（上接28版）

● 规模比较

2006年上半年，国金证券的净资产和净资本分别为5.74亿元和4.69亿元；注资前宏源证券的净资产和净资本分别为6.96亿元和3.56亿元，两者在规模上较为接近，具有规模上的可比性。

● 业务模式比较

国金证券和宏源证券均以手续费和自营收入为主要收入来源，而投资银行、资产管理业务均较为薄弱，在业务模式方面，国金证券和宏源证券非常相似。

● 经纪业务比较

2006年上半年国金证券经纪业务市场占有率为0.30%，注资前宏源证券的经纪业务市场占有率为0.52%，在经纪业务规模方面，国金证券和宏源证券比较接近，具有可比性。

● 券商类型

国金证券和宏源证券均是规范类券商，净资本也较为相近，因此在分类监管的政策下，两者具有相同的政策预期。

②比较优势

● 净资本优势

2006年上半年，国金证券的净资本为4.69亿元，净资本与净资产的比率为81.67%；而注资前宏源证券的净资本为3.56亿元，净资本与净资产的比率为51.10%。在净资本监管体系下，净资本额决定了证券公司开展经纪、投资银行、自营等业务的规模。因此，国金证券较注资前的宏源证券更具有优势。

● 资产质量优势

国金证券的资产主要以现金、长期法人股投资和自营证券等盈利性资产为主，盈利性资产占资产的比重高达96.43%，其中，公司对上海浦发银行和招商银行的法人股投资的盈利性非常强；相比较而言，注资前宏源证券的盈利性资产占资产比重仅为77.4%。国金证券资产的盈利性更强，资产质量较注资前的宏源证券高。

● 盈利能力优势

国金证券比注资前的宏源证券的盈利强。剔除税收因素的影响，2006年上半年，国金证券净资产的税前年化收益率为32.74%，而注资前的宏源证券该比率为4.48%；国金证券的总资产税前年化收益率为9.71%，而宏源证券该比率为1.13%。考虑税收因素，国金证券的净资产年化收益率和总资产年化收益率分别为21.0%和6.23%，均高于注资前的宏源证券的3.99%和0.50%。

● 成本控制优势

国金证券的成本控制能力非常强，2006年上半年的费用收入比仅为23.77%，而注资前的宏源证券的费用收入比高达238.92%。国金证券的成本控制能力强反映了公司在管理方面的优势，也为公司的持续盈利奠定了基础。

● 国金证券的经纪业务规模较宏源证券处于劣势

一方面，注资前宏源证券经纪业务市场占有率为0.52%，2006年上半年国金证券的经纪业务市场占有率相对较低，为0.30%；另一方面，宏源证券的营业部地域分布较国金证券广泛，布局更为合理。

综上所述，尽管在营业部的数量和地域分布方面，国金证券逊于注资前的宏源证券，但在净资本规模、资产质量、盈利能力、成本控制等方面，国金证券较注资前的宏源证券具有优势。综合比较，国金证券的基本面优于宏源证券。

③估值结果

由于国金证券的基本面优于注资前的宏源证券，我们认为，若国金证券为上市公司，则国金证券的市值应不低于宏源证券的市值。按照保守估值的原则，选取宏源证券的估值水平作为国金证券的估值参考。

● 从2000年至2006年注资前，宏源证券的市值波动范围在19.3–87.5亿元之间。宏源证券的市值在19.3亿元时，上证指数处于1181点（2005年7月份）。按照保守的估计，国金证券按照宏源证券最低市值的90%得出合理市值为17.37亿元。

● 上证指数在1181点时，宏源证券的市值为19.3亿元；2006年6月30日，上证指数为1672点。从证券市场所处的位置看，国金证券的合理市值为17.37亿元具有一定的合理性。

（2）绝对估值法

综合考虑国金证券的ROE以及长期增长率的基础上，我们利用（ROE–g）/（COE–g）模型，以及两阶段股权自由现金流模型，对国金证券进行绝对估值，结果显示公司目前的最低估值为16.6亿元。

①ROE/COE估值法

按照国际惯例，证券公司的估值一般用ROE/COE模型，计算公式为（ROE–g）/（COE–g）。其中ROE（净资产收益率）为证券公司的长期ROE水平，g为长期增长率，COE为股权成本率；COE的计算公式为：无风险收益率＋市场风险溢价×贝它值。

A、估值方法基本假设：

● 长期ROE假设：根据国外具有代表性的成熟证券公司最近12年的ROA（总资产收益率）和权益乘数的数据，国外证券公司的长期平均ROA稳定在0.70%；平均权益乘数维持在27倍。长期ROE等于长期ROA与权益乘数的乘积，按照计算公式，国外成数券商的长期平均ROE为19%。作为新兴市场，国内券商的长期平均ROE水平应该在19%之上。从国金证券承诺的业绩看，国金证券今后两年的业务逐步发展，到2008年初具规模，相信2008年之后的长期ROE水平将达到19%之上，但为了保守估计，选取国金证券承诺的2007–2008年平均ROE值16.0%，作为其长期ROE值。

