

国信证券有限责任公司
关于广西桂东电力股份有限公司
股权分置改革
之
保 荐 意 见 书

保荐机构：国信证券有限责任公司

提交日期：二〇〇六年六月五日

保荐机构声明

1、本保荐机构与本次“股权分置改革”各方当事人均无任何利益关系，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、材料由广西桂东电力股份有限公司及其非流通股股东提供。有关资料提供方已对本保荐机构做出承诺：其所提供的所有文件、资料、意见、承诺均真实、准确、完整，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。

3、本保荐意见是基于广西桂东电力股份有限公司及愿意参加本次股权分置改革的非流通股股东均按照本次股权分置改革方案全面履行其所负有的责任为前提而出具的，任何方案的调整或修改均可能使本保荐机构所发表的意见失效，除非本保荐机构补充和修改本保荐意见。

4、本保荐机构在本保荐意见中对广西桂东电力股份有限公司股权分置改革方案的合理性进行了评价，但上述评价仅供投资者参考，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、本保荐机构没有委托或授权其他任何机构或个人提供未在本保荐意见中刊载的信息或对本保荐意见做任何解释或说明。

6、本保荐机构提醒投资者注意，本保荐意见不构成对广西桂东电力股份有限公司的任何投资建议，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。

7、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。

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、国务院国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合颁布的《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》（证监发[2005]86号）及上海证券交易所《上市公司股权分置改革业务操作指引》等法律、法规的规定，为了保持市场稳定发展、保护投资者特别是公众投资者合法权益，广西桂东电力股份有限公司超过三分之二的非流通股股东提出进行股权分置改革工作的意向。

受广西桂东电力股份有限公司委托，国信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广西桂东电力股份有限公司董事会及其全体股东提供保荐意见，有关股权分置改革事项的详细情况载于《广西桂东电力股份有限公司股权分置改革说明书》和《广西桂东电力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》中。

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》、《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（2006年修订本）》等相关法律、法规、规则的要求制作。

释 义

除非另有所指，本保荐意见中下列词语或简称具有如下特定含义：

公司、桂东电力	指广西桂东电力股份有限公司
非流通股股东	指本方案实施前，所持公司的股份尚未在交易所公开交易的股东，包括贺州市电业公司、广西水利厅那板水库管理处、钟山县电力公司、广西昭平县汇能电力有限公司、富川瑶族自治县电力公司、广西贺州供电股份有限公司
流通股股东	指持有公司流通股的股东
改革方案、方案	指股权分置改革方案
对价	指非流通股股东为获取所持非流通股份的上市流通权而向流通股股东支付的一定数量的股份
相关股东会议	指根据《上市公司股权分置改革管理办法》、由董事会召集的审议公司股权分置改革方案的 A 股市场相关股东会议
公告日	指本股权分置改革说明书公告日
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
国资委	指国务院国有资产监督管理委员会
董事会	指桂东电力董事会
保荐机构、国信证券	指国信证券有限责任公司

一、非流通股股份有无权属争议、质押、冻结情况及上述情况对改革方案实施的影响

截止本保荐意见书出具之日，桂东电力的非流通股股东持股情况如下：

股份类别	股份数量(股)	股份比例(%)
一、未上市流通股		
1、发起人股份、国有法人股		
贺州市电业公司	110,750,000	70.65
广西水利厅那板水库管理处	400,000	0.26
钟山县电力公司	150,000	0.10
广西昭平县汇能电力有限公司	150,000	0.10
富川瑶族自治县电力公司	150,000	0.10
广西贺州供电股份有限公司	150,000	0.10
2、募集法人股		
3、内部职工股		
4、优先股或其他		
未上市流通股合计	111,750,000	71.29%
二、已上市流通股		
1、人民币普通股（A股）	45,000,000	28.71%
2、境内上市的外资股（B股）		
3、境外上市的外资股		
4、其他		
已上市流通股合计	45,000,000	28.71%
三、股份总数	156,750,000	100.00%

