

中国银河证券有限责任公司关于
中国石油化工股份有限公司全面要约收购
中国石化扬子石油化工股份有限公司流通股
之
独立财务顾问报告



二〇〇六年三月

独立财务顾问声明

中国银河证券有限责任公司接受中国石化扬子石油化工股份有限公司（简称“扬子石化”）董事会的委托，担任本次要约收购的独立财务顾问。中国石化扬子石油化工股份有限公司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。

除中国石化扬子石油化工股份有限公司所提供的相关信息外，本独立财务顾问报告所依据的其他信息均来自公开渠道，包括但不限于中国石化扬子石油化工股份有限公司近三年的财务报告、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化工股份有限公司（简称“中国石化”）全面要约收购中国石化扬子石油化工股份有限公司流通股的事宜发表意见，包括中国石化扬子石油化工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。

本独立财务顾问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。

特别风险提示

本次要约收购的生效条件为：在要约期内最后一个交易日15:00时，登记公司临时保管的预受要约的扬子石化股票申报数量高于11,700万股，即中国石化持有的扬子石化股份总数以及登记公司临时保管的预受要约股票申报数量之和占扬子石化总股本的比例高于90%，则扬子石化的股权分布将不满足股票上市条件。要约期届满时，如果上述生效条件没有得到满足，则本次要约收购自始不生效，登记公司自动解除对相应股份的临时保管，所有预受的股份将不被中国石化接受，投资者将会承担因上述生效条件没有得到满足而出现的扬子石化股票挂牌交易价格波动的风险，投资者可能遭受重大的投资损失。

特别提示

一、本独立财务顾问特别提请投资人注意，本次收购人针对中国石化扬子石油化工股份有限公司的要约收购以终止扬子石化流通股股票上市交易为目的，旨在实现中国石化业务一体化战略。

二、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时，登记公司临时保管的预受要约股票申报数量高于11,700万股，即中国石化持有的扬子石化股份总数以及登记公司临时保管的预受要约股票申报数量之和占扬子石化总股本的比例高于90%，则扬子石化的股权分布将不满足《证券法》第50条规定的股票上市条件。如果本次要约收购的条件没有得到满足，则本次要约收购自始不生效，原预受申报不再有效，登记公司自动解除对相应股份的临时保管。

三、本次要约收购的要约价格为：13.95元/股；本次要约收购的有效期为：2006年3月8日至2006年4月6日。

四、扬子石化流通股股票因要约生效而终止上市交易后，收购人将根据《证券法》第97条的规定，在两个月的期间内，通过深交所和登记公司提供的服务系统，按照要约价格收购余股股东拟出售的余股；上述两个月的期间的起始日以及在此期间内收购余股的具体程序和操作步骤将另行公告。上述两个月的期间届满后，收购人将依法办理有关扬子石化的后续事宜；余股股东将不再享受深交所和登记公司服务系统带来的便利性。

五、风险提示

（一）余股的流动性及交易的便利性将大为降低的风险

1、如果要约生效，扬子石化将立即申请终止其流通股股票在深交所的上市交易。未接受要约的流通股股东所持有的扬子石化流通股股票将无法在深交所上市交易或在其他任何集中竞价的交易场所进行交易，该等股票的流动性及交易的便利性较之以

前将大为降低。

2、在收购人承诺通过深交所和登记公司提供的服务系统收购余股的两个月的期间内，余股收购的起始时间、具体程序和操作步骤尚未明确，深交所和登记公司提供的服务系统是否能为余股提供足够的流动性和为交易提供足够的便利性均存在不确定性。

3、在收购人承诺通过深交所和登记公司提供的服务系统收购余股的两个月的期间之后，余股的流动性及交易的便利性将会更低。

（二）扬子石化股票的挂牌交易价格出现波动的风险

如果要约收购的生效条件不能得到满足，则本次要约收购自始不生效，登记公司自动解除已预受股份的临时保管，从而可能引起扬子石化股票的挂牌交易价格波动。

（三）扬子石化流通股股票终止上市交易后，余股股东在扬子石化享有的权益受到影响的风险

1、扬子石化流通股股票因要约生效而终止上市交易后，扬子石化可能对章程进行修改，扬子石化的章程将不再需要遵守中国法律法规和深交所上市规则对上市公司章程的特别要求，届时，余股股东在扬子石化享有的权益较之章程修改前可能有所减少。

2、扬子石化流通股股票因要约生效而终止上市交易后，扬子石化将不再需要遵守中国证监会和深交所关于上市公司信息披露的相关要求。届时，余股股东能够获取的有关扬子石化的信息将实质性减少。

3、扬子石化流通股股票因要约生效而终止上市交易后，扬子石化可能依法变更公司组织形式，因此可能影响到余股股东在扬子石化享有的权益。

4、如果要约生效，收购人将投票反对扬子石化以2005年的利润或以其他任何形式向股东分红的方案。

六、关于扬子石化流通股股东接受要约及撤回预受要约的方式和程序，参见《要

约收购报告书》第三节第七条的规定。

目 录

一、释义	7
二、序言	9
三、独立财务顾问与本次要约收购无关联关系的说明	10
四、本次要约收购概况	11
五、扬子石化财务状况分析	14
六、对本次挂牌交易股票要约条件的分析	22
七、独立财务顾问对本次要约收购的基本意见	32
八、本次收购对扬子石化可能产生的影响	33
九、本次要约收购的风险提示	34
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人股份的情况说明	36
十一、有关本独立财务顾问	38
十二、备查文件	39

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：

收购人、收购方、中国石化	指 中国石油化工股份有限公司
被收购公司、公司、扬子石化	指 中国石化扬子石油化工股份有限公司
流通股、挂牌交易股票	指 在深圳证券交易所挂牌交易的扬子石化人民币普通股
本次要约收购、要约收购	指 扬子石化的控股股东中国石化向扬子石化全体流通股股东发出附有先决条件的要约，按每股 13.95 元的价格收购流通股股东持有的全部扬子石化流通股股票的行为
《要约收购报告书》	指 中国石化签署的《中国石化扬子石油化工股份有限公司要约收购报告书》
《要约收购报告书摘要》	指 中国石化签署的《中国石化扬子石油化工股份有限公司要约收购报告书摘要》
中国证监会	指 中国证券监督管理委员会
深交所	指 深圳证券交易所
登记公司	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 中国银河证券有限责任公司
《证券法》	指 《中华人民共和国证券法》
《公司法》	指 《中华人民共和国公司法》
提示性公告日	指 公告《中国石化扬子石油化工股份有限公司要约收购报告书摘要》的日期，即 2006 年 2 月 16 日
有关期间	指 从公告《要约收购报告书摘要》后扬子石化流通股股票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，即 2006 年 2 月 17 日至 2006 年 3 月 3 日
余股	指 指要约生效之时，尚未有效申报预受要约或已申报的预受要约被有效撤回的扬子石化流通股股票
余股股东	指 要约生效后，持有余股的扬子石化股东
工商银行	指 中国工商银行股份有限公司

