

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
辽河金马油田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辽河金马油田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。辽河金马油田股份有限公司、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。

除辽河金马油田股份有限公司、中国石油天然气股份有限公司董事会所提供的相关信息外,本报告所依据的其他信息均来自公开渠道,包括但不限于辽河金马油田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辽河金马油田股份有限公司的流通股的事宜发表意见,包括辽河金马油田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

本独立财务顾问报告特别提请投资人注意,本次收购人对辽河金马油田股份有限公司(以下简称“辽河油田”)流通股股票的要约收购以辽河油田终止上市为目的。

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,登记公司临时保管的预受要约股票申报数量不少于3,500万股,即收购人在要约收购完成后将至少持有辽河油田总股本的85%,辽河油田能够满足《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,从而可能对辽河油田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。

辽河油田股票终止上市后,未接受要约的股东所持有的辽河油田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。未接受要约的流通股股东所持有的辽河油田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辽河油田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、登记及相应的核验手续)收购人将在辽河油田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、辽河油田财务状况分析	7
六、对本次挂牌交易股票要约条件的分析	14
七、独立财务顾问对本次要约收购的基本意见	24
八、本次收购对辽河油田可能产生的影响	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、辽河油田 指 辽河金马油田股份有限公司
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 8.8 元/股的价格全面要约收购辽河金马油田股份有限公司 2 亿股，约占总股本 18.18% 的 A 股流通股的行为
登记公司 指 中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司
董事会 指 辽河金马油田股份有限公司董事会
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》
交易所、深交所 指 深圳证券交易所
提示性公告日 指 公告《辽河金马油田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《辽河金马油田股份有限公司要约收购报告书》
《要约收购报告书摘要》 指《辽河金马油田股份有限公司要约收购报告书（摘要）》
有关期间 指 从公告《辽河金马油田股份有限公司要约收购报告书（摘要）》后辽河金马油田股份有限公司的第一个交易日到出具本独立财务顾问报

元 告前最后一个交易日的期间
证监会 指 人民币元
《证券法》 指 中国证券监督管理委员会
指 《中华人民共和国证券法》

二、序言

受辽河金马油田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辽河油田的流通股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。辽河油田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辽河油田的流通股的事宜发表意见，包括辽河油田的财务状况、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

截止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辽河油田的流通股。

（二）中国石油本次要约收购的目的

本次要约收购以终止辽河油田上市地位为目的，旨在解决收购人与辽河油田之间的同业竞争问题，减少和进一步规范收购人作为辽河油田的控股股东与辽河油田之间的关联交易。

（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	8.80 元/每股	20000 万股	18.18%

（四）要约收购流通股资金的有关情况

本次要约收购辽河金马油田股份有限公司流通股的资金总额为17.60亿元，中国石油已经将3.52亿元（收购资金总额的20%）存入中国证券登记结算有限责任公司深圳分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。中国石油承诺：以上银行账户资金中的14.08亿元（相当于本次辽河油田流通股要约收购资金总量的80%）将专用于本次辽河油田流通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《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,登记公司临时保管的预受要约股票申报数量不少于3,500万股,即收购人在要约收购完成后将至少持有辽河油田总股本的85%,辽河油田能够满足《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,则辽河油田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。

辽河油田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辽河油田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辽河油田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、登记及相应的核验手续)收购人将在辽河油田终止上市前另行公告。

五、辽河油田财务状况分析

(一) 基本情况

辽河油田是中国环渤海湾地区最大的原油、天然气勘探、生产和供应商之一，其发行的A股在深圳证券交易所上市。

辽河油田的主要业务为石油、天然气的勘探、开发与销售，公司的其他业务包括成品油运输、销售（凭许可证经营）机电产品（小轿车除外）电子产品、金属材料销售、机械加工、石油、天然气高新技术开发、服务等。

辽河油田属于原油、天然气的勘探和生产行业，处于石油化工产业链的上游。目前，随着中国经济的高速增长，城市化进程加快，居民收入水平不断提高，导致对成品油和化工原料及产品的需求大幅增加，对原油、天然气等基础能源的需求也快速增长。中国的旺盛的原油需求及其他因素刺激油价迅速上涨，以较有代表性的WTI油价为例，2005年上半年，WTI¹平均油价高达51.51美元/桶，比2003年和2004年全年平均油价分别高出65.8%和24.1%。