根据核查，上述非流通股股东中，广西贺州供电股份有限公司为贺州市电业公司的子公司，除此之外，未发现上述非流通股股东之间存在关联关系。

经参与股权分置改革的非流通股股东自查和公司核查，截至本保荐意见书出具之日止，桂东电力的非流通股股东所持非流通股份不存在权属争议、质押、冻结的情况。

二、实施股权分置改革方案对流通股股东权益影响的评价

保荐机构对本次股权分置改革对价安排综合分析后认为：

1、方案实施股权登记日登记在册的流通股股东在无须支付现金或其他代价

的情况下，其持有桂东电力流通股的股数将增加 28%，相应地，其拥有的权益也将增加 28%。

2、本次股权分置改革方案实施后，流通股股东实际获得的对价高于理论对价，流通股股东的利益得到了保护。

桂东电力非流通股股东为使其持有的公司非流通股获得流通权而向公司流通股股东支付的对价是合理的。

三、对股权分置改革相关文件的核查结论

根据本保荐机构的合理核查，桂东电力股权分置改革相关文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的情况。

四、股权分置改革方案中相关承诺的可行性分析

（一）改革方案中相关承诺

1、关于支付股份的承诺

全体非流通股股东拟向方案实施股权登记日登记在册的流通股股东安排 12,600,000 股对价，流通股股东每 10 股获付 2.8 股。

2、关于限售期的承诺

（1）持有桂东电力 5% 以上股份的非流通股股东的承诺

贺州市电业公司承诺所持有的桂东电力非流通股股份自获得上市流通权之日起履行法定义务。

（2）持有桂东电力 5% 以下（含）的非流通股股东的承诺

广西水利厅那板水库管理处、钟山县电力公司、广西昭平县汇能电力有限公司、富川瑶族自治县电力公司及广西贺州供电股份有限公司承诺所持有的桂东电力非流通股份自获得上市流通权之日起履行法定义务。

3、关于启动管理层激励计划的承诺

贺州市电业公司承诺在股权分置改革完成后启动桂东电力管理层激励计划，具体办法由公司董事会制定并报主管部门批准后执行。

4、关于利润分配的承诺

公司控股股东贺州市电业公司承诺在实施本次股权分置改革方案后，将在公司 2006、2007 和 2008 年度股东大会上提议公司 2006、2007 和 2008 年度的现金分红比例不低于当年实现的可分配利润（非累计可分配利润）的 50%，并承诺在股东大会表决时对该议案投赞成票。

5、富川瑶族自治县电力公司的特别承诺

根据富川瑶族自治县电力公司与广西贺州供电股份有限公司签订的股份转让协议，富川瑶族自治县电力公司拟受让广西贺州供电股份有限公司持有的桂东电力国有股共计 150,000 股，占桂东电力总股本的 0.0957%。上述股份转让手续正在办理之中。富川瑶族自治县电力公司同意若该等股份转让于股权分置改革方案实施前完成，则由其向流通股股东支付该等非流通股股份应支付的对价。

6、承诺人声明

公司全体非流通股股东一致声明：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。

（二）相关承诺的可行性分析

桂东电力非流通股股东同意上交所和登记公司在上述承诺的限售期内对所持原非流通股股份进行锁定，同意授权桂东电力董事会直接办理相关股份锁定事宜。

非流通股股东的各项承诺均可以通过交易所、登记公司的技术手段保证承诺的履行，或阻断违反承诺性质事项的履行。同时，保荐机构亦将履行持续督导权利，对公司和非流通股股东履行承诺的情况予以监督和指导。

五、保荐机构对对价安排的分析意见

（一）对价标准制定依据

1、支付对价的基本原理

在一个完全的市场环境里，股票价格会受到诸如市场预期、对公司未来的预

期、同类公司股价、宏观经济走势等因素的影响，而在一个股权分置的市场里，股票价格还会受到一个特定因素的影响，即流通股东对于非流通股东所持股份不流通的一种预期，我们可以称之为流通权价值。

现在，非流通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，从而影响流通股股东的流通权价值，理论上，流通权价值将归于零。因此，非流通股股东必须为此支付相当于流通股股东流通权价值的对价。

