(上接A19版)

单位:%

年份	控制权溢价平均值(不包含负溢价数据)	控制权溢价中位值(不包含负溢价数据)	控制权溢价平均值(包含负溢价数据)	控制权溢价中位值(包含负溢价数据)
1998	35.90	29.30	23.60	22.70
1999	46.50	32.40	40.00	28.70
2000	48.70	37.10	35.30	28.90
2001	52.10	35.90	34.00	25.90
2002	49.10	34.00	33.10	24.60
2003	53.90	37.70	46.20	33.30
2004	36.40	26.20	28.60	22.50
2005	33.10	24.30	23.10	16.70
2006	29.00	20.50	23.50	17.20

数据来源:ValuingBusiness,ByShannonP.Pratt

–控制权溢价与缺乏控制权折扣的国内研究

通过对美国相关研究的了解,可以发现这些研究一般都是通过股权市场上控股权收购与一般非控股权交易价格的差异来估算控股权应该存在的溢价,特别是目前在美国评估界使用最多的Mergerstat/ShannonPratt's ControlPremiumStudy研究的结论和有关数据库数据。借鉴上述研究思路,目前国内ChinaVenture公司推出了CVSource数据信息系统。根据CVSource数据信息系统对2,600多例为少数股权收购案例和1,600多例非上市公司控股权收购案例的统计分析,上述两类股权交易案例的市盈率(P/E)之间平均差异率为17.87%。

——控制权溢价或缺乏控股权折扣估算表

年份	少数股权交易		控股权交易		控股权溢价率(%)	缺乏控制权折扣(%)
	并购案例数量	市盈率(P/E)	并购案例数量	市盈率(P/E)		
2011	498	19.36	408	21.35	10.26	9.31
2010	461	16.67	346	18.54	11.22	10.09
2009	470	13.82	251	17.32	25.37	20.34
2008	450	14.82	257	17.31	16.75	14.34
2007	408	15.81	244	20.23	27.91	21.82
2006	130	15.01	83	19.49	29.89	23.01
2005年及以前	231	17.73	119	19.22	8.4	7.75
合计/平均值	2648	16.18	1589	19.07	17.87	15.61

数据来源:CVSource

–控制权溢价的确定

本次控股权溢价率直接采用CVSource统计的控股权平均溢价率17.87%。

③非经营性资产和负债考虑

在中银万国账面涉及下列抵债资产、固定资产清理资产,以及准备处置的非证券类长期股权投资,需要先对企业报表进行调整后,方可与可比公司对比分析。

序号	项目	账面金额(万元)	评估值(万元)
1	抵债资产		–
	艾家电土地	–	–
	阳明广场4套房产	246.01	246.01
	广州市南沙区丽富楼102、302室	100.00	339.96
2	固定资产清理–兰坪路产权房	319.33	1,550.00
3	拟处置非金融类控股长投	–	12,217.49
	非经营资产合计	665.34	14,353.46

本次对于非经营性资产及负债根据市场法及引用其他评估报告方式得出公允的市场价值后作为非经营性资产净值加回。

(11)上市公司比较法评估结论及分析

a.上市公司比较法评估结论

根据天健会计师事务所(特殊普通合伙)出具的中银万国2013年12月31日专项审计报告,中银万国总股本为67.16亿股,账面总资产为7,082,694.80万元,总负债为5,144,871.11万元,净资产账面值1,937,823.68万元(合并口径),归属于母公司净资产为1,844,287.88万元。评估基准日每股账面净资产为2.75元/股(扣除非经营性资产后每股账面净资产为2.75元/股),因此,中银万国每股股权价值为:

中银万国净额每股股权价值=扣除非流动性资产后每股净资产×目标公司加权平均P/B×(1–流通性折扣)×(1+控制权溢价)

=2.75×2.04×(1–25%)×(1+17.87%)

=4.94元/股(保留小数点两位)

由于本次涉及抵债资产、固定资产清理资产,以及准备处置的非证券类长期股权投资等需作为非经营性资产考虑,故需将14,353.46万元作为非经营性资产加回。因:

中银万国股东全部权益价值=总股数×每股净资产+非经营性资产及负债

=(6,715,760,000×4.94)/10000+14,353.46

=3,331,938.90万元

采用市场法–上市公司比较法评估后,中银万国的股东全部权益价值为3,331,938.90万元,评估后每股价值为4.96元。

b.上市公司比较法评估增减值原因分析

增值原因主要是中银万国属大型综合类证券公司,品牌知名度高,为A类AA级证券公司,截至本报告书签署日拥有证券营业部网点168个,网点遍布全国大部分地区,网点家数在全国券商中排名第7位,可开展证券、基金、期货、股权投资等全业务,特别是经过近几年的高速发展,公司形成了全融控股集团架构,具有较多的经营优势。

