

国泰君安证券股份有限公司关于
锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司
定向回购股份暨以新增股份吸收合并
东北证券有限责任公司
之
独立财务顾问报告

独立财务顾问:



二零零七年四月

特别风险提示

本独立财务顾问特别提醒投资者注意以下风险，并仔细阅读本报告书中“本次交易风险因素”、“对吸收合并对价的分析和评价”等有关章节的内容。

1. 中国证监会不予核准的风险

本次交易存在以下审批风险：

(1) 锦州六陆拟以全部资产及负债扣除 1000 万元现金后作为对价回购中油锦州持有的锦州六陆 53.55%非流通股份，根据 105 号文规定，应当提请中国证监会核准。

(2) 亚泰集团承接吉林省国有资产经营管理有限责任公司对东北证券 2 亿元次级债，并转成对东北证券的出资，本次吸收合并对价中，已包含该 2 亿元次级债的转股安排，按照《关于证券公司增资扩股有关问题通知》证监发[2001]146 号文的规定，亚泰集团增资东北证券需取得证监会核准。截至目前，2 亿元次级债转为出资事宜已经过证监会核准。

(3) 锦州六陆以新增股份吸收合并东北证券以及东北证券业务资质的承接等问题，尚需要获得中国证监会等监管部门核准或批准。

(4) 锦州六陆以新增股份吸收合并东北证券，导致亚泰集团持有合并后锦州六陆 32.68%股权，触发全面要约收购义务，尚需获得证监会的豁免。

2. 国资委不予批准的风险

锦州六陆以扣除1000万元现金后的全部资产及负债作为对价回购中油锦州持有的53.55%非流通股股份，需国务院国资委批准。国务院国资委已批复锦州六陆定向回购事宜。

3. 本次交易未获临时股东大会暨相关股东会议审议通过的风险

锦州六陆关于本次交易的议案需提交2006年第一次临时股东大会暨相关股东会议审议。

根据有关法律规定，锦州六陆本次定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券的议案需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，能否顺利通过存在不确定性。

2007年1月15日，股东大会审议通过了定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券方案。

4. 股权分置改革方案未获临时股东大会暨相关股东会议审议通过风险

锦州六陆股权分置改革方案须经临时股东大会暨相关股东会议参加表决的全体股东所持股份的三分之二以上通过，还需全体参会流通股股东所持表决权的三分之二以上通过，若本次临时股东大会暨相关股东会议未能审议通过股权分置改革方案，则锦州六陆仍将保持现有的股权分置状态，同时本次交易也将相应终止。

2007年2月5日，股权分置改革方案获得临时股东大会暨相关股东会议审议通过。

5. 行业和竞争风险

本次交易完成后，锦州六陆将从事证券业务，主营业务完全转变。我国证券市场发展仍然处于初期阶段，相关制度仍在完善中，证券市场的波动较大。而我国证券公司的经营状况对证券市场行情及其走势有较强的依赖性，证券市场的短期波动将对经纪业务、承销业务、自营业务和资产管理业务都造成直接影响，并产生叠加效应，从而放大证券公司的经营风险。证券市场行情受国民经济发展速度、宏观经济政策、利率、汇率、行业发展状况以及投资心理等诸多因素影响，存在一定的不确定性，因此，证券公司存在因证券市场波动而导致收入和利润不稳定的风险。

东北证券是一家中等规模证券公司，目前业务以经纪业务和投行业务为主，规模化和多元化程度都不够，而经纪和投行业务又都以中小客户为主，其受市场波动的影响更大。未来创新业务将是证券公司提升竞争力的有力武器，而东北证

券除金融期货业务准备较为充分，并购业务开始起步外，其他业务的创新能力尚未显现，虽然公司利用自身的研究优势，已对创新做了理论上的准备，但尚未转化为现实的生产力，我们认为创新能力不足将对东北证券后续业务的开展带来不利影响。另一方面，以广发证券、海通证券为代表的大型证券公司通过并购和托管加大了向东北地区的渗透力度，对东北证券的区域竞争优势构成了直接威胁。

