

国泰君安证券股份有限公司

关于

宜宾五粮液股份有限公司

股权分置改革

之

保荐意见书

保荐机构



（上海市浦东新区商城路 618 号）

保荐机构声明

1、本保荐意见所依据的文件、材料由宜宾五粮液股份有限公司及其唯一非流通股股东宜宾市国资公司提供。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，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，并对其提供资料的真实性、准确性和完整性承担全部责任。

2、本保荐意见是基于宜宾五粮液股份有限公司及其唯一非流通股股东宜宾市国资公司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意见失效，除非本保荐机构补充和修改本保荐意见。

3、有关此次股权分置改革的详情载于宜宾五粮液股份有限公司董事会发布的公告中，提请投资者认真阅读。本保荐机构在本保荐意见中仅对非流通股股东为其所持有的非流通股股份取得在 A 股市场上的流通权而向流通股股东所做出对价安排的合理性进行了评价，上述评价供投资者参考，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。

5、本保荐机构提醒投资者注意，本保荐意见不构成对宜宾五粮液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。

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）、中国证券监督管理委员会等《关于上市公司股权分置改革的指导意见》、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》以及《上市公司股权分置改革业务操作指引》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合法权益，宜宾五粮液股份有限公司非流通股股东宜宾市国有资产经营有限公司委托宜宾五粮液股份有限公司董事会制定股权分置改革方案，国泰君安证券股份有限公司同意推荐宜宾五粮液股份有限公司进行股权分置改革工作。

受宜宾五粮液股份有限公司董事会委托，国泰君安证券股份有限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及全体相关股东提供保荐意见，有关股权分置改革事项的详细情况载于宜宾五粮液股份有限公司董事会召开关于股权分置改革事项的相关股东会议的通知和《宜宾五粮液股份有限公司股权分置改革说明书》中。

本保荐意见系根据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》等有关法律法规的要求制作。

释 义

公司/五粮液	指 宜宾五粮液股份有限公司
大股东/宜宾市国资公司	指 宜宾市国有资产经营有限公司，公司唯一非流通股股东
方案/本方案/改革方案	指 宜宾五粮液股份有限公司股权分置改革方案
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公开交易的股东
流通股股东	指 持有本公司流通股的股东
对价	指 宜宾市国资公司为其持有的公司非流通股获得流通权而向公司流通股股东执行的的对价安排
标的证券	指 五粮液境内发行的人民币普通股票，即五粮液 A 股股票
认购权证	指 宜宾市国资公司发行的、以公司 A 股股票为标的证券、约定权证持有人在行权日有权按行权价格和行权比例购买五粮液 A 股股票的有价证券
认沽权证	指 宜宾市国资公司发行的、以公司 A 股股票为标的证券、约定权证持有人在行权日有权按行权价格和行权比例出售五粮液 A 股股票的有价证券
相关股东会议	指 根据《上市公司股权分置改革管理办法》规定，由单独或合并持有公司三分之二以上非流通股股份的股东，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，审议公司股权分置改革方案的会议
相关股东会议股权登记日	指 2006 年 3 月 14 日，于该日收盘后登记在册的五 粮液股东，将有权参与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 本次股权分置改革方案表决通过后，与登记结算公司协商确定的方案实施股权登记日，在该日收盘后登记在册的本公司流通股股东有权按照表决通过的本次股权分置改革方案获得流通权对价，具体日期将在股权分置改革实施公告中确定
中国证监会	指 中国证券监督管理委员会
四川省国资委	指 四川省政府国有资产监督管理委员会
深交所/交易所	指 深圳证券交易所
登记结算公司	指 中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司
董事会	指 宜宾五粮液股份有限公司董事会
保荐机构/国泰君安	指 国泰君安证券股份有限公司
律师	指 北京市金杜律师事务所

一、公司不存在重大违法违规情形

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;公司股票交易不存在其他异常情况。

二、公司作出对价安排的非流通股股东宜宾市国资公司所持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,公司作出对价安排的非流通股股东宜宾市国资公司所持有五粮液的股份不存在权属争议、质押、冻结的情形。

三、实施改革方案对公司流通股股东权益影响的评价

(一) 五粮液股权分置改革方案概述

宜宾市国资公司同意向方案实施股权登记日登记在册的流通股股东支付 114,566,400 股股份、152,755,200 份认购权证和 229,132,800 份认沽权证;即方案实施股权登记日登记在册的流通股股东每持有 10 股流通股将获得宜宾市国资公司支付的 1.5 股股份、2 份认购权证和 3 份认沽权证;其中,每份认购权证赋予权证持有人可以 6.57 元/股的价格向宜宾市国资公司购买 1 股五粮液股票的权利,每份认沽权证赋予权证持有人可以 6.77 元/股的价格向宜宾市国资公司出售 1 股五粮液股票的权利。