《资产评估报告》中收益法评估情况如下:

(1)收益法简要评估过程介绍

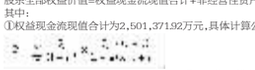
企业价值评估中的收益法,是指将预期收益资本化或者折现,确定评估对象价值的评估方法。收益法常用的具体方法包括股权折现法和现金流量折现法。

中企华本次针对中银万国净资产的收益法评估选取了现金流量折现法,并结合证券公司的业务特点和经营模式,具体采用了股权自由现金流折现模型,具体公式如下:

股东全部权益价值=权益现金流现值合计+非经营性资产、负债+长期股权投资评估值

其中:

①权益现金流现值合计为2,501,371.92万元,具体计算公式如下:

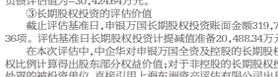


上述公式中各项指标的具体含义及本次评估过程中所选取的预测数值及计算结果如下表所示:

参数	含义	数值
P	评估基准日的权益现金流现值合计	2,501,371.92万元
Fi	评估基准日后第i年预期的权益现金流量	[注]
Fn	预测期末年预期的权益现金流量	501,610.40万元
r	折现率(此处为权益资本成本,Ke)	14.84%
n	预测期	10年
i	预测期第i年	1–10
g	永续期增长率	3%

注:根据评估基准日中银万国所拥有的各项资产和负债及其所匹配的业务规模和潜力,首先满足各项监管约束以及被评估单位业务发展需求的前提下,测算所能够给以股东的最大限度回报,以此为基础来测算未来年度的自由现金流量。

上表中所使用的折现率(r)采用权益资本成本(Ke)确定,而权益资本成本则采用资本资产定价模型(CAPM)计算,计算结果为14.84%,具体公式如下:



参数	含义	数值
rf	无风险收益率(10年期国债在评估基准日的到期年收益率)	4.5518%
MRP	市场风险溢价	7.19%
β.	权益的系统风险系数	1.3612
rc	企业特定风险调整系数	0.5%

②非经营性资产、负债的评估价值

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的,评估基准日后企业日由现金流量预测不涉及的资产与负债。中银万国的非经营性资产、负债包括抵债资产、固定资产清理及待处置的非证券类长期股权投资,本次评估分别采用适宜的方法(成本法、收益法、市场法)进行评估。

在本次评估中,非经营性资产包括抵债资产、固定资产清理,账面价值合计为665.34万元,评估值为2,135.97万元;非经营负债为递延所得税负债、应付股利、长期应付款、递延收益,账面价值合计32,774.08万元,评估值为32,560.61万元。综上,中银万国的非经营性资产、负债评估值为–30,424.64万元。

③长期股权投资的评估价值

截止评估基准日,中银万国长期股权投资账面金额319,753.12万元,核算内容为全资及控股长期股权投资6项,非控股长期股权投资36项。评估基准日长期股权投资计提减值准备20,488.34万元,长期股权投资账面价值299,264.78万元。

在本次评估中,中企华对中银万国全资及控股的长期股权投资进行整体评估,获得被投资单位的股东全部权益价值,然后乘以所持股权比例计算得出股东部分权益价值;对于非控股的长期股权投资,则根据不同的具体情况分别采用不同方法获得评估结果:a.对于部分股处置的被投资单位,直接引用上海东洲资产评估有限公司出具的评估报告结果;b.对于评估基准日未进行整体评估的被投资单位,能获得评估作价相应的材料,以审计后的净资产乘以持股比例评示评估值;c.对评估基准日持有的已退市上市公司的法人股(非流通),按评估基准日的净资产乘以持股比例确定;d.对基准日净资产为负数的评估值确定为零;e.对评估基准日持有的封闭式基金,按基准日基金份额净值乘以持有的份额确定评估值。

按照上述评估方法及评估过程,长期股权投资评估值确定为546,012.89万元。

综上所述,中银万国股东全部权益权收益法评估的评估结果为:

股东全部权益价值=权益现金流现值合计+非经营性资产、负债+长期股权投资评估值

=2,501,371.92–30,424.64+546,012.89

=3,016,960.16(万元)

(2)收益法评估的评估结论

在评估基准日2013年12月31日持续经营前提下,中银万国证经评计后的合并报表账面总资产为7,082,694.80万元,总负债为5,144,871.11万元,净资产账面值1,937,823.68万元,归属于母公司净资产为1,844,287.88万元;经审计后的母公司报表账面总资产为5,978,882.34万元,总负债为4,192,536.98万元,净资产账面值1,786,345.36万元。

