

-

中国国际金融有限公司关于
中国石油天然气股份有限公司全面要约收购
锦州石化股份有限公司的流通股
之
独立财务顾问报告



独立财务顾问：中国国际金融有限公司

二零零五年十一月十四日

独立财务顾问声明

中国国际金融有限公司接受锦州石化股份有限公司董事会的委托,担任本次要约收购的独立财务顾问。锦州石化股份有限公司、中国石油天然气股份有限公司董事会承诺向本独立财务顾问所提供的一切为出具本独立财务顾问报告所必需的材料、文件或其他依据均真实、准确、完整和及时,无虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

除锦州石化股份有限公司、中国石油天然气股份有限公司董事会所提供的信息外,本报告所依据的其他信息均来自公开渠道,包括但不限于锦州石化股份有限公司近三年的审计报告、资本市场公开数据等。

本独立财务顾问报告仅就本次中国石油天然气股份有限公司全面要约收购锦州石化股份有限公司流通股的事宜发表意见,包括锦州石化股份有限公司的财务状况、要约收购条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等。对投资者根据本报告做出的任何投资决策可能产生的后果,本独立财务顾问不承担任何责任。

本报告所述事项并不代表审批机关对于本次要约收购相关事项的实质性判断、确认或批准,本次要约收购相关事项的生效和完成尚待取得有关审批机关的批准。

特别提示

本独立财务顾问特别提请投资人注意,本次收购人对锦州石化股份有限公司流通股股票的要约收购以锦州石化股份有限公司的终止上市为目的。

本次要约收购的生效条件为:在本次要约收购有效期内最后一个交易日 15:00,登记结算公司临时保管的预受要约股票申报数量不少于 3187.5 万股,即收购人在要约收购完成后将至少持有锦州石化股份有限公司总股本的 85%,即锦州石化股份有限公司能够满足《公司法》158 条之关于终止股票上市之规定。如果条件不满足,则本次要约收购自始不生效,原预受申报不再有效,登记结算公司自动解除相应股份的临时保管。因此,如上述生效条件未能得到满足,在要约有效期内预受要约的 A 股流通股股东可能面临价格波动造成的风险。此外,若上述生效条件未能得到满足,本次要约将自始不生效,从而可能对锦州石化股票的挂牌交易价格造成一定波动。

本次要约收购的期限为本要约收购报告书公布之日起的 30 个自然日,即 2005 年 11 月 15 日至 2005 年 12 月 14 日。

锦州石化股份有限公司股票终止上市后,未接受要约的流通股股东所持有的锦州石化股份有限公司流通股股票将无法在深圳证券交易所交易,该等股票的流动性及交易的便利性较之以前将大为降低。未接受要约的股东仍可将所持有的锦州石化股份有限公司流通股股票按照要约收购价格向收购人出售,收购人或收购人通过其指定的证券公司将予以收购。一旦要约生效,进一步收购的具体程序和操作步骤(包括但不限于需股东个人亲自办理的确权、登记及相应的校验手续)收购人将在锦州石化股份有限公司终止上市前另行公告,上述具体程序和操作步骤是否能提供足够的股票流动性存在一定的不确定性。

目 录

一、释义	1
二、序言	3
三、独立财务顾问与本次要约收购无关联关系的说明	4
四、本次要约收购概况	5
五、锦州石化财务状况分析	7
六、对本次挂牌交易股票要约条件的分析	15
七、独立财务顾问对本次要约收购的基本意见	24
八、本次收购对锦州石化可能产生的影响	25
九、本次要约收购的风险提示	26
十、独立财务顾问在最近 6 个月内持有或买卖被收购公司及收购方股份的情况 说明	28
十一、有关本独立财务顾问	29
十二、备查文件	30

一、释义

在本独立财务顾问报告中，除非另有所指，下列词语具有如下含义：

被收购公司、公司、锦州石化	指 锦州石化股份有限公司
要约收购人、收购人、收购方、中国石油	指 中国石油天然气股份有限公司
以下名词释义按拼音顺序排列：	
A 股、流通股	指 在境内发行、并在证券交易所挂牌交易的人民币普通股
本次要约收购、要约收购	指 中国石油天然气股份有限公司以 4.25 元/股的价格要约收购锦州石化股份有限公司 1.5 亿股，约占总股本 19.05%的 A 股流通股的行为
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
独立财务顾问、本独立财务顾问	指 中国国际金融有限公司
《公司法》	指 《中华人民共和国公司法》
深交所	指 深圳证券交易所
提示性公告日	指 公告《锦州石化股份有限公司要约收购报告书（摘要）》的日期，即 2005 年 10 月 31 日
《要约收购报告书》	指 《锦州石化股份有限公司要约收购报告书》
《要约收购报告书摘要》	指 《锦州石化股份有限公司要约收购报告书（摘要）》
有关期间	指 从公告《锦州石化股份有限公司要约收购报告书（摘要）》后锦州石化股份有限公司的第一个交易日到出具本独立财务顾问报告前最后一个交易日的期间
元	指 人民币元
《证券法》	指 《中华人民共和国证券法》

证监会

指 中国证券监督管理委员会

二、序言

受锦州石化股份有限公司董事会委托,中国国际金融有限公司担任独立财务顾问,就中国石油天然气股份有限公司全面要约收购锦州石化股份有限公司的流通股的事宜发表独立的财务顾问意见。本独立财务顾问报告是独立财务顾问根据《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》等有关法律、法规及行政规章,按照证券行业公认的业务标准、道德规范和勤勉尽责的精神,在认真阅读并充分了解截至本独立财务顾问报告出具之日所获得的一切有关文件资料,并经过审慎调查的基础上,发表的独立财务顾问意见,旨在对本次要约收购做出独立、客观、公正的评价,以供相关各方参考。锦州石化承诺提供了出具本独立财务顾问报告所必需的文件资料,承诺其中不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,并对文件资料的真实性、准确性和完整性承担全部责任。