截至2005年6月30日和2004年12月31日，辽河油田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	2,050,515	2,096,359
流动负债	229,789	114,039
总资产	3,332,882	3,399,400
股东权益（不含少数股东权益）	3,054,153	3,236,421
每股净资产（元/股）	2.78	2.94
调整后的每股净资产（元/股）	2.78	2.94
财务指标	2005年1-6月	2004年1-12月
净利润	367,732	618,572
扣除非经常性损益后的净利润	367,653	644,281
每股盈利 ⁽¹⁾ （元/股）	0.334	0.56
净资产收益率 ⁽²⁾ （%）	12.0%	19.1%

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。

财务指标	2005年6月30日 ⁽³⁾	2004年12月31日
经营活动产生的现金流量净额	521,334	830,911

- 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，为全面摊薄；
 (3) 截至 2005 年 6 月 30 日财务数据未经审计。

截至2005年6月30日，辽河油田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	占主营业务收入 比重	主营业务收入	主营业务成本	毛利率
采掘业	100%	794,823	244,295	69.26%

(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	794,823	1,436,490	1,386,905	1,205,892
主营业务利润	533,602	940,988	853,197	670,187
净利润	367,732	618,572	538,108	397,864
主营业务利润率	67.1%	65.5%	61.5%	55.6%
销售净利润率	46.3%	43.1%	38.8%	33.0%
净资产收益率	12.0% ⁽¹⁾	19.1%	17.6%	14.5%
总资产收益率	11.0% ⁽¹⁾	18.2%	16.7%	13.5%

注：(1) 用 2005 年 1-6 月净利润计算所得。

辽河油田处于石油化工产业链的上游，其主营业务利润率和净利润率的绝对值都处于较高水平，2004年，其实现的销售收入达14.36亿元，实现主营业务利润9.41亿元，主营业务利润达65.5%，到2005年上半年进一步上升到67.1%。在油价较高时，勘探和开发企业的利润率普遍处于相对较高水平，且与油价正相关。由于近年来国际油价持续上涨，其中2004 年公司平均实现油价1,738.87 元/吨，比2003年相比上涨了196.41 元/吨，加之公司对成本的有效控制，辽河油田实现了经济效益的持续增长。在最近三年中，其主营业务利润率、销售净利润率、净

资产收益率和总资产收益率均在一定程度的上升。

2005年第三季度，辽河油田继续保持快速增长，其单季度收入、主营业务利润、净利润分别达到了4.14亿、2.71亿和1.92亿，分别同去年同期提高14.3%、18.1%和29.7%。主营业务利润率和净利润率维持了65.5%和46.3%的高水平。

（三）成长能力分析

财务指标	2005年中期	2004年	2003年	2002年
主营业务收入同比增长	15.6%	3.6%	15.0%	9.6%
主营业务利润同比增长	25.7%	10.3%	27.3%	10.4%
净利润同比增长	30.8%	15.0%	35.2%	9.2%

近年来，辽河油田主营业务收入、主营业务利润、净利润均有不同程度的上升，这主要受惠于原油销售价格上涨，2004年公司平均实现油价1,738.87元/吨，比2003年相比上涨了196.41元/吨，涨幅达到11.3%，而2005年上半年公司平均原油售价进一步上升为2,053元/吨，比2004年底上涨了18.1%。但由于辽河油田所属区块探明程度高，勘探潜力不大，老区扩边勘探没有重大进展，后备资源不足，再加上公司现有主力区块稳产难度加大，过去三年中油气销售商品量持续降低，其中2003年和2004年降低幅度分别为5.6%和8.9%。

（四）经营能力分析

财务指标	2005年中期 ⁽¹⁾	2004年	2003年	2002年
应收账款周转率	5.28	10.35	11.00	9.02
存货周转率	7.60	36.78	104.20	36.32
应付账款周转率	6.89	19.60	14.23	15.48

注：(1) 用2005年1-6月主营业务收入和成本计算所得。

辽河油田的应收账款周转率基本稳定（不考虑非全年化数据因素造成的影响）。

响) ; 由于存货水平的大幅度上升 , 存货周转率由2004年的36.78降低为2005年上半年的仅7.6 ; 由于应付账款由2004年底的1,090万上升为2005年6月30日的6,001万 , 应付账款周转率降低为6.89 , 由于应付账款的增加以短期为主 , 其中仅一年以内的应付账款就增加了4,911万 , 并占到了应付账款增加额的绝大部分 , 这对未来现金流有一定的潜在影响。