采用收益法评估后,中银万国的股东全部权益价值为3,016,960.16元,相对其经审计后母公司报表净资产账面值,评估增值1,230,614.80万元,增值率68.89%,评估后每股价值为4.49元。

2.中银万国发行价格

中银万国本次发行的A股股票的发行价格依据《资产评估报告》确定的中银万国每股净资产评估价格,并结合中银万国评估基准日后的除权除息事项确定。根据《资产评估报告》,中银万国于评估基准日2013年12月31日的每股净资产的评估值为4.96元/股。

中银万国2013年年度股东大会决议,其2013年度利润分配方案为向全体股东每10股派发现金红利1.00元(含税)。因此,中银万国本次发行价格为4.86元/股。自发行价格确定之日至本次合并完成前,若中银万国发生派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项,则上述发行价格将相应调整。在其他情况下,中银万国发行价格不再进行调整。

(三)本次吸收合并的换股比例

换股比例=宏源证券的换股价格/中银万国的发行价格 (计算结果按四舍五入保留三位小数)。本次换股吸收合并的换股比例为2.049,即换股股东所持有的每股宏源证券A股股票可以换得2.049股中银万国本次发行的A股股票。

除非根据相关中国法律、有权监管部门的规定或要求或根据《换股吸收合并协议》的约定作出调整,上述换股比例在任何其它情形下均不做调整。

(四)宏源证券异议股东现金选择权

为充分保护宏源证券全体股东的利益,宏源证券将安排中央汇金或其他第三方作为现金选择权提供方,以现金对价收购在宏源证券股东大会正式表决本次换股吸收合并方案时明确投出有效反对票的宏源证券股东要求售出的宏源证券的股份。在此情况下,该等宏源证券异议股东不得再向宏源证券或任何同意本次换股吸收合并的宏源证券的股东主张现金选择权。

宏源证券现金选择权价格按照定价基准日前一交易日的收盘价扣除本次换股吸收合并的宏源证券股东大会上正式表决时投出有效反对票,向现金选择权提供方提出以上述价格购买其全部或部分股份的书面请求(书面请求的内容应明确、不存在歧义并经异议股东适当、有效签署);(2)自宏源证券审议本次换股吸收合并的股东大会的股权登记日起,作为有效登记在结算公司的宏源证券股东,持续保留拟行使现金选择权的股票至现金选择权实施日;(3)在现金选择权申报期内成功履行相关申报程序。

持有以下股份的宏源证券异议股东无权就其所持股份主张行使现金选择权:(1)存在权利限制的宏源证券股份;(2)其合法持有人已向宏源证券承诺放弃宏源证券异议股东现金选择权的股份;(3)其他依法不得行使现金选择权的股份。该等无权主张现金选择权的股份将于换股实施日按照合并协议规定的换股比例转换成中银万国本次发行的A股股票。

(十一)有关员工的安排

本次换股吸收合并完成后,中银万国及宏源证券的全体在册员工将按照中国法律的相关规定与存续公司签订劳动合同,存续公司应充分保障、平等对待中银万国及宏源证券全体员工根据中国法律的相关规定以及关于本次换股吸收合并的职工大会(或职工代表大会)决议而享有的权利,中银万国和宏源证券分别作为中银万国和宏源证券现有员工雇主的全部权利和义务将不予改变,并自交割日起由存续公司享有和承担;其作为注入人员雇主的全部权利和义务将自证券子公司设立之日起由证券子公司享有和承担。

(十二)有关资产、负债、权利、义务、业务、资质、责任的承继

宏源证券应于交割日将其所有档案、财务文件、文档等资料以及所有印鉴全部移交予存续公司。

自交割日起,宏源证券的全部资产、负债、业务、资质、人员、合同及其他一切权利和义务将由存续公司享有和承担。宏源证券应在合并协议生效日起12个月内办理完成相关资产、负债、业务、资质、人员、合同及其他一切权利和义务转移至存续公司名下的相关手续,包括但不限于移交、过户、登记、备案。应宏源证券的要求,存续公司愿协助宏源证券办理移交、过户、登记手续。如在生效日起12个月内未能办理形式上的移交手续(如房地产、商标、专利等过户手续,对外投资权益的变更手续以及车辆过户手续等),则该等资产的实质权利、权益、负债亦自交割日起归属于存续公司。

合并双方将按照中国法律的相关规定向各自的债权人发出有关本次换股吸收合并事宜的通知和公告并将依法按照各自债权人的要求清偿债务或提供充分有效的担保。双方所有未予偿还的债务,尚须履行的义务、责任在交割日后将由存续公司承担。