证券行业是特许经营行业，证券公司的经营行为受到《公司法》、《证券法》以及《证券公司风险控制指标管理办法》等法律法规的严格规范和中国证监会等监管部门的严格监管。在经营证券业务时，若本公司违反上述相关法律、法规和政策的规定，将受到监管机构罚款、限制或暂停部分业务活动、责令停业整顿、撤销业务许可等行政处罚；此外，证券公司在经营承销、经纪和资产管理等业务时，存在由于相关业务操作不当或违规引发民事诉讼而承担连带责任的风险。

6. 盈利预测受到新会计准则影响不能完成的风险

东北证券已编制 2007 年、2008 年的盈利预测，该盈利预测已经经过中鸿信建元会计师事务所有限公司（2007 年 2 月更名为中准会计师事务所有限公司）审核并出具了中鸿信建元审字（2007）第[2009]号审核报告。该盈利预测是以东北证券既有的经营计划及近 3 年的经营业绩为基础、在特定假设条件下做出的，但该等假设条件存在一定的不确定性，因此盈利预测能否实现具有一定不确定性；根据财政部 2006 年 2 月 15 日发布的《企业会计准则—基本准则》以及 38 项具体准则，东北证券将于 2007 年 1 月 1 日起执行新企业会计准则，执行新的会计准则将加大存续公司业绩的波动幅度。

7. 与资产相关的风险

按照六合正旭评报字(2006)第 086 号评估报告，东北证券 2006 年 9 月 30 日应收帐款余额为 300,847,883.28 元，虽然绝大部分应收款项均已扣押了相关资产作保证或到期可收回，但毕竟应收款余额较大，这些资产未来一旦发生减值，对存续公司资产和权益的影响较大。

8. 债权人权利保障风险

按照《公司法》规定，锦州六陆回购股权，以及锦州六陆吸收合并东北证券，需要公告债权人，债权人有权要求提前清偿债务或提供相应担保。

锦州六陆债权人的权利保障，由中油锦州做出承诺：如果有债权人提出提前清偿债务或提供相应担保，中油锦州将代为履行清偿或担保责任。

东北证券债权人如果要求提前清偿债务或提供相应担保，东北证券需要清偿债务或者安排第三方提供相应的担保。如果部分债权人提出债务清偿要求（主要指其他应付款科目余额），将对东北证券资产负债结构带来不利影响，从而影响到存续公司。

锦州六陆及东北证券均已按照法定程序履行债权人公告义务，在公告后45日内，没有债权人提出清偿债务或提供担保的要求。

9. 股价波动风险

中国证券市场尚在发展规范中，证券市场价格有时会出现非理性波动，上市公司股票价格在一定程度上可能与上市公司实际投资价值相背离，广大投资者需正视这种风险。

目 录

第一节 释义.....	7
第二节 绪言.....	9
第三节 声明.....	10
第四节 本次交易的基本情况.....	11
一、本次交易各方简介.....	11
（一）股份回购方及合并方：锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司.....	11
（二）股份被回购方：中国石油锦州石油化工公司.....	14
（三）被合并方：东北证券有限责任公司.....	16
二、本次交易的背景及基本原则.....	21
（一）本次交易的背景.....	21
（二）本次交易的基本原则.....	22
三、本次交易方案.....	22
（一）锦州六陆定向回购并注销中油锦州持有锦州六陆的全部股份.....	22
（二）吸收合并东北证券.....	27
四、与本次交易有关的其他重大事项.....	44
五、本次交易前后锦州六陆股本变化情况.....	51
六、本次交易风险因素.....	52
七、对非关联股东权益保护的特别设计.....	55
第五节 独立财务顾问意见.....	56
一、基本假设.....	56
二、本次交易对上市公司的影响分析.....	56
三、本次交易涉及的资产产权清晰，不存在债权债务纠纷的情况.....	58
四、上市公司资金、资产被实际控制人或其它关联人占用,为实际控制人提供担保情况.....	59
五、上市公司在最近 12 个月内所发生重大购买、出售、置换资产情况的说明.....	60
六、本次交易后上市公司独立性的说明.....	60
七、本次交易完成后上市公司持续经营能力说明.....	61
八、上市公司负债结构合理性说明.....	62
九、同业竞争与关联交易.....	62
十、对吸收合并对价的分析和评价.....	65
十一、本次交易程序合法.....	68
十二、本次交易后上市公司仍符合上市条件.....	69
十三、对本次交易总体评价.....	69
十四、提请投资者注意的问题.....	70
第六节 本次交易的有关当事人.....	73
第七节 备查文件.....	76