(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	8.92	18.38	20.45	13.56
速动比率	8.75	18.17	20.44	13.49
资产负债率	8.4%	4.8%	4.9%	6.8%

辽河油田的负债处于较低水平 , 从1998年开始 , 公司就不存在借款 , 截至2004年底 , 公司的流动比率和速动比率分别高达18.38和18.17 , 资产负债率为4.8% , 公司偿债能力较强。

但由于2005年上半年公司预提了约4,561万的费用 , 并增加958万的应付工资 , 流动比率和速动比率均有了一定程度的降低 , 资产负债率也提高到了8.4%。

(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	521,334	830,911	741,749	677,264
投资净现金流	-36,032	325,386	24,023	-1,068,501
筹资净现金流	-549,977	-439,984	-219,986	-219,986
净现金流	-64,674	716,313	545,786	-611,222

随着盈利势头保持良好 , 辽河油田经营净现金流近年来稳步增长 , 最近三年和2005年上半年公司经营现金流净额占收入的比重分别为0.56、0.53、0.58和0.66 , 显示出了良好的现金流创造能力。

公司的投资现金流较不稳定，主要原因是在2003年和2004年分别收回了10.4亿和5.6亿的投资。另外，公司资本开支水平变化不大，最近三年分别为2.9亿、2.5亿和2.4亿，占各年收入的23.9%、18.1%和17%，但2005年上半年资本开支仅为3,603万，占收入的4.5%。

过去三年中，公司唯一的筹资现金活动为股利分配，公司目前维持了高分红的股利政策，三年中的股息分配率分别为55.3%、81.8%和88.9%。

（七）总体评价及前景展望

作为环渤海湾地区最重要的原油、天然气勘探、生产和供应商之一，辽河油田的产品以高利润率的原油为主，来自原油的主营业务收入和主营业务利润占主营业务收入总额和主营业务利润总额的比例均超过99%。

随着中国经济的高速增长，城市化进程加快，居民收入水平不断提高，导致对成品油和化工原料及产品的需求大幅增加，对原油、天然气等基础能源的需求也快速增长。国内原油供需缺口不断扩大，2004年我国原油进口量达到1.2亿吨¹，比上年增长34.7%。

在旺盛的原油需求刺激下，自2004年5月11日WTI油价突破40美元大关以来，国际原油价格持续高走，2004年WTI平均油价达41.51美元/桶，比2002年和2003年分别高出58.6%和33.6%，2005年上半年，WTI平均油价更是高达51.51美元/桶。

在目前较为有利的外部环境下，辽河油田的经营状况良好，主营业务收入和利润水平持续上涨。2005年前九个月辽河油田主营业务收入、主营业务利润和净利润分别达12.1亿、8亿和5.6亿，比去年同期上涨15.1%、23%和30.4%。

辽河油田的地理位置靠近中国石油主要的炼油和化工厂，运输成本相对较低。最近几年，辽河油田的操作成本维持在4.82到5.33美元/桶之间，与同行业其他可比公司相比基本持平，公司收益率水平稳中有升，2005年前九个月辽河油田主营业务利润分别高达66.6%和46.3%，高于2002年的55.6%和33%，也高于2003年和2004年的水平。目前辽河油田各项周转率指标正常，债务水平较低，现金流状况良好。

¹ 资料来源：BP 能源统计 2005。

辽河油田面临最大的问题是老油田开采时间较长，所属区块探明程度高，勘探潜力不大，老区扩边勘探没有重大进展，后备资源严重不足，这使得公司原油储量水平难以维持，2002到2004年辽河油田的原油剩余可采储量分别为635.1万吨、544.6万吨和458.4万吨，显示出较为显著的降低趋势。目前，辽河油田的储采比例失衡，其2004年的储采比¹仅为5.3年，远低于同期中国石油主要油田的储采比水平，如大庆油田的13.4年、新疆油田的14.9年和长庆油田的19.8年，也远低于中国石油整体的14.1年²。目前公司油田稳产难度增大，2002到2004年，辽河油田的原油产量分别为98.8万吨、97.5万吨和85.9万吨，2003年和2004年单年原油产量降低幅度分别为1.3%和11.9%，降低趋势较为明显，而中国石油近年来产量维持稳中有升，2005年前九个月产量更是同比增长1.9%。尽管辽河油田已采取了一系列措施以缓解这一压力，但效果并不明显。2004年公司自有资金中用于勘探的投资仅为746万元，相当于开发生产投资的3.31%，处于相对较低水平。目前公司的产量大幅度递减，成本水平呈上升趋势，对公司的主营业务利润率和净利润率有一定影响。

