京证券	522.41	163.23

(3) 通过上述 2 步筛选后，继续剔除业务中含有其他业务（华创阳安、华鑫股份、哈投股份）、标的公司母公司（锦龙股份）、重组证券上市公司实际上市时间较短（湘财股份）、核心子公司被中国证监会接管（国盛金控）等上市公司，筛选结果如下：

证券代码	证券简称	总资产(亿元)	归属于母公司的净资产(亿元)	营业收入(亿元)	归属于母公司的净利润(亿元)
000750.SZ	国海证券	627.09	185.62	39.40	7.80
002673.SZ	西部证券	729.50	266.68	47.93	9.90
002797.SZ	第一创业	459.47	143.32	24.17	6.25
002945.SZ	华林证券	243.55	62.64	10.64	4.81
600909.SH	华安证券	715.24	190.32	22.62	9.68
601099.SH	太平洋	211.46	99.28	12.77	3.40
601236.SH	红塔证券	400.64	227.70	54.86	10.55
601375.SH	中原证券	548.16	137.80	34.74	4.97
601990.SH	南京证券	522.41	163.23	21.10	8.83

(4) 考虑历史年度商誉减值测试选取可比上市公司样本的连续性，本次选取上市时间为 2017 年以前且规模最为接近的 5 家上市公司，选取的可比上市公司如下：

证券代码	证券简称	上市日期	总资产(亿元)	归属于母公司的净资产(亿元)	营业收入(亿元)	归属于母公司的净利润(亿元)
评估标的	中山证券		163.19	54.17	10.47	-0.53
000750.SZ	国海证券	1997-07-09	627.09	185.62	39.40	7.80
002673.SZ	西部证券	2012-05-03	729.50	266.68	47.93	9.90
002797.SZ	第一创业	2016-05-11	459.47	143.32	24.17	6.25
600909.SH	华安证券	2016-12-06	715.24	190.32	22.62	9.68
601099.SH	太平洋	2007-12-28	211.46	99.28	12.77	3.40

2、选取市净率（P/B）作为评估价值比率的依据

市场法常用的价值比率有市盈率（P/E）、市净率（P/B）、企业倍数（EV/EBITDA），由于本次评估标的是证券公司的资产组，其收入和盈利与资本市场的关联度较强，由于资本市场的波动性较大，

导致证券公司的收入和盈利也波动较大，而市盈率（P/E）通常适用于盈利或营收相对稳定，波动性较小的行业，因此本次不适宜采用市盈率（P/E）；同时证券公司也属于轻资产类公司，折旧摊销等非付现成本比例较小，也不适宜采用企业倍数（EV/EBITDA）；通过对上市证券公司股价与每股收益、每股净资产、每股 EBITDA 的相关性分析可以看出，上市证券公司的股价与其每股净资产的相关性程度最高，相关性系数为 0.6772，相关性分析结果如下：

分析指标	股价	每股收益	每股净资产	每股 EBITDA
股价	1.0000			
每股收益	0.5911	1.0000		
每股净资产	0.6772	0.8098	1.0000	
每股 EBITDA	0.3275	0.6168	0.4713	1.0000

综上，本次评估选取市净率（P/B）作为评估价值比率。

对于证券公司的评估，主流评估方法为市场法，通常选取市净率（P/B）作为价值指标。评估人员整理了 2015 年以来的主要证券公司评估案例，具体情况如下：

序号	案例	评估基准日	评估方法	价值指标
1	华声股份发行股份购买国盛证券股权	2015/4/30	市场法	P/B
2	宝硕股份发行股份购买华创证券股权	2015/8/31	市场法	P/B
3	哈投股份发行股份购买江海证券股权	2015/9/30	市场法	P/B
4	华鑫股份置换及定增收购华鑫证券股权	2016/8/31	市场法	P/B
5	中信证券发行股份购买广州证券股权	2018/11/30	市场法	P/B
6	置信电气发行股份购买英大证券股权	2019/3/31	市场法	P/B
7	哈高科发行股份购买湘财证券股权	2019/10/31	市场法	P/B
8	常州投资收购东海证券股权	2020/9/30	市场法	P/B
9	摩根华鑫证券增资扩股	2021/6/30	市场法	P/B
10	指南针收购网信证券股权	2021/12/31	市场法	P/B