本独立财务顾问报告仅就本次中国石油全面要约收购锦州石化流通股的事宜发表意见,包括锦州石化的财务状况、要约收购条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等,不包括对引致此次要约收购的行为在商业上的可行性分析。

三、独立财务顾问与本次要约收购无关联关系的说明

截至本独立财务顾问报告出具之日,本独立财务顾问与本次要约收购的收购方和被收购方没有利益关系。本独立财务顾问就本次要约收购发表的有关意见完全独立进行。

四、本次要约收购概况

（一）收购人关于收购的决定

根据2005年10月26日《中国石油天然气股份有限公司临时董事会通过<关于公司申请以全面要约收购方式整合下属上市公司及授权董事会特别委员会办理相关事宜的议案>的决议》及2005年10月28日《中国石油天然气股份有限公司董事会特别委员会通过关于公司启动以全面要约收购方式整合下属上市公司的决议》，中国石油决定全面要约收购锦州石化的流通股。

（二）中国石油本次要约收购的目的

本次要约收购以终止锦州石化上市地位为目的,旨在解决收购人与锦州石化之间的同业竞争问题,减少和进一步规范收购人作为锦州石化的控股股东与锦州石化之间的关联交易。

（三）要约收购股份的相关情况

股份类别	要约价格	要约收购数量	占被收购公司已发行股份的比例
流通股	4.25 元/每股	15000 万股	19.05%

（四）要约收购流通股资金的有关情况

本次要约收购所需资金总额为6.375亿元，按照《上市公司收购管理办法》的规定，收购人已将相当于收购资金总量20%的履约保证金1.275亿元存入登记结算公司指定的银行账户中，中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具了《保证金代保管证明》。根据中国工商银行北京市分行于2005年10月28日出具的存款证明：截至2005年10月27日，中国石油在中国工商银行北京市分行地安门支行的存款余额为人民币40亿元。收购人承诺：以上银行账户资金中的5.1亿元（相当于本次锦州石化A股要约收购资金总量的80%）将专用于本次锦州石化A股要约收购剩余资金的支付，并保证该等资金不会被他人追索。

（五）要约收购的期限

本次要约收购的期限为本要约收购报告书公布之日起的30个自然日，即2005年11月15日至2005年12月14日。

（六）要约的生效条件

本次要约收购的生效条件为：在本次要约收购有效期内最后一个交易日15:00，登记结算公司临时保管的预受要约股票申报数量不少于3,187.5万股，即收购人在要约收购完成后将至少持有锦州石化总股本的85%，锦州石化能够满足《公司法》158条之关于终止股票上市之规定。如果条件不满足，则本次要约收购自始不生效，原预受申报不再有效，登记结算公司自动解除相应股份的临时保管。

（七）要约收购完成后的后续计划

本次要约期满后如要约生效条件被满足，则锦州石化会因其股权分布不符合上市条件而被终止上市，并将履行其股票终止上市的有关程序。

锦州石化的流通股股票终止上市后，未接受要约的流通股股东所持有的锦州石化流通股股票将无法在深圳证券交易所交易，该等股东仍可将所持有的锦州石化流通股股票按照要约收购价格向收购人出售，收购人或收购人通过其指定的证券公司将予以收购。一旦要约生效，进一步收购的具体程序和操作步骤（包括但不限于需股东个人亲自办理的确权、登记及相应的校验手续）收购人将在被收购公司终止上市前另行公告。

五、锦州石化财务状况分析

（一）基本情况

锦州石化属于石油加工行业，其主营业务为生产销售石油产品、石化产品和有机化工产品，并以石油产品为主，在石油石化产业链中位于中游，是中国石油的控股子公司。目前，我国石油行业正处于供需两旺的周期中。自2002年以来，随着国际原油价格持续攀升，使得国内石油加工企业的生产成本不断上涨，生产经营压力很大，国内石油加工企业的炼油业务普遍存在亏损。锦州石化拥有年原油加工能力650万吨，在石油加工企业中属于中等规模。2004年公司实现销售收入150.38亿元。公司发行的A股股票在深交所上市。

截至2005年6月30日和2004年12月31日，锦州石化的主要财务指标如下：

单位：千元

财务指标	2005 年 6 月 30 日 ⁽³⁾	2004 年 12 月 31 日
流动资产	1,690,079.21	1,715,297.91
流动负债	1,864,416.06	1,115,404.97
总资产	2,839,753.85	2,944,596.52
股东权益(不含少数股东权益)	975,337.80	1,829,191.55
每股净资产(元/股)	1.239	2.323
调整后的每股净资产(元/股)	1.232	2.317
财务指标	2005 年 1 - 6 月	2004 年 1 - 12 月
净利润	-617,603.75	267,654.47
扣除非经常性损益后的净利润	-618,093.29	263,046.09
每股盈利 ⁽¹⁾ (元/股)	-0.784	0.340
净资产收益率 ⁽²⁾ (%)	-44.04%	15.81%
经营活动产生的现金流量净额	-88,647.80	-271,508.05

注：(1) 为全面摊薄后的每股盈利；

(2) 用 2005 年 1-6 月净利润计算所得；

(3) 截至 2005 年 6 月 30 日的财务数据未经审计。

截至2005年6月30日，锦州石化经营的占主营业务收入10%以上的业务情况如下：

单位：千元

业务	比例	主营业务收入	主营业务成本	毛利率
炼油产品	91.6%	7,907,210	8,317,060	-5.18%
其中：汽油	31.9%	2,756,000	2,923,650	-6.08%
柴油	41.7%	3,598,700	3,865,050	-7.40%

