

**中国银河证券有限责任公司**  
**关于四川沱牌曲酒股份有限公司**  
**股权分置改革方案之保荐意见书**



保荐机构：中国银河证券有限责任公司

二零零六年二月

## 保荐机构声明

中国银河证券有限责任公司作为四川沱牌曲酒股份有限公司本次股权分置改革的保荐机构，特作如下声明：

1、中国银河证券有限责任公司就本次股权分置改革发表的保荐意见是完全独立进行的，与本次股权分置改革各方当事人均无任何利益关系。

2、本保荐意见所依据的文件、材料由四川沱牌曲酒股份有限公司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、完整性承担全部责任。

3、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。

4、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保荐意见做任何解释或说明。

5、本保荐机构提请投资者注意，本保荐意见不构成对四川沱牌曲酒股份有限公司股票的任何投资建议，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五部委联合发布的《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》（证监发[2005]86号）、上海证券交易所发布的《关于发布上市公司股权分置改革业务操作指引的通知》、国务院国有资产监督管理委员会《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》（国资发产权[2005]246号）等文件规定的要求，为了促进资本市场改革开放和稳定发展，保护投资者的合法权益，在A股市场股权分置改革试点阶段工作圆满结束后，四川沱牌曲酒股份有限公司非流通股股东经过充分协商，一致同意进行股权分置改革。

受四川沱牌曲酒股份有限公司的委托，中国银河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四川沱牌曲酒股份有限公司董事会及全体股东提供保荐意见。本保荐机构对本次股权分置改革涉及的相关事项进行了充分尽职调查，旨在对四川沱牌曲酒股份有限公司本次股权分置改革做出独立、客观、公正的评价，供公司全体股东及相关各方参考。

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》、《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》、《上市公司股权分置改革业务操作指引》等相关法律、法规、规则的要求制作。

## 释 义

中国证监会、证监会：	指中国证券监督管理委员会
交易所：	指上海证券交易所
沱牌曲酒、股份公司、公司	指四川沱牌曲酒股份有限公司
集团公司：	指四川沱牌集团有限公司
保荐机构、银河证券：	指中国银河证券有限责任公司
本方案：	指本次公布的提交2006年第一次临时股东大会暨股权分置改革相关股东会议审议的股权分置改革方案
以资抵债方案：	指本次公布的提交2006年第一次临时股东大会暨股权分置改革相关股东会议审议的四川沱牌集团有限公司拟以部分非现金资产和部分现金抵偿截至2005年10月31日占用四川沱牌曲酒股份有限公司资金的方案。
非流通股股东：	指本方案实施前，所持沱牌曲酒的股份尚未在交易所公开交易的股东
保荐意见：	指银河证券本次就沱牌曲酒进行股权分置改革及本股权分置改革方案出具的保荐机构意见
法律意见书：	指四川英捷律师事务所本次就沱牌曲酒进行股权分置改革及本股权分置改革方案出具的律师意见
2006年第一次临时股东大会暨股权分置改革相关股东会议：	指沱牌曲酒于2006年3月20日审议股权分置改革和以资抵债的2006年第一次临时股东大会暨股权分置改革相关股东会议
2006年第一次临时股东大会暨股权分置改革相关股东会议股权登记日：	指于2006年3月8日登记在册的全体股东有权参加公司2006年第一次临时股东大会暨股权分置改革相关股东会议
股权分置改革方案实施股权登记日：	需待召开的2006年第一次临时股东大会暨股权分置改革相关股东会议审议通过股权分置改革方案后，与中国证券登记结算公司上海分公司协商确定

## 一、公司基本情况及非流通股股东持股情况说明

### (一) 沱牌曲酒基本情况

中文名称：四川沱牌曲酒股份有限公司

英文名称：TUOPAI YEAST LIQUOR CO., LTD. SICHUAN

设立日期：1993年3月21日

法定代表人：李家顺

公司董事会秘书：马力军

主营业务：粮食收购；沱牌系列酒及纯净水生产、销售（有效期限以许可证为准）；进出口业务；商品批发与零售（以上项目不含前置许可项目，后置许可项目凭许可证或审批文件经营）。

注册地址：四川省射洪县柳树镇中街149号

办公地址：四川省射洪县柳树镇中街149号

邮政编码：629209

电话：0825-6618268

传真：0825-6618269

互联网网址：<http://www.chinatuopai.com>

电子信箱：[tzfz@tuopai.cn](mailto:tzfz@tuopai.cn)