农业银行

指 中国农业银行

元

指 人民币元

二、序言

受扬子石化董事会委托，中国银河证券股份有限公司担任独立财务顾问，就中国石化全面要约收购扬子石化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签署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。扬子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，承诺其提供的文件资料不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对该等文件资料的真实性、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化全面要约收购扬子石化流通股的事宜发表意见，包括扬子石化的财务状况、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签署日，本独立财务顾问与本次要约收购的收购方和被收购公司没有关联关系。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2006年2月15日中国石化董事会会议决议，收购人决定全面要约收购扬子石化所有的流通股。

(二) 中国石化本次要约收购的目的

本次要约收购以终止扬子石化流通股股票上市交易为目的，旨在实现中国石化业务一体化战略。

(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	占扬子石化已发行股份的比例
流通股	13.95 元/股	35,000 万股	15.02%

(四) 要约收购流通股资金的有关情况

本次要约收购扬子石化流通股的资金总额为48.83亿元，全部以现金方式支付。收购人已经将9.77亿元（收购资金总额的20%）存入登记公司指定的银行账户中，登记公司出具了《保证金代保管证明》。剩余80%部分的收购资金将来源于收购人的自有资金以及工商银行和农业银行给予收购人的授信额度。在其享有的工商银行142.27亿元尚未使用的授信额度和农业银行160亿元尚未使用的授信额度中，收购人承诺将金额不超过收购资金总额80%的授信额度用于本次要约收购。

(五) 要约收购的期限

本次要约收购的期限为2006年3月8日至2006年4月6日。

(六) 要约收购的生效条件

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时，

登记公司临时保管的预受要约股票申报数量高于11,700万股，即中国石化持有的扬子石化股份总数以及登记公司临时保管的预受要约股票申报数量之和占扬子石化总股本的比例高于90%，则公司的股权分布将不满足《证券法》第50条规定的股票上市条件。如果要约收购的生效条件没有得到满足，则本次要约收购自始不生效，原预受申报不再有效，登记公司自动解除对相应股份的临时保管。

(七) 接受要约的方式和程序

关于公司流通股股东接受要约及撤回预受要约的方式和程序，参见《要约收购报告书》第三节第七条的规定。

(八) 要约收购完成后的后续计划

1、本次要约期满后，如果要约生效，则扬子石化的股权分布将不再符合股票上市条件，扬子石化将立即申请终止流通股股票在深交所的上市交易。

2、扬子石化流通股股票终止上市交易后，未接受要约的流通股股东所持有的扬子石化流通股股票将无法在深交所上市交易或在其他任何集中竞价的交易场所进行交易，该等股票的流动性及交易的便利性较之以前大为降低。

3、扬子石化流通股股票终止上市交易后，中国石化可能促使扬子石化根据非上市公司的性质对扬子石化章程进行修改。

4、扬子石化流通股股票终止上市交易后，中国石化可能择机将扬子石化依法变更为全资有限责任公司或依法取消扬子石化的独立法人地位。

5、如果要约生效，中国石化将投票反对扬子石化以2005年的利润或以其他任何形式向股东分红的方案。

6、扬子石化流通股股票终止上市交易后，中国石化将根据《证券法》第97条的规定，在两个月的期间内，通过深交所和登记公司提供的服务系统，按照要约价格收购余股股东拟出售的余股；上述两个月的期间的起始日以及在此期间内收购余股的具体程序和操作步骤将另行公告。上述两个月的期间届满后，中国石化将依法办理有关

扬子石化的后续事宜；余股股东将不再享受深交所和登记公司服务系统带来的便利性。

五、扬子石化财务状况分析

(一) 基本情况

法定中文名称 : 中国石化扬子石油化工股份有限公司
 法定英文名称 : SINOPEC YANGZI PETROCHEMICAL CO., LTD.
 注册地址 : 南京高新技术产业开发区学府路 1 号
 办公地址 : 南京市沿江工业开发区新华路 777 号
 营业执照注册号 : 3201911000124
 注册资本 : 233,000 万元
 法定代表人 : 张大本
 经营范围 : 原油加工、石油制品、化学原料、化学制品、化学化纤、燃料、设备加工、制造、安装及销售，化工技术服务，工程建筑设计、承包、监理、咨询，仓储运输服务，化工设备、配件采购服务，设备的检测、维护和修理服务。

公司于1998年经中国证监会证监发字〔1998〕34号文和证监发字〔1998〕35号文批准，向社会公众发行35,000万股人民币普通股，并在深交所上市。

(二) 生产与经营

扬子石化为我国大型石油化工企业，主营业务为石油炼制及烃类衍生物的生产、加工和销售，年产聚酯原料、聚烯烃塑料、基础化工原料和成品油等四大类产品 600 多万吨。

扬子石化 2004 年年底原油加工能力为 800 万吨/年，乙烯生产能力为 65 万吨/年。其 2002 年 - 2005 年主要产品的产量如下表所示：

单位：万吨

产品	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年
乙烯	77.58	81.25	76.53	48.08
三苯	118.85	111.27	109.54	103.60

聚酯原料	89.77	90.68	90.32	92.10
聚烯烃塑料	92.68	93.13	83.41	48.49
石油产品	312.83	241.71	223.35	179.54