● 长期增长率假设：在模型中，一般以行业的长期增长率作为估值公司的长期增长率。我们假设2020年中国的证券市场化率达到目前新兴国家的水平，2045年中国的证券化率达到目前发达国家的平均水平。按照分阶段预测中国GDP的复合增长率，得出分阶段的证券市场的规模。结果显示，未来40年，证券行业的复合增长率为5%，我们以该数字作为公司的长期增长率水平。

● 无风险收益率假设：在无风险收益率选择上，我们选择十年期国债到期收益率，综合考虑过去8年的历史数据和未来2年预测数据，过去8年的十年期国债到期收益率几何平均值为3.60%，我们预测未来两年CPI为2%，(M1yoy–M2yoy)为–0.02，得到未来两年内十年期国债到期收益率为4.41%。所以我们取（3.60%+4.41%）/2=4.0%作为本报告的无风险利率。其中：

未来两年内十年期国债到期收益率的平均值计算公式：

Rf=0.0301+0.539*CPI–0.162*(M1yoy–M2yoy)

CPI为消费者价格指数，

M1yoy为广义货币增速，

M2yoy为狭义货币增速。

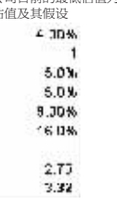
● 市场风险溢价假设。计算各年度股权风险溢价的公式：$ERP_t = Rm_t - R_f$

（其中ERPt代表t期的股权风险溢价，Rmt为t期的投资总收益率，Rf为无风险收益率）。年化股权风险溢价是通过每月的风险溢价几何平均得到。本报告中，我们采用5%作为风险溢价。

B、估值结果

根据上述的估值假设，按照估值模型(ROE–g)/(COE–g)，国金证券合理的估值水平为2.75倍市净率。对应06年公司的每股净资产1.207元，公司的合理价格为3.32元，相当于07年2.32倍市净率，08年1.92倍市净率。则公司目前的最低估值为16.6亿元。

图表1：国金证券估值及其假设



C、情景分析

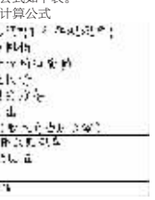
由于估值假设带有一定的主观性，因此，针对以主要估值假设因子的变化对估值做了情景分析如下：

图表2：国金证券估值情景分析

②股权自由现金流估值法

股权自由现金流是支付完所有的利息和本金以及用于维持现有资产和增加新资产的资本支出以后的剩余现金流量。计算公式如下表。

股权自由现金流的计算公式



来源：公司数据

● 按照两阶段股权自由现金流模型估值。即第一阶段，该按照较高速度增长；第二阶段，公司按照较低的稳定增长速度永续增长。估值模型如下：

$$\text{估值} = \sum_{t=1}^{5} PCFE_t \cdot (1+r)^{-t} + P_n \cdot (1+r)^{-5}$$

（其中：PCFEt=预计第t年的股权自由现金流量

Pn=FCFE(n+1)/(r–g)，为超常增长阶段期满时的价值

r=该公司股权投资者要求的收益率，即我们前文中的COE，我们前文计算的结果为9%。）

● 国金证券EBIT增长率假设：

| 年度 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013之后 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | 134.5 | 165.1 | 225.1 | 250.0 | 287.5 | 330.6 | 380.3 | |
| EBIT*(1–33%) | 90.1 | 110.6 | 150.8 | 167.5 | 192.6 | 221.5 | 254.8 | |
| EBIT增长率 | | 22.75% | 36.35% | 11.07% | 14.99% | 15.01% | 15.03% | 5% |

注：未来适用的所得税率假设为33%。

● 国金证券股权自由现金流估值过程：

图表62：国金证券股权自由现金流估值

按照股权自由现金流估值模型，我们得出国金证券的每股价值为3.41元，合理估值水平为17.05亿元。

综合上述的相对估值和绝对估值分析，国金证券的估值水平在16.6–17.37亿元的区间。根据国金证券预测并承诺的06、07、08年业绩，在16.6–17.37亿元的区间内，国金证券市净率（PB）相当于2006年2.75–2.90倍；2007年2.34–2.45倍；2008年1.93–2.02倍；市盈率（PE）相当于2006年18.44–19.30倍，2007年15.09–15.79倍，2008年11.07–11.58倍。

7、国金证券公司价值的评估情况

福州联合资产评估有限责任公司接受委托，出具了《国金证券有限责任公司资产评估报告书》(2006)榕联评字第279号。福州联合资产评估有限责任公司根据国家有关资产评估的规定，本着独立、客观、公正的原则及必要的评估程序，对国金证券有限责任公司的全部股东权益价值进行了评估，得出如下评估结论：在评估基准日2006年6月30日持续经营前提下，国金证券股份有限公司评估前的账面净资产为5,7423.2万元；评估后全部股权价值为16.20亿元至17.35亿元之间。