### (二) 非流通股股东持股情况

截至2005年9月30日，沱牌曲酒股本结构如下：

序号	股东名称	持股数（股）	比例	质押或冻结情况
1	四川沱牌集团有限公司	155,081,400	45.98%	质押 7,000 万股
2	四川省射洪广厦房地产开发公司	17,000,000	5.04%	质押 1,700 万股
3	四川省射洪顺发贸易公司	5,800,000	1.72%	质押 580 万股
4	射洪县融达房地产实业综合开发公司	4,000,000	1.19%	
5	遂宁金宁商贸有限公司	3,000,000	0.89%	
6	中国工商银行成都市总府支行	3,000,000	0.89%	
7	射洪县金穗物业管理有限责任公司	400,000	0.12%	
8	射洪县金鑫城市信用社	400,000	0.12%	
	合计	188,681,400	55.95%	

## 二、方案具体内容及其对流通股股东权益的影响

### （一）基本原则

1、本方案的制订符合《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》、《上市公司股权分置改革业务操作指引》等相关法规、规则的要求。

2、遵循“公开、公平、公正”的原则，平等协商、诚信互谅、自主决策，兼顾全体股东利益，特别要保护流通股股东的利益，维护市场稳定。

3、以本次股权分置改革为契机，促进公司经营效益水平的提升。

### （二）对价方案

1、支付数量：公司非流通股股东向流通股股东支付合计49,044,138股的公司股份，流通股股东每10股将获送3.3股。

2、支付对象：本方案实施的股权登记日在上海证券登记结算公司登记在册的全体流通股股东。

3、支付时间：本方案实施日。

### （三）非流通股股东支付对价的具体情况

以方案实施基准日的公司总股本为基数，由非流通股股东向方案实施的股权登记日登记在册的全体流通股股东合计支付合计49,044,138股的公司股份，即流通股股东每10股将获送3.3股。方案实施后，非流通股股东由此取得所持非流通股份的流通权，具体流通过程按有关规定执行。

具体情况如下：

股东类型	执行对价前的股本结构		执行对价安排的股份数 (股)	执行对价安排后的股本结构	
	持股数(股)	比例		持股数(股)	比例
非流通股	188,681,400	55.94%	49,044,138	139,637,262	41.40%
四川沱牌集团有限公司	155,081,400	45.98%	40,310,458	114,770,942	34.03%
四川省射洪广厦房地产开发公司	17,000,000	5.04%	4,418,826	12,581,174	3.73%
四川省射洪顺发贸易公司	5,800,000	1.72%	1,507,600	4,292,400	1.27%
射洪县融达房地产实业综合开发公司	4,000,000	1.19%	1,039,724	2,960,276	0.88%
遂宁金宁商贸有限公司	3,000,000	0.89%	779,793	2,220,207	0.66%
中国工商银行成都市总府支行	3,000,000	0.89%	779,793	2,220,207	0.66%
射洪县金穗物业管理有限责任公司	400,000	0.12%	103,972	296,028	0.09%
射洪县金鑫城市信用社	400,000	0.12%	103,972	296,028	0.09%
流通股	148,618,600	44.06%	49,044,138	197,662,738	58.60%
总股本	337,300,000	100%	-	337,300,000	100.00%

注：上表系第二大股东四川省射洪广厦房地产开发公司、第三大股东四川省射洪顺发贸易公司按应承担的对价水平支付对价后的股本情况，即不考虑沱牌集团代为支付的情形。因第二、三大股东的股份全部被质押，其应支付对价部分由沱牌集团在方案实施时代为支付。沱牌集团代第二、三大股东支付对价5,926,426股后，沱牌集团共计执行对价46,236,884股，执行对价后沱牌集团持有本公司股份108,844,516股，持股比例为32.27%。

#### （四）支付对价的确定依据

##### 1、对价标准的制定依据

本次股权分置改革方案对价确定的出发点：以不影响目前流通股股价为前提，充分考虑流通股股东的利益，为流通股股东自股票发行以来的额外付出进行利益平衡，同时兼顾非流通股股东的利益进行对价安排。

