

西南证券有限责任公司

关于

清华同方股份有限公司
股权分置改革

之

保荐意见书



保荐机构

西南证券有限责任公司

重要提示

西南证券接受清华同方股份有限公司董事会的委托,担任清华同方股权分置改革的保荐机构。本保荐机构的职责是:协助制定改革方案;对改革方案有关事宜进行尽职调查;对改革方案有关文件进行核查验证;出具保荐意见书;对非流通股股东执行对价安排、履行承诺事项的能力发表意见;指导、协助股东进行沟通工作;协调平衡股东利益;协助实施改革方案;对相关当事人履行承诺义务进行持续督导;指导、督促相关当事人履行信息披露义务。本保荐意见根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》、《上市公司股权分置改革管理办法》、《上市公司股权分置改革业务操作指引》、《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》、《上市公司股权分置改革保荐工作指引》等相关法律、法规、规章的要求出具。

有关本次方案相关事项的详情载于清华同方董事会发布的关于本次股权分置改革的公告中。本保荐机构提请清华同方的全体股东和广大投资者认真阅读清华同方董事会公告。本保荐机构提请投资者注意,本保荐意见不构成对清华同方的任何投资建议,对投资者依据本保荐意见所作出的任何投资决策可能产生的风险,本保荐机构不承担任何责任。

保荐机构声明

1、本保荐意见书所依据的文件、材料由清华同方及其非流通股股东等参与方提供。有关资料提供方已对本保荐机构做出承诺：其所提供的为出具本保荐意见书所依据的所有文件、资料、意见、承诺均真实、准确、完整、合法、及时，不存在任何可能导致本保荐意见书失实或产生误导的虚假记载、重大遗漏及误导性陈述，并对其提供资料的合法性、真实性、准确性和完整性承担全部责任。

2、本保荐意见书是基于股权分置改革各方均按照本次股权分置改革方案全面履行其所负责任的假设而提出的，任何方案的调整或修改均可能使本保荐机构所发表的保荐意见书失效，除非本保荐机构补充和修改本保荐意见书。

3、本保荐机构及保荐代表人保证本保荐意见书不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

4、本保荐机构在本保荐意见书中对非流通股股东为其所持有的非流通股股份取得流通权而向流通股股东对价安排的合理性进行了评估，但上述评估仅供投资者参考，本保荐机构不对投资者据此行事产生的任何后果或损失承担责任。

5、本保荐机构保证所指定的保荐代表人及本保荐机构的相关人员已勤勉尽责，对关于本次股权分置改革的公开披露文件进行了尽职调查、审慎核查。

6、本保荐机构保证对清华同方提供的专业服务和出具的专业意见符合法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范。

释义

清华同方/股份公司/公司	指	清华同方股份有限公司
控股股东/清华控股	指	清华控股有限公司
非流通股股东	指	指本方案实施前，所持清华同方的股份尚未在交易所公开交易的股东，包括清华控股有限公司、泰豪集团有限公司、北京沃斯太酒店设备安装公司、北京首都创业集团有限公司和北京实创高科技发展总公司五家法人股的股东
流通股股东	指	本方案实施前，持有清华同方流通股的股东
相关股东会议	指	为清华同方股份有限公司股权分置改革而召开的A股市场相关股东会议
中国证监会/证监会	指	中国证券监督管理委员会
证券交易所/上交所	指	上海证券交易所
董事会	指	清华同方股份有限公司董事会
保荐机构/西南证券	指	西南证券有限责任公司
登记结算机构	指	中国证券登记结算公司
公告日	指	本保荐意见书公告之日
本方案	指	本次清华同方股份有限公司解决股权分置的方案
元	指	除特别注明外，均指人民币元

一、清华同方规范运作情况

本保荐机构根据清华同方股份有限公司已披露的公开信息进行核查：截至本保荐意见书出具之日，公司不存在相关当事人涉嫌利用公司本次股改信息进行内幕交易的情况；公司不存在公司股票交易涉嫌市场操纵或涉嫌被机构或者个人非法集中持有且风险尚未消除的情况；公司不存在公司控股股东涉嫌侵占公司利益正在被立案调查的情况。

二、非流通股股东权属争议、质押、冻结情况及上述情况对改革方案实施的影响

截至本保荐意见书公告之日，清华同方共有五家非流通股股东，持股情况如下：

股东名称	持股数（股）	占总股本数	股份性质
清华控股有限公司	289,625,244	50.40%	国有股
泰豪集团有限公司	5,978,259	1.04%	法人股
北京沃斯太酒店设备安装公司	1,992,753	0.35%	法人股
北京首都创业集团有限公司	1,992,753	0.35%	法人股
北京实创高科技发展总公司	1,992,753	0.35%	法人股
合计	301,581,762	52.48%	—