（二）盈利能力分析

单位：千元

财务指标	2005 年中期	2004 年	2003 年	2002 年
主营业务收入	8,635,734.74	15,038,301.17	11,103,866.86	9,031,262.87
主营业务利润	-485,279.05	630,443.01	307,492.91	313,886.00
净利润	-617,603.75	267,654.47	14,256.43	12,610.25
主营业务利润率	-5.62%	4.19%	2.77%	3.48%
销售净利润率	-7.15%	1.78%	0.13%	0.14%
净资产收益率	-44.04%	15.81%	0.92%	0.82%
总资产收益率	-21.75%	9.09%	0.59%	0.54%

炼油产品是公司的主要产品，其销售收入占主营业务收入的90%，其毛利率在2005年上半年仅为-5.18%。原油价格的持续上涨以及国家对汽油、柴油等成品油的出厂价格的严格限制，导致出现原油与成品油价格倒挂的现象，造成炼油行业全行业的亏损。如果国家放开对成品油价格的调控，则锦州石化炼油产品的盈利能力可能得到改善。

公司主营业务利润2002年至2004年平稳增长，而到2005年上半年却出现了大幅度的下滑以致亏损，同时主营业务利润率也从2002年的3.48%、2003年的2.77%、2004年的4.19%突然降至2005年上半年的-5.62%。亏损导致相应销售净利润率、净资产收益率、总资产收益率均在2005年出现负值，与上年形成强烈反差。

分析其原因,2002年至2004年收入的增长主要由于销售量和产品价格的同时增加。2005年,公司生产运行正常,各项经济技术指标明显优于上年,各项费用指标均与上年可比,然而在此期间原油价格上涨幅度远远大于成品油的上涨幅度,导致效益指标大幅下滑。

根据锦州石化2005年3季报披露,公司1-9月份加工原油及其他原料油470.51万吨,实现销售收入135亿元,业绩为亏损8亿元。由于国际原油价格持续处于高位而成品油价格受到政府管制,公司炼油业务仍处于亏损状态,并因此而拖累公司整体业绩。

(三) 成长能力分析

财务指标	2005 年中期	2004 年	2003 年	2002 年
主营收入同比增长	26.5%	35.43%	22.95%	4.54%
主营利润同比增长	-233.44%	105.03%	-2.04%	-18.63%
净利润同比增长	-522.56%	1777.43%	13.05%	-88.68%

从2002年至2005年上半年,锦州石化的主营业务收入呈现平稳增长的趋势,2002年至2004年主营业务收入年复合增长率达到29.04%,这主要是由目前炼油行业整体供不应求的结构所决定的。然而由于国际原油价格的大幅波动,公司又缺乏相应的抵御手段,使得主营业务利润在各年间波动很大。但同时也应看到,全球包括中国的炼油产能都在高负荷运行,全球炼油能力总体上是紧缺的。因此,公司的主营业务有望在一段时间内保持稳定的增长速度,但经营业绩则取决于未来原油价格的走势以及国内对于成品油价格的管制何时放开。

(四) 经营能力分析

财务指标	2005 年中期	2004 年	2003 年	2002 年
应收账款周转率	136.50	158.51	70.16	56.49
存货周转率	13.12	12.46	15.65	15.43
应付账款周转率	23.1	21.43	15.80	27.29

自2002年以来,公司的主营业务收入及主营业务成本均呈稳定上升态势,而存货及应付帐款也大致保持了相应的增长速度,因此存货及应付帐款周转率变动幅度不大,基本比较稳定。而自2004年起,公司应收帐款的数额有明显下降,因此其应收帐款周转率有了明显上升。

(五) 偿债能力分析

财务指标	2005 年中期	2004 年	2003 年	2002 年
流动比率	0.91	1.54	1.34	1.27
速动比率	0.29	0.16	0.53	0.49
资产负债率	65.65	37.88	35.10	34.56
EBITDA ¹ /净债务 ²	-0.93	2.55	-1.03	-4.57
债务资本比 ³	0.45	0.12	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数	-56.52	94.46	85.11	33.76
EBIT ⁴ 利息倍数	-65.30	60.46	4.73	2.64
EBITDA/ 一年内到期债务 ⁵	-0.67	2.34	N.A.*	N.A.*
净经营现金流/一年内到期债务	-0.11	-1.14	N.A.*	N.A.*

注*：2002、2003 年锦州石化无一年内到期债务。

由于2005年以来国际原油价格迅速上涨,而成品油价格并没有相应调高,导致公司出现了大幅度亏损。公司短期借款的数额因此迅速增加,从而引起公司的流动比率及速动比率均有明显下降,而负债率则大幅提高。其偿债能力显著下降,其他各项指标也有明显的下降。

¹ EBITDA=利润总额+财务费用+折旧摊销。

² 净债务=付息债务总额-现金及现金等价物,其中付息债务总额=短期借款+一年内到期债务+长期借款

³ 债务资本比=付息债务总额/(付息债务总额+净资产)。

⁴ EBIT=EBITDA-折旧摊销。

⁵ 一年内到期债务=短期借款+一年内到期的长期借款。

（六）现金流量分析

单位：千元

财务指标	2005 年中期	2004 年	2003 年	2002 年
经营净现金流	-88,647.80	-271,508.05	370,419.86	425,636.98
投资净现金流	-18,265.82	-194,158.91	-166,480.77	-283,257.67
筹资净现金流	315,721.30	233,077.14	-3,011.73	-135,313.04
净现金流	208,807.69	-232,589.83	200,927.37	7,066.26

尽管公司2004年实现净利润2.68亿元，但其经营活动现金流只有-2.72亿元，这主要是由于公司的存货中的原材料，即原油库存一项大幅上升所致。2005年上半年，公司的经营净现金流仍为净流出。2004年及2005年上半年，公司仅仅依靠增加大量的短期借款，才使净现金流达到净流入，显示其现金流状况不佳。