自公司股权分置改革方案实施后首个交易日起,宜宾市国资公司持有的非流通股即获得在 A 股市场上市流通权。

同时,宜宾市国资公司承诺:自股权分置改革方案实施之日起,宜宾市国资公司持有的五粮液原非流通股股份在十二个月内不上市交易或者转让;在前项规定期满后,宜宾市国资公司通过证券交易所挂牌交易出售原五粮液非流通股股份,出售数量占该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。

（二）保荐机构对本次改革对价安排的分析意见

本次股权分置改革方案对价标准确定的出发点是：充分考虑流通股股东的利益，同时兼顾非流通股股东的利益。

在本次股权分置改革中，为避免因非流通股上市流通导致相关流通股股东利益可能的损失，非流通股股东向相关流通股股东作出一定的对价安排。非流通股股东将充分考虑相关流通股股东因公司本次股权分置改革而可能受到的不利影响，以流通股股东持股市值在股权分置改革前与股权分置改革后不变为依据，拟定对价安排。

1、确定理论对价安排的基本思路

确定本次股权分置改革对价安排的基本思路为：首先参照境外全流通市场同行业可比上市公司和我国 A 股市场已完成股改的同行业上市公司的情况测算公司股改后合理市盈率倍数区间，并以此计算股权分置改革完成后在股本不变情况下公司股票的合理市场价格，以该价格与股权分置改革前流通股股东合理持股成本之差为依据确定对价安排。

2、改革方案实施前的流通股股东平均持股成本

截至 2006 年 1 月 24 日，公司收盘价为 8.11 元/股，该日之前 114 个交易日公司股票换手率为 100.03%，对应的公司加权平均收盘价为 7.56 元/股。在兼顾非流通股股东和流通股股东利益的基础上，选取 2006 年 1 月 24 日之前 114 个交易日的平均收盘价 7.56 元/股作为流通股股东股权分置改革前的持股成本。

3、方案实施后的股票价格

（1）方案实施后市盈率水平

方案实施后的股票价格主要通过参考境外成熟市场可比上市公司来确定。从成熟市场来看，目前国际成熟市场上烈酒和葡萄酒行业上市公司的市盈率约在 14 - 25 倍左右。综合考虑五粮液目前业务构成及未来发展，并参考可比上市公司的市盈率水平，预计五粮液在股权分置改革方案实施后股票的合理市盈率区间为 18-22 倍。

（2）每股收益水平

公司 2005 年 1 - 9 月份的每股收益为 0.284 元/股，公司管理层预计 2005 年度的每股收益在 0.30 元/股左右，对应股票的合理价格区间为 5.4-6.6 元/股。

(3) 方案实施后预计市场价格

考虑到公司的经营状况和发展以及公司在国内白酒行业中的地位,预计五粮液在股权分置改革实施后股票价格在 6.30 元/股左右。

4、非流通股股东理论上应向流通股股东支付的对价安排

假设: R 是非流通股股东为获得流通权而向每股流通 A 股支付的股份数量;

流通 A 股股东的持股成本为 P;

股权分置改革方案实施后股价为 Q。

为保护流通 A 股股东利益不受损害,则 R 至少满足下式要求:

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

依上文所述,选取 7.56 元/股作为流通股股东股权分置改革前的持股成本,即作为 P 的估计值,以方案实施后的公司股票理论价格 6.30 元/股作为 Q。则:非流通股股东为使所持公司非流通股股份获得流通权而向每股流通股支付的股份数量 R 为 0.2,即理论上流通股股东每 10 股应获送相当于 2 股股份的对价。

5、对价价值分析

本次股权分置改革方案的对价安排分为三部分:流通股股东每持有 10 股公司流通股可以获得 1.5 股股份、2 份认购权证和 3 份认沽权证。

(1) 股份对价价值

五粮液流通股股东每持有 10 股五粮液流通股股份可以获得 1.5 股股份。

(2) 认购权证、认沽权证对价价值

认购权证、认沽权证的价值可以按国际通行的权证估值模型 Black-Scholes 期权定价模型测算,保荐机构依据停牌前 100%累计换手率对应的加权平均收盘价的除权价和与之相对应的波动率分别作为基础股价和波动率,计算结果如下:

参 数	认购权证	认沽权证
停牌前 100%累计换手率对应的加权平均收盘价(元/股)	7.56	7.56
除权价(元/股)	6.57	6.57
基础股价(元/股)	6.57	6.57
行权价格(元/股)	6.57	6.77
存续期(月)	24	24