##### 2、对价水平计算方法的选择与具体计算

###### 2.1、对价水平计算方法的选择

从市场实践来看，非流通股股东为获得流通权需要进行对价安排已达成共识，当前市场上对价安排的计算方法主要有三种：股权价值守恒法、全流通市场市盈率法、超额市盈率法。

股权价值守恒法：假设流通股由于非流通股不上市而产生溢价，非流通股则由于不上市产生了折价，且折价和溢价绝对额相当，因此全流通前后的公司价值不变，计算出全流通前后非流通股股东的股权价值之间的差额，以此差额作为非流通股获得流通权的对价。针对沱牌曲酒的具体情况，目前沱牌曲酒A股股价低于每股净资产，这意味着若采用股权价值守恒法计算，流通股股东所获对价补偿为负，即流通股股东应向非流通股股东支付对价，因此无法采用股权价值守恒法计算。

全流通市场市盈率法：考虑到非流通股将以较低的持股成本获得上市流通后，股价将有所下降，流通股股东因此产生损失，以流通股股东将损失的溢价为设计基础，全流通前后流通股股东可能产生的损失是补偿给流通股股东的主要依据，是对未来的补偿。2004年度沱牌曲酒每股收益过低，仅为0.0408元，计算得出的应支付的对价过高，超过每10股送10股的对价水平，不具备可操作性和可行性，因此无法采用全流通市盈率法计算。

超额市场市盈率法：由于存在非流通股不上市预期，发行流通股时产生了与成熟市场相比更高的溢价，为补偿流通股股东在公司发行时的额外付出，超额溢价发行部分全部补偿流通股股东。根据沱牌曲酒的实际情况，首发价格为 7.28 元/股，1998 年配股价格 13 元/股，2000 年配股价格 10 元/股，可通过分别计算三次发行、配股与成熟市场相比更高的溢价，作为非流通股放弃上市权的代价，即流通权价值。结合公司每股收益较低、A 股市价跌破净资产的具体情况，该方法更为合理。

## 2.2、对价水平的具体计算

### 2.2.1 参数的选择

A、股票的市场价格：截至 2006 年 2 月 15 日公司的 90 日均价 3.95 元/股。

B、国际成熟市场酒类制造业的市盈率：根据 FTSE 分类系统之酒类制造业（FTSE - Beverages - Distillers & Vintners）的统计数据，剔除异常表现公司股票后，国际成熟市场酒类制造业的平均市盈率为 18.5 倍左右。在国际成熟市场，股票上市发行之后股价将随着公司的历史发展演变而逐渐走高，参照 10% - 12% 的国外成熟市场股权要求回报率，成熟市场的发行市盈率应为目的成熟市场市盈率的 88%-90%。但综合考虑市场环境、流通股股东的利益平衡等因素，在合理的范围内选择较低的市盈率会得出较高的超额市盈率倍数，将会计算得出更多的流通权溢价，符合本次股权分置改革的出发点。因此选择以目前成熟市场市盈率的 88%，即 16.28 倍作为成熟市场发行市盈率。

### 2.2.2 具体计算

超额市场市盈率法：沱牌曲酒 1996 年 5 月首次公开发行股票，并分别于 1998 年 7 月和 2000 年 10 月进行了两次配股，因此非流通股股东为获得流通权向流通股股东支付的对价应为公司股票发行时的流通权价值与两次配股的流通权价值之和。

(1) 流通权价值的计算公式为：

流通权溢价 = 超额发行市盈率 × 每股收益 × 发行股数

流通权价值 = 发行时的流通权溢价 + 1998 年配股时的流通权溢价 + 2000 年配股时的流通权溢价

沱牌曲酒的发行市盈率为 13 倍，低于成熟市场发行市盈率，即超额发行市盈率为 0，因此发行时的流通权溢价为 0。

沱牌曲酒 1998 年配股时的市盈率为 18.57 倍，因此公司 1998 年配股时的超额市盈率为 2.29 倍。

沱牌曲酒 2000 年配股时的市盈率为 29.41 倍，因此公司 2000 年配股时的超额市盈率为 13.13 倍。

## (2) 流通权价值的计算

沱牌曲酒的发行市盈率低于成熟市场发行市盈率，即超额发行市盈率为 0，因此发行时的流通权溢价为 0。

以公司配股前一年度的每股收益作为配股时的每股收益，即 1997 年度每股收益为 0.7 元/股，1999 年度每股收益为 0.34 元/股。1998 年配股时，实际配股 3,489.24 万股，其中社会公众股股东配售 1,980 万股，内部职工股股东配售 658.2 万股；2000 年配股时，实际配售 3,902.76 万股，其中社会公众股股东配售 3,429.66 万股。公司设立时，内部职工股以面值认购，公司发行股票上市时，部分内部职工股占额度上市，1998 年配股后内部职工股全部上市，因此可看作内部职工股通过上市流通获得了对价补偿，因此内部职工股不纳入具体计算之内。具体计算如下：

