

中信证券股份有限公司

关于山东铝业股份有限公司

股权分置改革

之

保荐意见书

保荐意见提交日期：二〇〇六年十二月

保荐机构声明

作为山东铝业股份有限公司本次股权分置改革的保荐机构，中信证券股份有限公司特作以下声明：

1、本保荐机构与山东铝业本次股权分置改革各方当事人不存在影响本机构公正履行保荐职责的情形，本保荐意见书旨在对本次股权分置改革是否符合山东铝业投资者特别是公众投资者的合法权益作出独立、客观、公正的评价，以供公司全体投资者参考。

2、本保荐意见书所依据的文件、资料由山东铝业提供。山东铝业已向本保荐机构保证：其所提供的为出具本意见书所涉及的所有文件、资料均真实、准确、完整，并对其真实性、准确性和完整性承担全部责任。

3、本保荐机构确信已遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，对山东铝业及其非流通股股东和实际控制人进行了尽职调查、审慎核查，并在此基础上出具保荐意见。

4、本保荐意见是基于本次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义务和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、本保荐机构没有委托或授权任何其他机构或个人提供未在本意见书中列载的信息和对本意见书作任何解释或说明。同时，本保荐机构提醒广大投资者注意：本意见书不构成对山东铝业的任何投资建议，投资者根据本意见书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。

6、为履行本次股权分置改革工作的保荐职责，本保荐机构已指定一名保荐代表人具体负责保荐工作。

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）、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和中国证监会《上市公司股权分置改革管理办法》（证监发[2005]86号）以及国资委《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》等有关文件精神，为了保持市场稳定发展、保护投资者特别是公众投资者的合法权益，山东铝业非流通股股东提出股权分置改革动议，并以书面形式委托山东铝业董事会召开 A 股市场相关股东会议，审议公司股权分置改革方案。

中信证券受山东铝业董事会委托，担任本次股权分置改革的保荐机构。本保荐意见书系根据《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有关问题的通知》、《上海证券交易所股权分置改革业务操作指引》、《上海证券交易所股票上市规则（2006年修订本）》等法律、法规及规范性文件的有关规定编制。

本保荐机构以勤勉尽责的态度，本着客观公正的原则，依据山东铝业提供的有关资料、文件和本保荐机构的尽职调查和审慎核查出具此意见书，旨在对本次股权分置改革是否符合山东铝业投资者特别是公众投资者的合法权益做出独立、客观、公正的评价，以供公司全体投资者参考。

释义

除非特别说明，以下简称在本保荐意见中具有如下含义

| | |
|---------|---|
| 山东铝业、公司 | 指山东铝业股份有限公司 |
| 中国铝业 | 指中国铝业股份有限公司，为山东铝业的控股股东 |
| 中铝公司 | 指中国铝业公司，为中国铝业的控股股东，山东铝业的实际控制人 |
| 兰州铝业 | 指兰州铝业股份有限公司 |
| 本方案 | 指山东铝业股份有限公司本次股权分置改革方案 |
| 对价安排 | 指山东铝业非流通股股东为其持有的非流通股获得流通权，与流通股股东通过协商形成的利益平衡安排 |
| 本保荐机构 | 指中信证券股份有限公司 |
| 律师 | 指北京市中银律师事务所 |
| 中国证监会 | 指中国证券监督管理委员会 |
| 上交所 | 指上海证券交易所 |
| 上海登记公司 | 指中国证券登记结算有限责任公司上海分公司 |
| 相关股东会议 | 指根据《上市公司股权分置改革管理办法》的规定，由单独或合并持有公司三分之二以上非流通股份的股东，以书面形式委托公司董事会召集 A 股市场相关股东举行的，审议股权分置改革方案的会议 |
| 元 | 指人民币元 |

一、公司合法合规经营

经核查，截至本保荐意见书出具之日：公司最近三年内无重大违法违规行为，最近十二个月内未被中国证监会通报批评或证券交易所公开谴责；未因涉嫌违法违规正在被中国证监会立案稽查；公司股票未涉嫌内幕交易或市场操纵；公司股票不存在其他异常情况。