综上，本次评估选取市净率（P/B）作为评估价值比率符合证券公司评估的行业惯例。

3、中山证券与可比上市公司在盈利能力、经营增长状况、资产质量、偿付能力等指标的差异情况及计算出的调整系数

本次评估参照常用的证券公司核心竞争力评价指标体系，修正因素从资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力六个方面进行分析。中山证券及可比上市公司的主要指标情况如下：

项目	可比上市公司/内容	中山证券	国海证券	西部证券	第一创业	华安证券	太平洋
证券代码		评估标的	000750.SZ	002673.SZ	002797.SZ	600909.SH	601099.SH
资产管理规模	总资产(万元)	1,631,920.92	6,270,905.40	7,295,001.42	4,594,662.68	7,152,394.12	2,114,644.36
	归属于母公司的净资产(万元)	541,700.13	1,856,180.93	2,666,806.16	1,433,166.94	1,903,174.45	992,766.81
	净资产(万元)	365,139.45	1,406,562.51	2,354,984.10	1,005,038.51	1,266,780.64	752,869.25
	注册资本/股本(万元)	170,000.00	544,452.55	446,958.17	420,240.00	469,765.81	681,631.64
经营能力	经纪业务市场份额	0.29%	0.99%	0.82%	0.73%	0.76%	0.34%
	营业部数量	88	97	102	53	128	100
	经纪业务净收入(万元)	47,443.61	52,257.19	91,255.04	35,527.32	86,404.90	37,391.02
	投资银行业务净收入(万元)	32,287.35	23,284.19	24,229.45	18,282.89	11,301.63	13,761.39
	金融资产投资规模(亿元)	42.80	177.48	402.46	176.26	331.49	78.05
	资产管理业务规模(亿元)	882.66	957.17	156.57	653.70	650.00	450.55
盈利能力	多年平均净资产收益率	2.79%	5.97%	5.42%	7.67%	9.59%	1.32%
	多年平均总资产收益率	0.63%	1.54%	2.06%	2.40%	2.57%	0.53%
	多年平均管理利润率	15.04%	51.72%	59.75%	39.46%	59.67%	25.41%
成长能力	多年总资产平均增长率	-14.28%	0.27%	12.87%	11.10%	17.26%	-20.15%
	多年净利润平均增长率	35.94%	148.21%	92.54%	124.19%	29.17%	-180.21%
风险管理能力	净资本/各项风险资本准备之和	250.15%	222.20%	401.32%	313.30%	241.61%	250.60%
	净资本/负债	90.56%	30.10%	91.28%	57.63%	47.78%	107.14%
	净资本/净资产	68.86%	80.39%	88.98%	73.51%	70.41%	76.76%
	净资产/负债	131.52%	37.44%	102.59%	78.40%	67.87%	139.58%
	资本杠杆率	37.69%	18.95%	44.88%	28.08%	28.00%	44.60%
	流动性覆盖率	1,133.50%	161.97%	390.41%	265.04%	288.13%	530.73%
	净稳定资金率	183.07%	162.73%	205.29%	164.75%	182.33%	178.02%
	证监会证券公司分类评价	CCC	BBB	A	BB	A	CCC
	资产负债率(扣除客户交易结算资金)	40.01%	55.40%	52.61%	58.37%	63.79%	33.52%
创新能力	互联网证券业务开展情况	有	有	有	有	有	有
	股票质押回购业务开展情况	有	有	有	有	有	有

项目	可比上市公司/内容	中山证券	国海证券	西部证券	第一创业	华安证券	太平洋
证券代码		评估标的	000750.SZ	002673.SZ	002797.SZ	600909.SH	601099.SH
	代销金融产品业务开展情况	有	有	有	有	有	有