1998 年配股时的流通权溢价

= 配股时的超额配股市盈率 × 配股时每股收益 × 配股股数

= 2.29 倍 × 0.7 元/股 × 1,980 万股

= 3,174 万元

2000 年配股时的流通权溢价

= 配股时的超额配股市盈率 × 配股时每股收益 × 配股股数

= 13.13 倍 × 0.34 元/股 × 3,429.66 万股

= 15,311 万元

### 流通权价值

= 发行时的流通权溢价 + 1998 年配股时的流通权溢价 + 2000 年配股时的流通权溢价

= 18,485 万元

### (3) 对价水平的确定

#### 流通股获送股数

= 流通权价值 ÷ 股票的市场价格

= 4,680 万股

即每 10 股流通股获送 3.15 股。

### (4) 结论

根据以上计算结果，在充分考虑流通股股东利益的基础上，将流通股获送股数提高为每 10 股获送 3.3 股，非流通股股东为了获得流通权需要送出的股份数为 49,044,138 股，非流通股股东的股票送出率为 25.99%。

### 3、保荐机构分析意见

综上所述，公司本次股权分置改革的保荐机构认为：沱牌曲酒股权分置改革方案中非流通股股东向流通股股东支付对价合理，在体现“公开、公平、公正、平等协商、诚信互谅、自主决策”原则的基础上，充分考虑了流通股股东的利益。

## 三、沱牌曲酒非流通股股份有无权属争议、质押、冻结情况及对改革方案实施的影响

股东名称	持股数量（万股）	比例	质押或冻结情况
四川沱牌集团有限公司	15,508.14	45.98%	质押 7,000 万股
四川省射洪广厦房地产开发公司	1,700	5.04%	质押 1,700 万股
四川省射洪顺发贸易公司	580	1.72%	质押 580 万股

公司第一大股东沱牌集团所持公司股份合计 15,508.14 万股，其中 7,000 万股被质押，第二大股东四川省射洪广厦房地产开发公司所持公司股份 1,700 万股全部被质押，第三大股东四川省射洪顺发贸易公司所持公司股份 580 万股全部被质押。第一大股东以其未被质押的股份支付对价，并代为支付第二、三大股东因股份全部质押而无法支付的对价。

为妥善解决对价安排问题，沱牌集团与第二大股东、第三大股东签订了《四川沱牌曲酒股份有限公司股权分置改革中垫付对价及偿还协议》，协议规定第二、三大股东所持股份的流通须取得沱牌集团的同意，并由沱牌曲酒股份有限公司公司向上海证券交易所提出第二、三大股东所持股份的上市流通申请。

根据各非流通股股东的承诺，及经过查询，除已披露的信息外，提出改革动议的其他非流通股股东所持公司股份权属清晰，不存在权属争议、质押或冻结的情况。

#### 四、实施改革方案对公司流通股股东权益影响的评价

在无须支付现金的情况下，流通股股东将获得其持有的流通股股数 33% 的股份，其拥有的沱牌曲酒的权益将相应增加 33%。按照 2006 年 2 月 15 日公司的收盘价 4.41 元计算，方案实施后流通股股东的持股成本将下降到 3.32 元。

此外，流通股股东 3.32 元的持股成本，不仅接近公司上市以来的最低价 3.11 元，而且远低于 2004 年底每股净资产 4.84 元，从而有效降低了流通股股东的持股风险。

同时，沱牌曲酒非流通股股东承诺自股权改革方案实施之日起，在股权分置改革实施后第十三个月至第三十六个月内减持底价不低于 5 元/股。

参照成熟市场同行业相关上市公司的市盈率水平，并综合考虑沱牌曲酒的业务经营、未来增长潜力、目前市价、每股净资产等因素，结合非流通股股东的锁定期承诺，银河证券认为，沱牌曲酒非流通股股东为获得流通权，向流通股股东支付的对价是合理的，本方案的制订和实施充分保障了流通股股东的权益。

## 四、对股权分置改革相关文件的核查结论

本保荐机构已对与公司本次股权分置改革相关的股权分置改革说明书、召开相关股东会议暨临时股东大会的通知、独立董事意见函、董事会投票委托征集函、非流通股股东关于股权分置改革的相关协议文件等文件和资料进行了审慎核查，确认上述文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