（七）总体评价与未来展望

从原油及成品油的价格上看，自2002年以来，国际原油价格迅速上升，2005年上半年的美国WTI¹平均原油价格达到了51.51美元/桶，与2002年的26.17美元/桶相比，增长幅度达到96.85%。而国内成品油价格则受到国家的严格管制，以中石化平均汽油零售价格为例，其同期涨幅仅为33.37%，远低于国际原油价格的同期涨幅。见下表²：

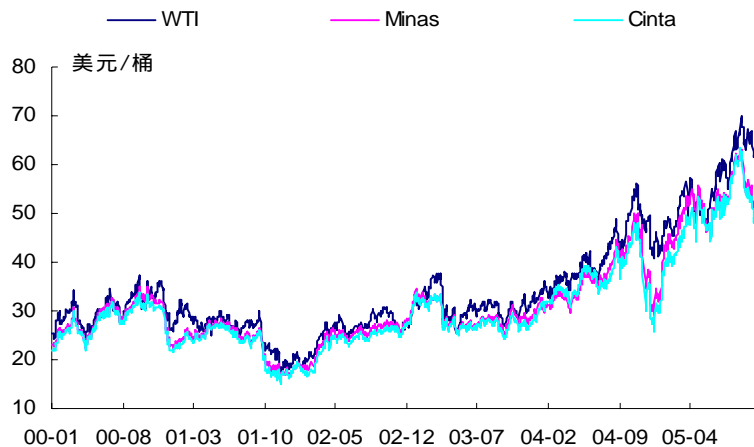
	2005 上半年	2004	2003	2002	2002 至 2005 上半年增长幅度%
WTI 原油价格（美元/桶）	51.51	41.51	31.06	26.17	96.85%
中石化平均汽油零售价格（元/吨）	4,701.17	4,365.09	4,013.79	3,525.00	33.37%

自2000年以来的国际原油价格走势如下图所示³：

¹ West Texas Intermediate 的缩写；指美国西德克萨斯中质油，其价格常被作为国际原油贸易中的基准交易价格。

² 资料来源：www.oilchem.net。

³ 资料来源：中国国际金融有限公司研究部。



目前，我国炼油行业正处于供需两旺的周期中。2002年至2004年，国内成品油的产量、消费量呈持续稳定增长的态势，其年复合增长率分别达到11.55%和11.47%；另一方面，国内最大的两家石油石化类企业中国石油和中国石化的炼油加工负荷率也逐年递增，见下表¹：

	2004 年	2003 年	2002 年	2002 至 2004 年 年复合增长率
成品油产量（千桶/天）	5,469	4,823	4,395	11.55%
成品油消费量（千桶/天）	6,684	5,791	5,379	11.47%
中石油炼油加工负荷率%	93.20%	85.60%	79.10%	-
中石化炼油加工负荷率%	93.40%	87.80%	79.30%	-

在上述行业背景下，包括锦州石化在内，大部分石油石化类企业的炼油业务在过去三年中均保持了稳定的增长。

在上述行业背景下，锦州石化的经营状况较同行业其他企业相比，主要有以下特点：

现金加工成本较高。与这两家公司相比，锦州石化的现金加工成本更高。这主要是由于炼油企业具有较大的规模效应，加工原油量越大的企业越能够摊薄其现金加工成本。锦州石化的原油加工量相对较小，因此其现金加工成本较高。详细数据请见下表²：

¹ 资料来源：中国石油年报、中国石化年报、BP 能源统计 2005。

² 资料来源：各公司年报，锦州石化所提供数据。

	中国石油		中国石化		锦州石化	
	2004 年	2005 年 上半年	2004 年	2005 年 上半年	2004 年	2005 年 上半年
现金加工成本(元/吨)	131.00	126.00	120.50	117.46	133.60	140.23

注：目前国内同类企业中只有中国石油和中国石化披露了相关数据

原油加工量规模中等。与上海石化、扬子石化和石炼化相比，锦州石化的年原油加工量基本位居中游，小于上海石化，大于石炼化，与扬子石化大致持平，不具备明显的规模优势。详细数据请见下表¹：

	上海石化		扬子石化		石炼化		锦州石化	
	2004 年	2005 年 上半年	2004 年	2005 年 上半年	2004 年	2005 年 上半年	2004 年	2005 年 上半年
原油加工量(万吨)	910.94	478.08	638.48	385.22	330.00	146.00	612.31	302.39

锦州石化上市部分二次加工能力较小(常减压装置之外的催化裂化、加氢裂化、延迟焦化等装置称为二次加工装置，其对应的加工能力为二次加工能力)。这不利于出油率的提高，竞争力较差。而中国石化和上海石化则拥有庞大的炼油业务，装置水平更高，给锦州石化带来了较大的竞争压力。

总体来说，自2002年以来，公司的主营业务收入保持了稳定的增长速度，在未来一段时间，公司的主营业务收入仍有望继续保持稳定的增长。但另一方面，国际原油价格整体仍在高位运行。截至2005年10月31日，纽约商品交易所2006年10月31日交割的原油期货价格为61.24美元/桶，显示市场预期原油价格在未来一年内仍将保持较高水平。与之相对的是，国内成品油价格受到国家的严格限制。尽管在2005年9月，中国国家发展和改革委员会曾表示正在制定成品油价格改革方案，但该等方案具体何时推出，将在多大程度上对石油石化企业的炼油业务产生影响，尚具有较大的不确定性。因此，在上述经营环境不发生很大改变的前提下，公司的未来业绩就很难发生重大改善。

综合各项财务指标的分析，我们可以看到，2002至2004年公司财务的变动还是平稳的，2005年的原油价格和成品油价格的变动引起了筹资、经营上的一系列

¹ 资料来源：各公司年报。

反应，出现盈利能力下降、负债率增高和经营现金流为负的问题，公司的财务状况反映了公司业务上面临的风险。

六、对本次挂牌交易股票要约条件的分析

（一）对本次挂牌交易股票要约价格的合规性分析

收购方中国石油对锦州石化A股流通股，即深交所挂牌交易股票的要约价格为4.25元/股。根据《上市公司收购管理办法》第三十四条规定：要约收购挂牌交易的同一种类股票的价格不低于下列价格中较高者：