8、国金证券盈利预测情况

国金证券盈利预测表：

单位：万元

| 项　目 | 2005年实际数 | 2006年预测数 | | | | 2007年预测数 | 2008年预测数 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1–6月已审实现数 | 7–8月未审实现数 | 9–12月预测数 | 合计 | | |
| 一、营业收入 | 7,114.15 | 14,497.99 | 6163.36 | 6436.97 | 27098.33 | 27988.86 | 30753.82 |
| 1、手续费收入 | 5,045.08 | 6,828.55 | 2374.54 | 4772.98 | 13976.07 | 18021.86 | 18167.42 |
| 2、自营证券差价收入 | 44.53 | 5,835.14 | 2956.22 | 440.00 | 9231.37 | 3700.00 | 2500.00 |
| 3、证券发行差价收入 | | 304.30 | 1.55 | 190.00 | 495.85 | 1750.00 | 4100.00 |
| 4、受托投资管理收益 | | | | | | 350.00 | 975.00 |
| 5、利息收入 | | | | | | | |
| 6、金融企业往来收入 | 1,508.63 | 834.45 | 369.72 | 503.99 | 1708.16 | 1944.00 | 2138.40 |
| 7、买入返售证券收入 | | | | | | | |
| 8、其他业务收入 | 518.01 | 703.01 | 465.06 | 530.00 | 1698.08 | 2223.00 | 2873.00 |
| 9、汇兑收益 | –2.10 | –7.47 | –3.73 | | –11.20 | | |
| 二、营业支出 | 7,005.41 | 5,114.54 | 1981.89 | 5881.90 | 12978.34 | 16542.66 | 21033.41 |
| 1、手续费支出 | 532.17 | 683.40 | 237.97 | 486.92 | 1408.29 | 1838.51 | 1853.36 |
| 2、利息支出 | 509.81 | 285.80 | 126.17 | 223.99 | 635.96 | 864.00 | 950.40 |
| 3、金融企业往来支出 | | | 0.06 | | 0.06 | | |
| 4、卖出回购证券支出 | | | | | | | |
| 5、营业费用 | 5,661.83 | 3,371.57 | 1283.71 | 4863.67 | 9518.95 | 12332.00 | 16568.39 |
| 6、其他业务支出 | 10.63 | 31.80 | 16.52 | 0.40 | 48.71 | 50.00 | 50.00 |
| 7、营业税金及附加 | 290.98 | 741.97 | 317.46 | 306.92 | 1366.36 | 1458.16 | 1611.25 |
| 三、投资收益 | 752.43 | 2.79 | 72.64 | 504.00 | 579.43 | 7058.77 | 16398.76 |
| 四、营业利润 | 861.17 | 9,386.25 | 4254.11 | 1059.07 | 14699.42 | 18504.97 | 26119.17 |
| 加：营业外收入 | 11.55 | 15.07 | 2.60 | | 17.67 | | |
| 减：营业外支出 | 30.80 | 0.91 | 0.41 | | 1.32 | | |
| 五、利润总额 | 841.92 | 9,400.40 | 4256.29 | 1059.07 | 14715.76 | 18504.97 | 26119.17 |
| 减：资产减值损失 | | | 11.43 | | 11.43 | | |
| 六、扣除资产损失后的利润总额 | 841.92 | 9,400.40 | 4244.86 | 1059.07 | 14704.33 | 18504.97 | 26119.17 |
| 减：所得税 | 663.69 | 3,372.25 | 1268.28 | 1049.49 | 5690.02 | 7446.77 | 10930.73 |
| 少数股东损益 | | | | | | | |
| 七、净利润 | 178.23 | 6,028.16 | 2976.58 | 9.57 | 9014.31 | 11058.20 | 15188.45 |

9、九芝堂集团对国金证券的业绩承诺

为切实保障上市公司现有股东利益，九芝堂集团承诺：按照现行及未来适用的企业会计准则，扣除因收购其他证券公司或证券经营类资产所产生损益，若国金证券在2006年度、2007年度、2008年度未实现盈利预测报告所披露净利润90,143,085.79元、110,581,967.92元和151,884,466.70元，则对于该三年合计实际净利润与合计预测净利润的差额部分，由九芝堂集团以现金方式补足。

为了保证业绩承诺能得到履行，九芝堂集团在其出具的业绩承诺函中承诺：

"在业绩承诺得到有效履行之前，九芝堂集团所持有的成都建投股份不得转让与上市流通。"

10、本次交易拟置入资产的有关法律意见

本次交易法律顾问金杜认为：九芝堂集团、湖南浦金及舒卡股份所持有的国金证券股权不存在冻结、质押或其他第三者权利的情形，该等股权产权清晰。

九芝堂集团、湖南浦金及舒卡股份已经根据《公司法》和其公司章程的规定就拟转让国金证券股权事宜得到了国金证券其他股东放弃同等条件下的优先购买权的同意函。

五、本次交易的有关协议的主要内容

（一）《资产置换协议》

本公司与九芝堂集团、湖南浦金和舒卡股份已于2006年10月8日签署了《资产置换协议》。九芝堂集团股东会于2006年10月7日批准了本次交易，湖南浦金股东会于2006年10月7日批准了本次交易，舒卡股份董事会已批准了本次交易。

《资产置换协议》的主要内容如下：

1、交易价格及定价依据

（1）拟置出资产的定价原则和交易价格

根据四川华衡出具的川华衡评报〔2006〕122号《资产评估报告书》，本次拟置出资产的资产总额账面值为40,943.18万元，负债总额账面值为21,158.03万元，净资产账面值为19,785.15万元，净资产评估价值为22,224.17万元。协议各方同意以此作为定价依据，并考虑评估基准日至置出资产交割日期间置出资产发生的损益，经协商作价为上述评估值22,224.17万元加评估基准日至置出资产交割日期间置出资产发生的期间损益。