扬子石化近三年及 2005 年截止 9 月 30 日的主要财务指标如下：

单位：千元

财务指标	2005年9月30日 ⁽¹⁾	2004年12月31日	2003年12月31日	2002年12月31日
流动资产	9,297,576	6,839,896	4,365,489	3,825,582
流动负债	4,354,413	3,132,078	3,844,990	4,556,375
总资产	18,817,381	16,448,586	13,369,691	13,473,507
股东权益	13,486,755	11,530,880	7,503,560	5,843,490
每股净资产	5.79	4.95	3.22	2.51
调整后的每股净资产	5.70	4.88	3.19	2.48
财务指标	2005年1-9月	2004年1-12月	2003年1-12月	2002年1-12月
净利润	2,884,557	4,678,597	1,660,069	625,149
扣除非经常损益后的净利润	2,874,170	4,654,194	1,654,360	649,803
每股收益 ⁽²⁾	1.24	2.01	0.71	0.27
经营活动产生的现金流量净额	2,250,372	3,586,015	2,476,914	1,140,872

注：(1) 2005 年 1-9 月的财务数据未经审计

(2) 为全面摊薄后的每股收益

(三) 盈利能力分析

单位：千元

财务指标	2005年1-9月 ⁽¹⁾	2004年	2003年	2002年
主营业务收入	29,131,704	31,773,578	22,005,135	15,149,224
主营业务利润	3,955,557	6,600,145	2,565,416	1,414,298
净利润	2,884,557	4,678,597	1,660,069	625,149
主营业务利润率	13.58%	20.77%	11.66%	9.34%

销售净利润率	9. 90%	14. 73%	7. 54%	4. 14%
净资产收益率 ⁽²⁾	21. 39% ⁽³⁾	40. 57%	22. 12%	10. 70%
总资产收益率	15. 33% ⁽⁴⁾	28. 44%	12. 42%	4. 64%

注 : (1) 2005 年 1-9 月的财务数据未经审计

(2) 为全面摊薄后净资产收益率

(3) 用 2005 年 1-9 月净利润计算 , 未做年度化处理

(4) 用 2005 年 1-9 月净利润计算 , 未做年度化处理

2002 - 2004 年 , 公司的主营业务收入和主营业务利润高速增长 , 使得公司连续几年保持很强的盈利增长能力 , 2004 年公司的净资产收益率、总资产收益率、主营业务利润率、销售净利润率都达到了历史的最好水平。

2005 年上半年 , 扬子石化占主营业务收入 10% 以上的业务情况如下 :

单位 : 千元

产品名称	销售收入	占销售收入比重	产品销售成本	毛利率
聚酯原料	3, 890, 905	20. 30%	3, 041, 089	21. 84%
聚烯烃塑料	4, 485, 018	23. 40%	3, 312, 482	26. 14%
基本有机化工原料	5, 604, 580	29. 24%	3, 701, 270	33. 96%
油品	5, 153, 525	26. 79%	5, 597, 927	-8. 62%

2005 年第 3 季度 (7-9 月) , 扬子石化占主营业务收入 10% 以上的业务情况如下 :

单位 : 千元

产品名称	销售收入	占销售收入比重	产品销售成本	毛利率
聚酯原料	2, 055, 364	20. 63%	1, 819, 959	11. 45%
聚烯烃塑料	1, 987, 981	19. 96%	1, 661, 256	16. 44%
基本有机化工原料	2, 853, 087	28. 64%	2, 236, 317	21. 62%
油品	3, 046, 453	30. 58%	3, 327, 581	-9. 23%

最近几年 , 在扬子石化的全部销售产品中 , 聚酯原料、聚烯烃塑料、基本有机化工原料、石油产品等产品的销售收入分别超过公司主营业务收入的 10% , 聚酯原料、

聚烯烃塑料、基本有机化工原料等产品的主营业务利润总额占公司主营业务利润的10%以上。

但由于2004-2005年间国际油价持续震荡攀升，国内资源及动力紧张，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，导致原油与成品油价格倒挂的现象，炼油行业出现了全行业的亏损，2004年和2005年上半年，公司炼油产品的毛利率分别为-0.47%和-8.62%。

(四) 成长能力分析

财务指标	2005年1-9月	2004年	2003年	2002年
主营收入同比增长	31.03%	44.34%	45.28%	18.27%
主营利润同比增长	-7.83%	157.27%	82.27%	163.72%
净利润同比增长	-3.28%	181.83%	163.49%	1,686%

2002-2004年，由于中国国内化工产品需求持续保持旺盛的增长势头，同时随着全球化工景气周期的逐步向好，化工产品的毛利水平得到改善，国内主要化工产品价格与国际价格走势一致，因此公司的主营业务收入、主营业务利润和净利润呈现出高增长的态势。2005年1-9月，由于原油成本大幅上涨而石化产品价格未能同步上升以及烯烃装置停产检修，使得主营业务利润和净利润分别同比下滑7.83%和3.28%。

(五) 经营能力分析

财务指标	2005年9月30日	2004年	2003年	2002年
应收账款周转率	47.57	128.71	147.59	58.16
存货周转率	7.67	9.3	7.86	6.21
固定资产周转率	3.55	3.80	2.54	1.8
总资产周转率	1.67	2.13	1.64	1.20

2002-2004年，公司的主营业务收入呈现大幅增长态势，存货及应收账款也保持了一定的增长速度，应收账款周转率保持在较高的水平上，存货周转率、固定资产周转率和总资产周转率与国内同行业其他可比上市公司持平。

(六) 偿债能力分析

财务指标	2005年9月30日	2004年	2003年	2002年
流动比率	2.14	2.18	1.14	0.84
速动比率	1.38	1.28	0.48	0.32
资产负债率	28.33%	29.90%	43.71%	56.63%
EBITDA ⁽¹⁾ 利息倍数	151.51	229.34	95.59	35.06
EBIT ⁽²⁾ 利息倍数	123.81	193.06	56.24	14.57
EBITDA/一年内到期债务	11.80	27.69	11.47	1.77
净经营现金流/一年内到期债务 ⁽³⁾	6.43	14.94	9.91	1.09

注：(1) EBITDA (息税折旧摊销前利润)=利润总额+财务费用+折旧摊销

(2) EBIT (息税前利润)=EBITDA-折旧摊销

(3) 一年内到期债务=短期借款+一年内到期的长期借款

公司的偿债能力处于业内的较高水平，公司的流动比率和速动比率都保持在合理的水平，截止2004年12月31日和2005年9月30日公司的流动比率分别为2.18和2.14，速动比率分别为1.28和1.38，资产负债率也保持在较低的水平，截止2004年12月31日和2005年9月30日分别为29.90%和28.33%。利息倍数、EBITDA/一年内到期债务、净经营现金流/一年内到期债务等各项财务指标良好。