## 五、改革方案中相关承诺的可行性分析

1、为积极稳妥推进股权分置改革工作，根据相关规定，非流通股股东对沱牌曲酒股权分置改革的承诺条款及其履约方案、违约责任等说明如下：

“ 我公司在所持有的本公司非流通股股份取得流通权后的第十三个月至第三十六个月内，当价格低于 5.00 元/股（因公司送股、公积金转增股本、配股、增发新股及派现等时，按复权价格计算）时，不通过证券交易所挂牌交易方式出售所持有的沱牌曲酒股份。

我公司各项承诺均可以通过证券交易所、登记结算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发生。同时，保荐机构亦将履行持续督导权利，对公司和我公司履行承诺的情况予以监督和指导。

本承诺人保证其不履行或者不完全履行承诺的，赔偿其他股东因此而遭受的损失。

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。

本承诺人违反承诺卖出所持股票的交易，卖出资金将划入公司帐户归全体股东所有。”

2、保荐机构对方案中相关承诺的可行性分析

由于登记结算公司可以在上述承诺锁定期内对非流通股股东所持股份的出售数量和出售底价进行锁定，承诺人将无法通过交易所以减持底价以下价格挂牌出售锁定的股份，上述措施从技术上为承诺人履行上述承诺义务提供了保证，我们认为该承诺事项切实可行。

## 六、保荐机构有无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可能影响公正履行保荐职责的情形：

（一）本保荐机构及其大股东、实际控制人、重要关联方持有沱牌曲酒的股份合计超过百分之七；

（二）沱牌曲酒及其大股东、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百分之七；

（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沱牌曲酒的股份、在沱牌曲酒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、重要关联方为沱牌曲酒提供担保或融资；

（五）其他可能影响本保荐机构公正履行保荐职责的情形。

## 七、应当说明的其他事项

（一）本保荐机构特别提请公司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，进行自我判断。

（二）相关股东会议投票表决本次改革方案，须经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过，并经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过后方可实施。

（三）股权分置改革涉及到公司股东的切身利益，为维护自身利益，本保荐机构特别提请公司全体股东积极参与沱牌曲酒相关股东会议并充分行使表决权。

（四）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获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、不构成对沱牌曲酒的任何投资建议，对于投资者根据本保荐意见所做出的任何投资决策产生的风险，本保荐机构不承担任何责任。

（五）公司第一大股东沱牌集团所持有的股份为国有法人股，按照国有股权管理的相关规定，国有股权变动，须报四川省国有资产监督管理委员会批准。本方案能否取得四川省国有资产监督管理委员会批准存在不确定性。

## 八、保荐结论及理由

本保荐机构认为：沱牌曲酒本次股权分置改革的程序符合“公开、公平、公正”的原则，体现了平等协商、诚信互谅、自主决策，计算对价的依据合理，支付的对价合理。公司及非流通股股东严格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》、《上市公司股权分置改革业务操作指引》的有关规定。

因此，本保荐机构愿意推荐沱牌曲酒进行股权分置改革。

## 九、保荐机构、保荐代表人的联系地址、电话

保荐机构：中国银河证券有限责任公司

法定代表人：朱利

联系地址：北京市西城区金融大街35号国企大厦C座

联系人：陈华、杨帆、程亮

保荐代表人：司宏鹏

项目主办人：柴奇志

联系电话：010 - 66568099、66568845

传真：010 - 66568857

## 十、备查文件、查阅地点和查阅时间

### （一）备查文件：

- 1、财务顾问及保荐协议；
- 2、非流通股股东关于股权分置改革的相关协议文件；
- 3、有权部门对改革方案的意向性批复；
- 4、非流通股股东的承诺函；
- 5、保荐意见书；
- 6、法律意见书；
- 7、保密协议；
- 8、独立董事意见函。

## **(二) 查阅地点**

- 1、公司名称：四川沱牌曲酒股份有限公司
- 2、联系人：马力军、周建、李宝萍
- 3、联系电话：0825 - 6618269、6618266、6618268
- 4、传真：0825 - 6618267
- 5、联系地址：四川省射洪县柳树镇中街149号
- 6、邮编：629209

## **(三) 查阅时间**

周一至周五：上午9:00—12:00      下午13:00—17:00

法定代表人（或其授权代表）签字：朱利

保荐代表人签字：司宏鹏

中国银河证券有限责任公司

2006年2月17日