（2）国金证券51.76%股权的定价原则和价格

参考红塔证券出具的《国金证券估值报告》，国金证券的整体价值在16.6—17.37亿元之间。经交易各方协商确定，国金证券整体价值作价12.8亿元，相当于合理市场估值下限的77.11%。本次拟置入的国金证券51.76%的股权作价6.62528亿元。

2、支付方式

（1）成都建投将现有全部资产及负债转让给九芝堂集团、湖南浦金和舒卡股份，九芝堂集团承接全部置出资产；

（2）九芝堂集团、湖南浦金和舒卡股份以其合法持有的国金证券51.76%的股权作为置入资产转让给成都建投；

（3）成都建投与九芝堂集团、湖南浦金和舒卡股份进行本次置换的差额由成都建投发行不超过7500万股股份予以支付，每股价格6.44元。

3、本次资产置换行为的生效条件

《资产置换协议》自各方签署之日起成立，在下列条件全部成就之日起生效：

（1）国务院国资委批准成都市国资委向九芝堂集团转让其持有成都建投47.17%的股份。

（2）证监会批准本次交易中九芝堂集团及其一致行动人收购成都建投，并豁免要约收购。

（3）成都建投董事会、股东大会审议通过本次资产置换方案，成都建投相关股东会议审议通过股权分置改革方案。

4、交易标的的交割

（1）置出资产交割日

协议各方同意，置出资产由锦城投资在置出资产交割日直接从成都建投接收。

协议各方承诺，在本协议生效后将根据置出资产的具体情况协商确定交割日，但该交割日最迟不得晚于本协议生效后的第90日。各方应负责办理各项资产和负债的移交给锦城投资的手续，其中，置出资产中涉及股权、土地、房屋及其他应当依法办理过户登记或变更权属证明的，各方应当负责办理相关过户及权属证明的变更手续。

在置出资产交割日前，成都建投应就置出资产及负债另行编制资产、负债的移交清册，并经锦城投资确认。

（2）置入资产交割日

协议各方同意，自本协议生效后10日内（遇节假日顺延），协议各方的授权代表共同依法办理置入股权的登记过户手续。

5、过渡期损益安排

协议各方同意，自本《资产置换协议》签署之日至交割完成之日为过渡期。

（1）鉴于置入股权的定价依据为国金证券市值的合理估价，各方同意，不再根据置入股权的期间损益调整置入股权的置换作价。

（2）鉴于置出资产的结算作价已考虑评估基准日至置出资产交割日期间置出资产发生的损益，各方同意根据评估值22,224.17万元加评估基准日至置出资产交割日期间置出资产发生的期间损益调整结算作价金额。

6、置出资产所涉及的债权债务和人员安置

根据《资产置换协议》，该协议各方对置出资产涉及的债权债务处置作出以下约定：

（1）成都建投的置出资产中所涉及的债权债务（包括置出资产涉及的所有合同的权利义务及或有负债），由锦城投资承继。成都建投应就置出资产所涉及的债权的转移履行通知债务人的义务；并就置出资产所涉及的债务的转移及时争取获得债权人的书面同意。对于债权、债务的转移如需对相关合同的主体进行变更的，成都建投应积极与该等合同的相对方进行协商并及时变更。

（2）对于在《置出资产评估报告》之外，置出资产交割日之前新发生的债务，成都建投应积极争取在置出资产交割日之前予以偿还，在置出资产交割日之前无法偿还的债务，成都建投应当按照本条第（1）款的约定履行相关义务。

（3）除相关债权人已明确同意转移到锦城投资的债务，成都建投截止到置入资产交割日的其余债务（包括或有负债），由锦城投资负责向相关债权人进行清偿。当债权人向成都建投主张债权时，由锦城投资代成都建投进行偿还；如果成都建投已先行偿还，锦城投资应将成都建投已偿还部分和成都建投因此支付的偿债费用支付给成都建投。同时，城投集团对锦城投资的上述债务偿还义务承担连带保证责任。

金杜认为，上述置出资产涉及的债权债务的转移程序符合法律法规的规定；债权人未同意置出的债务的上述解决方案合法有效，并且不会导致成都建投承担重大的潜在债务风险。

根据《资产置换协议》，该协议各方对置出资产涉及的置出资产涉及的人员安置方案作出以下约定：

根据"人员随资产走"的原则，在《资产置换协议》生效后，与成都建投置出资产相关的员工进入锦城投资，并由其进行安置，包括但不限于依法与员工重新签订劳动合同，为员工办理各项社会保险以及其他依法应向员工提供的福利等。

金杜认为，本次置出资产涉及的人员安置方案符合相关法律法规的规定，其实施不存在法律障碍。

7、国金证券本次交易完成日前剩余未分配利润的处理原则

九芝堂集团和湖南浦金承诺："九芝堂集团和湖南浦金保证，自该《资产置换协议》签署之日起至置入股权过户至成都建投名下之日期间，不提议、不支持国金证券有限责任公司的任何利润分配议案，自置入股权过户至成都建投名下之日起，成都建投享有置入股权所对应的国金证券有限责任公司未分配利润的分配权利。