二、公司非流通股股份不存在权属争议、质押、冻结情形

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有的山东铝业的股份不存在任何权属争议，亦不存在任何权利限制，包括但不限于质押、冻结的情形。

三、对股权分置改革相关文件的核查情况

本保荐机构确信已遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，对山东铝业及其非流通股股东和实际控制人进行了尽职调查、审慎核查，并在此基础上出具保荐意见。山东铝业已向本保荐机构保证：其所提供的为出具本意见书所涉及的所有文件、资料均真实、准确、完整，并对其真实性、准确性和完整性承担全部责任。

中信证券重点核查了与本次股权分置改革相关的协议、股权分置改革方案、独立董事意见、有权部门批准或授权等文件，确认上述文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

四、对股权分置改革方案评价

（一）方案概述

山东铝业此次股权分置改革采用中国铝业发行新股对山东铝业进行换股吸收合并的方式，具体方式如下：

(1) 作为本次换股吸收合并和股权分置改革的对价，中国铝业将向山东铝业的所有流通股股东发行境内上市人民币普通股股票（A 股），同时注销山东铝业，以中国铝业为合并完成后存续公司，并申请在上海证券交易所上市。

(2) 本次换股吸收合并中，中国铝业换股价格为 6.60 元/股，山东铝业流通股换股价格为 20.81 元/股，换股比例为 1:3.15（上述换股价格仅供参考，最终以换股比例为准）。

(3) 为充分保护中小股东的利益，本次换股吸收合并将由第三方向山东铝业的流通股股东提供现金选择权，山东铝业的流通股股东可以以其所持有的山东铝业股票按照 16.65 元/股的价格全部或部分实行现金选择权。该第三方将在审议本次换股吸收合并的股东大会召开前确定并另行公告。

(4) 本次以换股吸收合并为主要内容的股权分置改革方案相当于每 10 股流通股股东获送 3.1 股股票价值的对价。

(5) 中国铝业本次还拟同时换股吸收合并兰州铝业，具体方案详见兰州铝业 2006 年 12 月 8 日公布的《中国铝业股份有限公司换股吸收合并兰州铝业股份有限公司暨兰州铝业股份有限公司股权分置改革说明书》。中国铝业换股吸收合并山东铝业与换股吸收合并兰州铝业并不互为前提。

（二）对价标准的制定依据

1、方案确定的基本原则

股权分置改革方案将遵循以下原则：

①符合有关政策规定原则

方案符合国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》、《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》以及中国证监会和国务院国有资产监督管理委员会关于股权分置改革的具体规定以及其他有关法律、法规的要求。

②兼顾各方利益原则

方案力求兼顾非流通股股东、流通股股东以及上市公司各方利益，实现多方“共赢”，彻底解决股权分置问题。

③维护市场稳定原则

股权分置改革过程中应尽量减少股价波动，维护市场稳定。

2、对价安排确定的出发点

兼顾非流通股股东和流通股股东的利益，切实保护流通股股东的利益不受损失，非流通股股东支付的对价水平能保护流通股股东所持股票平均市值不因股权分置改革遭受损失。

3、对价安排确定的依据

根据上述原则，流通股股东所持股票流通权价值的计算公式为：

对价总价值 = (改革前公司 A 股流通股股东持股成本 - 改革后公司 A 股股票平均市盈率水平 × 年每股收益) × 改革前 A 股流通股股份数

①改革前流通股股东持股成本的确定

本方案以山东铝业停牌前最后一个交易日 2006 年 11 月 27 日收盘价 16.65 元为改革前流通股的持股成本。

②方案实施后合理股价估计

山东铝业 2006 年 1~9 月每股收益 1.327 元，据此谨慎简单估计公司 2006 年每股收益为 1.48 元左右。

目前公司的主业为氧化铝的生产与销售，在此我们参考境外成熟市场铝业上市公司的平均市盈率水平，同时考虑到行业市场走势及山东铝业的生产规模、行业地位、竞争能力和发展潜力，本方案采用 9.00 倍的市盈率水平作为测算依据。