宏源证券在交割日前已开展并仍须在交割日后继续开展的业务将由存续公司继续开展,宏源证券在交割日前已签署并仍须在交割日后继续履行的有效协议的履约主体将自交割日起由宏源证券变更为存续公司。

(十三)合并协议的生效及终止

合并协议经双方完成签署并加盖各自公章后成立,并在下述条件全部成就之日起生效:

1.本次换股吸收合并和协议获得中银万国和宏源证券各自股东大会批准;

2.本次换股吸收合并涉及的相关事项取得全部有权监管机构的必要批准、核准、同意、备案;

3.不存在限制、禁止或取消本次换股吸收合并的中国法律,政府机构的禁令或命令,或人民法院的判决、裁决、裁定。

合并协议可依据下列情况之一而终止:

1.经双方一致书面同意;

2.如果有管辖权的政府部门作出的限制、禁止和废止完成本次换股吸收合并的永久禁令、法规、规则、规章和命令已属终局的和不可上诉,双方均有权以书面通知方式终止合并协议;

3.受不可抗力事件影响的一方应在不可抗力事件发生后的十(10)个工作日内通知对方并提供其所能得到的证据。如因不可抗力事件导致合并协议无法履行达六十(60)日,则合并协议任何一方有权以书面通知的方式终止合并协议。

4.如果因为任何一方严重违反合并协议规定,在守约方向违约方送达书面通知要求违约方对此等违约行为立即采取补救措施之日起三十(30)日内,此等违约行为未获得补救,守约方有权单方以书面通知方式终止合并协议。

(十四)违约责任

如果合并协议一方违反其声明、保证、承诺或存在虚假陈述行为,不履行其在合并协议项下的任何责任与义务,则构成违约,违约方应当根据另一方的请求继续履行义务、采取补救措施,或给予其全面、及时、充分、有效的赔偿。

非因双方的过错导致本次换股吸收合并不能生效或不能完成的,双方均无须对此承担违约责任。

五、本次交易的合规性分析

本次换股吸收合并符合《公司法》、《证券法》、《中华人民共和国反垄断法》、《上市规则》等法律法规规定,也符合《重组办法》以及《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》(证监会公告[2008]14号)的有关规定。

公司具备健全且运行良好的组织机构,具有持续盈利能力,财务状况良好,最近三年一期财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为,符合《公司法》、《证券法》和《首发管理办法》等法律法规规定的发行股票的主体资格及实质性条件。

(一)本次换股吸收合并符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定

1.本次换股吸收合并符合国家产业政策

本次换股吸收合并完成后,存续公司作为一家主要从事证券业务大型控股公司,其资本实力、盈利能力和抗风险能力都得到了增强,为存续公司持续开展业务创新、建立竞争优势、把握国内证券行业发展机遇创造了良好的条件,符合国家产业政策的要求。

2.本次换股吸收合并符合国家有关环境保护的法律和行政法规的规定

中银万国、宏源证券及其控股子公司的经营业务不属于高能耗、高污染的行业,经营业务不涉及立项、环评等报批事宜,不存在违反国家环境保护相关法律法规的情形。因此,本次换股吸收合并符合有关环境保护的法律和行政法规的规定。

3.本次换股吸收合并符合有关土地管理的法律和行政法规的规定

截至2014年3月31日,中银万国拥有土地使用权情况请参见本摘要“第四节 业务和技术”之“五、交易双方主要固定资产和无形资产”之“(一)中银万国主要固定资产与无形资产”。

截至2014年3月31日,宏源证券拥有土地使用权情况请参见本摘要“第四节 业务和技术”之“五、交易双方主要固定资产和无形资产”之“(二)宏源证券主要固定资产与无形资产”。

中银万国、宏源证券在经营过程中,遵守国家各项土地管理的法律和行政法规,最近三年一期在土地使用方面不存在重大违法违规行为,亦不存在因违反土地管理方面法律、法规或规范性文件而受到重大行政处罚的情况。

综上所述,本次换股吸收合并符合有关土地管理的法律和行政法规的规定。

4.本次换股吸收合并符合有关反垄断的法律和行政法规的规定

根据《中华人民共和国反垄断法》、《国务院关于经营者集中申报标准的规定》和《金融业经营者集中申报营业额计算办法》,本次换股吸收合并未达到国务院规定的经营者集中的申报标准,无需事先向国务院反垄断执法机构就此进行申报。

综上所述,本次换股吸收合并符合《重组办法》第十条第(一)项的规定,即符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理等法律和行政法规的规定。

