

关于武汉三镇实业控股股份有限公司

股权分置改革之保荐意见书

保荐机构： 民生证券有限责任公司

保荐机构声明

作为武汉控股本次股权分置改革的保荐机构,民生证券有限责任公司特作如下声明:

1、本保荐机构与武汉控股本次股权分置改革各方当事人均无任何利益关系,不存在影响本机构公正履行保荐职责的情形,就本次股权分置改革所发表的有关意见是完全独立进行的。

2、本保荐意见所依据的文件、材料由武汉控股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。

3、本保荐机构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,对本次股权分置改革的相关文件进行了尽职调查、审慎核查。

4、本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保荐意见失效,除非本保荐机构补充和修改本保荐意见。

5、本保荐机构在本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向流通股股东支付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。

6、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保荐意见中刊载的信息和对本保荐意见做任何解释或说明。

7、本保荐机构提醒投资者注意,本保荐意见不构成对武汉控股的任何投资建议,对投资者根据本保荐意见所做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。

释 义

在本保荐意见中,除非文意另有所指,下列词语具有如下含义:

公司、武汉控股	指:武汉三镇实业控股股份有限公司
水务集团、控股股东	指:武汉市水务集团有限公司
非流通股股东	指:本方案实施前,所持公司的股份尚未在证券交易所上市流通的股东,即水务集团
流通股股东	指:持有公司流通股的股东
相关股东	指:非流通股股东和流通股股东
股权分置改革	指:相关股东之间通过平等协商、自主决策,解决股权分置问题的行为
股权登记日	指:本次相关股东会议的股权登记日,于该日收盘后登记在册的武汉控股股东有权参加武汉控股相关股东会议并行使表决权。
公司董事会、董事会	指:武汉三镇实业控股股份有限公司董事会
相关股东会议	指:武汉控股因实施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
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
保荐机构、民生证券	指:民生证券有限责任公司
法律顾问、律师	指:湖北松之盛律师事务所
元	指:人民币元

前 言

根据国务院《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)、中国证监会等五部委《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》和国务院国资委《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》等文件精神,武汉控股的非流通股股东水务集团提出股权分置改革动议。

受武汉控股董事会的委托,民生证券有限责任公司担任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并全体股东提供保荐意见。有关股权分置改革方案的详细情况载于《武汉三镇实业控股股份有限公司股权分置改革说明书》中。本保荐机构在对本次股权分置改革有关事项进行了尽职调查、并对改革方案有关文件进行了验证核查的基础上,发表保荐意见,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。

本保荐意见系根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、中国证监会《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。

一、武汉控股合法合规经营及非流通股股东权属情况

1、公司不存在重大违法违规情形。根据公司提供的材料，经核查，公司最近三年内无重大违法违规行为，最近十二个月内不存在被中国证监会通报批评或证券交易所公开谴责的情况。

2、非流通股股东权属情况。截至本保荐意见书出具之日，武汉控股提出进行股权分置改革的非流通股股东及其持有公司股份的数量和状况如下：

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股份性质
水务集团	313,650,000	71.1	国有法人股
合计	313,650,000	71.1	国有法人股

根据水务集团的承诺函，并经核查，截至本保荐意见书出具之日，公司非流通股股东所持股份不存在权属争议、质押、冻结情况。

二、实施改革方案对公司流通股股东权益影响的评价

(一) 武汉控股股权分置改革方案

1、对价安排的形式和数量

公司唯一的非流通股股东水务集团，以其持有的 3570 万股股份作为对价，支付给流通股股东，以获得其所持非流通股份的流通权，即方案实施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 2.8 股股份。计算结果不足 1 股的按照登记结算机构规定的零碎股处理方法进行处理。

2、对价安排的执行方式

本股权分置改革方案若获得相关股东会议审议通过，根据对价安排，由非流通股股东水务集团向方案实施时股权登记日登记在册的流通股股东共支付总额为 3570 万股公司股票；流通股股东所获得的股份，由登记结算机构根据方案实施股权登记日登记在册的流通股股东持股数，按比例划入其股票账户。

方案实施后，非流通股股东所持有的原非流通股全部获得流通权并按本保荐意见“非流通股股东的承诺”上市流通。

本次股权分置改革方案的实施，对公司的总股本、所有者权益、每股收益等财务指标均不产生影响。

3、对价安排执行情况表

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	
	持股数（股）	占总股本比例	本次执行对价安排的股份数量（股）	持股数（股）	占总股本比例
水务集团	313,650,000	71.10%	35,700,000	277,950,000	63.00%
合计	313,650,000	71.10%	35,700,000	277,950,000	63.00%