资产管理规模：从上表中可以看出，中山证券和 5 家可比上市公司相比，中山证券的总资产、归属于母公司的净资产、净资本和股本均较可比上市公司低，中山证券在资产管理规模因素上劣于可比上市公司。

经营能力：从上表中可以看出，中山证券经纪业务市场份额较小，低于 5 家可比上市公司；评估基准日，中山证券拥有 88 家营业部，比第一创业拥有的营业部数量多，但低于其他可比上市公司；中山证券经纪业务净收入规模高于第一创业和太平洋，低于其他可比上市公司；中山证券投资银行业务净收入规模高于可比上市公司，但其金融资产投资规模低于可比上市公司；中山证券资产管理业务规模较国海证券略低，高于其他可比上市公司。

盈利能力：从净资产收益率和总资产收益率来看，中山证券优于太平洋，但劣于其他可比上市公司；从管理利润率来看，中山证券劣于可比上市公司。

成长能力：从总资产增长率和净利润增长率来看，中山证券优于太平洋，但劣于其他可比上市公司。

风险管理能力：从净资本/各项风险资本准备之和来看，中山证券与国海证券、华安证券、太平洋接近，但低于另外两家可比上市公司；从净资本/负债指标来看，中山证券和西部证券接近，但劣于太

平洋，优于其他可比上市公司；从净资本/净资产来看，中山证券劣于可比上市公司；从净资产/负债来看，中山证券和太平洋接近，优于其他可比上市公司；从资本杠杆率来看，中山证券劣于西部证券和太平洋，优于其他可比上市公司；从流动性覆盖率来看，中山证券优于可比上市公司；从净稳定资金率来看，中山证券与华安证券接近，但劣于西部证券，优于其他可比上市公司；2021 中山证券证监会证券公司分类评价为 CCC 级，与太平洋一致，但劣于其他可比上市公司；从资产负债率（扣除客户交易结算资金）指标来看，中山证券劣于太平洋，优于其他可比上市公司。

创新能力：中山证券与可比上市公司无明显差异。

首先，对各项能力分析板块各指标进行打分。打分原则为中山证券为 100，以中山证券为比较基准，计算可比上市公司对应指标与中山证券差异值，取最大的差异值并除以 10 作为修正基数，可比上市公司对应指标调整值为其差异值除以修正基数；劣于目标公司指标的则分数小于 100，优于目标公司指标的则分数大于 100。打分情况如下：

项目	可比公司/内容	中山证券	国海证券	西部证券	第一创业	华安证券	太平洋
证券代码			000750.SZ	002673.SZ	002797.SZ	600909.SH	601099.SH
资产管理 规模	总资产(万元)	100	108	110	105	110	101
	归属于母公司的净资产(万元)	100	106	110	104	106	102
	净资本(万元)	100	105	110	103	105	102
	注册资本/股本(万元)	100	107	105	105	106	110
经营能力	经纪业务市场份额	100	110	108	106	107	101
	营业部数量	100	102	104	91	110	103
	经纪业务净收入(万元)	100	101	110	97	109	98
	投资银行业务净收入(万元)	100	96	96	93	90	91
	金融资产投资规模(亿元)	100	104	110	104	108	101

项目	可比公司/内容	中山证券	国海证券	西部证券	第一创业	华安证券	太平洋
证券代码			000750.SZ	002673.SZ	002797.SZ	600909.SH	601099.SH
	资产管理业务规模(亿元)	100	101	90	97	97	94
盈利能力	多年平均净资产收益率	100	105	104	107	110	98
	多年平均总资产收益率	100	105	107	109	110	99
	多年平均管理利润率	100	108	110	105	110	102
成长能力	多年总资产平均增长率	100	105	109	108	110	98
	多年净利润平均增长率	100	105	103	104	100	90
风险管理能力	净资本/各项风险资本准备之和	100	98	110	104	99	100
	净资本/负债	100	90	100	95	93	103
	净资本/净资产	100	106	110	102	101	104
	净资产/负债	100	90	97	94	93	101
	资本杠杆率	100	90	104	95	95	104
	流动性覆盖率	100	90	92	91	91	94
	净稳定资金率	100	91	110	92	100	98
	证监会证券公司分类评价	100	106	108	104	108	100
	资产负债率(扣除客户交易结算资金)	100	94	95	92	90	103
创新能力	互联网证券业务开展情况	100	100	100	100	100	100
	股票质押回购业务开展情况	100	100	100	100	100	100
	代销金融产品业务开展情况	100	100	100	100	100	100

