

关于贵州茅台酒股份有限公司

股权分置改革之补充保荐意见

保荐机构



二〇〇六年四月

保荐机构声明

1、本保荐意见所依据的文件、材料由贵州茅台酒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作出承诺：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、本保荐意见是基于贵州茅台酒股份有限公司及其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贵州茅台酒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流通权而向流通股股东所做对价安排的合理性进行评价，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贵州茅台酒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。

释 义

公司 / 贵州茅台	指 贵州茅台酒股份有限公司
茅台有限公司	指 中国贵州茅台酒厂有限责任公司，公司控股股东
非流通股股东	指 股权分置改革方案实施前，所持公司股份尚未在交易所公开交易的股东。截至股权分置改革说明书签署日，公司共有 8 名非流通股股东
流通股股东	指 本次股权分置改革方案实施股权登记日登记在册的流通 A 股股东
对价安排	指 贵州茅台非流通股股东为使其所持非流通股份获得 A 股市场流通权所做的安排
认沽权证	指 中国贵州茅台酒厂有限责任公司发行的、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向发行人出售贵州茅台 A 股股票的有价证券。
临时股东大会暨相关股东会议	指 根据《上市公司股权分置改革管理办法》规定召开的审议股权分置改革方案的 2006 年度第二次临时股东大会暨相关股东会议。
中国证监会	指 中国证券监督管理委员会
证券交易所	指 上海证券交易所
保荐机构	指 国泰君安证券股份有限公司和光大证券股份有限公司
国泰君安	指 国泰君安证券股份有限公司
光大证券	指 光大证券股份有限公司
律师	指 北京市金杜律师事务所

一、股权分置改革方案调整的主要内容

贵州茅台董事会于 2006 年 4 月 6 日公告股权分置改革方案后，贵州茅台董事会及非流通股股东通过走访投资者、与投资者电话沟通、热线电话、电子邮件、网上路演、公开征求意见等多种形式与流通 A 股股东进行了沟通。

根据双方充分协商的结果，非流通股股东对股权分置改革方案进行了调整，并由董事会审议通过，提高了原股权分置改革方案的对价数量，修改内容如下：

原方案为：

公司以方案实施股权登记日的总股本为基数，用资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后贵州茅台酒股份有限公司总股本增加为 943,800,000 股，流通股股份增加为 269,926,800 股。

公司非流通股股东向本次方案实施股权登记日在登记结算公司登记在册的全体流通股股东安排的对价由以下三部分构成：

1、公司以转增后的总股本 943,800,000 股为基数，向全体股东每 10 股分派现金 2.40 元（含税），非流通股股东将其应得的现金股利全部执行给流通股股东，则每 10 股流通股股份实际得到 8.39 元现金（含税），其中 2.40 元为流通股股东应得的现金股利，5.99 元为非流通股股东的对价安排。

2、公司全体非流通股股东以转增后流通股股本 269,926,800 股为基数，向全体流通股股东每 10 股支付 1.2 股股份。

3、茅台有限公司以转增后流通股股本 269,926,800 股为基数，向全体流通股股东按转增后股本每 10 股无偿派发 16 份存续期限为 12 个月，行权比例为 4：1 的欧式认沽权证。权证的初始行权价为 29 元，行权期间为权证存续期的最后 1 个交易日。

调整为：

公司以方案实施股权登记日的总股本为基数，用资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后贵州茅台酒股份有限公司总股本增加为 943,800,000 股，流通股股份增加为 269,926,800 股。

公司非流通股股东向本次方案实施股权登记日在登记结算公司登记在册的全体流通股股东安排的对价由以下三部分构成：

1、公司以转增后的总股本 943,800,000 股为基数，向全体股东每 10 股分派现金 5.91 元（含税），非流通股股东将其应得的现金股利全部执行给流通股股东，则每 10 股流通股股份实际得到 20.66 元现金（含税），其中 5.91 元为流通股股东应得的现金股利，14.75 元为非流通股股东的对价安排。

2、公司全体非流通股股东以转增后流通股股本 269,926,800 股为基数，向全体流通股股东每 10 股支付 1.2 股股份。

3、茅台有限公司以转增后流通股股本 269,926,800 股为基数，向全体流通股股东按转增后股本每 10 股无偿派发 16 份存续期限为 12 个月，行权比例为 4：1 的欧式认沽权证。权证的初始行权价为 30.30 元，行权期间为权证存续期的最后 1 个交易日。

茅台有限公司同时增加以下承诺：

1、自 2006 年度起的未来三年里在每年年度股东大会上提出现金分红比例不低于当年实现可供分配利润 30%的分配预案，并保证在股东大会表决时对该议案投赞成票。

2、本次股权分置改革完成后，公司将根据国家相关政策和规定制定对管理层和核心技术团队的股权激励办法。

二、实施改革方案对公司流通 A 股股东权益影响的评价

（一）贵州茅台股权分置改革方案概述

公司以方案实施股权登记日的总股本为基数，用资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后贵州茅台酒股份有限公司总股本增加为 943,800,000 股，流通股股份增加为 269,926,800 股。