4、有限售条件的股份可上市流通预计时间表

序号	股东名称	所持有有限售条件的股份数量（股）	可上市流通时间	承诺的限售条件
1	水务集团	22,057,500	R+24 个月	注
		255,892,500	R+36 个月	

R 为武汉控股股权分置改革方案的实施日

注：除法定承诺外，水务集团特别承诺，法定承诺的限售期限届满后十二个月内不通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股份，二十四个月内通过证券交易所挂牌交易出售的原非流通股股份数量占公司股份总数的比例不超过百分之五。

（二）非流通股股东的承诺事项

1、水务集团的承诺

根据相关法律、法规和规章的规定，公司唯一的非流通股股东水务集团做出了如下承诺：

（1）关于法定减持承诺

持有的原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。

通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量，每达到武汉控股股票总数的百分之一时，自该事实发生之日起两个工作日内做出公告，公告期间可不停止出售股份。

(2) 关于特别减持承诺

法定承诺的限售期限届满后,十二个月内不通过证券交易所挂牌交易出售本次股权分置改革后获得流通权的武汉控股股票,二十四个月内通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量占武汉控股股份总数的比例不超过百分之五(启动管理层股权激励计划除外)。

为了履行法定及上述特别减持承诺义务,水务集团自愿在登记结算机构将所持的获得流通权的武汉控股股票自股权分置改革方案实施之日起锁定至承诺期满。当该条件满足后,武汉控股董事会向证券交易所提出相关股份解除限售申请,经证券交易所复核后,向登记结算机构申请办理相关股份解除限售手续。

(3) 关于现金分红的承诺

在公司股权分置改革方案实施之后,水务集团将在股东大会上提议并投赞成票:武汉控股在股权分置改革方案实施当年起的三年内,现金分红比例不低于武汉控股当年实现的可供投资者分配利润的50%。

(4) 关于管理层股权激励计划的承诺

在本次股权分置改革完成后,将根据国资委与证监会相关规定,积极推进管理层股权激励计划,保证上市公司持续、稳定发展。

2、承诺事项的违约责任

保证将忠实履行上述承诺,且不因水务集团的任何变更而变更;武汉控股股权分置改革方案实施后,保证不变更、不解除承诺;承诺和保证如果不履行或者不完全履行承诺时,赔偿其他股东因此遭受的损失。

3、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。”

(三) 改革方案实施后股份结构变动表

改革前			改革后		
	股份数量 (股)	占总股 本比例		股份数量 (股)	占总股 本比例
一、未上市流通股份			一、有限售条件的流通股		
1、发起人股			1、股权分置改革变更的有限售条件的流通股		
其中：			其中：		
国家持有股份	313,650,000	71.10%	国家及国有法人持股	277,950,000	63.00%
境内法人持有股份			境内一般法人持股		
境外法人持有股份			境内自然人持股		
其他			境外法人、自然人持股		
2、募集法人股			2、内部职工股		
3、内部职工股			3、机构投资者配售股份		
4、优先股或其他			4、其他(注1)		
未上市流通股份合计	313,650,000	71.10%	有限售条件的流通股合计	277,950,000	63.00%
二、已上市流通股份			二、无限售条件的流通股		
1、人民币普通股	127,500,000	28.90%	1、人民币普通股	163,200,000	37.00%
2、境内上市的外资股			2、境内上市的外资股		
3、境外上市的外资股			3、境外上市的外资股		
4、其他			4、其他		
已上市可流通股份合计	127,500,000	28.90%	无限售条件的流通股合计	163,200,000	37.00%
三、股份总数	441,150,000	100%	三、股份总数	441,150,000	100%

(四) 对价(流通权价值)的计算及对价安排的合理性分析

民生证券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,对本次股权分置改革对价安排的分析如下:

1、分析对价安排的基本原则

(1) 符合政策法规原则。符合《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》、《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》、《关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》以及其他现行法律、法规的要求；

(2) 兼顾全体股东的即期利益和长远利益，有利于公司发展和市场稳定，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益；

(3) 体现“三公”原则。在兼顾公司非流通股股东和流通股股东利益的基础上，完成公司股权分置改革工作；

(4) 简便易行原则。以尽可能简便易行、通俗易懂的方式对价安排，易于各方理解，有利于股权分置改革的顺利实施。

2、对价安排的理论基础概述

在一个股权分割的市场，股票价格会受到一项特定的因素影响，这种特定的因素就是流通股股东对于非流通股股东所持股份不流通的一种预期，我们可以称之为流通股的流通价值。只要这种市场预期一直存在，流通股的流通权价值也将一直存在。

本次股权分置改革，公司非流通股股东提出要获得其所持股票的流通权，这将打破流通股股东的稳定预期，从而势必影响公司流通股股东的流通权价值，理论上，流通权的价值将归于零。因此，非流通股股东必须为此执行相当于流通股股东流通权价值的对价安排。