根据中国登记结算公司上海分公司的查询结果显示，截至 2005 年 12 月 20 日，清华同方非流通股股东泰豪集团有限公司所持有的 5,978,259 股公司非流通股份被质押，除此之外，上述清华同方非流通股股东持有的清华同方非流通股股份无被质押或者冻结等股权受限情形，其持有清华同方的股份不存在权属争议。

泰豪集团有限公司已承诺：在股权分置改革相关股东会议网络投票日之前（不含当日）将办理完毕用于支付对价部分的股权解质押手续，保证股权分置改革方案的顺利实施。

三、实施改革方案对公司流通股股东权益影响的评价

(一) 本次股权分置改革方案设计的原则

1、符合《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(国发[2004]3号)、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》、《上市公司股权分置改革管理办法》以及其他现行法律、法规的要求。

2、承认在股权分置市场中的股票价格受部分股票不流通的特定因素影响，非流通股获得流通权需要由非流通股股东向流通股股东支付一定的对价。

3、遵循“公平、公正、公开”的原则，兼顾非流通股股东和流通股股东利益，并考虑非流通股股东承受能力及对上市公司控制权的要求。

4、减少股价波动，维护市场稳定和发展。

(二) 清华同方股权分置改革基本方案

1、方式：清华同方股权分置改革将采用非流通股股东向全体流通股股东送股的形式。送股数量为本方案实施的股权登记日登记在册的全体流通股股东，每持有10股流通股获得3.66股股份。股权分置改革方案实施后首个交易日，公司非流通股股东持有的原非流通股份即获得上市流通权。

2、支付对象：方案实施股权登记日下午收市时在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的公司全体流通股股东。

3、支付股份总数：99,929,176股。

4、获付比例：流通股股东持有的每10股流通股获得3.66股股份。

5、相关股东会议股权登记日：2006年1月11日

6、支付股份的股权登记日：待本次股权分置改革方案获得相关股东会议批准后公司将发布《股权分置改革实施公告》，公布支付股份的股权登记日。

7、全体非流通股股东将遵守相关法律、法规和规章的规定，履行相关法定承诺义务。

(三) 对价标准的制定依据

保荐机构在综合考虑公司的基本面和全体股东的即期利益和未来利益的基础上，按照有利于公司发展和市场稳定的原则，提出合理测算对价安排水平的分析意见：

在股权分置的市场环境下，由于非流通股不能上市流通，相对于流通股存在流动性折价，相反流通股存在流动性溢价。股权分置改革完成后，由于所有的股份均具有流通性，原流通股的溢价和原非流通股的折价同时消失，所有股份具有相同的价格，因此，非流通股股东需要向流通股股东履行对价安排。清华同方的非流通股股东以所持股份来履行对价安排。

1、对价计算公式

在综合考虑公司的基本面及全体股东的即期利益和未来利益的基础上，按照有利于公司发展和市场稳定的原则，提出合理测算对价安排水平的分析意见：

在股权分置的市场环境下，由于非流通股不能上市流通，相对于流通股存在流动性折价，相反流通股存在流动性溢价。股权分置改革完成后，由于所有的股份均具有流通性，原流通股的溢价和原非流通股的折价同时消失，所有股份具有相同的价格，因此，非流通股股东需要向流通股股东履行对价安排。清华同方的非流通股股东以所持股份来履行对价安排。

(1) 对价计算公式

清华同方对价方案制定的基本原则是“价值不变原则”：股权分置改革完成后，非流通股股东和流通股股东均不发生损失，即改革前后非流通股价值、流通股价值不变，公司总价值不变。

上述对价方案制定的基本原则可以通过公式表达如下：

$$(F-B) \times Px = F \times W \dots\dots\dots \text{公式 (1)}$$

$$(L+B) \times Px = L \times P \dots\dots\dots \text{公式 (2)}$$

B=对价安排，即非流通股股东向流通股股东履行对价安排的股份数量；

F=非流通股数，L=流通股数；

P=改革前流通股的每股价格，可取一定时期内的平均成交价；

W=股权分置时非流通股每股理论价格， $W=N \times P$ （N为改革前非流通股每股价值相对于流通股市价的折扣比例）；

Px=改革股权分置后股票的理论价格；

根据公式（1）、（2），计算得非流通股股东支付的对价股份数量为：

$$B = \frac{F \times (P - P \times N)}{F \times (N \times P) + L \times P} \times L$$

