

**中联资产评估集团有限公司关于
上海证券交易所《关于对华丽家族股份有限公司重大
资产出售草案的审核意见函》(上证公函【2022】
0575号)资产评估相关问题回复的核查意见**

上海证券交易所：

根据贵单位于2022年6月8日下发的《关于对华丽家族股份有限公司重大资产出售草案的审核意见函》(上证公函【2022】0575号)，中联资产评估集团有限公司作为本次交易的资产评估机构，已会同上市公司与其他中介机构，经本公司组织项目评估人员、审核人员、复核人员，对上市公司的回复进行了核查。上市公司对与评估相关问题的回复，以及本公司对该部分问题回复的核查意见如下：

问题 1. 关于标的资产估值。根据草案，本次交易标的华泰期货有限公司（以下简称华泰期货）全部权益账面值 334,162.34 万元，评估值 397,594.58 万元，评估增值率 18.98%，而公司前期收购标的资产时评估增值率约 47%。华泰期货 2021 年营业收入和净利润分别同比增长约 81%、67%，而本次采用收益法对其估值时，未来五年的营业收入和净利润增长率多在 10%以下。此外，本次交易标的的市净率为 1.19，低于 2019 年以来涉及期货行业并购交易的平均市净率 1.35，也低于可比上市或挂牌期货公司平均市净率 1.68。请公司：（1）补充披露华泰期货在公司收购其 40% 股权后的经营情况与业绩情况，说明其经营模式或行业环境是否发生明显变化，进而说明本次交易增值率明显低于前期的原因及合理性；（2）结合华泰期货近五年的业绩情况，以及目前生产经营情况、行业格局与未来经营计划，评估采用收益法估值时对未来业绩的预期的合理性，是否存在通过调低业绩预期降低标的资产估值的情况；（3）结合华泰期货在行业内的评级、市



场份额，以及可比公司的经营模式、盈利能力、资产规模等，说明标的资产市净率低于同行业水平的原因及合理性。请评估机构发表意见。

回复：

一、补充披露华泰期货在公司收购其 40% 股权后的经营情况与业绩情况，说明其经营模式或行业环境是否发生明显变化，进而说明本次交易增值率明显低于前期的原因及合理性

(一) 股权收购情况补充说明

华丽家族根据银信资产评估有限公司于 2015 年 2 月 10 日出具的《华丽家族股份有限公司收购西藏华孚投资有限公司所持有的华泰长城期货有限公司 40% 股权而涉及的华泰长城期货有限公司股东全部权益价值评估报告》（银信资评报（2015）沪第 0084 号）评估结果为依据，收购西藏华孚投资有限公司所持有的华泰长城期货有限公司 40% 股权；收购评估基准日为 2014 年 12 月 31 日，评估结果为 155,806.00 万元，较账面净资产 105,640.70 万元增值 50,165.30 万元，增值率为 47.49%。

华丽家族完成股权收购后，华泰期货 2015 年至 2021 年财务状况如下表所示：

表1. 华泰期货 2015 年-2021 年财务状况表

单位：万元

| 项目 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产总计 | 1,837,159.27 | 2,361,700.31 | 2,202,859.53 | 1,916,107.49 | 2,510,358.73 | 4,284,262.69 | 5,223,073.41 |
| 负债总计 | 1,713,941.00 | 2,197,083.99 | 1,956,257.80 | 1,649,525.31 | 2,234,552.38 | 3,986,760.45 | 4,888,911.07 |
| 归属于母公司 股东净资产 | 123,218.27 | 164,020.03 | 246,480.12 | 266,582.18 | 275,806.35 | 297,502.24 | 334,162.34 |
| 项目 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
| 营业收入 | 265,559.14 | 102,442.93 | 105,860.44 | 122,450.42 | 170,165.37 | 223,248.17 | 403,743.95 |
| 利润总额 | 20,940.04 | 27,057.44 | 30,578.78 | 28,252.78 | 13,075.00 | 30,537.30 | 50,382.58 |
| 归属于母公司 股东净利润 | 16,437.74 | 20,675.84 | 22,557.28 | 20,788.82 | 9,066.81 | 22,057.21 | 36,750.23 |

收购后华泰期货经营趋于稳定，2019 年受自身业务拓展规划影响出现业绩下滑，华泰期货及时进行战略调整，调整业务结构及人员结构，增加人均产能；伴随近年来期货市场成交量的增长，华泰期货 2020 年-2021 年业绩逐渐恢复。