对价方案的设计主要参考的是理论测算的流通权价值。普遍采用的对价理论依据有公司价值不变法、流通市值不变法和超额市盈率法三种。武汉控股实际的方案设计中主要参考超额市盈率法。

3、超额市盈率法的对价测算

(1) 基本思路

股权分置的制度安排使得流通股股东对于非流通股股东所持股份不流通存在预期，从而令股票发行时的市盈率倍数偏离全流通市场的市盈率倍数，即流通

股股东在股票发行时为单独获得流通权付出了溢价；本次股权分置改革，公司非流通股股东提出要获得其所持股票的流通权，为平衡与流通股股东的利益，非流通股股东应当为此支付相当于流通股股东流通权价值的对价；非流通股股东在发行阶段享有的超额收益即体现了流通权的价值。

（2）对价的标准

武汉控股自 1998 年 4 月首次公开发行后，公司于 2000 年 9 月进行了一次配股，因此非流通股股东向流通股股东支付的流通权对价应为公司此二次股票发行时产生的流通权溢价（S）。

流通权溢价计算公式

在首次公开发行股票和配股过程中，由于存在超额市盈率倍数，股票的发行价格中包含因超额市盈率倍数而产生的发行超额溢价部分：

发行超额溢价部分(S_1)= 发行当年全面摊薄的每股收益 × 超额市盈率的倍数 × 发行时的流通股股数

该发行超额溢价部分在股票发行后已计入资本公积金，由公司全体股东共享，因此有：

非流通股股东享有的超额溢价部分(S)=发行超额溢价部分 × 非流通股占总股本的比例。

如果非流通股实现流通，即产生该发行超额溢价部分的市场条件不复存在，那么非流通股股东享有的超额溢价部分（S）也不应存在，或应由全体流通股股东享有。因此，该超额溢价部分（S）应等同于非流通股股东为获得流通权而向流通股股东执行的的对价金额，亦即流通权价值（V）。

流通权价值（V）= 非流通股股东享有的超额溢价部分(S)=发行超额溢价部分(S_1) × 非流通股占总股本的比例(Q_1)

超额市盈率的估算

本方案选择国外成熟市场的上市公司作为参照对象，综合彭博资讯和 Yahoo 财经的数据分析，同期国际成熟市场水务行业上市公司平均市盈率水平在 20—

24 倍之间。

以成熟市场同业公司的市盈率 20—24 倍为参考，考虑到一、二级市场市盈率水平的差异，以及境内证券市场尚不完全成熟的实际，融资时的发行市盈率多参考已上市公司的市盈率水平，并根据公司自身情况进行设定，一般在平均市盈率水平的 0.7-0.9 之间。根据武汉控股的具体情况，我们认为在两次融资发行时，武汉控股可获得 14 倍市盈率的发行定价。

武汉控股首次发行时摊薄后发行市盈率为 14.7 倍，2000 年配股时摊薄后发行市盈率为 30 倍。因此，我们可以确定武汉控股首次发行时的流通权溢价大致相当于 0.7 倍的超额市盈率倍数，配股发行时的流通权溢价大致相当于 16 倍的超额市盈率倍数。

流通权溢价

流通权溢价理论值(S) = 超额市盈率的倍数 × 流通股股东认购数 × 发行当年全面摊薄的平均每股收益 × 非流通股占总股本的比例。

首次发行时产生的流通权溢价 = $0.7 \times 8500 \times 0.4694 \times 75\% = 2094.6975$ 万元

配股时产生的流通权溢价 = $16 \times 2550 \times 0.3348 \times 71\% = 9711.9094$ 万元

其合计数即为本次股改非流通股股东应支付给流通股股东的流通权价值，总值 118,066,069 元。

对价总值所对应的对价股票数量

从 2005 年 8 月 16 日至 2006 年 2 月 10 日，武汉控股二级市场换手率累计达 100.79%，该期间武汉控股加权平均价为 3.52 元/股，因此，可以 3.52 元/股作为武汉控股近期流通股股东的平均持股成本。

流通权价值所对应的武汉控股流通股股数 = 流通权价值/近期流通股股东的平均持股成本 = $118,066,069/3.52 = 33,541,497$ (股)

流通权价值所对应的武汉控股流通股股数为 33,541,497 股。

由此，为取得流通权，非流通股股东向流通股股东支付的对价股份为

33,541,497 股，即向每 10 股流通股支付 2.63 股。

即每 10 股流通股获得 2.63 股可以使流通股市值在方案实施前后保持不变。

4、对价安排

在充分保障流通股股东利益的基础上，经公司非流通股股东充分协商，非流通股股东以其持有的 3570 万股股份作为对价，以获得其所持非流通股份的流通权，即方案实施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 2.80 股股份。计算结果不足 1 股的按照登记结算机构规定的零碎股处理方法进行处理。