(二)本次换股吸收合并不会导致存续公司不符合股票上市条件

根据《证券法》、《上市规则》、《关于<深圳证券交易所股票上市规则>有关上市公司股权分布问题的补充通知》等的规定,上市公司股权分布发生变化不再具备上市条件是指“社会公众持有的股份低于公司股份总数的25%,公司股本总额超过人民币4亿元的,社会公众持股的比例低于10%。社会公众不包括:(1)持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人;(2)上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。”

宏源证券在本次换股吸收合并前的总股本为3,972,408,332股,本次换股吸收合并后,本次合并换股实施股权登记日收市后在证券登记结算机构登记在册的宏源证券全体股东(包括未申报、无权申报或无效申报行使现金选择权的宏源证券股东以及现金选择权提供方)所持的宏源证券股票按照换股比例全部转换为中银万国本次发行的A股股票。

中银万国在本次换股吸收合并前的总股本为6,715,760,000股,中银万国将因本次换股吸收合并新增8,140,984,977股A股股票,总股本达到14,856,744,977股。本次换股吸收合并前后中银万国本次发行的A股股票。

(三)本次换股吸收合并依法进行,由各中介机构根据有关规定出具审计报告、法律意见书、财务顾问报告等相关报告,并按程序报有关监管部门审批。本次合并构成关联交易,其均遵循公开、公平、公正的原则并履行合法程序,为充分保护合并双方公司全体股东,特别是社会公众股东的利益,中银万国和宏源证券的相关关联董事已在各自董事会上回避表决,合并双方的关联股东也将在各自股东大会上回避表决。

宏源证券的换股价格以定价基准日(系指宏源证券审议本次换股吸收合并有关事宜董事会决议公告日)前20个交易日宏源证券的A股股票交易均价,即8.30元/股(已考虑宏源证券2013年度分红派息事项)为基础,并在此基础上给予20%的换股溢价率确定。因此,宏源证券本次换股价格为9.96元/股,高于宏源证券定价基准日前最后一个交易日收盘价8.12元/股(已考虑宏源证券2013年度分红派息事项)和定价基准日最后一个交易日成交均价8.11元/股(已考虑宏源证券2013年度分红派息事项),较宏源证券定价基准日前20日的成交均价,前30日的成交均价以及停牌前累计100%换手率期间内均价分别约有20.00%、8.73%和8.38%的溢价,较好地保护了宏源证券及其股东的合法权益。

中银万国的发行价格以定价基准日(2013年12月31日)经具有证券从业资格的资产评估机构评估,并经财政部核准的评估结果为依据,并结合中银万国评估基准日后除权除息事项确定。根据中企华于2014年6月25日出具的中企华评报字(2014)第1136号评估报告,截至2013年12月31日,中银万国经评估的每股净资产为4.96元,该评估结果已于2014年7月16日获得财政部的核准。根据中银万国2013年年度股东大会决议,其2013年度利润分配方案为向全体股东每10股派发现金红利1.00元,目前正在实施中。因此,中银万国本次发行价格为4.86元/股。自发行价格确定之日至本次合并完成前,若中银万国发生派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项,则上述发行价格将相应调整。在其他情况下,中银万国发行价格不再进行调整。

本次换股吸收合并的换股价格和换股比例充分考虑了换股吸收合并的交易性质和交易双方的特点:

本次换股吸收合并的被合并方宏源证券为A股上市公司,其股票在二级市场的历史交易价格已经充分反应其公司价值及市场对宏源证券增长前景的乐观预期,因此以历史交易价格为基础确定其换股价格不仅符合市场惯例,也已经给予了宏源证券的投资者合理的回报。同时,换股价格在宏源证券股票停牌前历史股价的基础上给予了合理比例的溢价,对参与换股的宏源证券股东给予了合理的风险补偿。

本次换股吸收合并的合并方中银万国为非上市公司,并无公股价格可以作为公允价值的直接参照,合并方A股发行价的确定综合考虑了合并方与被合并方的综合业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力(综合实力)、A股可比公司的估值水平以及过往案例经验,以《资产评估报告》(中企华评报字(2014)第1136号)确定的中银万国每股净资产评估价格,并结合中银万国评估基准日后的除权除息事项确定,兼顾了中银万国股东和宏源证券A股股东的利益。

综上,本次换股吸收合并的换股价格和换股比例充分考虑了影响合并方与被合并方的价值的各个主要因素,定价公允、合理,切实有效地保障了合并方和被合并方的投资者的合法权益。本次换股吸收合并也有利于中银万国证券经营资产的整合,提升资源使用效率,同时达到进一步解决同业竞争、完善公司治理架构等目的。

(二)换股价格和换股比例的确定公允合理

1.合并双方盈利能力比较

中银万国和宏源证券最近两年的主要盈利能力指标比较如下表所示:

单位:万元

项目	2013年		2012年	
	中银万国	宏源证券	中银万国	宏源证券
营业收入	594,723.76	411,851.06	473,707.39	329,586.89
营业支出	344,993.31	244,510.22	289,877.29	211,489.11
营业利润	249,730.45	167,340.83	183,830.10	118,097.78
利润总额	254,867.31	166,912.97	189,791.71	118,526.61
归属于母公司股东的净利润	192,247.57	122,779.87	141,126.81	86,768.00
归属母公司股东的每股净资产(元/股)	2.75	3.73	2.56	3.72
基本每股收益(元/股)	0.27	0.31	0.20	0.25
加权平均净资产收益率(%)	10.31	8.37	8.12	7.83

注:上表中基本每股收益与加权平均净资产收益率均为扣除非经常性损益后数字。

从中银万国和宏源证券最近两年的主要盈利能力指标可以看出,中银万国主要盈利指标均优于宏源证券,其盈利能力强于宏源证券。本次换股吸收合并完成后,由于双方良好业务互区域互补性,存续公司将可因上海、北京、新疆与香港的区位优势,业务结构更加均衡且具多元化趋势;同时,根据中国证券业协会公布的2013年度《证券公司会员经营业绩排名情况》,本次吸收合并完成后,存续公司主要业务指标排名均将跻身行业前10位,存续公司将公司已经经纪业务客户资金余额、合并口径经纪业务代理买卖证券业务净收入与资产管理业务受托客户资产管理业务净收入均将位列行业第一,建立稳固竞争优势;同时,中银万国与宏源证券良好的客户基础及客户资金储备为存续公司提供了广阔业务增长空间。

综上,本次吸收合并有利于提高中银万国与宏源证券现有股东投资回报水平。

2.宏源证券换股价格合理性分析

宏源证券换股价格以定价基准日(系指宏源证券审议本次换股吸收合并有关事宜董事会决议公告日)前20个交易日宏源证券的A股股票交易均价,即8.30元/股(已考虑宏源证券2013年度分红派息事项)为基础,并在此基础上给予20%的换股溢价率确定。因此,宏源证券本次换股价格为9.96元/股。自定价基准日至本次合并完成前,若宏源证券发生派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项,则上述换股价格将相应调整。在其他情况下,宏源证券的换股价格不再进行调整。

宏源证券换股价格对应2013年末证属于母公司所有者净资产的市净率为2.75倍(已考虑宏源证券2013年度分红派息事项),显著高于可比公司的平均估值水平,较定价基准日前一交易日收盘价、前20日的成交均价、前30日的成交均价以及停牌前累计100%换手率期间内均价分别有22.66%、20.00%、8.73%和8.38%的溢价。

宏源证券换股价格相对于定价基准日前历史股价的比例如下所示:

基准股价类型	历史股价(元/股)	换股价格相对于历史股价的溢价率
前1日收盘价	8.12	22.66%
前1日均价	8.11	22.81%
前20日均价	8.30	20.00%
前30日均价	9.16	8.73%
前3个月均价	9.05	10.06%
100%换手率期间均价	9.19	8.38%

注:均价的计算方法为计算期间宏源证券A股成交总金额除以成交总量,上述价格已扣除宏源证券2013年度分红派息事项影响。

宏源证券自2013年10月30日停牌,A股市场证券行业主要可比上市公司在10月29日(即停牌前一交易日)股票收盘价所对应的2013年市净率估值水平如下表所示:

证券简称	证券代码	市净率(2013E)
中信证券	600030	1.52
海通证券	600837	1.84
广发证券	000776	2.00
华泰证券	601688	1.37
招商证券	600999	1.85
光大证券	601788	1.38
宏源证券	000562	2.21
方正证券	601901	2.34
兴业证券	601377	1.89
西南证券	600369	1.93
中值		1.87
均值		1.83

注:股价取截至2013年10月29日数据;可比上市公司为2013年末总资产排名前10名A股上市证券公司。

资料来源:Wind资讯。

自宏源证券股票于2013年10月30日停牌至2014年7月25日,A股市场和证券行业上市公司股价均出现下调。截至2014年7月23日,上述A股市场证券行业主要可比上市公司的股价累计跌幅平均达到9.45%(不含宏源证券)。因此,本次确定的换股价溢价充分考虑了宏源证券中小股东的利益。

深证成指从宏源证券停牌日2013年10月30日8,553.37点已经持续下滑到近期的7,375.31点,下滑幅度超过13.77%,在此市场环境和背景下,中银万国仍愿按照宏源证券停牌日收盘价(除权除息后)给予宏源证券股东现金选择权,向宏源证券股东提供强有力的保护。