然后用中山证券分值/可比上市公司分值得到可比上市公司各项指标的调整系数，赋予各项指标相应的权重，六个板块中每个板块的指标权重和均为 100%，从而得到各板块的调整系数，最后各板块的调整系数相乘的值即是该公司的调整系数，调整系数结果如下：

项目	中山证券	国海证券	西部证券	第一创业	华安证券	太平洋
资产管理规模调整	100	106.4	109.5	104.1	106.9	102.5
经营能力调整	100	104.2	104.4	98.95	105.35	99.5
盈利能力调整	100	106.02	107.03	106.98	110	99.69
成长能力调整	100	105	106	106	105	94
风险管理能力调整	100	95.55	104.1	97.25	98.2	99.95
创新能力调整	100	100	100	100	100	100

(2) 年报显示，中山证券于 2020 年 8 月收到中国证监会深圳证

监局出具的行政监管措施决定书。行政监管措施决定书显示，自本行政监督管理措施决定作出之日起一年内，暂停新增资管产品备案，暂停新增资本消耗型业务，暂停以自有资金或资管资金与关联方进行对手方交易，包括债券质押式回购交易等。请定量分析前述监管措施对中山证券业务开展的影响，并请评估机构说明在对中山证券评估过程中，是否考虑监管措施对评估结果的影响，如未考虑，请说明原因，以及评估结果的公允性。

1、行政监管措施对中山证券业务开展的影响

经中山证券管理层对上述行政监管措施分析测算，行政监管措施对中山证券经营情况影响如下：

2020 年 8 月，证券监管部门对中山证券采取了限制业务活动的监管措施，具体为“自本行政监督管理措施决定作出之日起一年内，暂停新增资管产品备案，暂停新增资本消耗型业务（含股票质押式回购业务、融资融券业务、自营业务、需要跟投或包销的承销保荐业务），暂停以自有资金或资管资金与关联方进行对手方交易，包括债券质押式回购交易等”，对中山证券声誉及各项业务均产生了不利的影响。

2022 年 2 月 25 日，中国证券业协会发布《证券公司 2021 年度经营数据》。2021 年度未审计经营数据统计，全行业 140 家证券公司实现营业收入 5,024.10 亿元，同比增长 12.03%；实现净利润 1,911.19 亿元，同比增长 21.32%。受业务受限影响，2021 年中山证券实现营业收入 10.47 亿元，同比下降 39.86%；净利润-0.47 亿元，同比下降 118.23%，经营业绩与同行业相背离。中山证券业务受限，公司的投

资银行业务、证券经纪业务（含信用业务）和固定收益业务受影响较大。中山证券所在行业受宏观经济政策、证券市场波动等多重因素影响，且不同证券公司业务开展状况各异，数据难以精确量化，现根据行业发展状况进行测算，主要业务影响如下：

（1）对投资银行业务的影响

根据近年经营情况可见，投资银行业务收入约占中山证券营业收入的 50%。投资银行业务为中介业务，监管措施涉及的影响主要是中山证券声誉受损以及暂停需要跟投或包销的承销保荐业务，导致中山证券新承揽项目几乎为零。2021 年中山证券投行重点业务债券及 ABS 承销发行业务下滑明显，市场占有率从上年的 2.30% 下降至 0.99%。因业务受限，中山证券投资银行业务收入减少约 3.50 亿元，影响额占 2021 年营业收入的 33.43%，净利润减少约 7,600 万元。