九芝堂集团和湖南浦金保证，若违反上述承诺内容，将按照《资产置换协议》中有关违约条款的规定，承担违约责任并向贵公司赔偿损失。"

8、关于《资产置换协议》的法律意见

金杜认为，《资产置换协议书》对本次资产置换相关各方的权利和义务、置出资产和置入股权的作价依据、交割期限、协议生效条件、债权债务的处理、人员安置方案、过渡期安排、违约责任、协议的变更与解除等内容作出明确约定，同时亦规定了信息披露相关事宜。未发现该等协议存在违反法律、法规以及损害成都建投中小股东合法权益的内容。在有关生效条件满足后，上述协议即构成对该协议各方具有法律拘束力的法律文件。

六、非公开发行股票的预案

2006年10月11日，公司第六届董事会二十七次会议表决通过了向九芝堂集团、湖南浦金和舒卡股份定向发行股票的相关议案，并提交公司临时股东大会审议表决。有关本次非公开发行股票的事项如下：

1、发行股票的类型：人民币普通股（A股）

2、股票面值：1元/股

3、发行股票数量：不超过7500万股

4、发行股票价格：本次董事会会议召开日前二十个交易日成都建投股票均价，即6.44元/股

5、发行股票对象：九芝堂集团、湖南浦金、舒卡股份

6、发行股票的锁定期：九芝堂集团及湖南浦金认购的本次发行的股票，自发行结束之日起三十六个月内不得转让；舒卡股份认购的本次发行的股票，自发行结束之日起十二个月内不得转让。

7、发行及认购方式：非公开发行，以国金证券的股权认购

8、发行股票拟上市地点：上海证券交易所

9、新增股份的上市日程安排待与证监会、上交所、中国证券登记有限责任公司上海分公司协商后确定。

公司本次向九芝堂集团、湖南浦金、舒卡股份非公开发行股票及重大资产置换的方案尚需经公司股东大会通过和证监会核准。

金杜认为，成都建投本次非公开发行股票的方案符合法律、行政法规的规定。

七、与本次交易有关的其他安排

在上述重大资产置换暨非公开发行股票收购国金证券控股权的同时，成都建投实施股权分置改革。成都建投的股权分置改革与本次交易相结合，互为前提，并以重大资产置换暨非公开发行股票收购国金证券控股权的方式执行对价安排。

八、国金证券整体上市计划

（一）国金证券整体上市计划方案

国金证券作为一个公司整体，其公司价值是唯一的，只是会因经营管理及市场环境变化等原因存在时高时低的情况。成都建投持有的国金证券股权价值与其他股东持有股权价值具有相同的判断基础，成都建投未来将基于此，并考虑到上市流通等客观因素，向国金证券其他股东非公开发行新股实现吸收合并(假设国金证券未进入成都建投的股权价值按照九折作价)。

非公开发行新股吸收合并方案如下：

假设：

● $O_1$为成都建投吸收合并国金证券方案实施前的公司股票数量；

● P为成都建投吸收合并国金证券方案公告前一定时期内的市场均价；

● R为成都建投吸收合并国金证券方案实施前持有国金证券的股权比例；

● $O_2$为成都建投吸收合并国金证券非公开发行的新股数量。

则，成都建投向国金证券其他股东非公开发行的新股数量预计为：

$$O_2 = \frac{P \times \frac{1-R}{5} \times O_1 + P \times \frac{(1-R)}{2} \times O_1}{6.44}$$

（二）九芝堂集团对于国金证券未来实现整体上市的承诺

九芝堂集团在本次《股权分置改革说明书》中郑重承诺：在本次股权分置改革成功完成后，自有关法规政策允许成都建投申请发行新股（或可转换公司债券）之日起《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》证监公司字[2001]105号文第十三条规定："上市公司实施重大购买、出售、置换资产后申请发行新股或可转换债券，距本次交易完成的时间间隔应当不少于一个完整会计年度。")十八个月内，由九芝堂集团负责协调成都建投及国金证券其他股东，通过整体收购或吸收合并方式实现国金证券整体上市。

若该承诺期满，国金证券整体上市方案未经过成都建投股东大会表决通过，则由九芝堂集团向在追加对价股权登记日，除九芝堂集团、湖南浦金之外的持有本公司股份的所有股东追送股份一次，总计137.5万股。在成都建投实施送股、资本公积金转增股份、全体股东按相同比例缩股等不影响股东之间股权比例的变更事项后，追加对价股份总数相应调整；在成都建投实施增发、配股、可转换债券转股等影响股东之间股权比例的变更事项后，追加对价股份总数不做调整。

本次追加对价安排在触发追送条款后即执行，执行后此承诺自动失效。

（三）国金证券未来整体上市涉及的业务资格及经营牌照变更事宜

本次交易是国金证券整体上市计划的第一步，本次交易完成后，成都建投将控股国金证券。对于本次未置入成都建投的国金证券48.24%股权，九芝堂集团负责协调国金证券其他股东，按照同股同价的基本原则，将所持有的国金证券的股权置换为成都建投非公开发行的新股，成都建投也同意通过吸收合并的方式实现国金证券的整体上市。届时，现国金证券有限责任公司将注销，国金证券的所有证券经营业务资格及经营牌照在获得证监会等相关主管部门批准后，将全部由成都建投承接，成都建投将变更为一家主营业务为证券经营的上市公司。