综上所述,被合并方宏源证券换股价格的确定以停牌前的市场历史价格为基础,综合考虑宏源证券及可比公司估值水平、资本市场环境等多方面因素,符合相关市场惯例,充分地保护了宏源证券现有股东的利益。

3.中银万国A股发行价合理性分析

中银万国本次发行的A股股票的发行价格依据《资产评估报告》(中企华评报字(2014)第1136号)确定的中银万国每股净资产评估价格,并结合中银万国评估基准日后的除权除息事项确定。

中银万国本次发行的A股股票的发行价格为4.86元/股,对应2013年末归属于中银万国母公司所有者净资产的市净率(已考虑中银万国2013年度分红派息事项)为1.84倍。以下从中银万国A股可比公司估值情况、可比交易估值情况、中银万国业务发展潜力等方面对中银万国换股价格确定的合理性进行分析:

(鉴于证券市场存在一定的不确定性和周期性,证券公司的经营和盈利水平对证券市场行情及其走势有较强的依赖性,而我国证券市场受其所处发展阶段和其他诸多因素的影响,行情波动幅度较大,证券公司收益波动亦较大,市盈率较难反映A股上市证券公司估值情况,故下文主要通过市净率考查中银万国A股发行价合理性。)

(1)中银万国A股发行价格低于可比公司估值水平

2013年末,A股主要可比上市证券公司的市净率情况如下:

证券简称	证券代码	市净率(2013年年末)
中信证券	600030.SH	1.62
海通证券	600837.SH	1.85
广发证券	000776.SZ	2.24
华泰证券	601688.SH	1.47
招商证券	600999.SH	2.29
光大证券	601788.SH	1.34
方正证券	601901.SH	2.50
国元证券	000728.SZ	1.34
宏源证券	000562.SZ	2.21
兴业证券	601377.SH	2.82
中值		2.03
均值		1.97

资料来源:Wind资讯。

注1:上表可比上市公司为2013年末净资产排名前10名A股上市证券公司。

注2:可比上市公司股价为2013年12月31日收盘价,每股净资产为2013年末数值。

中银万国A股发行价对应2013年末市净率(已考虑中银万国2013年度分红派息事项)为1.84倍,低于2013年年末可比上市公司市净率中值与均值,考虑到中银万国尚未上市,对其资产的定价考虑了一定流动性折价,充分保障了宏源证券中小投资者的利益。

(2)中银万国A股发行价略低于可比交易估值水平

本次重组整合为非上市证券公司吸收合并同行业上市证券公司资产并实现上市,目前A股市场无完全可比交易案例。2009年至今,A股市场证券公司股权转让、吸收合并证券公司等主要近似交易案例的具体情况如下:

案例发生年度	案例名称	评估结论选用方法	标的市净率
2009年01月	重庆长江水运(600369)吸并西南证券(借壳)	收益法	1.32
2010年02月	延边公路(000776)吸并广发证券(借壳)	市场法	3.04
2011年06月	桂林集琦(000750)吸并国海证券(借壳)	市场法	1.53
2011年12月	西南证券(600369)吸并国都证券–重大资产重组	市场法	1.84
2013年09月	锦龙股份(000712)重大资产购买中山证券(控股权)	市场法	1.60
2014年03月	方正证券(601901)发行股份购买民族证券100%股权	市场法	1.93
全部样本平均值			1.88

通过上表可知,近年来A股市场证券行业发生的股权交易、吸收合并等近似交易案例的平均市净率为1.88倍,略高于本次中银万国A股发行价对应2013年末市净率。

(3)中银万国评估增值基于业务发展潜力

根据中银万国A股发行价格,中银万国股东全部权益价值为3,331,938.90万元,较母公司报表净资产账面值1,786,345.36万元评估增值1,545,593.54万元,增值率86.52%,主要原因包括:

①中银万国是大型综合类证券公司,2011年至2014年连续四年被评为A类AA级证券公司,现有分公司16家、证券营业部168家,分布于21个省、4个直辖市、4个自治区内,网点数在全国券商中排名第7位,为其各项业务实施提供了重要平台;中银万国下设期货、基金、股权投资、证券研究、另类投资、海外业务等子公司,建立较为完整的证券业务产业链,初步形成金融控股集团架构,经营优势明显,可获取稳定的收入和利润。关于中银万国竞争优势的详细描述,请参见本摘要“第四节 业务和技术”之“三、交易双方的行业竞争地位”之“(二)中银万国的竞争优势”。