辽河油田的原油销量的主体为低价稠油，2004年辽河油田低价稠油实现油价与WTI油价的价差高达13.46美元/桶，远高于公司中质油实现油价与WTI油价价差的5.63美元/桶。并且，2003到2004年公司低价稠油销售量占原油总销售量的比例分别为64.6%和71.8%，不但该比例的绝对水平较高，且显示出扩大的趋势，因而辽河油田的总体实现油价水平低于中国石油的实现油价及WTI油价，且与这两种油价间的差距有所拉大。公司整体实现油价与中国石油的差距已由2003年的0.32美元/桶扩大到2005年上半年的7.65美元/桶，与WTI油价的差距也由2003年的4.19美元/桶进一步扩大到2005年上半年的15.74美元/桶。公司最近几年来的实现油价上涨幅度远不如中国石油实现油价和WTI油价，从2003年到2005年上半年，辽河油田实现油价仅上涨8.9美元/桶，远低于同期中国石油实现油价上涨的16.23美元/桶和WTI油价上涨的20.44美元/桶，因此，油质的差异使公司未能完全享受到国际油价上升的好处。

作为纯上游的油气勘探和生产商，辽河油田的盈利状况对国际原油价格的变动非常敏感。从2002至2004年，辽河油田的实现油价上涨了36.8%，这是其收入

¹ 当年末探明储量/当年产量。

² 根据中国石油 2004 年 20F 资料计算得出。

同期提高19.1%的主要原因。目前，国内原油价格已基本与国际原油价格接轨。从历史上看，国际原油价格曾由于多种因素而发生大幅变化。如果原油价格下降，会直接对辽河油田的收入产生负面影响。

总体而言，尽管在目前原油价格高涨的情况下，辽河油田收入和收益保持增长，财务状况良好，部分抵消了原油产量降低的不利影响。但长期看来，由于辽河油田的储量水平难以维系，原油减产的压力继续存在，公司的增长前景和盈利能力并不乐观，并且油价可能发生的不利变动将对公司造成较大的不利影响。

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

收购方中国石油对辽河油田流通股，即深交所挂牌交易股票的要约价格为8.8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，收购方不存在买卖辽河油田挂牌交易股份的行为；《要约收购报告书摘要》公告前三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6.30元。收购方对辽河油田挂牌交易股份的要约收购价格为8.8元/股，高于公告前三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。

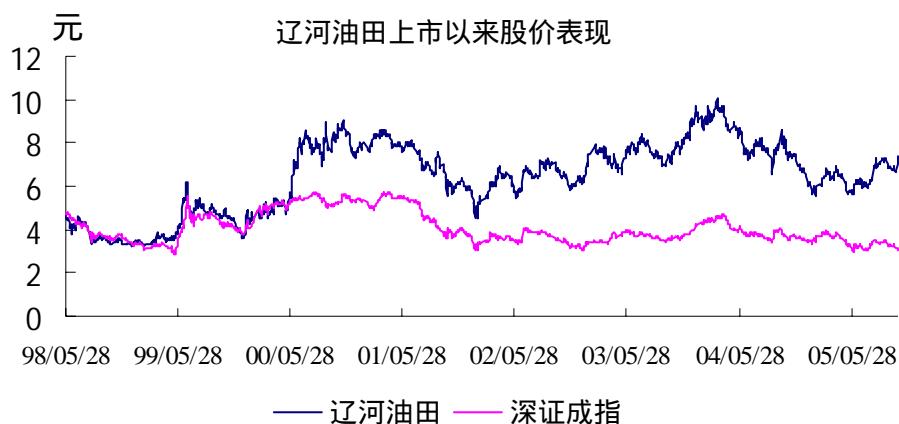
独立财务顾问认为，收购方对辽河油田挂牌交易股票的要约价格的确定符合《上市公司收购管理办法》有关规定。

(二) 对本次挂牌交易股票要约价格的合理性分析

1、辽河油田深交所挂牌交易股票的历史价格表现分析

上市以来历史股价表现：

辽河油田自上市以来（是指从1998年5月28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¹价格走势如下图²所示：