第一节 释义

在本独立财务顾问报告中,除非文义另有所指,下列简称具有如下含义:

锦州六陆/上市公司	指	锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司
东北证券	指	东北证券有限责任公司
存续公司	指	锦州六陆吸收合并东北证券后更名的公司
亚泰集团	指	吉林亚泰(集团)股份有限公司
吉林信托	指	吉林省信托投资有限责任公司
中油锦州	指	中国石油锦州石油化工公司
《次级债转增出资协议》	指	亚泰集团与东北证券签署的《次级债转增出资协议》
《定向回购股份协议》	指	锦州六陆与中油锦州签署的《锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司与中国石油锦州石油化工公司关于锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司之定向回购股份协议书》
《吸收合并协议》	指	锦州六陆与东北证券签署的《锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司与东北证券有限责任公司吸收合并协议》
《回购及合并法律意见书》	指	德恒律师事务所出具的《北京市德恒律师事务所关于锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司回购非流通股及吸收合并东北证券有限责任公司之法律意见书》
本次定向回购股份暨以新增股份吸收合并/定向回购暨吸收合并/本次交易	指	锦州六陆以2006年9月30日经审计的全部资产及负债扣除现金1000万元以后回购中油锦州所持锦州六陆全部非流通股(占锦州六陆总股本的53.55%)并予以注销,同时,锦州六陆新增247,578,040股支付给东北证券的股东,换取东北证券全部股东权益(包括亚泰集团承接东北证券2亿元次级债并转为出资),东北证券予以注销之行为
定向回购股份	指	锦州六陆以2006年9月30日经审计的全部资产及负债扣除现金1000万元以后回购中油锦州所持锦州六陆全部非流通股(占锦州六陆总股本的53.55%)并予以注销之行为
吸收合并	指	锦州六陆以新增股份吸收合并东北证券之行为
本次公积金转增	指	锦州六陆定向回购股份并吸收合并东北证券后,公司以资本公积金转增股份,每10股转增8股,

		除原流通股东外的其他股东将部分转增股份送予原流通股东之行为。
本独立财务顾问报告/本报告	指	《国泰君安股份有限公司关于锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券有限责任公司之独立财务顾问报告》
105号文	指	中国证监会2001年颁发的证监公司字[2001]105号《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》
中国证监会	指	中国证券监督管理委员会
深交所、交易所	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
国资委	指	国务院国有资产监督管理委员会
本独立财务顾问/国泰君安	指	国泰君安证券股份有限公司
审计基准日	指	2006年9月30日
评估基准日	指	2006年9月30日
回购基准日	指	2006年9月30日
吸收合并基准日	指	2006年9月30日
新增股份登记日	指	指锦州六陆为本次吸收合并而新增的股份在中国证券登记结算有限责任公司完成登记之日
元	指	人民币元

第二节 绪言

国泰君安证券股份有限公司接受锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司委托，担任本次定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券有限责任公司的独立财务顾问，并制作本独立财务顾问报告书。

本独立财务顾问报告依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则(2006年修订)》、中国证监会证监公司字[2001]105号《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》、《上市公司收购管理办法》等有关法律、法规的要求，根据本次交易各方提供的有关资料制作。