因此，估计改革后山东铝业的估值为 13.32 元。

③理论对价比例的测算

假设：

R 为非流通股股东为使非流通股份获得流通权而向每股流通股股东支付的股份数量；

股权分置改革前流通股股东的持股成本 P；

股权分置改革方案实施后股价为 Q。

为保护流通股股东利益不受损害,则 R 至少满足下式要求：

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

如前所述，以 16.65 元为流通股股东的持股成本 P，以 13.32 元作为股权分置改革后山东铝业股价的估值水平 Q，则 R 为 0.25 股，即理论上流通股股东每持有 10 股流通股应获付 2.5 股股票。

(4) 本次方案实施后流通股股东所获得的对价

截至 11 月 27 日的收盘价为 16.65 元，本方案中流通股股东所持有山东铝业股票每股换股的作价为每股 20.81 元，高于山东铝业 11 月 27 日收盘价。

因此，山东铝业的流通股股东在本吸收合并方案中可以获得的对价为：

溢价换股获得的对价 = (流通股股东换股时的每股作价 - 流通股股东的持股成本) / 股改后的公司的合理股价 = 0.31

因山东铝业流通股股东以溢价换股而使流通股股东获得的对价为：流通股股东每持有 10 股获得 3.1 股股份对价。

4、结论

本次股权分置改革通过换股吸收合并的方式，山东铝业流通股股份转换成中国铝业流通股，使山东铝业流通股股东的市场风险得到了有效释放。保荐机构认为山东铝业股权分置改革的对价安排兼顾了股东的即期利益和远期利益，有利于公司长远发展和市场稳定，充分保护了流通股股东的权益。

（三）本次股权分置改革对股东权益的影响

1、对价保护了流通股股东的利益

本方案确定对价的出发点是：兼顾非流通股股东和流通股股东的利益，切实保护流通股股东的利益不受损失，非流通股股东支付的对价水平必须能保护流通股股东所持股票市值不因股权分置改革遭受损失。公司对流通权对价的测算及最终实际支付对价的确定，充分贯彻了上述原则。

中国铝业吸收合并山东铝业后，山东铝业流通股股东所获得的对价远高于理论测算水平，改革实施后，降低了流通股的持股成本，使流通股股东的市场风险得到了较大幅度的释放。

2、方案实施后流通股股东未来股权价值具有较大的增长空间

中国铝业为香港、美国两地上市公司，是国内最大的氧化铝和原铝运营商，已形成铝土矿-氧化铝-原铝一条较为完整的产业链。中国铝业本次吸收合并山东铝业，是以基于产业投资、整合资源的目的，所作出的决策。可以预计，本次吸收合并将会产生较大的协同效应，作为 H 股/A 股同时上市的公司，中国铝业的公司治理结构将更加完善，这将有利于公司的长远发展，从而提升公司本身的内在价值。随着公司业绩的持续稳定增长、盈利能力不断增强，其股东也将获得巨大的升值空间。因此，山东铝业的原流通股股东的未来股权价值具有较大的增长空间。

（四）方案实施过程中保护流通股股东权益的措施

1、为体现山东铝业非流通股股东对流通股股东的对价安排，在本次换股吸收合并中，山东铝业股票作价为每股 20.81 元，换股比例为 1:3.15（上述换股价格仅供参考，最终以换股比例为准）；

2、为充分保护中小股东的利益，本次换股吸收合并将设定现金选择权方案，山东铝业的流通股股东可以以其所持有的山东铝业股票按照 16.65 元/股的价格全部或部分选择现金对价支付。支付现金对价方将在审议本次换股吸收合并的股东大会召开前确定；

3、本方案实施后，中国铝业成为在上海证券交易所上市的上市公司，中国

铝业承诺将遵守法律、法规和规章的规定，履行法定承诺义务，并按照上述股改方案中承诺的换股价格及比例、现金选择权等设计履行相应义务。另外，中国铝业控股股东中铝公司承诺：自中国铝业股票在上海证券交易所上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理所持有的中国铝业股份，也不由中国铝业回购所持有的中国铝业股份。