公司非流通股股东向本次方案实施股权登记日在登记结算公司登记在册的全体流通股股东安排的对价由以下三部分构成：

1、公司以转增后的总股本 943,800,000 股为基数，向全体股东每 10 股分派现金 5.91 元（含税），非流通股股东将其应得的现金股利全部执行给流通股股东，则每 10 股流通股股份实际得到 20.66 元现金（含税），其中 5.91 元为流通股股东应得的现金股利，14.75 元为非流通股股东的对价安排。

2、公司全体非流通股股东以转增后流通股股本 269,926,800 股为基数，向全体流通股股东每 10 股支付 1.2 股股份。

3、茅台有限公司以转增后流通股股本 269,926,800 股为基数，向全体流通股股东按转增后股本每 10 股无偿派发 16 份存续期限为 12 个月，行权比例为 4 : 1 的欧式认沽权证。权证的初始行权价为 30.30 元，行权期间为权证存续期的最后 1 个交易日。

（二）保荐机构对本次改革对价安排的分析意见

国泰君安、光大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，对本次改革对价安排分析如下：

1、对价计算的基本原则

本次股权分置改革方案的实质是非流通股股东为其持有的非流通股股份获得上市流通权向流通股股东支付对价，方案设计的根本出发点是：切实保护流通股股东的利益不受损失，非流通股股东作出的对价安排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。

2、非流通股股东理论对价总水平的测算和确定

（1）确定理论对价安排的基本思路

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 2 月 23 日，公司股票收盘价为 62.27 元/股，该日之前 5 个交易日的平均收盘价为 59.03 元，前 30 个交易日的平均收盘价为 50.04 元。在兼顾非流通股股东和流通股股东利益，同时着重于保护流通股股东利益的基础上，贵州茅台本次股分置改革方案选取 2006 年 2 月 23 日之前(含该日)的 5 个交易日的平均收盘价取整 59 元/股作为流通股股东股权分置改革前的持股成本，10 转增 10 除权后价格为 29.50 元。

(3) 方案实施后的股票价格

a、方案实施后市盈率水平

方案实施后的市盈率水平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。综合考虑贵州茅台目前经营状况、未来的发展潜力以及公司在国内白酒行业的地位，预计贵州茅台在股权分置改革方案实施后股票的合理市盈率可定为 22-23 倍。

b、每股收益水平和股权分置改革实施后股票价格

公司 2005 年度的每股收益为 2.37 元/股（10 转增 10 后为 1.185 元），根据上述市盈率的设定，对应的股票合理价格约为 26 元/股。

(4) 理论对价安排

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 29.50 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 26 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 0.135，即理论上流通股股东每 10 股应获送相当于 1.35 股股份的对价。

3、实际对价水平的价值分析

(1) 现金对价的价值

每 10 股流通股股份获得 14.75 元的现金对价，按改革前五个交易日平均收盘价 59 元每 10 股转增 10 股除权后价格 29.50 元计算，相当于每 10 股流通股获得 0.5 股的对价。

(2) 送股对价价值

每 10 股流通股股份可获得非流通股股东支付的 1.2 股股份。

(3) 认沽权证价值

茅台有限公司向本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转增后每 10 股无偿派发 16 份以贵州茅台为标的证券的认沽权证，该部分的对价价值依据 B-S 模型确定其理论价值，主要计算参数如下：

参数	数值
权证发行时贵州茅台股票预测价格（元）	26
认沽权证行权价格（元）	30.30
存续期（月）	12
无风险收益率	2.25%
假设隐含波动率	32%
行权比例	0.25
每份权证的理论价值（元）	1.409
16 份权证的理论价值（元）	22.54

注：26 元等于改革后合理价格 52 元在本次资本公积金转增除权后的价格。

以贵州茅台改革前五个交易日平均收盘价 59 元的转增除权后价格 29.50 元计算，16 份认沽权证的理论价值相当于每 10 股流通股获得 0.76 股的对价。

(4) 总体对价价值

总体对价水平等于现金对价、送股和认沽权证三部分相当于送股水平之和，折合每 10 股流通股股份获送 2.46 股。

4、结论

经过对本次股权分置改革对价安排综合分析后，本保荐机构认为：

“本次股改方案的对价水平高于每 10 股应送 1.35 股的理论对价水平，该对价水平在理论上能保护流通股股东的利益不受损失，而且还可能为流通股股东带来一定的溢价收益，因此本次股权分置改革的实施能够切实保障流通股股东的利益。”

（四）方案实施过程中保护流通股股东权益的措施

1、自临时股东大会暨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，充分征求流通股股东的意见；

2、公司在表决股权分置改革方案的临时股东大会暨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、临时股东大会暨相关股东会议召开前，公司不少于两次发布召开临时股东大会暨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、临时股东大会暨相关股东会议作出决议需要参加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。