(七) 现金流量分析

单位：千元

财务指标	2005年1-9月	2004年	2003年	2002年
经营净现金流	2,250,372	3,586,015	2,476,914	1,140,872
投资净现金流	-599,652	-1,639,845	-840,877	-1,578,766
筹资净现金流	-1,229,595	-990,666	-1,889,560	416,356
净现金流	421,125	955,504	-253,523	-21,565

由于2004年公司产品销售单价及数量较2003年和2002年均有大幅提高，公司资金运转情况良好，公司销售商品收到的现金增幅较大，有大量的经营活动现金流，净现金流为正。

(八) 与收购人及其关联方之间的主要关联交易

2003 年 - 2005 年上半年，公司与收购人及其关联方之间的主要关联交易情况如下表：

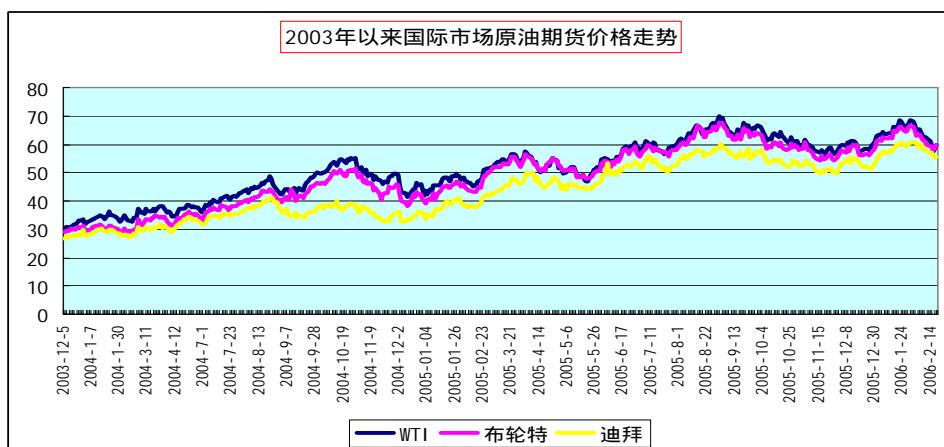
交易内容	2005 年 1-6 月		2004 年		2003 年	
	交易金额 (千元)	比例 ⁽¹⁾ (%)	交易金额 (千元)	比例 ⁽¹⁾ (%)	交易金额 (千元)	比例 ⁽¹⁾ (%)
采购货物	9,659,233	61.58%	11,038,202	44.68%	7,091,336	37.23%
销售商品	9,770,102	50.96%	13,969,690	43.97%	9,938,988	45.17%

注：(1) 对采购货物，该比例为交易金额占公司当期主营业务成本的比例；对销售商品，该比例为交易金额占公司当期主营业务收入的比例。

近年来公司从收购人及其关联方采购货物和向收购人及其关联方销售商品的交易额呈增长趋势，占主营业务成本和主营业务收入的比例也逐年上升，2005 年上半年已分别超过 60% 和 50%，显示公司与收购人及其关联方之间的业务联系日益紧密。

(九) 总体评价与未来展望

自 2002 年以来，国际市场油价在基本面和非基本面因素的相互作用下，一直处于上涨状态。到 2004 年 5 月国际原油（美国西德克萨斯中质油，即 WTI）价格突破每桶 40 美元大关，特别是从 2005 年 1 月开始，国际市场原油价格出现超常增长，到 2005 年 8 月底突破 70 美元/桶。进入 2006 年，由于受多方面因素的影响，国际油价仍在高位波动。

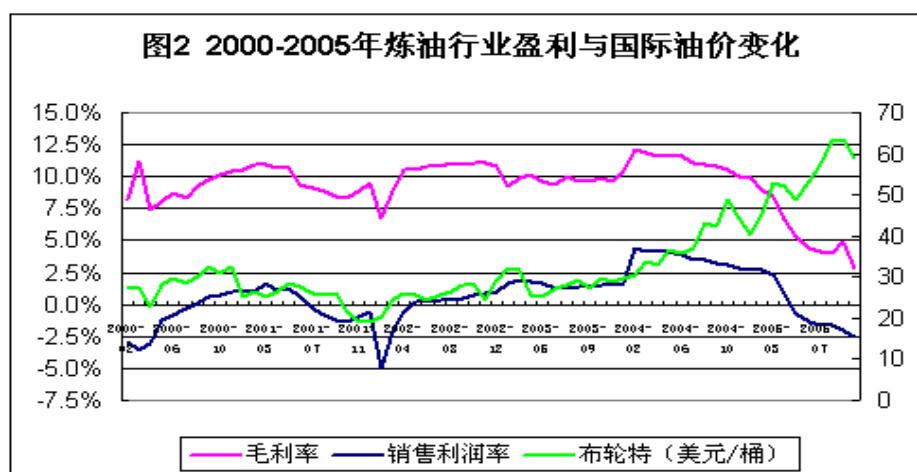


资料来源：中国银河证券研究中心

1、国际市场油价大幅上涨，国内成品油价格由于定价机制和政府调控严重滞后于油价上涨，炼油行业全行业陷入亏损。

目前原油在炼油行业成本中占 90%以上，因此，炼油行业受到原油价格成本的影响最为显著。在市场定价机制环境下，产品价格往往是随着原油价格而变化，但由于目前国内汽油、柴油等成品油的出厂价格受到国家严格限制，炼油行业反而出现经营利润下降的趋势。