自上市以来辽河油田向前复权股价上涨57%，深证成指同期³下跌36%，其表现优于大市。

自上市以来辽河油田原始最高及最低收盘价格分别为2004年3月17日的11.33元/股和1999年2月8日的3.97元/股。

自上市以来辽河油田向前复权最高及最低收盘价格分别为2004年3月17日的10.05元/股和1999年2月8日的3.21元/股。

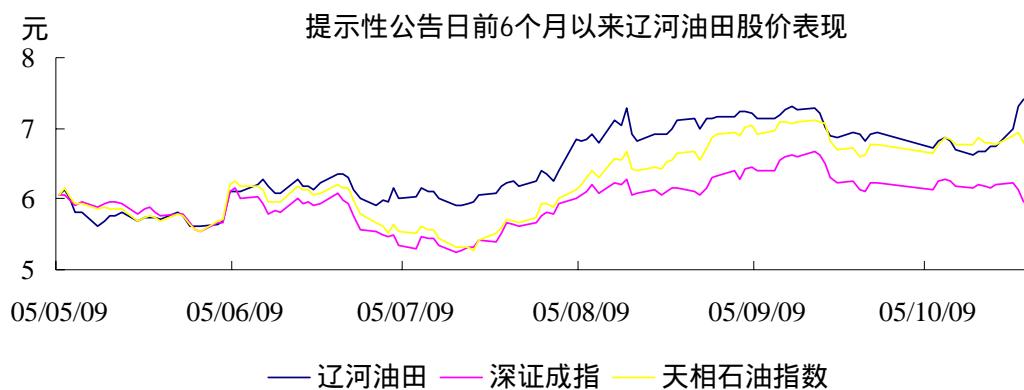
¹ 向前复权指保持距离最近一个交易日股票价格不变，对辽河油田历史股价进行复权计算。

² 深证成指以辽河油田上市日为基准日，进行了指数化处理。

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辽河油田完全相同，为2005年10月26日。

提示性公告前 6 个月的股价表现：

辽河油田提示性公告前 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¹所示：



最近六个月以来，辽河油田向前复权后股价上涨 22.3%，深证成指同期²下跌 12.2%，天相石油指数同期上涨 12.2%，其表现超越深证成指及行业指数。

最近六个月以来，辽河油田原始最高及最低收盘价格分别为 2005 年 10 月 26 日的 7.41 元/股和 2005 年 7 月 18 日的 5.91 元/股。

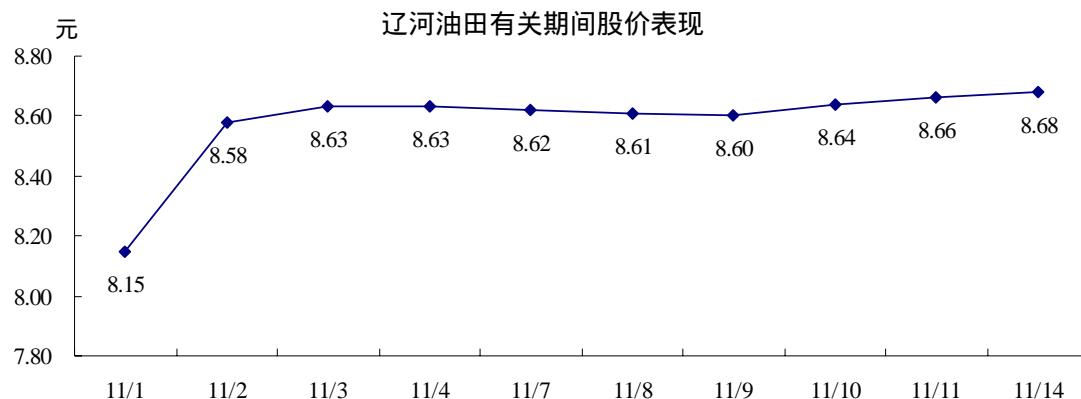
最近六个月以来，辽河油田向前复权最高及最低收盘价格分别为 2005 年 10 月 26 日的 7.41 元/股和 2005 年 6 月 2 日和 2005 年 6 月 3 日的 5.61 元/股。

有关期间股价表现：

¹ 深证成指和天相石油指数以辽河油田提示性公告前 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辽河油田完全相同，为 2005 年 10 月 26 日，天相石油指数处理与之相同。