交易涉及的各方当事人向本独立财务顾问提供了出具独立财务顾问报告所必需的资料，保证所提供的资料真实、准确、完整，不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对资料的真实性、准确性和完整性负责。如果本次交易各方提供的资料有不实、不详等情况，作为本次交易的独立财务顾问—国泰君安证券股份有限公司保留以本独立财务顾问报告中引用资料的真实性、完整性、准确性为免责理由的权利。

本独立财务顾问的责任是按照行业公认的业务标准、道德规范和诚实信用、勤勉尽责精神，在认真审阅相关资料和充分了解本次交易行为的基础上，就本次交易的条款及定价原则发表独立财务顾问意见，旨在就本次交易行为做出独立、客观和公正的评价，以供锦州六陆全体股东及有关方面参考。

第三节 声明

作为锦州六陆本次定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券的独立财务顾问，国泰君安证券股份有限公司提出的独立财务顾问意见，是在假设本次交易的各方当事人均按照相关协议条款和承诺全面履行其所有职责的基础上提出的。本独立财务顾问特作如下声明：

1. 交易涉及的各方当事人向本独立财务顾问提供了出具独立财务顾问报告所必需的资料，保证所提供的资料真实、准确、完整，不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对资料的真实性、准确性和完整性负责；

2. 本独立财务顾问与本次交易各方无任何利益关系，未参与本次交易的磋商与谈判，仅就本次交易是否合法、合规及从财务角度而言是否公平、合理并符合全体股东之利益发表意见；

3. 对于对本报告至关重要而又无法得到独立证据支持或需要法律、审计、评估等专业知识来识别的事实，本独立财务顾问依据有关政府部门、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构及其他有关单位出具的意见、说明及其他文件作出判断；

4. 本独立财务顾问提请投资者注意，本独立财务顾问没有委托和授权任何其他机构和个人提供未在本报告中刊载的信息和本报告做任何解释和说明；同时，本独立财务顾问没有任何义务对影响本独立财务顾问意见的各个因素在未来有可能产生的变化通知投资者；

5. 本独立财务顾问提请投资者注意，本报告不构成对锦州六陆任何投资建议。投资者根据本报告做出的任何投资决策可能产生的风险，本独立财务顾问不承担任何责任；

6. 本独立财务顾问特别提醒锦州六陆和东北证券的全体股东和投资者认真阅读公司董事会关于本次交易的公告、独立董事出具的《独立董事意见函》及有关的审计报告、资产评估报告书、法律意见书和盈利预测审核报告等文件全文。

第四节 本次交易的基本情况

一、本次交易各方简介

(一) 股份回购方及合并方：锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司

1、锦州六陆发起设立情况

1、公司法定中文名称：	锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司
2、公司英文名称：	THE LIULU INDUSTRIAL CO.LTD OF JINZHOU ECONOMIC&TECHNOLOGY DEVELOPMENT ZONE
3、公司股票上市地：	深圳证券交易所
4、股票简称：	S 锦六陆
5、股票代码：	000686
6、公司法定代表人：	陈青松
7、注册资本：	1000 万元人民币
8、注册地址：	辽宁省锦州市经济技术开发区
9、办公地址：	辽宁省锦州市古塔区红星里九号
10、税务登记证号码：	辽国税锦开字 210701120601716 号

1992 年 7 月经锦州市体改委锦体改发[1992]38 号文件批准，由中国石化锦州石油化工公司出资 708 万元、交通银行锦州分行出资 60 万元、锦州市城市信用联社发展总公司出资 132 万元、锦州市财务发展股份有限公司出资 60 万元、锦州市商业房屋开发公司出资 40 万元，共同成立了锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司，注册资本 1000 万元人民币。

为规范该公司的设立，经发起人协商同意并经辽宁省体改委辽体改发〔1993〕41号批准，由原五家发起人作为发起人，以定向募集方式成立锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司，其中中国石化锦州石油化工公司以现金方式再次入股2520万股，形成发起人法人股3520万股，并向内部职工定向募集880万股，以上股份均为平价发行。