虽然国家有关部门已着手对成品油的定价机制进行改革，但具体的改革措施和推出时间目前尚不明确，预计成品油真正实现市场化定价可能还需要较长的时间。



资料来源：中国银河证券研究中心

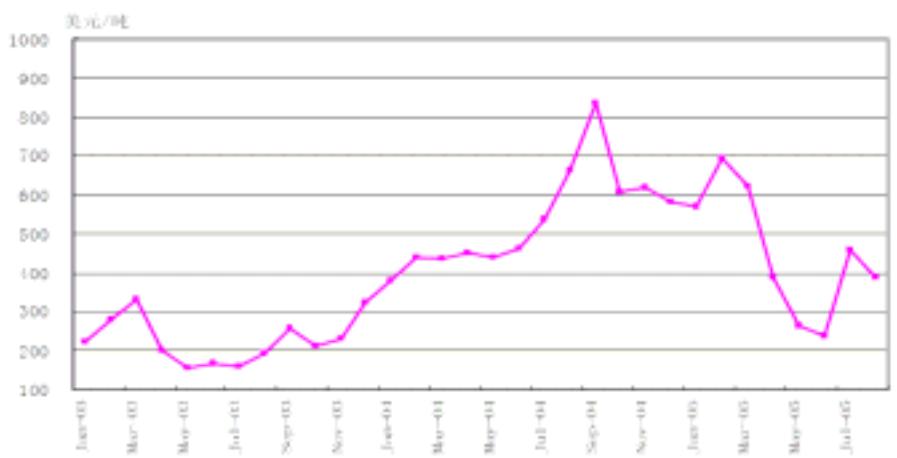
炼油行业毛利率和销售利润率水平随国际市场原油价格的持续上涨，在 2002 年至 2004 年一季度间还保持相对平稳。但自 2004 年第二季度开始，盈利指标开始逐渐下降，进入 2005 年则呈现直线下降的趋势。2005 年 5 月销售利润率已成负值，炼油行业处于亏损状态。

2、油价持续高位，石化产品受需求因素影响，价格涨幅落后于油价涨幅，自 2005 年后三季度石油化工行业盈利逐渐回落。

从 2003 年开始，油价上涨和下游需求激增共同刺激化工产品价格的大幅度增加，因此化工业的利润率得到大幅度提升。进入 2005 年，原油价格持续在高位波动，化工产品与原料之间的价格差距明显缩小，加之本行业产能扩张和下游需求增幅放缓的挤压，导致石油化工行业的经营业绩近三年因产品价格上涨而逐步到达顶峰之后，开

始出现全面回落。

下图显示了自 2003 年以来主要化工产品——乙烯与化工产品原材料——石脑油的价差走势：



资料来源：中国银河证券研究中心

2003 年初以来，乙烯与石脑油的价差逐渐扩大，并在 2004 年 9 月份达到峰值。随后，价差虽然在 2005 年 2 月和 7 月小幅反弹，但总体来看，乙烯与石脑油价差在逐渐缩小，石油化工行业的盈利空间也逐步压缩。

扬子石化是处于石油石化产业链下游，专门从事聚酯原料、聚烯烃塑料、基础化工原料和成品油生产和销售的上市公司，在 2005 年以来原油价格持续上升的情况下，公司产品成本大幅度提高。而在下游产品生产和销售上，一方面由于国家对成品油价的调控，导致公司炼油产品的毛利率水平大幅下滑，同比下降了 8.5 个百分点，最终导致公司油品业务 2005 年上半年毛利亏损 4.4 亿元，而在 2004 年同期炼油产品仍可以维持盈亏平衡。另一方面，公司化工产品价格受需求因素的影响，涨幅明显滞后于油价上涨幅度，主要产品盈利能力也由此大幅度下降。2005 年上半年受国内聚酯原料（PTA 和乙二醇）需求下降的影响，产品毛利率比 2004 年同期下降了 4.6 个百分点到 21.84%，毛利同比减少近 1 亿元。

根据 2005 年第 3 季度报告，扬子石化第 3 季度实现净利润 5.53 亿元，比 2004 年同期下降 56.35%，已是 2005 年连续 3 个季度业绩下滑，下滑的原因主要是原油成本大幅上涨而石化产品价格未能同步上升、国家对成品油价格的调控以及烯烃装置停

产检修。

此外，扬子石化与收购人及其关联方存在大量的关联交易，交易金额和所占比例逐年上升。在石油化工行业景气高峰已过、盈利水平也已显现出下降趋势的行业背景下，以石油化工和炼油为主营业务的扬子石化与前几年相比，其盈利能力快速增长的势头已逐步放缓。

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

收购方中国石化对扬子石化流通股的要约价格为 13.95 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 6 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 30 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 90%。

《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，收购方不存在买卖扬子石化挂牌交易股票的行为；扬子石化挂牌交易股票(即流通股)在《要约收购报告书摘要》公告前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值的 90% 为 10.35 元。收购方对扬子石化挂牌交易股票的要约价格为 13.95 元/股，高于公告前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值的 90%。

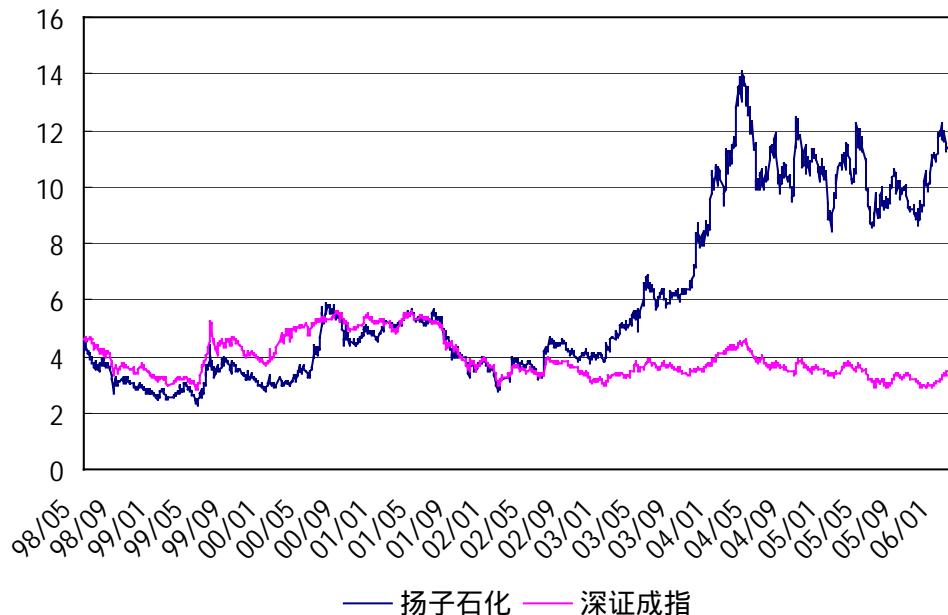
独立财务顾问认为，收购方对扬子石化挂牌交易股票的要约价格的确定符合《上市公司收购管理办法》有关规定。

(二) 对本次挂牌交易股票要约价格的合理性分析

1、扬子石化深交所挂牌交易股票的历史价格表现分析

(1) 上市以来股价表现

扬子石化自上市以来(是指从 1998 年 5 月 12 日到要约收购提示性公告日前一日即 2006 年 2 月 7 日)的挂牌交易股票向前复权收盘价格走势如下图所示：