无风险利率	2.70%	2.70%
波动率	29.39%	29.39%
每份权证理论价值（元/份）	1.23	0.993

注：无风险利率参考两年期存款利率。

根据上述计算，本次股权分置改革流通股股东获得的认购权证的总价值为 187,888,896 元，以五粮液股票基础股价 6.57 元/股计算，相当于流通股股东每 10 股获得 0.376 股；流通股股东获得的认沽权证的总价值为 227,528,870.4 元，以 6.57 元/股计算，相当于流通股股东每 10 股获得 0.453 股。

（3）总体对价价值

综上所述，本次五粮液股权分置改革总体对价安排相当于每 10 股流通股获 2.329 股，高于理论对价安排每 10 股流通股获 2 股。

（三）对公司流通 A 股股东权益影响的评价

国泰君安在综合考虑公司的基本面和流通股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，经过全面分析之后认为：

于方案实施股权登记日在册的流通股股东，在无须支付现金或其他代价的情况下，其持有五粮液流通股股数将增加 114,566,400 股，获得认购权证 152,755,200 份和认沽权证 229,132,800 份，其拥有权益将相应增加，同时获得了超额收益的可能，本次股权分置改革的实施切实保障了流通股股东的利益。

（四）方案实施过程中保护流通 A 股股东权益的措施

1、自相关股东会议通知发布之日起十日内，公司为流通股股东主张权利、表达意见提供电话、传真、电子邮件等多种沟通渠道，充分征求流通 A 股股东的意见；

2、公司在表决股权分置改革方案相关股东会议的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；

3、相关股东会议召开前，公司不少于两次发布召开相关股东会议的提示公告；

4、公司独立董事就此次股权分置改革方案发表了独立意见；董事会通过向流通股股东征集投票权的方式保障了流通股股东充分发表自己的意见；

5、公司为流通股股东参加表决提供了网络投票系统；

6、相关股东会议做出决议需要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方能有效。

四、实施改革方案对公司治理的影响

（一）方案实施前后的公司股权结构情况

改革方案实施前后，公司股份结构变动情况列表如下：

改革前			改革后		
	股份数量 (万股)	占总股本 比例(%)		股份数量 (万股)	占总股本 比例(%)
一、未上市流通股 份合计	194,762.88	71.83	一、有限售条件 的流通股份合计	183,306.24	67.61
国家股	194,762.88	71.83	国家股	183,306.24	67.61
二、流通股份合计	76,377.60	28.17	二、无限售条件 的流通股合计	87,834.24	32.39
A 股	76,377.60	28.17	A 股	87,834.24	32.39
三、股份总数	271,140.48	100	三、股份总数	271,140.48	100

注：本表数据未包含认购权证和认沽权证被行权后的股份结构变动情况。

（二）实施改革方案对公司治理的影响

1、本次股权分置改革实施后，股东之间利益将趋于一致，有助于形成统一的价值评判标准，五粮液可以利用多种符合国际资本市场惯例的方式面向市场进行存量资源整合，有助于公司采用多种资本运作方式实现公司的良性发展。

2、实施股权分置改革将为公司今后的发展带来新的历史性机遇，股权分置改革后，有利于形成公司治理的共同利益基础，有利于国有股权在市场化动态估值中实现保值增值；全体股东维护公司利益的积极性得到了最大限度的调动。

3、本次股权分置改革实施后，公司股权结构将更加科学，有助于形成内部、外部相结合的多层次监督、约束和激励机制，公司治理结构更加合理，为公司的发展奠定更为坚实的基础。

五、对股权分置改革相关文件的核查情况

国泰君安重点核查了与本次股权分置改革相关的董事会文件、独立董事意

见、股权分置改革说明书、召开相关股东会议的通知等文件，确认上述文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

国泰君安已对宜宾市国资公司身份进行确认，证实其实系上市公司非流通股股东，并已授权上市公司董事会至中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理股权分置改革股份变更登记相关事宜。

六、改革方案中相关承诺的可行性

五粮液唯一非流通股股东宜宾市国资公司承诺将履行公司董事会报相关股东会议批准后的股权分置改革方案，根据该方案的规定向公司流通股股东做出对价安排。宜宾市国资公司承诺将严格遵守中国证监会《上市公司股权分置改革管理办法》的有关规定，持有的五粮液原非流通股股份自获得在 A 股市场上的上市流通权之日起，在十二个月内不上市交易或转让；在前项规定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售五粮液原非流通股股份，出售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。