4、在召开相关股东会议之前，公司将履行催告程序。

5、本次相关股东会议中，流通股股东对本次股权分置改革方案进行投票可以采取现场投票或由公司董事会办理委托投票或通过网络投票行使投票权。

6、公司董事会将负责办理向流通股股东就股权分置改革方案征集投票权事宜。

7、股权分置改革方案本身需经参加本次股权分置改革相关股东会议表决的股东所持表决权（关联方回避的情况下）的三分之二以上通过，并经参加本次股权分置改革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。

五、关于保荐机构有无影响公正履行保荐职责情形的声明

（一）中信证券及其大股东、实际控制人、重要关联方不存在持有上市公司的股份合计超过百分之七的情况；

（二）上市公司及其大股东、实际控制人、重要关联方不存在持有或者控制中信证券的股份合计超过百分之七的情况；

（三）中信证券的经办保荐代表人或者董事、监事、经理、其他高级管理人员不存在拥有山东铝业权益、在山东铝业任职等可能影响公正履行保荐职责的情况；

（四）截至公司董事会公告股权分置改革说明书的前两日，中信证券及中信证券经办保荐代表人不存在持有山东铝业股票的情况；改革说明书公告前六个月内，中信证券及中信证券经办保荐代表人未有买卖山东铝业流通股股份的情况。

(五) 中信证券不存在其他可能影响公正履行保荐职责的情况。

六、保荐机构对非流通股股东相关承诺的可行性分析

1、承诺事项

(1) 中国铝业系根据中国法律、法规依法成立并有效存续的股份有限公司，截至承诺函出具之日，未存在任何根据法律、法规规定或公司章程之约定而需要终止经营的情形。

(2) 将在严格遵守《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》及中国证监会其他相关规定的前提下，积极推动山东铝业股权分置改革工作，在尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护各方利益的原则下，委托山东铝业的董事会制定山东铝业本次股权分置改革方案（以下简称股改方案），并召集相关股东会议审议该股改方案。

(3) 同意参加山东铝业本次股权分置改革，并同意切实履行及实施山东铝业相关股东会议表决通过的股改方案，包括但不限于：按照股改方案中承诺的换股价格及比例、现金选择权等安排履行相应义务。

(4) 中国铝业将诚实守信，作为信息披露义务人，及时履行信息披露义务，真实、准确、完整地披露信息，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。

(5) 不进行内幕交易、操纵市场或者其他证券欺诈行为。

(6) 自承诺函签发之日起至本次股改方案实施之时，中国铝业所持有的山东铝业股份不存在任何权属争议、冻结或质押的情形。

(7) 自承诺函签署之日前的六个月内并不存在买卖山东铝业股票的行为，并承诺在承诺函签署之后至本次股改方案实施完毕前，均不会买卖山东铝业的股票。

(8) 作为山东铝业的控股股东，不存在侵占山东铝业利益而被立案调查的情形。

中铝公司还承诺：“自中国铝业股票在上海证券交易所上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理所持有的中国铝业股份，也不由中国铝业回购其持有的中国铝业股份”。

2、履约方式、履约时间、履约能力分析、履约风险防范对策

(1) 履约方式：本次股权分置改革做出承诺的相关承诺人将向上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司上海分公司申请在上述承诺锁定期内对相关承诺人所持有限售条件流通股股份进行锁定。

(2) 履约时间：相关承诺人的履约时间自山东铝业股权分置改革方案实施之日暨中国铝业股票在上海证券交易所上市之日起，至各相关承诺人所持股份的锁定期期满为止。

(3) 履约能力分析：由于交易所和登记结算公司将在上述承诺锁定期内对相关承诺人所持有限售条件流通股股份进行锁定，相关承诺人在其相对应的锁定期内将无法通过交易所挂牌出售该部分股份，因此相关承诺人有能力履行上述承诺。