换算成向非流通股股东向流通股股东每股流通股送股数（即上式除以流通股数量L）为：

$$B1 = \frac{F \times (1 - N)}{F \times N + L} \quad (\text{即对价公式})$$

（2）折扣比例 N 的确定及计算

由于非流通股不能上市流通，存在一定的流动性折价，如何确定改革前非流通股的理论价值是最为关键的因素，即确定折扣比例 N。我们参考了美国这一成熟市场长期以来总结出的关于非流通股对流通股折价比例的评估标准。

在美国，上市公司也存在类似于我国股权分置的现象。相关法规既允许股份公司通过 SEC 注册登记公开性公众发行股票，也允许公司向“合格投资者”定向发行私募股票；后者可以申请在一段时期后注册上市，也可能永远不上市流通，也被称作“流通权受限”股票。在大多数情况下两类股东的权益除流通权外并无区别。通常同一家公司的普通流通股价值明显高于私募股的价值，这种差异（折扣）反映的就是两种股票在流通性上的区别，也就是流通性的价值。

对于流通性受限的私募股到底应当给予多少流通性折扣，目前并没有正式规定。但是从实证分析和法庭案例两方面可以得出符合市场预期的基本水平。自 1970 年代以来，美国的金融学者、机构、监管部门先后进行过十多次实证分析，采集的样本涉及纽约证交所、美国证交所、OTC（柜台交易市场）以及 Nasdaq 市场等各个板块，涵盖了各种规模的公司，跨越了近 40 年的时间周期，得出的平均折价率基本上在 30%-35%之间。

除了实证研究结果，法院案例中对折价率的认定也是具有重要参考意义。在美国众多涉及上市公司的诉讼中，法院常常需要对流动性受限的股权折价做出判断并说明依据，审判结果也常常在不同场合被市场分析人士引用。尽管案例之间存在差异，法庭通常认可的折价率在 25%-33%之间，近年来还出现庭审折价率上升的趋势。

综上所述，成熟资本市场非流通股相对流通股价值的折扣率为 30%—35%左右，法院案例中对折价率的认定也基本印证了这一结果。即取对价公式中非流通股对流通股价值的折价比例系数 N 为 0.70—0.65。

通过以上对系数 N 的分析，结合清华同方的实际情况，我们选取了上述经验数据中折价比例系数 N 的低值（即对应的流通股股东的获得率为高值）。由此，确定清华同方非流通股的每股价值对流通股价格的折扣 N 值为 0.65，将 N=0.65、F=30,158.18 万股、L=27,303.05 万股代入上述对价公式中：

$$B1 = \frac{30158.18 \times (1 - 0.65)}{30158.18 \times 0.65 + 27303.05} = 0.225 \text{ (股)}$$

即理论对价为流通股股东每 10 股获得 2.25 股。

为了更充分保护流通股股东的利益，公司非流通股股东经认真研究并报国务院国资委等部门同意，确定本次股权分置改革方案为：以公司现有总股本为基础，方案实施的股权登记日登记在册的流通股股东每 10 股获得 3.66 股。

2、对价安排

为充分保护流通股股东利益，经公司非流通股股东充分协商，一致同意非流通股股东以其持有的 99,929,176 股股份作为对价支付给流通股股东，以获得所持非流通股股份的上市流通权，即股权登记日登记在册的流通股股东每持有 10 股流通股获得 3.66 股股份。计算结果不足 1 股的，按照证券登记结算机构的零碎股处理方法处理。

（四）方案实施对流通股股东权益的影响

1、于方案实施股权登记日在册的流通股股东，在无须支付现金的情况下，将获得其持有的流通股股数 36.6% 的股份（该股份可立即上市流通），其拥有清华同方的股东权益将立即增加 36.6%。

2、股权分置改革方案实施后，若公司股票价格下降至自然除权价 6.93 元/股，按照公司预测 2005 年每股收益 0.24 元计算，则公司股票的市盈率将下降为 29 倍，低于行业平均 34 倍的市盈率，公司股票投资价值升高。