（二）增值率下降合理性分析

2014 年至今华泰期货主营业务净收入来源为期货经纪业务、资产管理业务等手续费收入，银行存款、交易所结算准备金、结算担保金等利息收入，其经营模式未发生变化。

2014 年至今期货行业发生变化，主要为期货产品品种的增加，期货交易监管体系构建更加完善等；期货市场的变化在一定程度上会影响不同基准日时点期货公司的价值。

1. 期货行业环境变化分析

首先，期货行业期货成交额出现一定程度波动。历史期期货行业及华泰期货公司期货成交额如下表所示：

表2. 期货行业及华泰期货公司期货成交额（双边）情况表

单位：万亿

| 项目名称 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1-5 月 |
|----------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 行业-商品期货 | 255.94 | 272.94 | 354.82 | 326.61 | 369.39 | 441.98 | 644.18 | 926.07 | 322.69 |
| 行业-金融期货 | 328.03 | 835.52 | 36.44 | 49.18 | 52.24 | 139.24 | 230.87 | 236.33 | 96.44 |
| 行业成交额合计 | 583.97 | 1,108.46 | 391.26 | 375.79 | 421.64 | 581.22 | 875.05 | 1,162.40 | 419.13 |
| 企业-商品期货 | 5.79 | 6.71 | 9.46 | 8.78 | 15.77 | 25.45 | 36.48 | 58.20 | 18.90 |
| 企业-金融期货 | 10.78 | 26.77 | 1.33 | 1.50 | 1.71 | 5.88 | 9.18 | 9.76 | 3.62 |
| 企业成交额合计 | 16.58 | 33.48 | 10.80 | 10.28 | 17.48 | 31.33 | 45.66 | 67.95 | 22.52 |
| 企业产品结构 | | | | | | | | | |
| 商品期货 | 34.94% | 20.05% | 87.65% | 85.45% | 90.21% | 81.22% | 79.89% | 85.64% | 83.91% |
| 金融期货 | 65.06% | 79.95% | 12.35% | 14.55% | 9.79% | 18.78% | 20.11% | 14.36% | 16.09% |

注：上述合计数据及占比数据存在尾差为保留小数位数原因导致的，不影响数据真实性和分析。

由上表可知，华泰期货产品结构与行业产品结构趋于一致，近几年华泰期货主要以传统的商品期货业务为主，同时也承做一定量的金融期货业务。近几年伴随国家政策的积极引导，越来越多的产业客户和机构投资者开始利用期货市场管理风险、配置资产，期货行业也迎来了跨越式发展：商品期货方面，商品期货品种不断增加，商品品种基本涵盖国民经济发展的主要领域，近年来现货市场容量快速增长，也带动了商品期货成交规模增长，但 2020 之后受疫情等因素影响，商品期货增长趋势有所下降；金融期货方面，2015 年下半年为防范市场过度投

机，中金所连续公布一系列管控措施对金融期货市场进行调整，金融期货成交规模迅速下滑，2017 年中金所逐步放宽了之前的限制，金融期货市场规模逐步恢复，截至 2021 年金融期货仍未恢复至 2014 及 2015 年高峰水平。2015 年至今期货行业期货成交额增长率及华泰期货公司期货成交额增长率变动趋势如下图所示：