（1）在提示性公告日前六个月内，收购方买入被收购公司挂牌交易的该种股票所支付的最高价格；

（2）在提示性公告日前三十个交易日内，被收购公司挂牌交易的该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的百分之九十。

《要约收购报告书》披露，在签署《要约收购报告书摘要》前六个月内，收购方不存在买卖锦州石化挂牌交易股份的行为；锦州石化挂牌交易股票（即流通股）在《要约收购报告书摘要》公告前三十个交易日的每日加权平均价格的算术平均值的百分之九十为3.31元。收购方对锦州石化挂牌交易股份的要约收购价格为4.25元/股，高于公告前三十个交易日的每日加权平均价格的算术平均值的百分之九十。

独立财务顾问认为，收购方对锦州石化挂牌交易股票的要约价格的确定符合《上市公司收购管理办法》有关规定。

（二）对本次挂牌交易股票要约价格的合理性分析

1、锦州石化深交所挂牌交易股票的历史价格表现分析

上市以来股价表现：

锦州石化自上市以来（是指从1997年9月15日到要约收购提示性公告日前一日即2005年10月30日）的挂牌交易股票向前复权价格走势如下图所示¹：



上市以来，锦州石化股价向前复权²后下跌37.0%，深证成指同期³下跌37.2%，其表现基本与大势持平。

自上市以来锦州石化原始最高及最低收盘价格分别为1997年10月29日的8.82元/股和2005年7月18日的1.83元/股。

自上市以来锦州石化向前复权最高及最低收盘价格分别为2001年6月25日的7.51元/股和2005年7月18日的1.83元/股。

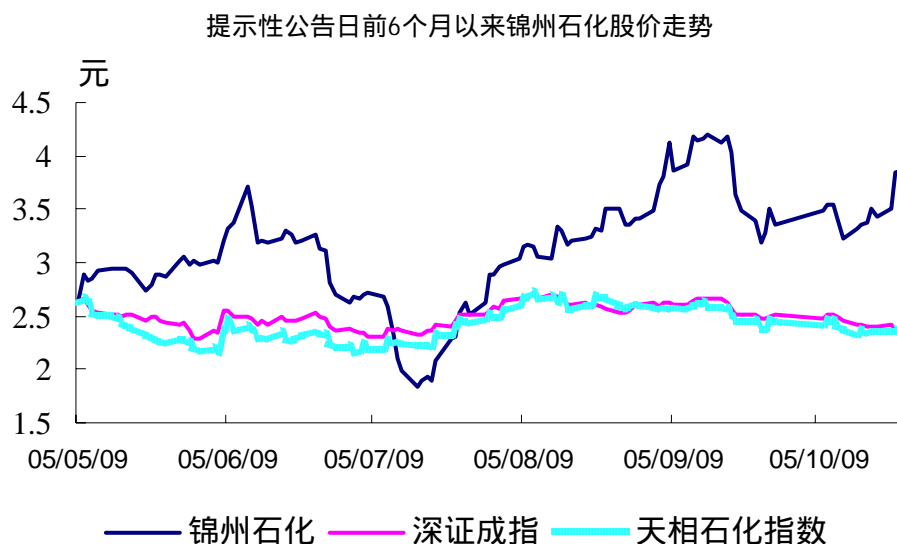
¹ 注：深证成指以锦州石化上市日为基准日，进行了指数化处理。

² 向前复权指：保持距离最近一个交易日股票价格不变，对锦州石化股价进行向前复权计算。

³ 为使指标完全可比，深证成指相关期间最末一个交易日选取与锦州石化完全相同，为2005年10月26日。

提示性公告日前 6 个月的股价表现：

锦州石化提示性公告日前 6 个月以来（是指从 2005 年 5 月 1 日到要约收购提示性公告日前一日即 2005 年 10 月 30 日）的挂牌交易股票价格走势如下图所示¹：



最近六个月以来，锦州石化向前复权后股价上涨46.8%，深证成指同期²下跌12.2%，天相石化指数同期下跌12.5%，其表现超越深证成指及行业指数。

最近六个月以来，锦州石化原始最高及最低收盘价格分别为2005年9月16日的4.2元/股和2005年7月18日的1.83元/股。

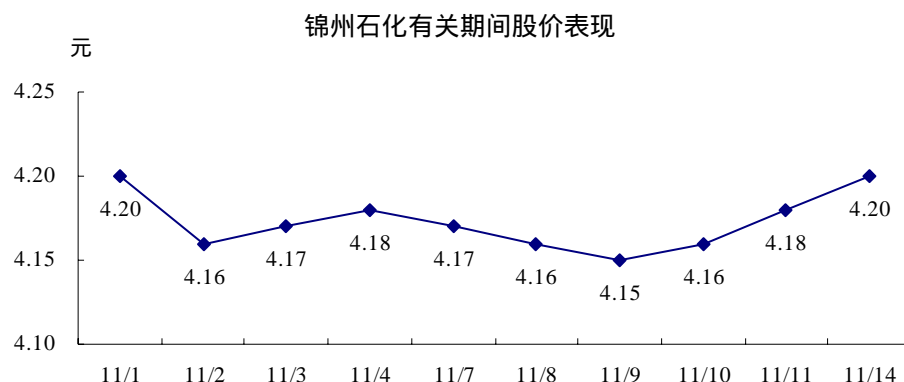
最近六个月以来，锦州石化向前复权最高及最低收盘价格分别为2005年9月16日的4.2元/股和2005年7月18日的1.83元/股。