5、结论

在本次股权分置改革方案中，武汉控股的非流通股股东为获得其持有股份的上市流通权而以其所持有的股份中的 3570 万股向流通股股东做出对价安排，方案实施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 2.80 股股份，对价比例高于理论上测算出的对价比例，降低了武汉控股流通股股东的持股成本，使流通股股东的市场风险得到较大幅度的释放。因此，民生证券认为武汉控股股权分置改革的对价安排是在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做出的，公平合理。

三、对股权分置改革相关文件的核查结论

本保荐机构对已对股权分置改革说明书、独立董事意见、非流通股股东的委托书，召开相关股东会议的通知等文件进行了核查，确认上述文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

四、改革方案中相关承诺的可行性分析

从上述非流通股股东的承诺事项中可以看出，除做出法定最低承诺外，股权分置改革后武汉控股唯一的原非流通股股东水务集团还做出了有关股份减持的承诺，并为履行承诺义务制定了相应的担保措施和违约责任，为了履行法定及特别减持承诺义务，水务集团自愿在登记结算机构将所持的获得流通权的武汉控股

股票自股权分置改革方案实施之日起锁定至承诺期满,同时承诺对履行承诺事项进行公开声明,并承当相应的法律责任。

保荐机构经核查后认为,水务集团的承诺事项全面、完整,符合相关法律法规的规定,与其自身履约能力相适应,适应证券交易所和登记结算机构实施监管的技术条件,风险可控,切实可行。

五、保荐机构有无可能影响其公正履行保荐职责的情形

公司本次股权分置改革之保荐机构民生证券在本保荐意见书公告前两日未持有武汉控股流通股股份,前六个月内未买卖武汉控股流通股股份。

经自查,本保荐机构不存在以下影响公正履行保荐职责的情形:

1、本保荐机构及其大股东、实际控制人、重要关联方持有武汉控股的股份合计超过百分之七;

2、武汉控股及其大股东、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、本保荐机构的保荐代表人或者董事、监事、经理、其他高级管理人员拥有武汉控股权益、在武汉控股任职等可能影响公正履行保荐职责的情形。

六、保荐机构认为应当说明的其他事项

1、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,但并不构成对武汉控股的任何投资建议,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;

2、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董事会决议公告、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;

3、股权分置改革是解决我国股权分置问题的创新和方式探索，在尚处于初级阶段和发展当中的我国证券市场，该等事项蕴含一定的市场不确定风险，存在股票价格较大幅度波动的风险。本保荐机构特别提请投资者应充分关注；

4、本次股权分置改革方案仍需提交公司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；

5、按照国有股权管理的相关规定，国有股权变动，须报有权国有资产监督管理部门批准。公司非流通股股东水务集团所持有公司的股份均为国有法人股，本方案能否取得有权国有资产监督管理部门批准存在一定的不确定因素；

6、股权分置改革与各位股东的利益切实相关，为维护自身合法权益，本保荐机构特别提请各位股东积极参与公司相关股东会议并充分行使表决权。

七、保荐结论及理由

（一）主要假设

本保荐机构就本次股权分置改革方案发表的意见建立在以下假设前提下：

- 1、本次股权分置改革有关各方所提供的资料真实、准确、完整；
- 2、公司所属行业的国家政策及市场环境无重大的不可预见的变化；
- 3、无其他人力不可预测和不可抗因素造成的重大不利影响；
- 4、相关各方当事人全面履行本次股权分置改革方案。

（二）对本次武汉控股股权分置改革发表的保荐意见

民生证券认为，武汉控股股权分置改革方案体现了“公开、公平、公正”和“股东平等协商、自主决策”的原则，支付的对价合理。本次股权分置改革已采取有效措施保护中小投资者利益；非流通股股东有能力执行对价安排、有能力履行承诺事项，其股权分置改革的程序及内容符合相关法律、法规及规范性文件的规定。基于上述理由，本保荐机构同意推荐武汉控股进行股权分置改革。

八、保荐机构

名称：民生证券有限责任公司

注册地址：北京市朝阳区朝阳门外大街16号中国人寿大厦1901室

法定代表人：岳献春

保荐代表人：王学春

项目主办人：房建民

项目经办人：黄丰、李孝君、李斌

联系电话：010-85252653 010-85252606

传真：010-85252604

邮编：100020

(本页为民生证券有限责任公司关于武汉三镇实业控股股份有限公司股权分置改革保荐意见之签署页)

民生证券有限责任公司

法定代表人（授权代表）：杨卫东

保荐代表人：王学春

二〇〇六年三月七日