(4) 履约风险防范对策

由于交易所和登记结算公司将在上述承诺锁定期内对相关承诺人所持有限售条件流通股股份进行锁定，相关承诺人违反上述承诺的风险已得到合理规避。

3、承诺事项的履约担保安排

由于交易所和登记结算公司将在上述承诺锁定期内对相关承诺人所持有限售条件流通股股份进行锁定，故关于股份锁定的承诺事项不涉及履约担保安排。

4、承诺事项的违约责任

承诺人如未按照上述承诺事项履行承诺义务的，将按照中国证监会、上海证券交易所的有关规定接受处罚。如承诺人的违约给流通股股东的合法权益造成损

害的，将依法承担相应的法律责任。

5、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。

综上所述，保荐机构认为：山东铝业非流通股股东所作出的承诺是切实可行的，与交易所、登记结算公司实施监管的技术条件是相适应的；上述承诺是在综合考虑了各方利益的基础上，尤其是山东铝业的流通股股东的利益的基础上做出的，其履行是有保证的。

七、保荐机构认为应当说明或提请投资者关注的其他事项

（一）山东铝业非流通股份中存在国有法人股，本次股权分置改革方案中，对该部分股份的处分尚需国有资产监督管理部门审批同意。

（二）本次股权分置改革方案的主要方式为中国铝业发行新股对山东铝业进行换股吸收合并，该发行新股行为和换股吸收合并交易尚需取得相关国家主管部门的批准或核准。能否取得相关国家主管部门的批准或核准，以及最终取得国家主管部门批准或核准的时间都存在不确定性。

（三）本次股权分置改革方案的主要方式为换股吸收合并，而该换股吸收合并交易需经中国铝业股东大会和山东铝业股东大会暨相关股东会议审核批准。股权分置改革方案本身需经参加本次股权分置改革相关股东会议表决的股东所持表决权（关联方回避的情况下）的三分之二以上通过，并经参加本次股权分置改革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。本次股权分置改革方案存在无法获得中国铝业股东大会和山东铝业股东大会暨相关股东会议表决通过的可能。

（四）本次股改方案中的中国铝业发行新股换股吸收合并完成后，山东铝业将根据《公司法》的规定退市并注销，中国铝业成为合并完成后山东铝业的存续公司，而中国铝业上市须取得上海证券交易所的核准，上海证券交易所是否核准

中国铝业上市以及核准的时间都存在不确定性。

（五）由于换股吸收合并方中国铝业和山东铝业将另行召开董事会会议审议相关议案，相关财务审计报告及法律意见书等其他相关资料也将另行公告，因此本次股权分置改革山东铝业的股东大会暨相关股东会议和中国铝业的股东大会的具体时间将另行通知。

（七）股票市场可能存在的非理性波动，投资者存在投资山东铝业股票而造成损失的风险。

（八）本保荐意见书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及对流通股股东权益的影响进行了评估和分析，但并不构成对山东铝业的任何投资建议，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，保荐机构不承担任何责任。

（九）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。

八、保荐机构意见

（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、本次有关各方所提供的资料真实、准确、完整；
- 2、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方案。

（二）对本次山东铝业股权分置改革发表的保荐意见

本保荐机构在认真审阅了山东铝业提供的股权分置改革方案及相关文件后认为：山东铝业本次股权分置改革方案体现了公开、公平、公正、诚实信用和自愿的原则；公司及非流通股股东按照法律程序履行了相关信息披露义务，股权分置改革的程序及内容符合相关法律、法规及中国证监会《上市公司股权分置改革管理办法》的有关规定。基于上述理由，本保荐机构愿意推荐山东铝业股份有限公司进行股权分置改革。

九、保荐机构

保荐机构：中信证券股份有限公司

注册地址：深圳市罗湖区湖贝路 1030 号

法定代表人：王东明

保荐代表人：梅挽强

项目主办人：王伶、王超男、隰晓虎、邵向辉

联系地址：北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦五层

邮编：100004

联系电话：010—84588888

传 真：010—84865610

（此页无正文，为《关于山东铝业股份有限公司股权分置改革之保荐意见》签字盖章页）

法定代表人（授权代表）：

保荐代表人：

中信证券股份有限公司

二〇〇六年十二月