

关于上海市原水股份有限公司 股权分置改革之补充保荐意见

保荐机构：申银万国证券股份有限公司

二〇〇六年二月二十一日

保荐机构声明

1、本补充保荐意见所依据的文件、材料由上海市原水股份有限公司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作出承诺：其所提供的为出具本补充保荐意见所依据的所有文件、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补充保荐意见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、本补充保荐意见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有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补充保荐意见失效，除非本保荐机构补充和修改本补充保荐意见。

3、本保荐机构在本补充保荐意见中对非流通股股东为其所持有的非流通股份取得流通权而对流通股股东安排对价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。

4、本保荐机构没有委托或授权其他任何机构和个人提供未在本补充保荐意见中刊载的信息和对本补充保荐意见做任何解释或说明。

5、本保荐机构提醒投资者注意，本补充保荐意见不构成对原水股份的任何投资建议，对投资者根据本补充保荐意见所作出的投资决策而产生的任何风险，本保荐机构不承担任何责任。

前 言

自2006年2月13日上海市原水股份有限公司公告《股权分置改革说明书》等相关文件后，原水股份董事会通过拜访机构投资者、走访个人投资者、网上路演、股改专线电话等多种形式与投资者进行了多渠道、多层次地交流。在广泛听取广大投资者的意见和建议，并结合公司实际情况的基础上，原水股份非流通股股东——上海市城市建设投资开发总公司同意调整本次股权分置改革方案。

申银万国证券股份有限公司担任原水股份本次股权分置改革的保荐机构，就股权分置改革事项向董事会及股东提供补充保荐意见。本保荐机构对本次股权分置改革的调整方案发表补充保荐意见，旨在对本次股权分置改革做出独立、客观和公正的评价，以供广大投资者及有关各方参考。有关本次股权分置改革的方案调整的详细情况见《上海市原水股份有限公司股权分置改革说明书（修订稿）》。

本补充保荐意见系根据《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》、上海证券交易所《上市公司股权分置改革业务操作指引》及《上海证券交易所股票上市规则（2004年修订本）》等相关法律、法规、规则的要求制作。

释 义

在本股权分置改革补充保荐意见中，除非文意另有所指，下列词语具有如下含义：

公司/原水股份	指	上海市原水股份有限公司
上海城投	指	上海市城市建设投资开发总公司（国家股授权经营单位）
非流通股股东	指	本方案实施前，所持本公司的股份尚未在交易所上市交易的股东
流通股股东	指	持有本公司流通股的股东，即 A 股流通股股东
本次相关股东会议	指	原水股份股权分置改革相关股东会议
认沽权证	指	上海城投发行的以公司 A 股股票为标的、持有人在约定的行权期间有权按行权价格和行权比例向上海城投出售公司 A 股股票的有价证券
认沽责任	指	上海城投在认沽权证发生行权时，按照权证条款约定的行权价和行权比例向权证持有人购买股票的责任
董事会	指	原水股份董事会
中国证监会	指	中国证券监督管理委员会
上交所/交易所	指	上海证券交易所
登记结算机构	指	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司
公司章程/章程	指	《上海市原水股份有限公司章程》
本保荐机构/申银万国	指	申银万国证券股份有限公司
《权证暂行管理办法》	指	《上海证券交易所权证暂行管理办法》
相关股东会议股权登记日	指	2006 年 3 月 1 日，于该日收盘后登记在册的原水股份股东，有权参加公司本次相关股东会议并行使表决权
方案实施股权登记日	指	指股权分置改革方案获相关股东会议通过和交易所实施通知后，与登记结算机构协商确定的方案实施股权登记日
元	指	人民币元

一、本次股权分置改革对价方案的调整

在广泛听取广大流通股股东的意见和建议并结合公司的实际情况的基础上，原水股份非流通股股东上海城投对股权分置改革方案中的对价安排作出如下修改：

（一）对价方案调整概述

公司的非流通股股东上海城投同意向A股流通股股东执行对价安排，以换取所持有的非流通股份的流通权。同时，公司的募集法人股股东在本次股权分置改革过程中不执行对价安排也不获得对价。