辽河油田在有关期间(2005年11月1日-2005年11月14日)内的二级市场价格如下图所示：



有关期间内辽河油田A股流通股的最高收盘价为2005年11月14日的8.68元，最低收盘价为2005年11月1日的8.15元，要约价格相对这两个价格的溢价幅度分别为1.38%和7.98%，收盘价的算术平均值(平均收盘价)为8.58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8.68元。

2、辽河油田深交所挂牌交易股票的要约价格溢价分析

若以每日收盘价为基础计算溢价幅度，则辽河油田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	辽河油田要约收购价格	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)	7.41	8.8	18.8%
提示性公告日前30个交易日的平均收盘价	6.98	8.8	26.1%
提示性公告日前3个月的平均收盘价 ⁽¹⁾	6.94	8.8	26.8%
提示性公告日前6个月的平均收盘价 ⁽²⁾	6.57	8.8	33.9%
有关期间平均收盘价	8.58	8.8	2.6%
有关期间最后一个交易日收盘价 2005年11月14日	8.68	8.8	1.4%

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为基础计算溢价，则辽河油田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 a	辽河油田要 约收购价格 b	要约收购价相对历 史股价的溢价 ⁽³⁾ c=b/a-1
提示性公告日前一交易日加权平均价格 (2005年10月26日)	7.38	8.8	19.2%
提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价 的简单算术平均值	7.00	8.8	25.7%
提示性公告日前3个月的每日加权平均价的简 单算术平均值 ⁽¹⁾	6.94	8.8	26.8%
提示性公告日前6个月的每日加权平均价的简 单算术平均值 ⁽²⁾	6.57	8.8	33.9%
有关期间每日加权平均价的简单算术平均值	8.58	8.8	2.6%
有关期间最后一个交易日收盘价 2005年11月14日	8.68	8.8	1.4%

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，均有一定幅度的溢价；

（2）无论以每日收盘价还是以每日加权平均价格衡量，要约价格与二级市场上有关期间的交易价格相比，均有一定幅度的溢价。

3、与可比公司相比，本次收购价格的合理性分析

可比公司法的关键问题是选择合适的可比公司和恰当的估值指标。一方面不同行业具有不同的特性，采用的估值指标应有所区别。另一方面，由于一个公司的估值水平与公司所在行业、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）估值指标的选择

石油行业常用的估值指标包括市盈率(P/E)、市净率(P/B)和EV¹/EBITDA²倍数等。

(2) 可比公司的选取

国际上以原油的勘探和生产业务为主的上市公司包括美国的Anadarko、Apache、Burlington、Devon Energy、EOG Resources、Kerr Mcgee、Murphy Oil、Noble Energy、XTO Energy,加拿大的Canadian Natural Resources、Encana、Nexen、Talisman Energy,亚太和俄罗斯地区的中海油³、ONGC、PTTEP、Inpex、Lukoil、Yukos,欧洲的Statoil和BG Group等,这些公司的规模普遍在100亿美元以上⁴,平均市值及中位市值分别达219亿和211亿美元,而辽河油田提示性公告日前3个月的平均市值仅为9.45亿美元⁵,远低于国际可比公司,因此从规模看,辽河油田与国际可比公司不具有可比性。

并且,通常而言,位于各个市场上的不同公司由于市场间整体估值水平差异,公司全球化程度不同,陆上或是海上油气开采差异等方面的不同造成估值水平不尽相同。因此,辽河油田与国际上游公司估值水平也不完全具备可比性。

从国内上市公司看,辽河油田的主营业务范围属于石油类行业,这里首先参考天相石油行业中的14家样本公司来确定辽河油田的A股可比公司,14家公司分别是:武汉石油、海油工程、鲁润股份、天发石油、ST联谊、辽河油田、锦州石化、广聚能源、泰山石油、江钻股份、燕化高新、石油大明、锦州六陆、中原油气和石炼化。

14家样本公司中,只有石油大明和中原油气属于石油勘探开采类企业,主营业务性质与辽河油田基本可比,其中石油大明还有相当一部分收入来自于建筑材料和商业贸易⁶,其他公司实际从事的主要业务包括石油贸易、炼油及加油站,与辽河油田存在较大差异。比如:泰山石油和武汉石油主营石油销售和加油站经营管理,锦州石化的主营业务是炼油,海油工程则主要从事海洋、陆地油气开发工程及配套工程的建设、安装与维修。