定向募集内部职工股时，平价多募集了1349.75万元，经辽宁省体改委辽体改发〔1993〕178号文批准，将公司超发的内部职工股1349.75万元转为内部集资，公司第一次股东会议通过了这一处理方案。经股东会授权，公司已于公开发行新股前将上述内部集资款一次性还本付息，清理完毕。

本公司于1993年8月20日在锦州市工商局登记注册，注册号为12060171-6，注册资本4400万元。

2、锦州六陆上市后股本变动情况

1997年公司首次公开发行1400万股流通A股（包含220万股内部职工股），发行后公司总股本为5580万股，其中非流通股的股权性质被界定为募集法人股，股本结构如下：

股份类型	持股数（万股）	持股比例
非流通股	3,520	63.08%
其中：中国石化锦州石油化工公司	3,228	57.85%
锦州市城市信用联社发展总公司	132	2.37%
交通银行锦州分行	60	1.07%
锦州市财务发展股份有限公司	60	1.07%
锦州市商业房屋开发公司	40	0.72%
内部职工股	660	11.83%
流通A股	1,400	25.09%
其中：内部职工股上市占用额度	220	
股份总数	5,580	100.00%

1997年公司实施1996年度利润分配方案，向全体股东每10股送红股3股，分配完成后，公司总股本为7254万股；

1998 年公司实施 1997 年度利润分配方案，向全体股东每 10 股送红股 3 股，1998 年 8 月公司实行 10 配 1.8 的配股方案，实际共发行 15,864,000 股，发行价 7.50 元，募集资金总额 11,898 万元，配股完成后的总股本达到 110,166,000 股；

1999 年 12 月，公司内部职工股全部上市流通，流通股本由 27,860,000 股增加至 40,994,000 股；

2000 年公司根据中国证监会的要求由深圳证券交易所对股份性质进行了重新界定，原来非流通股全部被界定为募集法人股；

2000 年度公司实施了增资配股，本次配股共计配售 15,194,000 股，配股价为 10 元/股，配售以后公司总股本由 110,166,000 股增至 125,360,000 股；

2001 年公司实施了 2000 年度利润分配方案，每 10 股送红股 1.757594 股，送股后，公司总股本增至 147,393,198 股；

2002 年度公司实施了公积金转增股本方案，以公司 2001 年度末总股本为基数用资本公积金每 10 股转增 1 股，转增完以后，公司总股本达到 162,132,516 股；

2002 年后至今（停牌以前），公司股本结构未再发生变化。截至 2006 年 9 月 30 日公司股本结构如下：

股份类型	持股数（股）	持股比例
非流通股	93,207,831	57.49%
其中：国家拥有股份	90,584,947	55.87%
境内法人持有股份	1,311,442	0.81%
募集法人股	1,311,442	0.81%
流通 A 股	68,924,685	42.51%
股份总数	162,132,516	100.00%

3、锦州六陆主营业务

公司经营范围是：石油及石油制品的销售、仓储、管输；化工产品生产及仓储；粮油加工及仓储；二氧化碳制造；建筑材料、装饰材料、百货（除农膜）销售；餐饮供应、固定资产租赁；经营本企业及所属企业自产产品及相关技术的出口业务；经营本企业及所属企业生产科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及相关技术进口业务（国家限定公司经营和国家禁止进出口的商品及技术除外）；经营进料加工和“三来一补”业务。

2005年锦州六陆共生产化工产品2603吨，其中环丁砜2069吨，异丙胺534吨。销售成品油14000吨，生产二氧化碳26600吨，全年完成输油、仓储量437万吨，实现主营业务利润61,058,636.36元，实现净利润17,323,517.31元。