1、原方案的对价安排

上海城投为获得流通权向流通股股东支付对价，原水股份流通股股东每持10股流通股获付2股，支付股份总数112,170,293股。

2、方案修改后的对价安排

（1）对价安排的形式、数量

A：上海城投为获得流通权向A股流通股股东执行对价安排，A股流通股股东每持10股A股获付2.2股，执行对价股份总数123,387,322股。

B：上海城投向本次股权分置改革方案实施股权登记日在登记结算公司登记在册的流通股股东按每10股无偿派发5份欧式认沽权证。上述的5份认沽权证按Black-Scholes模型计算的理论价值为3.38元，相当于每10股流通股股东获得0.7股对价。该认沽权证的主要条款如下：

- 权证发行人：上海市城市建设投资开发总公司；
- 存续期限：自权证上市日起300个自然日；
- 权证类型：欧式（行权期间为权证存续期满前5个交易日）；
- 初始行权比例：1:1，即1份认沽权证代表1股原水股份股票的卖出权利；
- 初始行权价格：5元；
- 行权价格和行权比例的调整：

当标的股票除权时，新行权价格=原行权价格×（标的股票除权日参考价/除权前一日标的股票收盘价）；新行权比例=原行权比例×（除权前一日标的股票收盘价/标的股票除权价）；

当标的股票除息时，新行权价格=原行权价格×（标的股票除息价/除息前一日标的股票收盘价）；

- 结算方式：股票给付结算方式，即认沽权证的持有人在行权时向上海城投交付公司股票，同时获得按行权价格及相应股票数量计算的价款；
- 权证上市日期：认沽权证获准发行后，经交易所审批核准后上市交易，具体日期由上海城投与交易所和登记结算公司协商后确定；
- 履约担保：上海城投将根据《权证暂行管理办法》的规定和交易所的其他相关要求提供履约担保。

(2) 对价安排的执行方式

本次股权分置改革方案在通过 A 股市场相关股东会议批准后，公司董事会将公布《股权分置改革方案实施公告》，于对价安排执行日，对价安排的股票将自动划入方案实施股权登记日下午收市时在登记结算公司登记在册的公司流通股股东的股票帐户。认沽权证也将在上市交易日前划入方案实施股权登记日下午收市时在登记结算公司登记在册的公司流通股股东的股票帐户。

(3) 执行对价安排情况表

执行对价安排的股东名称	执行对价安排前		本次执行数量	执行对价安排后（注 1）		执行对价安排后（注 2）	
	持股数（股）	占总股本比例（%）	本次执行对价安排股份数量（股）	持股数（股）	占总股本比例（%）	持股数（股）	占总股本比例（%）
上海市城市建设投资开发总公司	987,762,727	52.42	123,387,322	864,375,405	45.87	1,144,801,136	60.75

注 1：本列以认沽权证全部未行使为前提；

注 2：本列以认沽权证全部行使为前提。

(4) 有限售条件的股份可上市流通预计时间表

股东名称	占总股本比例（%）	预计可上市流通时间	承诺的限售条件
上海市城市建设投资开发总公司	5	G+12 个月	注 2
	10	G+24 个月	
	45.87	G+36 个月	
募集法人股股东	17.82	G+12 个月	注 3

注 1：G 为股权分置改革方案实施之日；

注 2：上海城投将履行相关法定承诺：①其持有的非流通股股份自改革方案实施之日起，在十二个月内不上市交易或者转让；②在上述承诺期满后，通过上海证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份数量占公司股份总数的比例在十二个月内不超过百分之五，在二十四个月内不超过百分之十。③通过证券交易所挂牌交易出售的原水股份数量，每达到原水股份总数

百分之一时，自该事实发生之日起两个工作日内做出公告，但公告期间无需停止出售股份；

注 3：募集法人股股东遵守相关法定承诺，其持有的非流通股股份自改革方案实施之日起 12 个月内不上市交易或转让。

(5) 改革方案实施后股份结构变动表

股份类别		变动前 (股)	变动数 (股)	变动后 (股)
非流通股	国家持有股份	987,762,727	-987,762,727	0
	募集法人股	335,780,825	-335,780,825	0
	非流通股合计	1,323,543,552	-1,323,543,552	0
有限售条件的 流通股份	国家持有股份	0	864,375,405	864,375,405
	募集法人股	0	335,780,825	335,780,825
	有限售条件的流通股合计	0	1,200,156,230	1,200,156,230
无限售条件的 流通股份	流通 A 股	560,851,462	123,387,322	684,238,784
	无限售条件的流通股合计	560,851,462	123,387,322	684,238,784
股份总数		1,884,395,014	0	1,884,395,014