注：深证成指以扬子石化上市日为基准日，进行指数化处理

上市以来，扬子石化股价向前复权后上涨 139.70%，深证成指同期下跌 19.07%，其表现明显优于大市。

自上市以来，扬子石化最高及最低收盘价格分别为 2004 年 4 月 1 日的 14.78 元/股和 1999 年 5 月 18 日的 3.30 元/股。

自上市以来，扬子石化向前复权最高及最低收盘价格分别为 2004 年 4 月 1 日的 14.08 元/股和 1999 年 5 月 18 日的 2.30 元/股。

(2) 提示性公告日前 6 个月的股价表现：

扬子石化提示性公告日前 6 个月以来（是指从 2005 年 8 月 8 日到要约收购提示性公告日前一交易日即 2006 年 2 月 7 日）的挂牌交易股票向前复权收盘价格走势如下图所示：



注：深证成指以扬子石化提示性公告前 6 个月内最早一个交易日为基准日，进行指数化处理

最近 6 个月以来，扬子石化向前复权后股价上涨 6.45%，深证成指同期上涨 9.70%，其表现略低于深证成指指数。

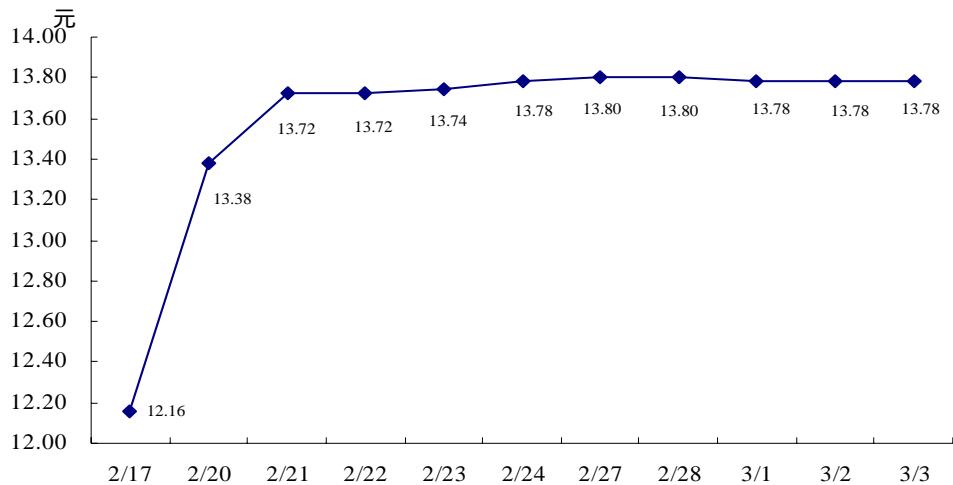
最近 6 个月以来，扬子石化最高及最低收盘价格分别为 2006 年 1 月 10 日的 12.28 元/股和 2005 年 10 月 26 日的 8.65 元/股。

最近 6 个月以来，扬子石化向前复权最高及最低收盘价格分别为 2006 年 1 月 10 日的 12.28 元/股和 2005 年 10 月 26 日的 8.65 元/股。

(3) 有关期间股价表现

扬子石化在有关期间（2006 年 2 月 17 日 - 3 月 3 日）内的二级市场交易价格如下图所示：

有关期间内扬子石化流通股的最高收盘价为 2006 年 2 月 27 日和 2006 年 2 月 28 日的 13.80 元，最低收盘价为 2006 年 2 月 17 日的 12.16 元，要约价格相对这两个价格的溢价分别为 1.09% 和 14.72%，收盘价的算术平均值为 13.59 元，有关期间的最后一个交易日的收盘价为 2006 年 3 月 3 日的 13.78 元。



2、扬子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，则扬子石化深交所挂牌交易股票的要约价格溢价如下表：

单位：元

收盘价	历史股价	扬子石化要约价格	要约价格相对历史股价的溢价
	a	b	$c=b/a-1$
提示性公告日前一交易日收盘价（即2006年2月7日）	11.05	13.95	26.24%
截至2006年2月7日（包括该日）止前5个交易日的收盘价的算术平均值	11.34	13.95	23.02%
截至2006年2月7日（包括该日）止前1个月的收盘价的算术平均值	11.69	13.95	19.33%
截至2006年2月7日（包括该日）止前30个交易日的收盘价的算术平均值	11.51	13.95	21.19%
截至2006年2月7日（包括该日）止前3个月的收盘价的算术平均值	10.86	13.95	28.45%
截至2006年2月7日（包括该日）止前6个月的收盘价的算术平均值	10.21	13.95	36.64%
截至2006年2月7日（包括该日）止前1年的最高收盘价	12.68	13.95	10.02%

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

加权平均价格	历史股价	扬子石化 要约价格	要约价格相对 历史股价的溢价
	a	b	c=b/a-1
提示性公告日前一交易日加权平均价格 (即 2006 年 2 月 7 日)	11. 15	13. 95	25. 11%
截至 2006 年 2 月 7 日(包括该日)止前 5 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值	11. 38	13. 95	22. 58%
截至 2006 年 2 月 7 日(包括该日)止前 1 个月的每日加权平均价格的算术平均值	11. 70	13. 95	19. 23%
截至 2006 年 2 月 7 日(包括该日)止前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值	11. 50	13. 95	21. 30%
截至 2006 年 2 月 7 日(包括该日)止前 3 个月的每日加权平均价格的算术平均值	10. 82	13. 95	28. 93%
截至 2006 年 2 月 7 日(包括该日)止前 6 个月的每日加权平均价格的算术平均值	10. 21	13. 95	36. 63%
截至 2006 年 2 月 7 日(包括该日)止前 1 年的每日加权平均价格的最高值	12. 56	13. 95	11. 07%

上述数据显示：

(1) 要约价格与截至2006年2月7日(包括该日)止前一个交易日、前一个月、前30个交易日、前3个月和前6个月的平均收盘价格相比，溢价幅度在19. 33%-36. 64%之间，比截至2006年2月7日(包括该日)止前一年内的最高收盘价溢价10. 02%。