（四）国金证券其他未上市股东关于整体上市的意见

国金证券所有股东都十分积极支持国金证券分步实施整体上市计划。其他未在本次收购中上市的股东，理解并愿意在二次整体上市时通过合并上市。关于国金证券51.76%的股权本次通过资产置换转让给成都建投的事宜，国金证券于2006年10月25日召开了临时股东会，全体股东一致同意，并放弃了本次资产置换转让国金证券51.76%的股权的优先购买权。

此外，国金证券三分之二以上的股东同意通即可过国金证券由有限责任公司变更为股份有限公司，三分之二以上的股东同意即可通过与成都建投的吸收合并议案，最终实现国金证券整体上市。

综上所述，国金证券其他未上市股东实现整体上市的计划切实可行。

九、本次交易过程中的信息披露

在本次交易方案报批以及实施过程中，公司将根据有关规定，及时、完整的披露相关信息，严格履行法定信息披露义务。

## 第五节 国金证券的业务情况

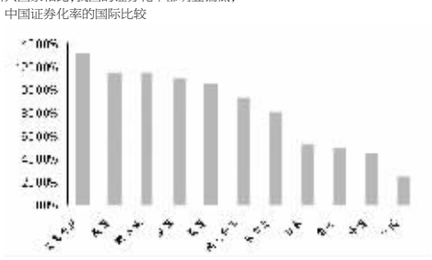
一、我国证券业的基本情况

(一)证券市场发展概况

我国证券市场经过十几年的发展，取得了举世瞩目的成绩。截至2006年6月30日，我国证券市场共有上市公司1,362家，总市值约为44,200.17亿元，投资者开户数量达到7,525.02万户；证券中介机构和机构投资者也不断增加，全国共有119家证券公司，3,075家证券营业部；证券投资基金规模达到5,715亿元。我国证券市场在改善融资结构、优化资源配置、促进经济发展等方面发挥了十分重要的作用，已经成为我国社会主义市场经济体系的重要组成部分。

但是我国证券市场与国外市场相比，发展程度还是很低的。首先，我国的证券化率（证券市场规模与GDP比值）——衡量一个国家证券市场发达程度的重要指标，2005年仅为24.9%，而同期主要发达国家的证券化率基本维持在100%以上，其他新兴国家的证券化率也超过了50%以上，无论与发达国家还是与新兴国家相比，我国的证券化率都明显偏低，

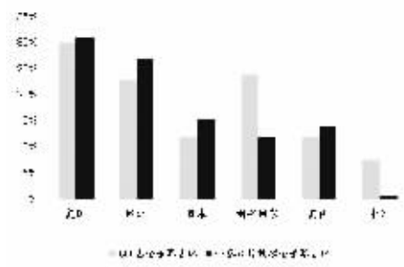
中国证券化率的国际比较



来源：CEIC

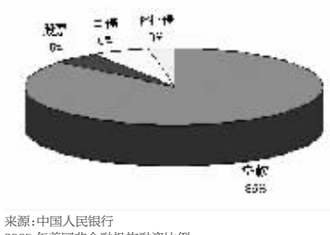
其次，我国证券市场的发展程度与我国GDP的发展程度也是极不相称的。2005年，中国GDP占全球GDP总量的7.1%，而证券市场的规模仅占全球证券市场规模的0.3%，远远低于GDP的发展水平。而与之相比的是，主要发达国家及其他新兴国家证券市场的规模占全球市场的比例均大于其GDP占全球GDP的比例。因此，与我国GDP的高速增长相比，我国证券市场的发展明显滞后于国民经济的发展程度。

中国证券市场规模、中国GDP分别与全球总量的比较图



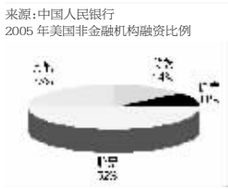
再次，目前我国企业仍然以间接融资为最主要的融资手段：近三年内，中国非金融机构融资的86%来自于银行贷款，5%来自于股票融资，证券市场还未成为主要的融资手段。

近三年中国非金融机构融资比例

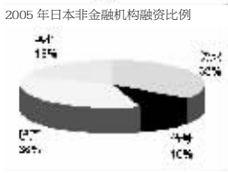


来源：中国人民银行

2005年美国非金融机构融资比例



2005年日本非金融机构融资比例



来源：CEIC

图表数据说明：图中"股票"系指企业通过证券市场的全部融资行为所取得资金，该等融资行为包括但不限于IPO、增发融资等融资活动。

(二)中国证券公司概况

1、中国证券公司的规模及盈利状况

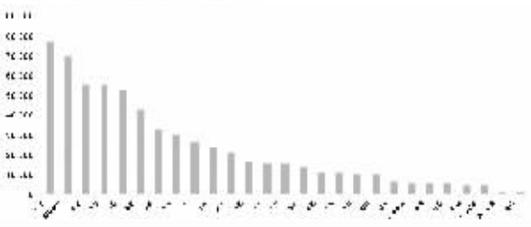
证券公司为筹资者发行证券和投资者买卖证券提供中介代理服务，是证券市场中最核心、最重要的中介机构。《证券法》实施以后，根据分业经营的原则，信托投资公司等证券兼营机构已退出证券业，进一步加快了证券公司的专业化发展速度。截至2006年6月30日，国内注册有119家证券公司，总注册资本金为1233.80亿元。