(二) 上海城投发行认沽权证的可行性

上海城投本次发行认沽权证符合《上海证券交易所权证管理暂行办法》规定的条件，且权证义务的履行能够得到充分的保证。

1、原水股份股票符合权证标的股票的要求

截至 2006 年 2 月 10 日，原水股份总股本 188,440 万股，流通股本 56,085 万股，不低于 3 亿股；该日前 20 个交易日原水股份股票的平均流通市值高于 30 亿元；前 60 个交易日原水股份股票交易累计换手率高于 25%。原水股份股票在流通股本、流通市值以及交易换手率等方面均符合《上海证券交易所权证管理暂行办法》对权证标的股票之要求。

2、权证发行规模和存续期符合要求

上海城投本次计划按照本次股权分置改革方案实施股权登记日在登记结算公司登记在册的流通股股东按照每 10 股无偿派发 5 份认沽权证，按照原水股份 2006 年 2 月 10 日的流通股股本（56,085 万股）规模测算，本次认沽权证的发行数量超过 5000 万份；同时，本次发行的认沽权证的存续期为自上市之日起 300 个自然日。因此，本次权证的发行规模和权证的存续期均符合《权证管理暂行办法》中相关规定的要求。

3、上海城投具备履约能力，并将提供符合要求的履约担保
为保证认沽权证的履约，认沽权证的发行人上海城投将根据《权证管理暂行办法》的规定和上交所的有关要求办理有关履约担保手续。

二、对股权分置改革相关文件的核查结论

本保荐机构已核查了原水股份本次股权分置改革修改方案之相关文件，确认上述文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

三、保荐机构意见

1、确定合理对价的思路

本次股权分置改革是解决 A 股市场相关股东之间的利益平衡问题，对价安排是为消除非流通股和 A 股流通股的股份转让制度性差异，由非流通股股东与 A 股流通股股东通过协商形成的利益平衡安排。本次股权分置改革方案对价确定的出发点：立足于公司目前的实际经营情况，着眼于公司未来的发展前景；充分考虑 A 股流通股股东的利益，同时兼顾非流通股股东的利益。

保荐机构根据原水股份作为公用事业类公司的特点，采用目标市盈率法确定原水股份股权分置改革的合理对价水平。首先参照国外全流通市场上同行业可比公司的情况测算公司在股权分置改革后的合理市盈率，再综合考虑公司将通过主营业务转型由单纯的原水生产供应向自来水的生产销售、污水处理等综合业务全面转型而对公司未来发展的影响，并以此计算出公司股权分置改革后的合理价格，再将该价格与目前公司流通股价格之间的差额作为应支付的流通权对价价值，并由此确定对价的实际安排水平。

2、流通权价值估值水平

(1) 合理的市盈率

选取目前国外全流通市场上与原水股份在主营业务、资产质量、行业地位等方面具有一定可比性的水务类公用事业上市公司为样本，其市盈率分布区间为 15 至 26 倍，结合该市盈率区间及公司未来的成长性并充分考虑流通股股东的利益，而确定原水股份的合理市盈率为 21 倍。

(2) 股权分置改革后的合理价格

根据公司 2004 年的实际经营情况 (EPS 为 0.23 元) 和合理市盈率水平测算, 股权分置改革后原水股份股票的合理价格为 4.83 元。

(3) 股权分置改革前的流通股价格

截至 2006 年 2 月 9 日, 原水股份股票收盘价前 5 天、10 天、15 天、30 天、60 天、120 天平均价的算术平均值为 5.59 元, 并以此为原水股份股票股权分置改革前的流通股价格。

	平均价
5 天	5.97
10 天	5.79
15 天	5.68
30 天	5.55
60 天	5.29
120 天	5.26
平均值	5.59

(4) 理论对价的确定

每 10 股流通股股份所获得的对价 = $10 \times (\text{股权分置改革前流通股价格} - \text{股权分置改革后合理价格}) / \text{股权分置改革后合理价格}$