②本次吸收合并完成后,通过业务整合,中银万国与宏源证券可实现优势互补、强强联合,中银万国整体资本实力和盈利能力显著增强,有利于中银万国进一步释放区域布局广泛、客户基础优秀、风险控制能力较强的竞争优势,提高中银万国收益能力与投资者回报水平,请参见报告书“第十一节 管理层讨论与分析”之“三、本次吸收合并完成后存续公司财务状况、盈利能力及未来发展趋势的讨论与分析”。

综上所述,中银万国已具备较强的竞争优势,增长潜力较大,估值水平有较大提升空间。此次中银万国A股发行价格是在现有业务基础上作出,同时考虑了流动性折价等因素,未来随长所带来的估值提升将由整合之后的所有股东共享,兼顾了中银万国与宏源证券股东的利益。

4.现金选择权机制为宏源证券股东提供了充分的利益保护

为充分保护宏源证券异议股东的利益,宏源证券将赋予宏源证券异议股东现金选择权,行使现金选择权的宏源证券异议股东,可就其有效申报的每一股宏源证券股份,在现金选择权实施日,获得由现金选择权提供方按照每股8.12元支付的现金对价,同时,将相对应的股份过户到退出请求权提供方名下,除申银万国股票在退出请求权实施日前发生除权、除息事项,以及发生按照相关中国法律的相关规定或要求须对退出请求权的行权价格进行调整的情形外,上述退出请求权的行权价格在任何其他情形下均不作调整。

中银万国将安排中央汇金或其他第三方作为退出请求权提供方,以现金对价收购中银万国异议股东所投出的中银万国的股份,在此情况下,该等中银万国异议股东不得再向中银万国或任何同意本次换股吸收合并的中银万国的股东主张退出请求权。

(八)现金选择权价格

为充分保护宏源证券异议股东的利益,宏源证券将赋予宏源证券异议股东现金选择权。行使现金选择权的宏源证券异议股东,可就其有效申报的每一股宏源证券股份,在现金选择权实施日,获得由现金选择权提供方按照每股8.12元支付的现金对价,同时将相对应的股份过户到现金选择权提供方名下。除宏源证券股票在换股实施日前发生除权、除息事项,以及发生按照中国法律的相关规定或有权监管部门的要求须对现金选择权的行权价格进行调整的情形外,上述现金选择权的行权价格在任何其他情形下均不作调整。

(九)现金选择权提供方

宏源证券将安排中央汇金或其他第三方作为现金选择权提供方,以现金对价收购宏源证券异议股东要求售出的宏源证券的股份,在此情况下,该等宏源证券异议股东不得再向宏源证券或任何同意本次换股吸收合并的宏源证券的股东主张现金选择权。

(十)现金选择权的行使

宏源证券异议股东行使现金选择权需同时满足以下条件:(1)在审议本次换股吸收合并的宏源证券股东大会上正式表决时投出有效反对票,向现金选择权提供方提出以上述价格购买其全部或部分股份的书面请求(书面请求的内容应明确、不存在歧义并经异议股东适当、有效签署);(2)自宏源证券审议本次换股吸收合并的股东大会的股权登记日起,作为有效登记在结算公司的宏源证券股东,持续保留拟行使现金选择权的股票至现金选择权实施日;(3)在现金选择权申报期内成功履行相关申报程序。

持有以下股份的宏源证券异议股东无权就其所持股份主张行使现金选择权:(1)存在权利限制的宏源证券股份;(2)其合法持有人已向宏源证券承诺放弃宏源证券异议股东现金选择权的股份;(3)其他依法不得行使现金选择权的股份。该等无权主张现金选择权的股份将于换股实施日按照合并协议规定的换股比例转换成中银万国本次发行的A股股票。

(十一)有关员工的安排

本次换股吸收合并完成后,中银万国及宏源证券的全体在册员工将按照中国法律的相关规定与存续公司签订劳动合同,存续公司应充分保障、平等对待中银万国及宏源证券全体员工根据中国法律的相关规定以及关于本次换股吸收合并的职工大会(或职工代表大会)决议而享有的权利,中银万国和宏源证券分别作为中银万国和宏源证券现有员工雇主的全部权利和义务将不予改变,并自交割日起由存续公司享有和承担;其作为注入人员雇主的全部权利和义务将自证券子公司设立之日起由证券子公司享有和承担。

(十二)有关资产、负债、权利、义务、业务、资质、责任的承继

宏源证券应于交割日将其所有档案、财务文件、文档等资料以及所有印鉴全部移交予存续公司。

自交割日起,宏源证券的全部资产、负债、业务、资质、人员、合同及其他一切权利和义务将由存续公司享有和承担。宏源证券应在合并