我们认为，股权分置改革不应使流通股股东的股权价值发生变化，故以股权分置改革前流通股股东持股市值与股权分置改革后流通股股东理论持股市值的差额作为流通权价值，以此计算非流通股股东应支付给流通股股东的对价。

（二）对价的计算

1、股权分置改革方案实施前流通股股东的持股成本

我们选取截止 2006 年 5 月 31 日前 30 个交易日公司股票收盘价的加权平均值 9.09 元作为流通股股东的持股成本。

2、股权分置改革方案实施后公司的合理股票价格

以市盈率法评估公司价值是资本市场通常采用的方法之一。股权分置问题解决后资本市场对公司价值评判的标准也将与成熟资本市场标准趋于一致。改革方案实施后公司的股票价格主要通过参考国内资本市场同行业已完成股改上市公司的市盈率水平运用市盈率法来测算。

（1）股权分置改革方案实施后公司的合理市盈率水平

截止 2006 年 5 月 31 日，国内资本市场同行业已完成股改上市公司的市盈率水平如下表所示：

国内资本市场已完成股改电力行业上市公司市盈率一览表

排序	名称及代码	市盈率
1.	G 通 宝	19.83
2.	G 金 山	34.70
3.	G 滨 能	31.71

4.	G 郑煤电	14.31
5.	G 广 聚	29.06
6.	G 黔 源	24.26
7.	G 九 龙	28.15
8.	G 涪电力	24.41
9.	G 建 投	24.59
10.	G 漳 电	16.81
11.	G 申 能	13.35
12.	G 上 电	17.69
13.	G 粤电力	16.94
14.	G 穗恒运	12.70
15.	G 广 控	14.88
16.	G 韶 能	16.69
17.	G 长 电	16.94
18.	G 京 能	21.96
19.	G 宁热电	28.45
20.	G 深能源	11.73
21.	G 南 自	33.12
22.	G 华 能	12.65
23.	G 天 富	23.60
	平 均	21.24

注：上述 G 股公司的市盈率以 2006 年 5 月 31 日收盘价计算。

参照国内资本市场电力行业已完成股改上市公司的平均市盈率水平，结合公司良好的自身素质和水电行业的成长性，按照谨慎性原则预计股权分置改革后公司的合理市盈率水平应为 20.5 倍。

(2) 股权分置改革方案实施后公司股票价格的合理估值

根据公司 2003、2004、2005 年度财务报告，公司三年平均每股收益为 0.36 元，结合公司股权分置改革后公司的合理市盈率水平（20.5 倍）测算，公司股权分置改革方案实施后的理论价格应为每股 7.38 元。

3、非流通股股东理论上应向流通股股东支付的对价水平

假设：R 是非流通股股东为获得流通权而向流通股股东支付的股份数量；

流通股股东的平均持股成本为 P；

股权分置改革方案实施后公司股票价格为 Q。

为了保护流通股股东利益不受损害，则 R 应至少满足：

$$P=Q \times (1+R)$$

根据上述情况，选取 9.09 元作为流通股股东股权分置改革前的持股成本，即以 9.09 元作为 P 的估计值，以预计的股权分置改革方案实施后公司股票理论价格 7.38 元作为 Q 的估计值，则非流通股股东为使其所持非流通股份获得上市流通权而向每股流通股支付的股份数量 R 为 0.232。

即非流通股股东应该向流通股股东每 10 股支付 2.32 股作为对价。

考虑方案实施后的股价存在不确定性、市场上流通股股东的接受水平以及大股东的控股比例要求等因素，参考可比公司的方案，本次股权分置改革方案确定为非流通股股东向流通股股东按每 10 股派送不超过 2.8 股的比例支付对价。对价支付完成后，公司的非流通股份即获得上市流通权。