有关期间股价表现：

锦州石化在有关期间（2005 年 11 月 1 日-2005 年 11 月 14 日）内的二级市场交易价格如下图所示：

¹ 注：深证成指和天相石化指数以锦州石化提示性公告日前 6 个月内最早一个交易日为基准日，进行了指数化处理。

² 为使指标完全可比，深证成指相关期间最末一个交易日选取与锦州石化完全相同，为 2005 年 10 月 26 日，天相石化指数处理与之相同。



关期间内锦州石化A股流通股的最高收盘价为2005 年11月1日和2005年11月14日的4.20元，最低收盘价为2005 年11月9日的4.15元，要约价格相对这两个价格的溢价分别为1.19%和2.41%，收盘价的算术平均值（平均收盘价）为4.17元，有关期间的最后一个交易日的收盘价为2005 年11月14日的4.20元。

2、 锦州石化深交所挂牌交易股票的要约价格溢价分析

若以每日交易的收盘价为基础计算溢价，则锦州石化深交所挂牌交易股票的要约价格溢价如下表：

单位：元

	历史股价	锦州石化要约收购价格	要约收购价相对历史股价的溢价 ⁽³⁾
	a	b	c=b/a-1
提示性公告日前一交易日收盘价 (2005 年 10 月 26 日)	3.86	4.25	10.1%
提示性公告日前 30 个交易日的平均收盘价	3.67	4.25	15.8%
提示性公告日前 3 个月的平均收盘价 ⁽¹⁾	3.46	4.25	22.8%
提示性公告日前 6 个月的平均收盘价 ⁽²⁾	3.13	4.25	35.8%
有关期间平均收盘价	4.17	4.25	1.9%
有关期间最后一个交易日收盘价 2005 年 11 月 14 日	4.20	4.25	1.2%

注：（1）提示性公告日前3个月指从2005年8月1日至2005年10月30日；

（2）提示性公告日前6个月指从2005年5月1日至2005年10月30日；

(3) 为了方便投资者阅读, 计算溢价时历史股价水平仅取小数点后两位小数。

若以每日加权平均价格的简单算数平均值为基础计算溢价, 则锦州石化深交所挂牌交易股票的要约价格溢价如下表:

单位: 元

	历史股价	锦州石化要约收购价格	要约收购价相对历史股价的溢价 ⁽³⁾
	a	b	c=b/a-1
提示性公告日前一交易日加权平均价 (2005年10月26日)	3.91	4.25	8.7%
提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价的简单算数平均值	3.68	4.25	15.5%
提示性公告日前3个月的每日加权平均价的简单算数平均值 ⁽¹⁾	3.46	4.25	22.8%
提示性公告日前6个月的每日加权平均价的简单算数平均值 ⁽²⁾	3.13	4.25	35.8%
有关期间每日加权平均价的简单算数平均值	4.17	4.25	1.9%
有关期间最后一个交易日加权平均价 2005年11月14日	4.18	4.25	1.7%

注: (1) 提示性公告日前3个月指从2005年8月1日至2005年10月30日;

(2) 提示性公告日前6个月指从2005年5月1日至2005年10月30日;

(3) 为了方便投资者阅读, 计算溢价时历史股价水平仅取小数点后两位小数。

上述数据显示:

(1) 要约价格与二级市场提示性公告日前一交易日、前30个交易日、前3个月和前6个月的平均收盘价格相比, 有一定幅度的溢价。

(2) 要约价格与二级市场上有关期间的交易价格相比, 有一定幅度的溢价。

3、与可比公司相比, 本次收购价格的合理性分析

可比公司法的核心是选择合适的可比公司和恰当的估值指标。由于估值与公司所在行业、业务特点、公司规模、所在资本市场等方面高度相关, 只有在这些方面相似的公司, 其估值水平才真正具有可比性。

(1) 估值指标的选取

石油石化行业常用的相对估值指标包括市盈率（P/E）、市净率（P/B）和EV¹/EBITDA²倍数等。但考虑到锦州石化2005年1-9月的净利润为负，因此市盈率相对估值法不适用。

（2）可比公司的选取

国际上以炼油业务为主的上市公司包括美国的Ashland、Sunoco、Valero以及亚洲地区的Formosa Petrochem、Bharat Petroleum、Hindustan Petroleum、S-Oil Corp.、SK Corp.、GS Holdings、Thai Oil、Caltex Australia等。这些公司的规模普遍在20亿美元以上，平均市值及中位市值分别达94亿和44亿美元³，而锦州石化提示性公告日前3个月的平均市值仅为3.36亿美元，远低于国际可比公司，因此从规模看，锦州石化与国际可比公司不具有可比性。

从国内上市公司看，虽然化工企业众多，但在业务结构和规模方面具有可比性的公司并不多。比如较具代表性的天相石化行业8家样本公司中：

- 中国凤凰经过资产置换，从石化行业转入干散货运输行业；
- 茂化实华已将石化类业务相关资产转出，与锦州石化在主营业务经营上不具有可比性；
- 岳阳兴长第一大主营业务是液化气，占主营业务收入的40%以上，业务结构同锦州石化相差较远；
- 中国石化的市值规模约为锦州石化的22倍，规模相差巨大，同时中国石化有相当部分的上游油气业务，因此也不能视作锦州石化的可比公司；
- 余下的上海石化、扬子石化和石炼化都经营炼油和石化相关业务，与锦州石化在主营业务范围和规模上都具有相当的可比性。因此，这三家公司将作为锦州石化的可比公司具体分析。