同时，宜宾市国资公司保证：1、在股权分置改革相关事项公告后及时委托公司将用于执行送股对价安排的 114,566,400 股股份向登记结算公司申请临时保管，从技术上为履行上述承诺义务提供条件；2、宜宾市国资公司所持有的公司非流通股股份截止承诺函出具之日不存在任何质押、冻结或其他权属争议；并保证在本次股权分置改革期间不会对用于支付送股对价的相关股份设置任何质押或其他第三者权益，也不会就该等股份与任何第三人做出其他类似安排；3、将根据深圳证券交易所的有关要求，将所持有的拟用于认购权证行权时支付的股份在登记结算公司办理有关履约担保手续，以确保履行该等支付义务；4、将根据深圳证券交易所的有关要求，在公司相关股东会议股权登记日之前，取得深交所认可的金融机构对认购权证行权所需要的资金提供的足额履约担保函。

国泰君安认为，宜宾市国资公司所做的承诺和安排是可行的。

国泰君安亦将承担持续督导责任，对非流通股股东宜宾市国资公司履行承诺的情况予以监督和指导。

七、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，国泰君安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、重要关联方持有五粮液流通股股份合计超过 7%；

（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本保荐机构的股份合计超过 7%；

（三）本保荐机构的保荐代表人或者董事、监事、经理、其他高级管理人员持有五粮液的股份、在五粮液任职等可能影响公正履行保荐职责的情形；

（四）本保荐机构及其大股东、实际控制人持有五粮液的股份，及在本保荐意见书出具 6 个月内买卖五粮液流通股股份的行为；

（五）保荐机构及其大股东、实际控制人、重要关联方为五粮液提供担保或融资；

（六）其他可能影响本保荐机构公正履行保荐职责的情形。

八、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流通股股东积极参与五粮液相关股东会议并充分行使表决权。相关股东会议召开前公司将不少于两次发布召开相关股东会议的提示公告，公司将为流通股股东参加表决提供现场投票、网络投票、董事会征集投票委托等多种参与方式；

（二）本保荐机构特别提请公司流通股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；

（三）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股份取得在 A 股市场上的流通权而向流通股股东对价安排的合理性进行了评价，但上述评价仅供投资者参考、不构成对五粮液的任何投资建议，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五粮液流通股股东注意，五粮液股权分置改革方案的实施存在以下风险：

1、《上市公司股权分置改革管理办法》规定，非流通股股东执行股权分置改革对价安排需经国有资产监督管理机构批准的，应在相关股东会议网络投票开始前取得并公告批准文件。本公司非流通股股东宜宾市国资经营公司持有的股份为国家股，本股权分置改革方案需要得到四川省国资委的批准，因此存在无法及时得到批准或不予批准的可能。若四川省国资委未批准本方案，则公司本次股权分置改革方案将无法完成。

2、截至本股权分置改革说明书公告日，本公司唯一非流通股股东宜宾市国资公司的非流通股股份不存在权属争议、质押、冻结等情形；但由于距方案实施尚有一段时间，非流通股股东安排对价的股份可能面临被质押、冻结的风险，如出现上述情况，将对本次改革产生不利影响。

3、五粮液股权分置改革方案需经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、权证相关的风险：

（1）认购权证和认沽权证价格波动风险：认购权证和认沽权证都是金融衍生产品，估值及定价相对复杂，交易价格受多种因素影响，具有较大的波动幅度，投资风险高于相应标的证券的投资风险。此外，权证在到期时有可能不具任何价值。

（2）标的证券价格变动的风险：本次发行的认购权证和认沽权证的标的证券均为五粮液A股股票，当国家经济环境、产业政策以及公司经营状况发生改变时，标的证券价格会波动，进而影响权证的内在价值和价格，可能会给权证投资者造成损失。

（3）权证内在价值跌至零的风险：认购权证或认沽权证持有人在行权日可认购或出售五粮液股票，在五粮液股票分别低于或高于行权价格的时候，权证的内在价值可能下跌至零，而存在导致权证交易价格大幅下跌的风险。

（4）权证发行人不能履约的风险：认购权证行权时，如果权证发行人宜宾市国资公司没有足额五粮液A股股票以约定价格出售给权证持有者，则相应权证存在不能行权的风险；认沽权证行权时，如果权证发行人宜宾市国资公司没有足额现金向权证持有者以约定价格购买其所持有的五粮液A股股票，则相应权证存

在不能行权的风险。

(5) 由于本次股权分置改革所涉及的认购权证、认沽权证与对价股份存在无法同时上市的可能,使得认购权证和认沽权证的内在价值在权证支付到账日或上市交易日与本说明书签署日相比可能有较大的变化。

(6) 本次发行的认购权证和认沽权证具体上市日期将由宜宾市国资公司与深交所、登记结算公司协商后确定,宜宾市国资公司将另行公告权证上市公告书。

(7