（二）对价安排

六家非流通股股东一致同意进行股权分置改革，执行对价安排情况表如下：

如富川电力与贺州供电的股权受让过户在对价支付执行日前未能完成，则对价安排执行前后情况如下：

执行对价安排的股东名称	执行对价安排前		本次执行对价安排数量(股)	执行对价安排后	
	持股数(股)	持股比例(%)		持股数(股)	持股比例(%)
贺州市电业公司	110,750,000	70.6539	12,487,248	98,262,752	62.6876
广西水利厅那板水库管理处	400,000	0.2552	45,100	354,900	0.2264
钟山县电力公司	150,000	0.0957	16,913	133,087	0.0849
广西昭平县汇能电力有限公司	150,000	0.0957	16,913	133,087	0.0849
富川瑶族自治县电力公司	150,000	0.0957	16,913	133,087	0.0849
广西贺州供电股份有限公司	150,000	0.0957	16,913	133,087	0.0849
总 计	111,750,000	71.2919	12,600,000	99,150,000	63.2536

如富川电力与贺州供电的股权受让过户在对价支付执行日前未能完成，则对价安排执行前后情况如下：

执行对价安排的股东名称	执行对价安排前		本次执行 对价安排 数量(股)	执行对价安排后	
	持股数(股)	持股比例 (%)		持股数(股)	持股比例 (%)
贺州市电业公司	110,750,000	70.6539	12,487,248	98,262,752	62.6876
广西水利厅那板水库管理处	400,000	0.2552	45,100	354,900	0.2264
富川瑶族自治县电力公司	150,000	0.1914	33,826	26,6174	0.1698
钟山县电力公司	150,000	0.0957	16,913	133,087	0.0849
广西昭平县汇能电力有限公司	150,000	0.0957	16,913	133,087	0.0849
总 计	111,750,000	71.2919	12,600,000	99,150,000	63.2536

(三) 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《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业务操作指引》、《上市公司股权分置改革管理办法》、《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。

(四) 本次股权分置改革遵循诚信和公开、公平、公正原则

桂东电力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。桂东电力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。桂东电力非流通股股东均已承诺，不会利用桂东电力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。

(五) 本次股权分置改革方案中对价安排基本合理

上市公司股权分置改革，是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制，消除 A 股市场股份转让制度性差异的过程。非流通股股东必须为此支付相当于流通股股东流通权价值的对价。经过科学测算，非流通股股东理论上应向流通股股东支付的对价为每 10 股流通股获送 2.32 股。

考虑方案实施后的股价存在不确定性、市场上流通股股东的接受水平以及大股东的控股比例要求等因素，参考可比公司的方案，桂东电力在理论对价的基础

上,适当上调对价支付比例,按每10股派送不超过2.8股的比例向流通股股东支付对价,比测算出的应支付对价比例(10送2.32)高出20.69%,对价安排是基本合理的,切实保护了流通股股东的利益。对价支付完成后,桂东电力的非流通股股份即获得上市流通权。

(六) 方案实施后国有股东仍处于相对控股地位

每10股送2.8股的对价方案实施后,桂东电力国有股股东即全体非流通股股东的持股比例从71.29%降为63.25%,该持股比例符合国有股权管理的政策要求,国有性质的股份仍保持对上市公司的绝对控股地位不变。

(七) 股权分置改革对上市公司的影响分析

股权分置影响证券市场的稳定预期和价格发现功能,使公司治理缺乏共同的利益基础,不利于公司充分利用资本市场的各种金融手段,做大做强。股权分置改革方案的实施为公司的后续发展带来了新的历史机遇,有利于改善公司法人治理结构,规范公司运作;有利于公司实现市场化的制度创新和股权并购;有利于最大限度地调动全体股东维护公司利益的积极性,为桂东电力未来发展奠定了坚实的基础。

本次股权分置改革方案的实施仅使桂东电力股本结构发生变化,总股本没有改变,所以对桂东电力财务状况没有实质影响。

六、关于保荐机构有无可能影响其公正履行保荐职责情形的说明

本保荐机构不存在以下影响公正履行保荐职责的情形:

(一) 保荐机构及其大股东、实际控制人、重要关联方持有上市公司的股份合计超过百分之七;