三、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预计

股份类别		变动前		变动数（股）	变动后	
		股份数（股）	比例		股份数（股）	比例
非流通股	1、国有法人持有股份	332,288,316	70.41%	-332,288,316	0	0.00%
	2、境内法人持有股份	4,648,284	0.99%	-4,648,284	0	0.00%
	非流通股合计	336,936,600	71.40%	-336,936,600	0	0.00%
有限售条件流通股	1、国有法人持有股份	0	0.00%	632,915,288	632,915,288	67.06%
	2、境内法人持有股份	0	0.00%	8,566,696	8,566,696	0.91%
	有限售条件的流通股合计	0	0.00%	641,481,984	641,481,984	67.97%
无限售条件流通股	A 股	134,963,400	28.60%	167,354,616	302,318,016	32.03%
	无限售条件的流通股合计	134,963,400	28.60%	167,354,616	302,318,016	32.03%
股份总额		471,900,000	100.00%	471,900,000	943,800,000	100.00%

（二）实施改革方案对公司治理的影响

股权分置改革有利于形成公司治理的共同利益基础，有利于公司的长远发展，有利于国有股权在市场化动态估值中实现保值增值。

四、对股权分置改革方案调整相关文件的核查情况

国泰君安、光大证券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、召开临时股东大会暨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、光大证券已对贵州茅台全体非流通股股东身份进行确认，证实其确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上海分公司办理股权分置改革股份变更登记相关事宜。

五、改革方案中相关承诺的可行性

贵州茅台非流通股股东作出如下承诺：

1、股份限售承诺

（1）公司全体非流通股股东承诺：持有的非流通股股份自获得上市流通权之日起，在十二个月内不上市交易或者转让；

（2）持有贵州茅台股份超过 5%的非流通股股东茅台有限公司承诺：在前项承诺期满后，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贵州茅台股份总数的比例十二个月内不超过百分之五，二十四个月内不超过百分之十。

2、中国贵州茅台酒厂有限责任公司其他承诺

（1）现金分红承诺

自 2006 年度起的未来三年里在每年年度股东大会上提出现金分红比例不低于当年实现可供分配利润 30%的分配预案，并保证在股东大会表决时对该议案投赞成票。

（2）股权激励承诺

本次股权分置改革完成后,公司将根据国家相关政策和规定制定对管理层和核心技术团队的股权激励办法。

（3）权证履约担保承诺

将根据上海证券交易所的有关要求,在公司本次临时股东大会暨相关股东会议网络投票之前,取得上海证券交易所认可的金融机构对认沽权证行权所需要的资金提供的足额履约担保。

经核查,国泰君安、光大证券认为:在无其他不可预测、不可抗因素造成重大不利影响或有关政策发生重大变化的前提下,承诺人所做的承诺具有可操作性,并且具备履行承诺事项的能力。

六、保荐机构认为应当说明的其他事项

根据公司 2005 年年度利润分配预案,公司拟以现有总股本为基数,向全体股东每 10 股派发 3 元现金股利,现金分配共计 14,157 万元;本次股权分置改革方案调整后,资本公积金转增共计 47,190 万元,现金分配共计 55,778.58 万元。若年度利润分配预案及本次股权分置改革方案均获通过,则需以资本公积金转增 47,190 万元和分配现金 69,935.58 万元。

根据相关规定,以资本公积金转增股本和进行现金分配需要在审计报告的基础上进行。公司 2005 年经审计财务数据显示,截至 2005 年 12 月 31 日,公司资本公积金余额为 184,611.95 万元,未分配利润余额为 166,505.58 万元,公司具有实施上述利润分配和股权分置改革方案的能力。

七、保荐结论

（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、本次股权分置改革各方提供的有关资料、说明真实、准确、完整;
- 2、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;

3、相关各方当事人全面履行本次股权分置改革方案；

(二) 对本次股权分置改革方案调整发表的保荐意见

本保荐机构在认真阅读了贵州茅台股权分置改革方案和相关文件后认为：

本次股权分置改革方案的调整是在贵州茅台非流通股股东、公司、保荐机构与流通股股东之间经过广泛沟通、协商，尤其是认真吸收了广大流通股股东意见的基础上形成的，体现了对流通股股东的尊重和对保护流通股股东利益的重视。本次方案的调整并不改变本保荐机构前次所发表的保荐意见结论。

八、保荐机构和保荐代表人的联系地址、电话

保荐机构： 国泰君安证券股份有限公司

住所： 上海市浦东新区商城路 618 号

法定代表人： 祝幼一

保荐代表人： 张斌

项目主办人： 罗爱梅、孙晓明、唐伟、张岩

联系地址： 北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

联系电话： 010 - 82001365 010 - 82001472

传真号码： 010-82001523 , 82001524

保荐机构：光大证券股份有限公司

法定住所： 上海市浦东南路 528 号上海证券大厦 14-16 楼

法定代表人： 王明权

保荐代表人： 朱永平

项目主办人： 蒋庆华、刘海涛

联系电话： 021 - 68816000-1727

传真号码： 021 - 68817787

二〇〇六年四月十三日