(2) 要约价格与截至2006年2月7日(包括该日)止前一个交易日、前一个月、前30个交易日、前3个月和前6个月的加权平均价格的算术平均值相比，溢价幅度在19. 23%-36. 63%之间，比截至2006年2月7日(包括该日)止前一年内每日加权平均价格的最高值溢价11. 07%。

(3) 截至2006年2月7日(包括该日)前的三个月内，公司流通股从三个月前的

收盘价9.25元/股上涨到2006年2月7日的收盘价11.05元/股，涨幅达19.46%，要约价格比2006年2月7日的收盘价溢价26.24%。

3、与可比公司相比，本次要约价格的合理性分析

独立财务顾问选取与公司所在行业、业务特点、所在资本市场等方面相似的上市公司作为可比公司，对本次要约价格的合理性进行分析。

(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EV/EBITDA倍数等。

(2) 可比公司的选取

扬子石化从事石油炼制及石化产品的生产、加工和销售，从主营业务、产品结构、生产规模等方面综合考虑，独立财务顾问选取在国内上市的上海石化A股、吉林化工A股、锦州石化和齐鲁石化作为可比公司。

(3) 本次要约价格同可比公司估值水平的比较

本次要约价格隐含的各项指标与可比公司和扬子石化具体指标比较见下表：

代码	公司名称	价格 ⁽¹⁾	P/E		P/B		EV ⁽⁴⁾ /EBITDA 2004年 ⁽³⁾
		(元)	2004年	2005年 ⁽²⁾	2004年	2005年 ⁽²⁾	
600688	上海石化	3.73	6.76	9.95	1.42	1.30	4.14
000618	吉林化工	4.98	6.89	N. A. ⁽⁵⁾	3.04	2.43	4.69
000763	锦州石化	3.17	9.32	N. A. ⁽⁵⁾	1.37	3.14	5.09
600002	齐鲁石化	7.47	11.32	6.61	2.36	1.89	7.34
平均		4.84	8.57	8.28	2.05	2.19	5.32
000866	扬子石化	10.25	5.10	6.21	2.07	1.52	3.48

扬子石化本次 要约价格	13.95	6.94	8.45	2.82	2.07	4.78
----------------	-------	------	------	------	------	------

注 : (1) 股票价格为截至2006年2月7日(包括该日)止前90个交易日的流通股收盘价的算术平均值

(2) 2005 年各公司每股收益、净资产数据为市场部分分析师的预测值的平均数

(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

(4) EV=总市值+长期借款+短期借款-现金+少数股东权益

(5) N. A. 为不适用的情况

从上表可以看出 , 本次要约价格所对应的扬子石化市盈率、市净率和EV/EBITDA 倍数等指标均处于可比公司相应估值指标的区间之内 , 一般高于可比公司的相应平均估值水平或基本一致。

4、与可比交易相比 , 本次要约价格的合理性分析

独立财务顾问统计了自2003年11月以来 , 以国内石化行业上市公司或非上市的国内石化类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 :

公告日期	收购目标	收购人	市盈率	市净率
2005 年 11 月	锦州石化	中国石油天然气股份有限公司	N. A.	3.43
2005 年 11 月	吉林化工	中国石油天然气股份有限公司	N. A.	3.01
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	沈阳市新民蜡化学品实验厂	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	中国石化	6.08	3.25
2003 年 12 月	西安石油化工总厂	中国石化	10.29	1.30
2003 年 10 月	茂名乙烯	中国石化	8.97	0.97

平均		7.60	2.17
最高		10.29	3.43
最低		4.63	0.97
2006 年 2 月	扬子石化	中国石化	8.45 2.07

注：(1) 上述可比交易的市盈率摘自各可比交易的收购报告书或要约收购报告书，扬子石化的市盈率依据市场部分分析师预测的2005年平均净利润进行计算

(2) 上述可比交易的市净率摘自各可比交易收购报告书或要约收购报告书，扬子石化的净利润、净资产数据依据市场部分分析师 2005 年预测值的平均数进行计算

(3) N. A. 为不适用的情况

如上表所示，可比交易的市盈率介于 4.63 倍至 10.29 倍之间，平均为 7.60 倍；可比交易的市净率介于 0.97 倍至 3.43 倍之间，平均为 2.17 倍。

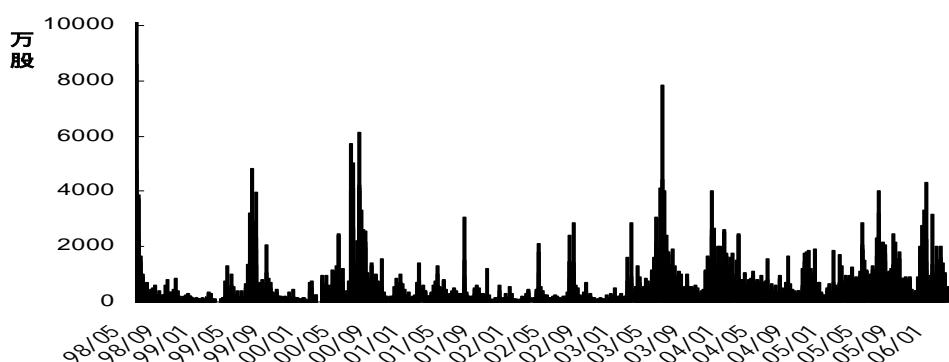
本次要约收购所对应的市盈率为 8.45 倍，在可比交易的市盈率区间内，并且高于平均市盈率水平；本次要约收购对应的市净率为 2.07 倍，也在可比交易的市净率区间内，与平均市净率水平基本一致。

5、对本次要约价格分析的其他考虑

由于近年来国际原油价格波动性强，影响因素复杂，行业政策不确定性高，对扬子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要约价格合理性的方法。

6、扬子石化深交所挂牌交易股票的流通性分析

扬子石化自上市以来的二级市场交易量如下图所示：



自深交所上市以来扬子石化挂牌交易股票的日平均换手率为 1.63%，日平均成交量约为 569 万股，有关期间内日平均换手率为 4.82%，有关期间内日平均成交量约为 1688 万股，可见扬子石化挂牌交易股票具有较好的流动性，流通股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，流通股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，扬子石化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、法规的规定，较独立财务顾问按选定的指标口径计算的扬子石化二级市场交易价格均有一定幅度的溢价，比2006年2月7日前一年内的最高收盘价和每日加权平均价格的最高值分别溢价10.02%和11.07%。截至2006年2月7日前的三个月内，公司流通股从三个月前的收盘价9.25元/股上涨到2006年2月7日的收盘价11.05元/股，涨幅达19.46%，要约价格比2006年2月7日的收盘价溢价26.24%。