（3）本次要约价格同可比公司估值水平的比较

通过上节分析，此处选取上海石化、扬子石化和石炼化三家A股公司作为可比公司进行具体分析，见下表：

¹ EV=总市值+长期借款+短期借款-现金+少数股东权益。

² EBITDA=利润总额+财务费用+折旧摊销。

³ 资料来源：Factset，数据截至2005年11月9日。

代码	公司名称	价格 ⁽¹⁾	总市值	P/B ⁽²⁾	EV/EBITDA ⁽³⁾
		(元)	(百万元)	2005E	2004
600688	上海石化	3.69	26,541.60	1.24	4.70
000866	扬子石化	9.69	22,585.47	1.43	3.51
000783	石炼化	2.35	2,713.52	N.A.	9.38
	平均		17,280.20	1.34	5.86
000763	锦州石化	3.46	2,727.06	2.79	5.26
	要约价格	4.25	3,346.88	3.43	6.37

注：(1) 价格为提示性公告日前 3 个月的向前复权后的平均收盘价；

(2) 2005 年各公司净资产数据为市场部分分析师的预测值的平均数。锦州石化 2005P/B 根据公司中报数据计算；

(3) 由于缺乏对相关公司 2005 年 EBITDA 值的预测，本处使用 2004 年历史数据计算。

从上表看：

(1) 上述三家石化类企业的 2005 年的平均预测市净率为 1.34 倍，而本次要约收购价格所对应的锦州石化 2005 年预测市净率为 3.43 倍，高于可比公司的平均水平；

(2) 上述三家石化类企业的平均 EV/EBITDA 为 5.86 倍，而本次要约收购价格所对应的锦州石化 EV/EBITDA 为 6.37 倍，高于可比公司的平均水平。

4、与可比交易相比，本次收购价格的合理性分析

独立财务顾问统计了自 2003 年 11 月以来，在中国大陆及香港特别行政区的石油石化行业公司或资产为收购目标的可比交易案例的相关信息，并将上述可比交易各自的市盈率及市净率倍数与本次要约收购价格所对应的市盈率及市净率进行了比较，具体情况见下表¹：

¹ 资料来源：各可比交易之要约收购报告书。

公告日期	收购目标	收购方	市盈率	市净率
2004 年 12 月	北京燕化石油化工有限公司	中国石油化工股份有限公司	21.20	2.09
2004 年 11 月	中国石化的化工资产	中国石化集团公司	4.63	1.59
2004 年 7 月	沈阳市新民蜡化学实验厂	明伦集团（香港）有限公司	n.a.	1.78
2004 年 3 月	天津润滑油脂有限公司	中国石化集团公司	8.04	2.01
2003 年 12 月	中国石化新星公司西北石油局塔河油田石油化工厂	中国石油化工股份有限公司	6.08	3.25
2003 年 12 月	西安石油化工总厂	中国石油化工股份有限公司	10.29	1.30
2003 年 10 月	中国石化集团公司产量 380,000 吨的乙烯资产及其相关下游设施	中国石油化工股份有限公司	8.97	0.97
平均			9.87	1.86
最高			21.20	3.25
最低			4.63	0.97
2005 年 10 月	锦州石化	中国石油股份	n.a.	3.43

注：（1）上述可比交易的市盈率摘自各可比交易的要约收购报告书，锦州石化的市盈率依据其 2004 年的净利润进行计算；

（2）上述可比交易的市净率摘自各可比交易的要约收购报告书，锦州石化的市净率依据市场部分分析师 2005 年预测值的平均数进行计算。

（1）市盈率

如上表所示，可比交易的市盈率区间介于4.63倍至21.20倍之间，平均为9.87倍。但是，2005年1 - 9月锦州石化的业绩为亏损。因此，本独立财务顾问认为，市盈率倍数这一指标并不适用于2005年1 - 9月业绩亏损的锦州石化。

（2）市净率

如上表所示，可比交易的市净率区间介于0.97倍至3.25倍之间，平均为1.86倍。本次中国石油要约收购锦州石化A股流通股股份的要约价格对应的市净率为3.43倍，高于上述任意可比交易的市净率水平。

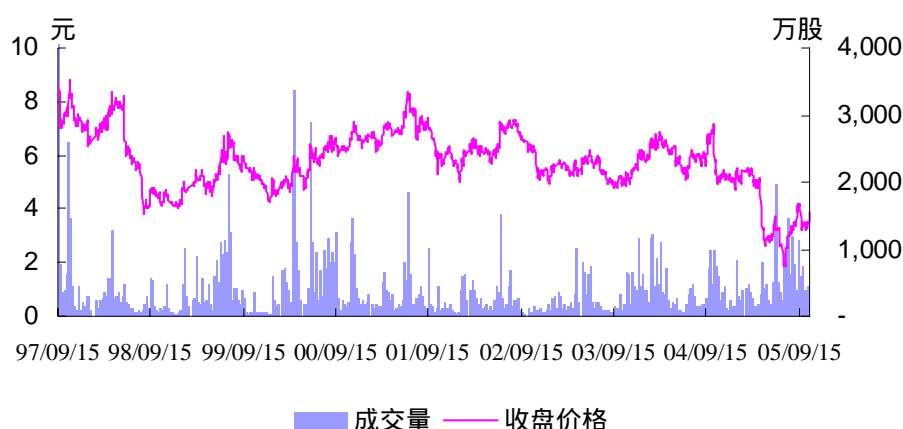
因此，以上述可比交易的市净率水平作为衡量标准，独立财务顾问认为本次要约收购价格合理。

5、对本次收购价格分析的其他考虑

独立财务顾问采用现金流贴现法对锦州石化进行了估值分析，但由于国际原油价格波动性强，行业政策不确定性高，对锦州石化未来中长期的预测缺乏坚实、客观的依据，独立财务顾问认为，现金流贴现法不适宜作为分析本次收购价格合理性的方法。

6、锦州石化深交所挂牌交易股票的流通性分析

锦州石化自上市以来的二级市场交易量如下图所示：



自深交所上市以来锦州石化的日平均换手率为1.74%，有关期间内日均换手率为4.05%，自深交所上市以来锦州石化的日平均成交量约为238万股，有关期间内日平均成交量约为608万股，可见锦州石化挂牌交易股票具有较好的流通性，挂牌交易股票股东可以通过二级市场的正常交易出售股票，历史数据显示，挂牌交易股票股东因交易量不足而无法完成交易的可能性不大。