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 指中国海洋石油股份有限公司。

⁴ 资料来源:Factset,数据截至2005年11月9日。

⁵ 美元兑换人民币汇率按11月9日收盘价1美元兑换8.0857人民币。

⁶ 据石油大明2004年年报披露,其来自于建筑材料和商业贸易的收入分别占到总收入的10.09%和24.92%。

综合以上各方面因素,这里选取石油大明和中原油气作为辽河油田的可比公司。

(3) 可比公司法下的辽河油田要约价格合理性分析

根据以上分析,本独立财务顾问选取中原油气和石油大明两家公司作为可比公司,并以市盈率(P/E)、市净率(P/B)和EV/EBITDA等相对估值指标进行比较,估值情况见下表:

代码	公司名称	价格 ⁽¹⁾	总市值	P/E	P/E ⁽²⁾	P/B	P/B ⁽²⁾	EV/EBITDA ⁽³⁾
		(元)	(百万元)	2004	2005E	2004	2005E	2004
000956	中原油气	7.07	6,187.27	9.88	9.27	1.30	1.17	4.50
000406	石油大明	5.72	2,081.33	15.60	14.12	1.19	1.11	5.69
	平均		4,134.30	12.74	11.69	1.25	1.14	5.09
000817	辽河油田	6.94	7,637.41	12.35	11.06	2.36	2.10	5.23
	要约价格	8.80	9,680.00	15.65	14.02	2.99	2.66	7.10

注:(1)价格为提示性公告日前3个月(即从2005年8月1日至2005年10月30日)的向前复权后的平均收盘价;

(2)2005年盈利预测数据是市场部分分析师对各家公司的盈利预测平均数;

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

从上表看:

(1)辽河油田挂牌交易股票的要约价格对应的2004年市盈率水平为15.65倍,高于两家可比公司的平均估值水平;

(2)辽河油田挂牌交易股票的要约价格对应的2005年预测市盈率水平为14.02倍,高于两家可比公司的平均估值水平;

(3)辽河油田挂牌交易股票的要约价格对应的2004年市净率水平为2.99倍,高于两家可比公司的平均估值水平;

(4)辽河油田挂牌交易股票的要约价格对应的2005年预测市净率水平为2.66倍,高于两家可比公司的平均估值水平;

(5) 辽河油田挂牌交易股票的要约价格对应的2004年EV/EBITDA水平为7.10倍，高于两家可比公司的平均估值水平。

因此，中国石油本次每股8.8元的要约价格对应的估值指标均高于可比公司相应的估值水平。

4、与可比交易相比，本次收购价格的合理性分析

在筛选可比交易的过程中，本独立财务顾问考虑了交易时间较近、行业类似、交易结构相同等多方面因素，选取了最近几个月油气行业发生的重大私有化收购作为可比交易，其中包括8月28日完成的雪佛龙以约200亿美元¹的总对价收购尤尼科和10月28日完成的中国石油天然气集团公司²以约39亿美元³的总对价收购哈萨克斯坦石油公司。

在估值指标方面，本独立财务顾问选取支付总对价⁴/最近一期油气总储量⁵、支付总对价/最近十二个月EBITDA、股权对价/最近十二个月的净利润、股权对价/未来一年的预测净利润。估值结果如下表⁶所示：

公告日	完成日	目标方	收购方	交易对价 (十亿 美元)	支付总对 价 /2004 年底油气 总储量 ⁽¹⁾	支付总对 价 /最近十二 个月 EBITDA	股权对价/最 近十二个月 的净利润	股权对价 /2005 年的 预测净利 润
22/8/2005	28/10/2005	哈萨克斯坦 石油公司	中国石油天然 气集团公司	3.9	9.99	3.57	7.02	8.56
4/4/2005	11/8/2005	尤尼科	雪佛龙	20.0	11.40	5.98	12.41	N.A.
平均					10.70	4.78	9.71	8.56
31/10/2005		辽河油田	中国石油	0.17	30.39	6.5	13.7	14.0

¹ 资料来源：Bloomberg。

² 通过其全资持有的中油集团国际 (CNPCI)。

³ 资料来源：Bloomberg。

⁴ 支付总对价=股权对价+净债务+所有者权益。

⁵ 原油勘探和生产企业的企业价值与其油气储量密切相关，因此该指标是油气行业交易估值水平的重要参考因素。由于中原油气和石油大明在最近两年内均未公布其油气储量，因此在可比公司法中未取用该指标。