图1 商品期货成交额同比增长率

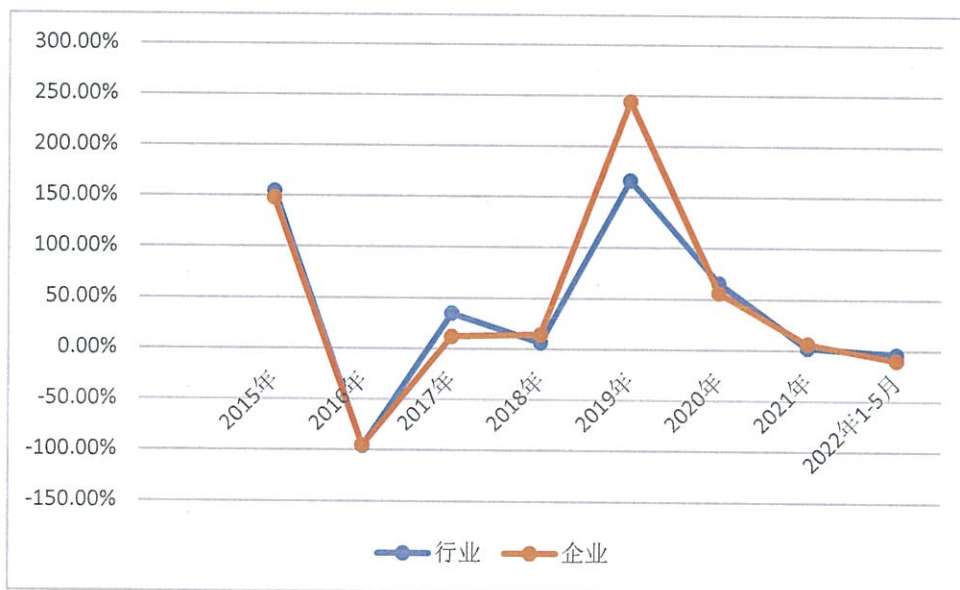


图2 金融期货成交额同比增长率

由上图可知，华泰期货期货成交额增长趋势与行业趋势保持一致，无论是期货行业还是华泰期货公司，2022 年 1-5 月商品期货和金融期货成交额同比增长率均呈现下降趋势，期货市场热度有所减弱。

另外，行业竞争加剧导致期货公司盈利预期回归理性。双边佣金率从 2017 年的万分之零点三八八降至 2021 年的万分之零点二七二，佣金率下滑导致长期以来期货行业出现“增产不增收”的现象，期货公司传统通道服务逐步“入口化”，创新业务模式尚不明朗。行业业务规模和利润集中度较高，头部效应显著，而准入放开进一步推动了行业竞争加剧。

综上，股权收购以 2014 年 12 月 31 日为基准日，判断未来期货行业将进入繁荣发展时期。而本次交易评估基准日为 2021 年 12 月 31 日，面对行业现状，金融监管形势趋严以及竞争加剧，本次交易对期货未来的发展预期更加稳健。

2. 期货市场投资者差异性分析

不同的市场环境下，投资者对期货行业的投资预期也随之发生变化。对比两次基准日市场成交案例可知，2014 年前后及本次基准日前后期货市场交易案例平均 PB（市净率）倍数呈现下降趋势，逐步回归理性，具体案例如下表所示：

表3. 2014 年前后 3 年市场交易案例 PB 倍数分布

| 序号 | 交易标的 | 基准日 | PB 倍数 |
|-----|----------------|------------|-------|
| 1 | 大地期货 100%股权 | 2015/9/30 | 1.24 |
| 2 | 五矿经易期货 10.4%股权 | 2015/12/31 | 1.58 |
| 3 | 国投中谷期货 100%股权 | 2015/3/31 | 2.47 |
| 4 | 方正中期 15%股权 | 2015/6/30 | 2.94 |
| 5 | 上海中期 33.33%股权 | 2014/8/30 | 1.26 |
| 6 | 万达期货 4.96%股权 | 2014/9/30 | 2.80 |
| 7 | 民生期货 18%股权 | 2013/12/31 | 1.65 |
| 均值 | | | 1.99 |
| 中位数 | | | 1.65 |

表4. 2021 年前后 3 年市场交易案例 PB 倍数分布

| 序号 | 交易标的 | 基准日 | PB 倍数 |
|----|-----------------|------------|-------|
| 1 | 创元期货部分股权 | 2021/6/30 | 1.20 |
| 2 | 天风期货 40.0457%股权 | 2020/12/31 | 1.03 |
| 3 | 宁证期货 33.33%股权 | 2019/12/31 | 1.18 |
| 4 | 江海汇鑫期货 51%股权 | 2019/12/31 | 2.20 |
| 5 | 华安期货 7.96%股权 | 2020/3/31 | 1.01 |
| 6 | 广州期货 99.03%股权 | 2018/11/30 | 1.50 |
| 7 | 海航期货 60.00%股权 | 2018/12/31 | 1.14 |
| 8 | 先融期货 44.20%股权 | 2018/12/31 | 1.43 |

| | |
|-----|------|
| 均值 | 1.34 |
| 中位数 | 1.19 |

注：PB 倍数计算公式为，增资交易案例 PB 倍数=增资的每股价格÷增资前每股净资产，股权转让交易案例 PB 倍数=每股转让价格÷每股净资产。

2014 年前后，受金融期货政策放开的影响，期货公司牌照炙手可热，尤其是证券公司纷纷出手，收购期货公司股权，造成期货公司价格整体偏高；而在本次基准日，伴随着期货监管政策的逐步完善，期货市场逐渐步入正轨，期货公司价格也逐渐回落，回归理性。期货公司估值趋同于券商股估值，从券商股的二级市场公开数据来看，2014 年至今证券公司平均 PB 倍数也趋于下降趋势：