（2）对证券经纪业务和信用业务的影响

证券经纪业务主要以代理买卖证券业务收入为主，监管措施对证券经纪业务的影响主要在于融资类业务规模限制，从而影响利息收入和代理买卖证券业务收入。

2021 年，受益于市场交投持续活跃，全行业证券经纪业务收入同比增长 19.28%。同比口径下，中山证券证券经纪业务收入为 3.08 亿元，同比增长 4.26%，低于行业 15.02 个百分点。2021 年末行业融资融券业务融出资金规模为 1.74 万亿元，同比增长 15.47%。中山证券两融业务规模受限，融资渠道收窄，融资成本持续高企，业务拓展难度加大。2021 年全年日均规模较 2020 年下降 13.93%，息差大幅收

窄。按行业平均增长率测算，因业务受限，中山证券证券经纪业务和信用业务合计营业收入减少约 7,300 万元，影响额占 2021 年营业收入的 6.97%，净利润减少约 4,700 万元。

(3) 对固定收益业务的影响

根据监管措施中暂停新增资本消耗型业务的要求，中山证券固定收益业务信用债持仓规模不得突破监管措施下发日的规模。经测算，因业务受限，中山证券固定收益业务收入减少约 3,000 万元，影响额占 2021 年营业收入 2.87%，净利润减少约 2,200 万元。

综上所述，因业务受限，中山证券的投资银行业务、证券经纪业务（含信用业务）和固定收益业务营业收入合计减少约 45,300 万元，影响额占 2021 年营业收入的 43.27%，净利润减少约 14,500 万元。

2、中山证券评估过程中已考虑监管措施对评估结果的影响

(1) 监管措施对市场法评估的影响

中山证券于 2020 年 8 月收到证券监管部门的行政监管措施，截至本次评估基准日的 1 年多时间里，监管措施对中山证券的影响已经在财务数据、经营数据等方面得到反映。本次采用市场法评估时，通过对中山证券的各项财务数据和经营数据与可比上市公司进行比较修正，评估结果已经反映了监管措施对中山证券资产组价值的影响。

(2) 监管措施对资产组未来经营的影响

中山证券已就《行政监管措施决定书》（〔2020〕148 号）提出的整改要求逐一完成整改，并已向深圳证监局报送了整改报告。具体

整改情况如下：

①针对《行政监管措施决定书》指出的 1 名董事不具备高管任职资格却实际履行高管职责的问题，该人员已不再担任中山证券董事，亦不在中山证券担任其他任何职务。

②针对《行政监管措施决定书》指出的未履行公司规定程序改变公司用章及合同管理审批程序的问题，中山证券已于 2019 年 12 月 25 日调整“OA 系统”，新发起的“合同审批申请”及“公章用印申请”流程取消了增加的审核节点。

③针对《行政监管措施决定书》指出的印章管理混乱等问题，中山证券已经全面梳理细化印章使用的授权管理及用印程序，根据新细则的要求调整完善了 OA 的流程和节点，严格执行印章双人保管制，并由中山证券合规总监指定合规管理部人员对中山证券公章及财务印鉴的使用进行监督。

④针对《行政监管措施决定书》指出的未按规定向监事会报告、人员薪酬管理不完善、关联交易管理不到位等公司治理与内部管理问题，中山证券已采取了切实有效的整改措施：在向监事会报告方面，公司发布了《关于进一步完善公司治理的通知》，完善了向监事会报告的系统及流程，充分保障监事的知情权和监督权；在薪酬管理方面，公司修订了《高级管理人员绩效考核与薪酬福利管理办法》、制定了《业务部门绩效管理办法》，进一步完善了激励与约束的薪酬体制；在关联交易管理方面，公司已上线了关联交易专项审批流程，进一步加强了关联交易的管理。

此前，中山证券已按《行政监管措施决定书》和证券监管部门的要求完成整改，并向证券监管部门报送了整改报告，证券监管部门也已对中山证券的整改进行了验收。预计该事项不会对资产组未来持续经营产生影响。因此，本次评估未考虑该事项对中山证券未来经营可能产生的影响。

综上所述，截至评估基准日监管措施对中山证券已经产生的影响，已在评估结论中充分反映，评估结果公允合理。

中联国际评估咨询有限公司

2022年3月30日