在目前的行业状况和市场环境下，可比公司法估值结果显示，要约价格对应的估值指标处于可比公司相应估值指标区间内，一般高于平均估值水平或基本一致；可比交易法估值结果显示，要约价格对应的估值指标亦处于可比交易相应的估值指标区间内，高于平均估值水平或基本一致。

因此，本独立财务顾问认为本次要约价格合理。

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签署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价格发表以下意见：

本次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、要约收购的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，收购人提出的要约价格对扬子石化的流通股股东公平、合理。

八、本次收购对扬子石化可能产生的影响

根据《要约收购报告书》，中国石化本次要约收购以终止扬子石化流通股股票上市交易为目的，旨在实现中国石化业务一体化战略。因此要约期满后，如收购生效条件得到满足，扬子石化股票将终止在深交所进行挂牌交易。

如果本次要约收购的生效条件不满足，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，扬子石化流通股股票将继续在深交所上市交易。

九、本次要约收购的风险提示

(一) 余股的流动性及交易的便利性将大为降低的风险

1、如果要约生效，扬子石化将立即申请终止其流通股股票在深交所的上市交易。未接受要约的流通股股东所持有的扬子石化流通股股票将无法在深交所上市交易或在其他任何集中竞价的交易场所进行交易，该等股票的流动性及交易的便利性较之以前将大为降低。

2、在收购人承诺通过深交所和登记公司提供的服务系统收购余股的两个月的期间内，余股收购的起始时间、具体程序和操作步骤尚未明确，深交所和登记公司提供的服务系统是否能为余股提供足够的流动性和为交易提供足够的便利性均存在不确定性。

3、在收购人承诺通过深交所和登记公司提供的服务系统收购余股的两个月的期间之后，余股的流动性及交易的便利性将会更低。

(二) 扬子石化股票的挂牌交易价格出现波动的风险

如果要约收购的生效条件不能得到满足，则本次要约收购自始不生效，登记公司自动解除已预受股份的临时保管，从而可能引起扬子石化股票的挂牌交易价格波动。

(三) 扬子石化流通股股票终止上市交易后，余股股东在扬子石化享有的权益受到影响的风险

1、扬子石化流通股股票因要约生效而终止上市交易后，扬子石化可能对章程进行修改，扬子石化的章程将不再需要遵守中国法律法规和深交所上市规则对上市公司章程的特别要求，届时，余股股东在扬子石化享有的权益较之章程修改前可能有所减少。

2、扬子石化流通股股票因要约生效而终止上市交易后，扬子石化将不再需要遵守中国证监会和深交所关于上市公司信息披露的相关要求。届时，余股股东能够获取的有关扬子石化的信息将实质性减少。

- 3、扬子石化流通股股票因要约生效而终止上市交易后，扬子石化可能依法变更公司组织形式，因此可能影响到余股股东在扬子石化享有的权益。
- 4、如果要约生效，收购人将投票反对扬子石化以 2005 年的利润或以其他任何形式向股东分红的方案。

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人股份的情况说明

(一) 本独立财务顾问在最近6个月内持有或买卖被收购公司股份的情况

截至本独立财务顾问报告签署日，本独立财务顾问未持有或通过他人持有扬子石化的股份。

在独立财务顾问报告签署日前6个月，本独立财务顾问未买卖或通过他人买卖扬子石化的股份。

(二) 本独立财务顾问在最近6个月内持有或买卖收购方股份的情况

截至本独立财务顾问报告签署日，本独立财务顾问未持有或通过他人持有中国石化的股份。

此外，自2005年2月23日起，本独立财务顾问新产品设计中心通过ETF自动套利交易系统进行了中国石化股份的多次交易，在买卖该股票的同时，也买卖了相应权重的其他49只上证50指数的成份股。在2005年9月6日起至2006年3月3日，申购和赎回“上海证券交易所交易型开放式指数基金”(简称“上证50ETF”)及其涉及的买入和卖出中国石化股份的情况如下：

证券名称	委托方向	成交次数(次)	成交期限	成交数量(股)
中国石化	ETF申购	3	2005年9月6日-2006年3月2日	40,800
	股票买入	3	2005年9月6日-2006年3月2日	40,800
	ETF赎回	5	2005年9月8日-2006年2月27日	270,500
	股票卖出	5	2005年9月8日-2006年2月27日	270,500

除上述情况外，在独立财务顾问报告签署日前6个月，本独立财务顾问未买卖或通过他人买卖中国石化的股份。

本独立财务顾问认为，上述(一)(二)之情形不影响本独立财务顾问就本次要

约收购履行独立财务顾问职责。

十一、有关本独立财务顾问

独立财务顾问：中国银河证券有限责任公司

办公地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

法定代表人：朱利

联系人：黄传贞、王红兵、乔捷

电话：010-66568888

传真：010-66568704

十二、备查文件

(一) 备查文件

- 1、《扬子石化股份有限公司要约收购报告书摘要》
- 2、《扬子石化股份有限公司要约收购报告书》
- 3、扬子石化近三年经审计的财务报表及 2005 年的半年度报告和 2005 年第三季度报告
- 4、扬子石化董事、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、要约收购文件公告前六个月内，扬子石化董事、监事及高级管理人员，以及上述人员的直系亲属持有或买卖被收购公司、收购人股份的说明及相关证明
- 6、扬子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、收购人股份的情况
- 7、扬子石化就要约收购做出的董事会决议和其他相关决议

(二) 备查地点

单位名称：中国石化扬子石油化工股份有限公司
地址：南京市沿江工业开发区新华路777号
联系电话：025-57787739 025-57787735
传真：025-57787755
联系人：严明

(三) 查阅时间

法定工作日：9：00 - 11：30 , 13：30 - 16：30

声 明

本人及本人所代表的机构已履行勤勉尽责义务，对收购人提出的要约条件进行充分分析，并按照执业规则规定的工作程序出具报告。

本人及本人所代表的机构承诺本报告的内容真实、准确、完整，并对此承担相应的法律责任。

法定代表人（签字）：朱利

中国银河证券有限责任公司（盖章）

日期：二零零六年三月六日