（三）结论

从上述分析看，挂牌交易股票的要约价格符合《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》等有关法律、法规及行政规章的规定，并且较锦州石化按前述口径计算的二级市场的交易价格有一定幅度的溢价。在目前的行业状况和市场环境下，对可比公司二级市场估值水平分析表明，要约收购价格对应的估值水平高于可比公司的二级市场估值水平；可比交易法估值结果显示，要约收购价格对应的估值指标高于可比交易相应的估值水平。因此，本独立财务顾问认为本次要约收购价格合理。

七、独立财务顾问对本次要约收购的基本意见

根据本独立财务顾问报告出具之日所获得的相关资料及前述分析,独立财务顾问对本次要约收购价格发表以下意见:

本次要约收购人提出的要约收购条件符合《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》等法律法规关于要约收购的有关规定,其要约价格、要约期限、要约生效条件等要约条件的确定是合法的;同时收购人履行了《公司法》、《证券法》及《上市公司收购管理办法》等有关法律法规规定的要约收购的法定程序,其操作程序是合法的。

在目前的行业状况及市场环境下,要约收购人提出的要约价格对锦州石化的流通股股东公平、合理。

八、本次收购对锦州石化可能产生的影响

根据《要约收购报告书》，中国石油本次要约收购是以终止锦州石化在深交所上市地位为目的。因此要约期满后，如收购生效条件得到满足，锦州石化股票将终止在二级市场进行挂牌交易。

九、本次要约收购的风险提示

（一）锦州石化退市后剩余股东缺乏股票交易流动性的风险

根据证监会证监公司字[2003]16号《关于要约收购涉及的被收购公司股票上市交易条件有关问题的通知》的规定，要约收购的期限届满，被收购公司的股权分布不符合《公司法》规定的上市条件，且收购人以终止被收购公司股票上市交易为目的的，被收购公司的股票应当在证券交易所终止上市交易。根据《要约收购报告书》，本次要约收购以终止锦州石化上市地位为目的，因此，本次要约期满后如要约生效条件被满足，则锦州石化会因其股权分布不符合上市条件而被终止上市，并将履行其股票终止上市的有关程序。

届时，若仍有部分A股流通股股东未接受本次要约，则这部分A股流通股股东所持有的股票将无法上市交易，尽管收购人或通过其指定的证券公司将以要约价格进一步收购其余锦州石化股票，但上述A股流通股股东可能面临难以正常交易其所持有的股票的风险。

此外，根据《要约收购报告书》，锦州石化的流通股股票终止上市后，收购人进一步收购剩余股票的具体程序和操作步骤（包括但不限于确权、登记等）将另行公告，上述具体程序和操作步骤是否能提供足够的股票流动性存在一定的不确定性。

（二）要约收购条件未得到满足可能对锦州石化股票的挂牌交易价格造成波动的风险

根据《要约收购报告书》，本次要约收购生效的条件为：在本次要约收购有效期内最后一个交易日15:00，登记结算公司临时保管的预受要约股票申报数量不少于3187.5万股，即锦州石化能够满足《公司法》158条之关于终止股票上市之规定。如果条件不满足，则本次要约收购自始不生效，原预受申报不再有效，登记结算公司自动解除相应股份的临时保管。

因此，如上述生效条件未能得到满足，在要约有效期内预受要约的A股流通

股股东可能面临价格波动造成的风险。此外，若上述生效条件未能得到满足，本次要约将自始不生效，从而可能对锦州石化股票的挂牌交易价格造成一定波动。

十、独立财务顾问在最近 6 个月内持有或买卖被收购公司及收购方股份的情况说明

本独立财务顾问报告出具的最近6个月内,本独立财务顾问没有持有或购买,也没有通过任何第三方持有或者购买被收购公司及收购方的股票。

十一、有关本独立财务顾问

独立财务顾问:	中国国际金融有限公司
办公地址:	北京市建外大街1号国贸大厦2座28层
法定代表人:	汪建熙
联系人:	卢晓峻、徐翌成、王珺威
电话:	010-65051166
传真:	010-65051156

十二、备查文件

（一）备查文件

- 1、《锦州石化股份有限公司要约收购报告书摘要》
- 2、《锦州石化股份有限公司要约收购报告书》
- 3、锦州石化近三年经审计的财务报表及2005年的半年报和2005年第三季度季报
- 4、锦州石化董事、监事及高级管理人员，以及上述人员直系亲属的名单及身份证明文件
- 5、要约收购文件前六个月内，锦州石化董事、监事及其高级管理人员，以及上述人员的直系亲属持有或买卖被收购公司、收购人股票的说明及相关证明
- 6、锦州石化聘请的独立财务顾问及相关人员在报送要约收购文件前六个月内持有或买卖被收购公司、收购人股票的情况
- 7、锦州石化就要约收购做出的董事会决议和其他相关决议
- 8、中国石油关于本次流通股要约收购资金的说明和承诺
- 9、中国石油将履约保证金存入并冻结于指定商业银行的存单
- 10、中国工商银行出具的银行存款资信证明书

（二）备查地点

单位名称：锦州石化股份有限公司

地址：辽宁省锦州市古塔区重庆路2号

联系电话：0416-4159024

传真：0416-4159024

联系人：陈建军

（三）查阅时间

法定工作日：9：00 - 11：30，13：30 - 16：30

中国国际金融有限公司
二零零五年十一月十四日

(本页无正文 ,为中国国际金融有限公司关于中国石油天然气股份有限公司全面要约收购锦州石化股份有限公司的流通股之独立财务顾问报告签署页)

法定代表人：汪建熙

中国国际金融有限公司

日期：二零零五年十一月十四日