图3 -2014-2021 年证券股市净率趋势图

通过上述分析可知，本次交易增值率较股权收购时增值率下降是合理的。

二、结合华泰期货近五年的业绩情况，以及目前生产经营情况、行业格局与未来经营计划，评估采用收益法估值时对未来业绩的预期的合理性，是否存在通过调低业绩预期降低标的资产估值的情况

（一）华泰期货业绩情况说明

随着近年来期货市场热度增加，华泰期货不断调整完善其运营结构，提升其期货市场占有率，华泰期货近五年来保持持续盈利，近五年损益数据如下表所示：

表5. 华泰期货 2015 年-2021 年财务状况表

金额单位：人民币万元

| 项目 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 105,860.44 | 122,450.42 | 170,165.37 | 223,248.17 | 403,743.95 |
| 利润总额 | 30,578.78 | 28,252.78 | 13,075.00 | 30,537.30 | 50,382.58 |
| 归属于母公司 股东净利润 | 22,557.28 | 20,788.82 | 9,066.81 | 22,057.21 | 36,750.23 |

（二）未来经营影响因素分析

期货公司运营发展受行业政策、期货全市场成交活跃度影响较大，因此未来经营预测将主要考虑期货市场行情、政策监管等影响因素。

1. 未来期货市场运营情况分析

近几年伴随国家政策的积极引导，越来越多的产业客户和机构投资者开始利用期货市场管理风险、配置资产，期货行业也迎来了跨越式发展。我国期货市场成交额及成交量如下图所示，2018 年之后行业成交额及成交量均呈现增长趋势；2022 年第一季度全国期货市场累计成交量为 1,533.46 百万手，同比下降 17.07%，从 2022 年最新的行业数据来看，期货市场热度已有所下降。