本次对价执行方式如下：

股东名称	执行对价安排前		本次执行对价股数（股）	执行对价安排后	
	持股数(股)	持股比例		持股数(股)	持股比例
清华控股有限公司	289,625,244	50.40%	95,967,382	193,657,862	33.70%
泰豪集团有限公司	5,978,259	1.04%	1,980,897	3,997,362	0.70%
北京沃斯太酒店设备安装公司	1,992,753	0.35%	660,299	1,332,454	0.23%
北京首都创业集团有限公司	1,992,753	0.35%	660,299	1,332,454	0.23%
北京实创高科技发展总公司	1,992,753	0.35%	660,299	1,332,454	0.23%
合计	301,581,762	52.48%	99,929,176	201,652,586	35.09%

股权分置改革后股份结构变动如下：

单位：股

股份类别		变动前	变动数	变动后
非流通股	国家持有股份	289,625,244	-289,625,244	0
	境内法人持有股份	11,956,518	-11,956,518	0
	非流通股合计	301,581,762	-301,581,762	0
有限售条件的流通股	国家持有股份	0	+193,657,862	193,657,862
	境内法人持有股份	0	+7,994,724	7,994,724
	限售条件股份流通股合计	0	+201,652,586	201,652,586
无限售条件的流通股	流通 A 股	273,030,533	+99,929,176	372,959,709
股份总数		574,612,295	0	574,612,295

四、对股权分置改革相关文件的核查结论

本保荐机构已对清华同方本次股权分置改革相关文件，包括独立董事意见、股权分置改革说明书、非流通股股东承诺函、保密协议、非流通股股东一致同意参加股权分置改革的协议、董事会关于召开相关股东会议的通知、董事会投票委托征集函等文件进行了核查，确认上述文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

五、非流通股股东所作承诺及可行性分析

作为履行承诺的保证措施，全体非流通股股东出具了相应的承诺函，同时委托清华同方董事会在本股权分置改革方案实施后，向中国证券登记结算有限责任公司上海分公司申请办理有关股份流通锁定事宜，以保证相关承诺的执行。由于非流通股股东相关承诺与证券交易所和证券登记结算公司实施的技术条件相适应，因此具有可行性。

全体承诺人保证不履行或者不完全履行承诺的，赔偿其他股东因此而遭受的损失。同时承诺人声明：本承诺人将忠实履行承诺，承担相应的法律责任。除非受让人同意并有能力承担承诺责任，本承诺人将不转让所持有的股份。

六、保荐机构有无可能影响其公正履行保荐职责的情形

经自查，保荐机构西南证券有限责任公司保证不存在下列可能影响公正履行保荐职责的情形：

1、保荐机构及其大股东、实际控制人、重要关联方持有清华同方的股份合计超过百分之七；

2、清华同方及其大股东、实际控制人、重要关联方持有或者控制本保荐机构股份合计超过百分之七；

3、保荐机构的保荐代表人或者董事、监事、经理、其他高级管理人员持有清华同方股份、在清华同方任职等可能影响公正履行保荐职责的情形；

4、保荐机构及大股东、实际控制人、重要关联方为清华同方提供担保或融资；

5、保荐机构在清华同方公告改革说明书前两日持有公司流通股股份的情况以及前六个月内买卖公司流通股股份的情况。

七、保荐机构认为应当说明的其他事项

1、相关股东会议召开前，清华同方将不少于二次公告召开相关股东会议的催告通知；清华同方董事会向流通股股东就表决股权分置改革方案征集投票权；流通股股东可以通过网络投票系统进行投票；相关股东会议就股权分置改革方案做出决议，必须经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过，并经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过；

2、方案尚需取得国务院国有资产监督管理委员会的批准，并提交相关股东会议审议批准；

3、若清华同方的股权分置改革方案获准实施，公司股东的持股数量和持股比例将发生变动，但总股本不会发生变动；

4、公司流通股股东除公司章程规定义务外，还需特别注意，若股东不能参加相关股东会议进行表决，则有效的相关股东会议决议对全体股东有效，并不因某位股东不参会、放弃投票或投反对票而对其免除。公司于2005年12月23日发出召开相关股东会议的通知，拟于2006年1月23日召开相关股东会议审议股权分置改革事项；

5、股权分置改革方案实施的股权登记日后的第一个交易日，证券交易所不计算清华同方股票的除权参考价、不设涨跌幅度限制、不纳入当日指数计算；

6、清华同方非流通股股东泰豪集团有限公司将其持有的5,978,259股公司非流通股质押，如不能在相关股东会议网络投票日之前（不含当日）解除相关质押，则可能影响公司股权分置改革的进程；

7、本保荐机构特别提请公司股东及投资者认真阅读与本次股权分置改革相关的股权分置改革说明书及相关信息披露资料，并在此基础上对本次股权分置改革可能涉及到的风险进行理性分析，做出自我判断。