(二) 上市公司及其大股东、实际控制人、重要关联方持有或者控制保荐机构的股份合计超过百分之七;

(三) 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上市公司的股份、在上市公司任职等可能影响其公正履行保荐职责的情形;

(四) 截至桂东电力董事会公告股权分置改革说明书的前两日,保荐机构或

经办保荐代表人持有桂东电力股票，或在前六个月内买卖桂东电力流通股的情形；

（五）保荐机构及其大股东、实际控制人、重要关联方为桂东电力提供担保或融资；

（六）其他可能影响保荐机构公正履行保荐职责的情形。

七、保荐机构认为应当说明的其他事项

（一）股权分置改革与公司股东的利益切实相关，为维护自身权益，本保荐机构特别提请公司股东积极参与桂东电力相关股东会议并充分行使表决权。

（二）本保荐机构特别提请桂东电力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，做出审慎判断。

（三）本保荐机构在本保荐意见中对桂东电力股权分置方案的合理性进行了评价，但上述评价仅供投资者参考、并不构成对桂东电力的任何投资建议，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。

（四）本保荐机构特别提请桂东电力流通股股东注意桂东电力股权分置改革方案的实施存在以下风险：

1、国有资产监督管理部门不予批准的风险

桂东电力非流通股份涉及国有股，在本次股权分置改革方案中，对该部分股份的处理尚需国有资产监督管理部门审批同意，国有股份的处置需在本次改革网络投票开始前至少一个交易日得到国有资产监督管理部门的批准，存在无法及时得到批准和不予批准的可能。

2、非流通股股东股份被司法冻结、扣划导致无法支付对价的风险

截至公告日，桂东电力非流通股股东用于执行对价安排的股份不存在权属争议、质押、冻结的情形，但由于距方案实施日尚有一段时间，非流通股股东用于执行对价安排的股份可能出现被质押、冻结的风险。如果桂东电力非流通股股东持有的股份被司法冻结、扣划，以至于无法支付对价，且在股权分置改革方案实

施前未能解决的，本次股权分置改革将终止。

3、改革方案未能获得相关股东会议审议通过的风险

桂东电力股权分置改革方案需参加相关股东会议表决的股东所持表决权的三分之二以上通过并经参加相关股东会议表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过，存在无法获得相关股东会议表决通过的可能。

4、股票价格波动的风险

由于影响证券市场的因素众多使股票价格走势具有很强的不确定性和难预测性，本方案实施后，如桂东电力股价出现较大波动可能会对公司流通股股东的利益造成影响，在此特别提示投资者注意投资风险。

八、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发表的意见建立在以下假设前提下：

- 1、桂东电力及其非流通股股东提供的有关资料及说明真实、准确、完整，相关承诺得以实现；
- 2、相关各方当事人全面履行本次股权分置改革方案；
- 3、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；
- 4、无其他人力不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。

（二）保荐意见结论

本保荐机构在认真审阅了桂东电力提供的股权分置改革方案及相关文件后认为：桂东电力股权分置改革方案的实施，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指导意见》、中国证券监督管理委员会《上市公司股权分置改革管理办法》（证监发[2005]86号）和上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司《上市公司股权分置改革业务操作指引》等有关法律法规的要求，桂东电力非流通股股东为使所有非流通股份获得流通权而向流通股股东支付的对价基本合理，非流通股股东

具有履行承诺的能力，履行承诺的措施具有约束力。国信证券愿意推荐桂东电力进行股权分置改革工作。

九、保荐机构和保荐代表人的联系地址、电话

保荐机构：国信证券有限责任公司

注册地址：深圳市红岭中路 1012 号国信证券大厦 16—26 楼

法定代表人：何如

保荐代表人：曾信

项目主办人：刘卫兵

联系电话：021—68865435

传 真：021—68865179

（本页无正文，为《国信证券有限责任公司关于广西桂东电力股份有限公司股权分置改革之保荐意见书》签字盖章页）

国信证券有限责任公司（公章）

法定代表人（或授权代表）签字：

保荐代表人签字：

项目主办人签字：

签署日期：二〇〇六年 月 日