2005年以前，由于我国证券市场存在股权分置、上市公司治理结构混乱等问题，整个证券市场自2002年以来呈现下滑的态势，证券行业出现了连续4年亏损。

2005年随着上市公司股权分置改革及上市公司治理的加强，证券市场逐步好转，呈现了高速增长的态势，截至2006年10月31日，上证指数已从最低时2005年6月的998点上涨到1838点。

随着证券市场的复苏和逐步好转，证券公司的经纪、自营、投资银行等传统业务出现了爆发性增长。2006年上半年，全国创新类和规范类证券公司的净利润合计已达62.47亿元。2006年全年证券市场股票融资总额将超过1600亿元。

2006上半年创新类和规范类证券公司盈利情况



我国证券公司在2006年获得了相当不错的业绩表现，但是和国外证券公司相比，我国证券公司的收入集中来源于易受市场波动影响的经纪业务和自营业务。在低风险业务方面，我国证券公司经历了市场前期坎坷的发展磨练后，仍缺乏足够的资金实力、运作能力以及相应的研究支持。而高水平的国际投资银行经过长时间的发展，不同公司的业务模式已经比较稳定，但总体而言其各自的收入结构中，低风险的利息收入和资产管理收入均占到较高的比重。（详见下页图表）。

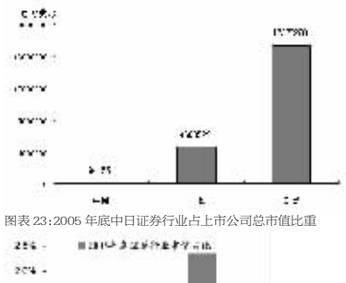
证券公司盈利模式比较

我国证券公司在业务方面与国外证券公司相比，还有很多不足，但是2006年以来，集合理财产品、权证创设、资产证券化等创新业务开始启动，这些业务为改善证券公司的盈利模式创造了条件，且正在逐渐改变我国证券公司的业务构成、利润来源和抗风险能力。

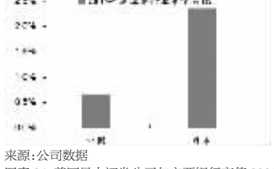
2、中国证券行业的上市规模及国际比较

我国上市证券公司的总市值仅相当于日本上市证券公司总市值的2%、美国上市证券公司总市值的0.54%，与此同时中国证券市场总市值比也较小。在海外成熟市场，一流证券公司市值一般可以超过以传统存贷款业务为主的中型商业银行，而我国不仅上市证券公司较少，在综合实力和公司市值方面与商业银行还存在很大的差距。

图表22：中美日上市证券公司总市值2006年11月对比

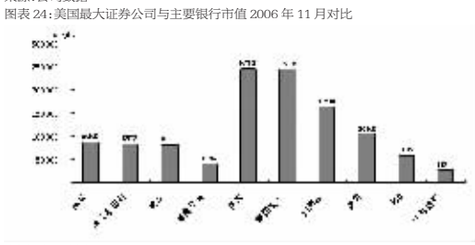


图表23：2005年底中日证券行业占上市公司总市值比重



来源：公司数据

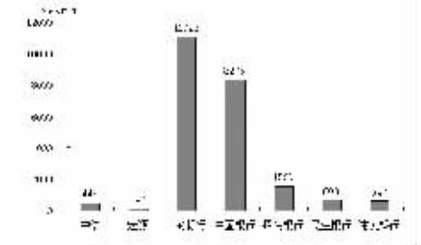
图表24：美国最大证券公司与主要银行市值2006年11月对比



来源：公司数据

说明：花旗、美国银行及JP摩根均属于混业经营，除传统商业银行的业务外，还有投资银行等业务。

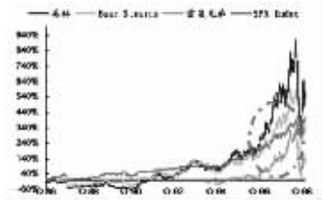
图表25：中国上市证券公司与商业银行市值2006年11月对比



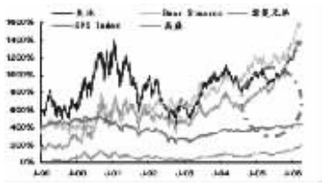
来源：公司数据

目前我国证券市场正处在一个高速增长的阶段，从国外证券公司在市场高速增长阶段的股价表现来看，我国证券行业有望取得比其他行业更好的市场认同度和更大的发展。

图表26：美国主要证券公司86–98年相对大盘走势



图表27：美国主要证券公司99–06年相对大盘走势



来源：BloomBerg，公司数据

上述数据表明，一方面我国证券行业发展程度较低，与证券市场的发展规模不相吻合；另一方面，也证明我国证券行业具有巨大的发展空间。

(三)我国证券公司的监管体系

中国证监会行使对证券公司的管理职能，具体的监管体制分为两个层次：

1、中国证监会作为国务院证券监督管理机构，依法对全国证券市场实行集中统一的监督管理。其中对证券公司的监管主要体现在以下几个方面：

(1)市场准入管制

根据《证券法》第一百二十二条"设立证券公司，必须经国务院证券监督管理机构审查批准。未经国务院证券监督管理机构批准，任何单位和个人不得经营证券业务。"