根据上述公式计算出的理论对价水平为流通股股东每持有 10 股流通股应获付 1.57 股股份的对价。

为充分考虑公司流通股股东利益, 公司非流通股股东将向流通股股东持有的每 10 股流通股支付 2.2 股股票。

(5) 实际对价水平的安排

为进一步保护流通股股东利益, 上海城投同意在现有流通股股份的基础上进行如下的实际对价安排:

A: 按照每 10 股流通股支付 2.2 股股份的比例向流通股股东支付对价;

B: 按照每 10 股流通股支付 5 份认沽权证的比例向流通股股东支付对价。

3、保荐机构对对价安排的分析意见

本次股权分置改革方案的对价安排为流通股股东每持有 10 股原水股份的流通股股份可以获得 2.2 股股份和 5 份认沽权证。

(1) 股份对价价值

本方案实施股权登记日在登记结算公司登记在册的公司流通股股东每持有 10 股原水股份流通股股份可获 2.2 股股份。

(2) 认沽权证对价价值

上海城投向本方案实施股权登记日在登记结算公司登记在册的公司流通股股东每持有 10 股原水股份流通股股份无偿派发的 5 份以原水股份股票为标的证券的认沽权证，该权证的对价价值是按照 Black-Scholes 模型确定其理论价值，主要计算参数如下：

参数	数值
基础价格（元）	4.83
认沽权证行权价格（元）	5.0
存续期（自然日）	300
无风险收益率	1.8%
假设隐含波动率	35%
每份认沽权证的理论价值（元）	0.676
5 份认沽权证的理论价值（元）	3.38

以原水股份股票合理价值 4.83 元计算，本次股权分置改革流通股股东所获得认沽权证的理论价值相当于每 10 股流通股获得 0.7 股对价。

(3) 总体对价价值

总体对价水平由股票对价和认沽权证对价两部分构成，折合每 10 股流通股获送 2.9 股，该对价水平高于理论对价水平 84.71%。因此，本方案的总体对价水平在理论上能够保护流通股股东的利益不受损失。

根据以上分析，保荐机构认为：本方案的对价安排综合考虑了公司的基本面和全体股东的即期利益和长远利益，有利于公司的长远发展和市场稳定，充分保护了公司流通股股东的利益。

四、保荐机构认为应当说明的其他事项

1、本保荐意见所指股权分置改革方案及事项尚须有权国有资产监督管理部门批准并经原水股份A股市场相关股东会议审议通过后方可实施；

2、本保荐意见旨在就本次股权分置改革程序是否公平、合理，做出独立、公正、客观的评价，虽然我们对对价支付的合理性进行了评估，但并不构成对原水股份的任何投资建议，对于投资者根据本保荐意见所做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；

3、本保荐机构特别提请各位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；

4、二级市场股票价格的决定因素复杂，除主要受到公司经营状况、资本结构等基本面影响外，还受到国家政治、经济、投资政策、利率政策、投资者心理、供求关系等多方面因素的影响。以上因素均会引起股权分置改革后股票价格的波动，使流通股股东面临投资风险，本保荐机构特别提请投资者应充分关注；

5、本次股权分置改革方案仍需提交公司A股市场相关股东会议进行表决，能否获得批准存在一定的不确定因素，请投资者审慎判断此事项对公司投资价值可能产生的影响；

6、股权分置改革与A股市场相关股东的利益切实相关，为维护自身合法权益，本保荐机构提请A股市场相关股东特别是A股流通股股东积极参与A股市场相关股东会议并充分行使表决权。

五、保荐机构联系方式

单位名称：申银万国证券股份有限公司

法定代表人：谢平

办公地址：上海市常熟路171号

保荐代表人：黄健

项目主办人：邱一舟、袁檣、张圩、徐瑞

电话：021-54033888

传真：021-54047982

（本页为申银万国证券股份有限公司关于上海市原水股份有限公司股权分置改革补充保荐意见书之签署页）

法定代表人（或其授权代表）签名：

保荐代表人签名：

申银万国证券股份有限公司

二〇〇六年二月二十一日