八、保荐结论及理由

（一）基本假设

本保荐机构提请广大投资者和有关各方注意,本保荐意见建立在以下假设前提之上:

- 1、股权分置改革参与各方均按照有关协议条款和承诺全面履行其所承担的责任和义务;
- 2、股权分置改革参与各方所提供的资料真实、准确、完整;
- 3、国家现行的有关法律、法规及政策无重大变化;
- 4、本方案实施有关各方无重大变化;
- 5、无其他不可预测和不可抵抗因素存在。

（二）保荐机构保荐意见及理由

作为清华同方股权分置改革的保荐机构,西南证券本着严谨认真的态度,通过对本次股权分置改革有关情况的详尽调查和对方案的深入研究,在本保荐意见所依据的假设成立的情况下,出具以下保荐意见,供清华同方股东和投资者参考。

1、本次股权分置改革符合国家有关法律和政策的规定

本次股权分置改革符合根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》、中国证监会《上市公司股权分置改革管理办法》等法律、法规、规则,参与各方在本次改革过程中遵循有关程序要求,规范运作,进行了必要的信息披露。

2、本次股权分置改革遵循诚信和公开、公平、公正原则

公司承诺将严格遵循信息公开化原则,及时对股权分置改革的相关事项进行充分完整的披露。公司及非流通股股东承诺在股权分置改革过程中诚实守信,保证所披露的信息不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。非流通股股东均已承诺,不会利用清华同方股权分置改革进行内幕交易、操纵市场或者其他证券欺诈行为。

3、本次股权分置改革遵循市场化原则，对价安排合理

本次股权分置改革方案的核心是本次股权分置改革方案实施的股权登记日在册的全体流通股股东每 10 股获得 3.66 股，作为非流通股获得其流通权的对价。方案参与各方在充分尊重事实和市场规律的基础上，综合考虑流通股股东的权益和非流通股股东的承受能力、公司资本结构等因素，确定对价安排的方式和数额。

4、本次股权分置改革有利于流通股东与非流通股东实现双赢

对于非流通股东来说，方案实施后，非流通股所占股份比例虽有所降低，但获得了流通权。对于流通股来说，方案实施后，所占股份比例有所上升，相应的权益增加了 36.6%。

5、本次股权分置改革已采取有效措施保护中小投资者利益

公司为流通股股东主张权利、表达意见提供电话、传真和电子邮件等沟通渠道；公司并将在充分征询流通股股东意见的基础上，形成切实可行的改革方案；为充分保障流通股股东表达意见的权利，公司在公告通知中明确告知流通股股东具有的权利及主张权利的时间、条件和方式；相关股东会议召开前，公司不少于两次公告召开相关股东会议的催告通知；公司董事会向流通股股东就表决股权分置改革方案征集投票权；公司为股东参加表决提供网络投票系统；实行更严格的类别表决机制，相关股东会议就股权分置改革方案做出决议，必须经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过，给予流通股股东充分的决策权。

综上所述，清华同方此次股权分置改革符合国家有关法律和政策的规定；此次股权分置改革遵循诚信和公开、公平、公正原则；此次股权分置改革遵循市场化原则，对价安排合理；本次股权分置改革有利于流通股东与非流通股东实现双赢；本次股权分置改革已采取有效措施保护中小投资者利益；股权分置改革的程序及内容符合相关法律、法规的有关规定。据此，保荐机构愿意推荐清华同方进行股权分置改革工作。

九、保荐机构和保荐代表人

保荐机构：西南证券有限责任公司

法定代表人：蒋辉

保荐代表人：李阳

其他联系人：张秀娟、梁俊、高贵雄、黄东

联系电话：010-88092288

传真：010-88092060

联系地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座四层

邮编：100032

十、备查文件

- (1) 清华同方股份有限公司股权分置改革说明书；
- (2) 北京市经纬律师事务所关于清华同方股份有限公司股权分置改革的法律意见书；
- (3) 清华同方股份有限公司关于召开股权分置改革相关股东会议的通知；
- (4) 非流通股股东关于股权分置改革的相关协议文件；
- (5) 股权分置改革相关承诺函；
- (6) 保荐协议；
- (7) 有权部门对清华同方改革方案的意向性批复；
- (8) 保密协议；
- (9) 独立董事关于清华同方股权分置改革意见函。

(此页无正文 , 为《西南证券有限责任公司关于清华同方股份有限公司股权分置改革方案之保荐意见》签字页)

保荐代表人 :

法定代表人 :

西南证券有限责任公司

2005年12 月21日