在中国，市场准入管制不仅包括国务院证券监督管理机构审查批准，也包括对其他金融机构如商业银行、信托投资公司等是否可经营证券业务，证券公司可否经营生产和销售其他金融产品，以及对证券公司中的创新类证券公司、规范类证券公司的政策区别对待。

(2)严格监管证券公司业务

我国证券公司从事承销、自营、资产管理以及经纪业务都受到国家诸多法律法规的监管。除《证券法》外，还有《上市公司证券发行管理办法》和《证券发行与承销管理办法》等众多法规和政策文件对证券公司业务进行约束，这些法律、法规和规定对证券公司从事各种业务的资格、程序、责任及处罚措施等都做了比较详细的规定，是证券公司开展业务的基本规范。

(3)严格规定对证券公司的风险监控措施

《证券法》、《证券公司风险控制指标管理办法》等法律法规对证券公司的财务风险指标和日常监督检查作了严格的规定。如证券公司净资本与负债的比例不得低于8%，流动资产与流动负债比例不得低于100%等。《证券经营机构高级管理人员任职资格管理暂行办法》和《证券业从业人员资格管理暂行规定》对证券公司高级管理人员的任职资格和业务人员的从业资格做了详细规定。

2、中国证券协会和证券交易所等行业自律组织对会员实施自律管理。

我国《证券法》和《证券交易所管理办法》(2001年修订)分别赋予了中国证券业协会、证券交易所对证券公司会员的监管责任，它们作为行业自律组织，可以使会员更好地遵循法律法规及职业道德准则，降低政府监管成本，同时自律组织又代表会员利益，在一定程度上可以减少政府监管的失误。行业自律监管是我国集中监管体制的有效补充。

二、影响行业发展的有利和不利因素

(一)有利因素

1、明确的国民经济发展规划和产业政策导向

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年计划的建议》提出要加快金融体制改革，要求"推进国有金融企业的股份制改造，深化政策性银行改革，稳步发展多种所有制的中小金融企业"，"完善金融机构的公司治理结构，加强内控机制建设，提高金融企业的资产质量、盈利能力水平"；在市场建设方面提出"稳步推进金融业综合经营试点"，"积极发展股票、债券等资本市场，加强基础性制度建设，建立多层次市场体系，完善市场功能，提高直接融资比重"；在市场制度建设方面提出"健全金融市场的登记、托管、交易、清算系统"，"完善金融监管体制，强化资本充足率约束，防范和化解金融风险"，"规范金融机构市场退出机制，建立相应的存款保险、投资者保护和保险保障制度"。在此政策背景下，证券市场在为国民经济发展服务的同时，自身也将得到长足的发展。

2、广阔的证券市场发展空间

中国经济保持稳定高速增长，GDP年增速连续多年稳定在9%以上，从而为国内证券业提供了广阔的发展空间和充足的业务机会。并且我国的证券化比率远低于美国等市场经济发达国家以及东南亚新兴工业化国家和地区的水平，随着我国经济的高速增长以及直接融资比重的提高，我国的证券化比率将有进一步提高的可能。

3、企业巨大的融资需求

未来10年内中国将需要大量的资金来保持至少7%的经济增长速度，仅固定资产投资一项就需要大约6万亿美元，其中至少有5000亿美元的资金来自境内和境外的资本市场。除固定投资外，国有企业改革、充实企业资本金，基础建设等也都需要大量的资金支持，资本市场将成为企业重要的资金供给来源，这些都将为证券业带来充足的业务机会。

(二)不利因素

1、人才缺乏

最近十年来，我国证券市场得到了飞速的发展，证券公司人才一直处于短缺状态。各证券公司普遍存在业务人员素质参差不齐，人员流动性大的现象。虽然各证券公司陆续引进了一些高学历人才，但他们的专业知识还有待于随着证券市场的发展不断充实调整，证券业内掌握现代金融工程知识的专业人才还不多，这些都限制了我国证券市场的金融创新和新产品开发。

2、对外开放

我国已成功加入WTO，将严格履行有关金融业逐步对外开放的承诺。证券业人才、大客户和金融创新将是国际证券公司与国内证券公司的主要竞争领域，基金、资产管理和并购等业务将是竞争焦点。

3、我国证券公司资本规模偏小，抵御市场风险的能力较弱

目前，我国证券公司的注册资本整体来看规模偏小，截至2006年6月30日，我国创新类证券公司平均净资产为23.4亿元，平均净资本仅为18.5亿元，与外国大型证券公司动辄上百亿美元的净资产相比，我国证券公司资本规模偏小，难