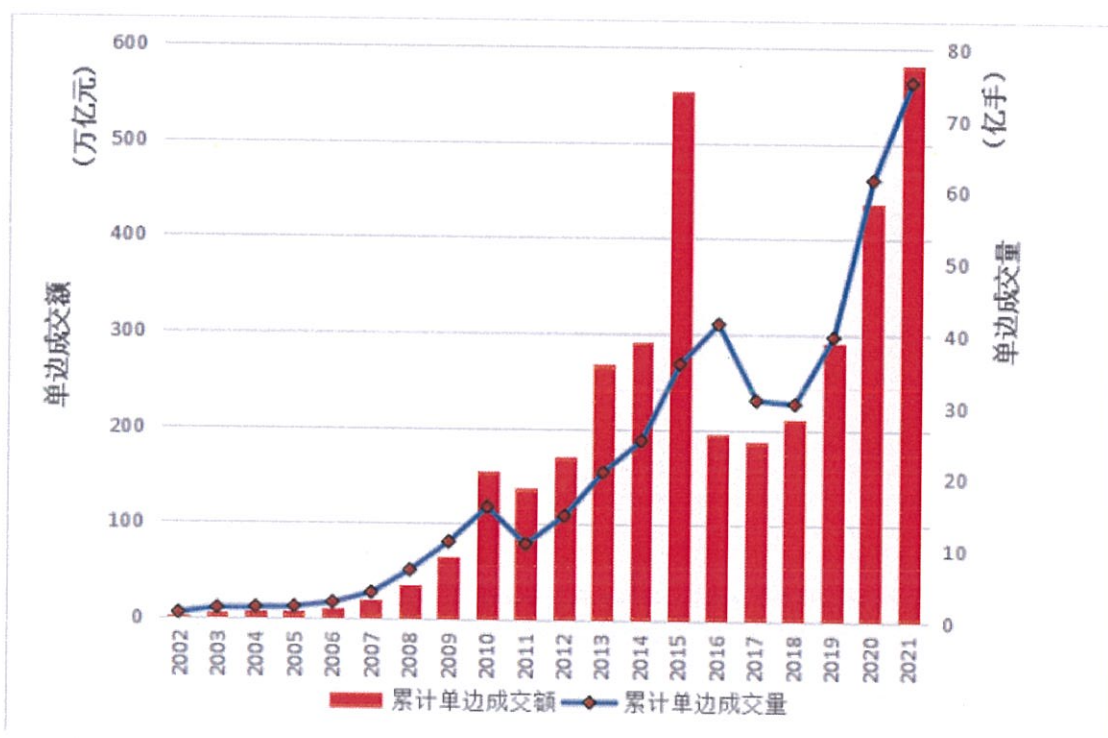


图4 -2002-2021 年中国期货市场成交量和成交额

2. 市场利率水平分析

自 2011 年以来我国货币政策持续降低准备金率，市场利率水平受到国家政

策影响，处于持续下行；2022年1-5月上海银行间同业拆放利率呈下跌趋势。因此，期货未来运营中保证金及自有资金存款利率预测将与市场趋势保持一致，呈现下降趋势。

3. 公司最新经营业绩情况分析

华泰期货2022年1-5月实现营业净收入53,197万元，同比下降6.7%，净利润13,881万元，同比下降8.0%。从目前华泰期货业绩情况来看，其经营业绩较2021年略有下降。本次未来经营预测2022年全年绩效将较2021年略有增长，但难以维持历史期较高的业绩增长幅度，是较为合理的预测趋势。

综上分析，收益法估值时对未来业绩的预期是合理的，不存在通过调低业绩预期降低标的资产估值的情况。

三、结合华泰期货在行业内的评级、市场份额，以及可比公司的经营模式、盈利能力、资产规模等，说明标的资产市净率低于同行业水平的原因及合理性

按照上述同行业案例市净率计算方法对重组报告中同行业可比交易市净率调整计算如下：

单位：万元

| 公司名称 | 基准日 | 交易方式 | 交易股比 | 每股价值 (元/股) | 基准日股本 | 净资产 | 市净率 |
|------|------------|--------------|----------|---------------|------------|------------|------|
| 创元期货 | 2021.06.30 | 定向增发 | 44.44% | 2.20 | 50,000.00 | 91,798.81 | 1.20 |
| 天风期货 | 2020.12.31 | 定向增发 | 40.0458% | 1.26 | 31,440.00 | 38,632.20 | 1.03 |
| 宁证期货 | 2019.12.31 | 增资 | 33.33% | 1.58 | 30,000.00 | 40,144.95 | 1.18 |
| 先融期货 | 2018.12.31 | 发行股份购买 资产 | 44.20% | 2.18 | 101,000.00 | 153,720.13 | 1.43 |
| 平均值 | | | | | | | 1.21 |
| 华泰期货 | | | | | | | 1.19 |

注：市净率计算公式为，增资交易案例市净率=增资的每股价格÷增资前每股净资产，股权转让交易案例市净率=每股转让价格÷每股净资产。

华泰期货2021年证监会评级为AA级，成交额市场份额约为5.85%，从监管评级、市场份额、盈利能力、资产规模的角度来看，华泰期货优于可比公司；从经营模式来看，其与其他可比公司并无差异；而从发展能力来看，其收入增长率处于可比公司的中间水平。本次交易是从多个角度来对华泰期货进行估值，除

上述因素外还包括了交易方式因素、交易时点的市场差异因素等。经统计 2019 年至 2022 年 3 月 31 日，可比公司市净率水平在 1.03~1.43 之间，中值为 1.19。本次华泰期货估值的市净率为 1.19，并未低于同行业水平。此外，目前 A 股主板已上市的 3 家期货公司上市时间较短，股价尚不稳定。2021 年 12 月 31 日 3 家上市公司市净率均值为 4.05，2022 年 5 月 31 日 3 家上市公司市净率均值为 2.55，下降幅度较大。因此，上市公司市净率参考性较弱。

综上，本次标的资产市净率是合理的。

四、补充披露

上市公司已在《草案（修订稿）》“第四节 拟出售资产基本情况/十一、华泰期货最近三年增减资、股权转让，及资产评估或估值情况”中补充披露相关内容。并在“第五节 交易标的评估情况/二、董事会关于本次交易标的评估合理性以及定价公允性的分析/（六）本次交易作价公允性分析/3、可比交易的对比分析”中对可比交易市净率进行了调整。

五、核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司对股权收购后华泰期货经营情况及业绩情况进行补充，分析说明行业环境已发生明显变化，并补充分析本次交易增值率明显低于前期的合理性；上市公司认为，本次交易增值率较股权收购时增值率下降是合理的。上市公司补充分析了评估采用收益法估值时对未来业绩的预期的合理性以及市净率水平合理性；上市公司认为收益法估值时对未来业绩的预期是合理的，不存在通过调低业绩预期降低标的资产估值的情况，本次标的资产市净率是合理的。

上市公司相关分析说明及补充披露具备合理性。