⁶ 资料来源：各公司年报、Factset。

注 : (1) 用2004年底探明储量(proved reserve)作为总储量 ; 单位为美元/桶 ; 美元兑换人民币汇率按11月9日收盘价1美元兑换8.0857人民币 , 数据来源为Factset。

从上表看 :

(1) 上述两笔交易对应的支付总对价/2004年油气总储量均低于本次要约价格所对应的估值水平 ;

(2) 上述两笔交易对应的支付总对价/最近十二个月EBITDA均低于本次要约价格所对应的估值水平 ;

(3) 上述两笔交易对应股权对价/最近十二个月的净利润均低于本次要约价格所对应的估值水平 ;

(4) 上述两笔交易对应的股权对价/2005年的预测净利润均低于本次要约价格所对应的估值水平。

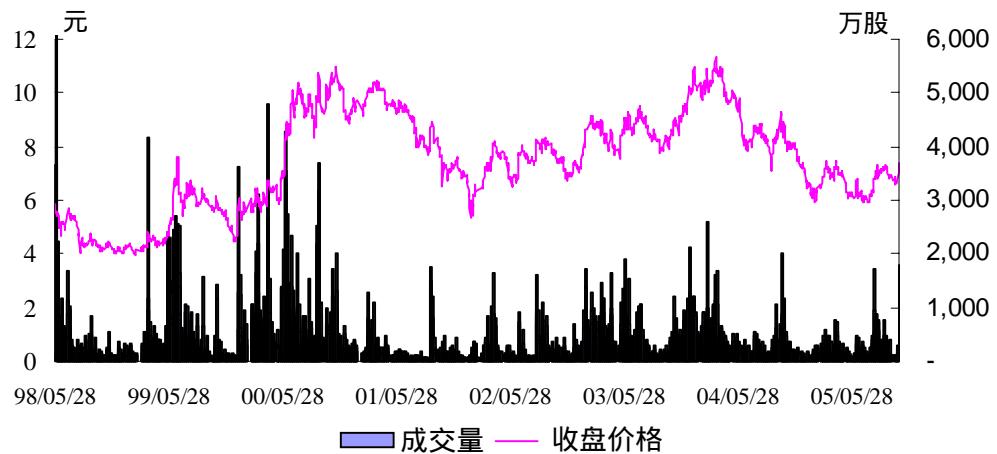
中国石油本次每股8.8元的要约价格对应的估值指标均高于可比交易相应的估值水平。

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辽河油田进行了估值分析 ,但由于国际原油价格波动性强 ,对辽河油田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、辽河油田深交所挂牌交易股票的流通性分析

辽河油田自上市以来的二级市场交易量如下图所示：



自深交所上市以来辽河油田的日平均换手率为2.02%，有关期间内日均换手率为4.89%，自深交所上市以来辽河油田的日平均成交量约为400万股，有关期间内日平均成交量约为979万股，可见辽河油田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，并且较辽河油田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辽河油田的流通股股东公平、合理。

八、本次收购对辽河油田可能产生的影响

根据《要约收购报告书》，中国石油本次要约收购是以终止辽河油田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，辽河油田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）辽河油田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辽河油田上市地位为目的，因此，本次要约期满后如要约生效条件被满足，则辽河油田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辽河油田股票，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》，辽河油田的流通股股票终止上市后，收购人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认权、登记及相应的校验手续）收购人将在辽河油田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。

（二）要约收购条件未得到满足可能对辽河油田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，登记公司临时保管的预受要约股票申报数量不少于3,500万股，即收购人在要约收购完成后将至少持有辽河油田总股本的85%，辽河油田能够满足《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，从而可能对辽河油田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、幸科

电话： 010-65051166

传真： 010-65051156

十二、备查文件

(一) 备查文件

- 1、《辽河油田要约收购报告书摘要》
- 2、《辽河油田要约收购报告书》
- 3、辽河油田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、辽河油田董事、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，辽河油田董事、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、辽河油田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、辽河油田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：辽河金马油田股份有限公司
- 地址：辽宁省盘锦市兴隆台区振兴街
- 联系电话：0427-7298299
- 传真：0427-7298293
- 联系人：战丽

(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辽河金马油田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