4、锦州六陆近三年及最近一期主要财务指标

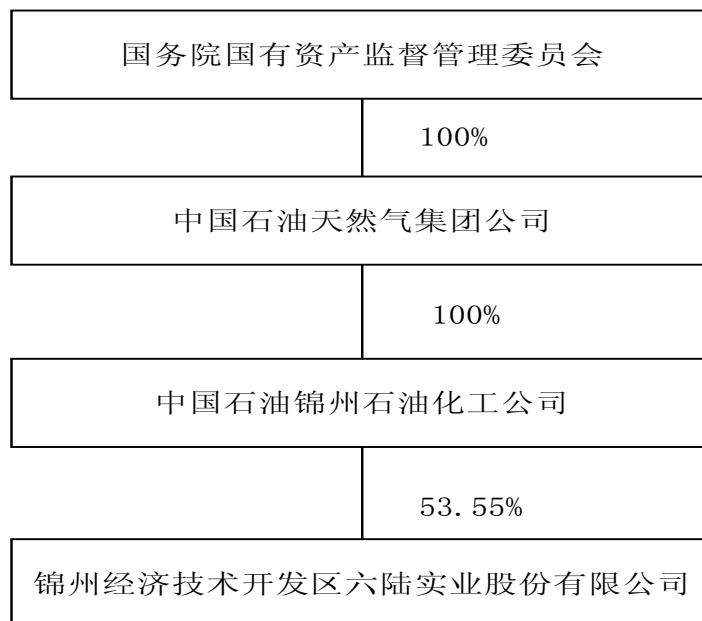
根据辽宁天健会计师事务所出具的辽天会证审字(2006)902号审计报告以及锦州六陆作为上市公司已经向公众披露的年度财务报告(2003年度, 2004年度, 2005年度), 锦州六陆近三年及最近一期合并报表主要财务指标如下(单位: 元):

项 目	2006年 9月30日	2005年 12月31日	2004年 12月31日	2003年 12月31日
总资产	548,930,465.50	531,957,402.33	538,267,737.35	523,142,307.97
股东权益	480,818,389.52	469,737,939.52	456,819,003.47	446,483,933.02
资产负债率 (%)	11.97	11.52	14.96	14.47
每股净资产	2.97	2.90	2.82	2.75
	2006年1-9月	2005年度	2004年度	2003年度
主营业务收入	189,012,648.36	216,240,101.51	225,699,137.55	254,361,468.39
利润总额	16,578,566.38	19,431,509.97	17,906,948.76	6,989,822.07
净利润	14,215,863.71	17,323,517.31	15,002,007.57	10,467,097.78
每股收益	0.09	0.11	0.09	0.065
净资产收益率 (%)	2.96	3.69	3.28	2.34

(二) 股份被回购方: 中国石油锦州石油化工公司

目前公司的控股股东是中油锦州, 中油锦州是中国石油天然气集团公司的全资子公司, 因此中国石油是公司的实际控制人。

公司与实际控制人之间的产权和控制关系如下图:



1、中国石油锦州石油化工公司

1、公司法定中文名称：	中国石油锦州石油化工公司
2、公司法定代表人：	陈青松
3、注册资本：	52,950 万元
4、注册地址：	辽宁省锦州市古塔区重庆路二号
5、办公地址：	辽宁省锦州市古塔区重庆路二号
6、税务登记证号码：	国税210702120542365

中国石油锦州石油化工公司是锦州六陆控股股东，截至锦州六陆停牌日，中油锦州持有锦州六陆非流通股 86,825,481 股，占总股本的 53.55%；经营范围：石油加工、有机化学品及催化剂、添加剂、粘合剂、高分子聚合物。

2、中国石油天然气集团公司

锦州六陆控股股东的实际控制人为中国石油天然气集团公司，法定代表人：陈耕；注册资金：1,149 亿元。中国石油天然气集团公司是根据国务院机构改革方案，在原中国石油天然气总公司的基础上，于 1987 年 7 月组建的特大型石油、石化集团，是国家出资设立的国有独资公司、国家授权投资的机构，拥有石油石化上下游一体化的完整的业务体系，是世界上主要的石油石化生产商和综合服务商

之一。公司业务涵盖了石油天然气勘探开发、石油炼制、石油化工、油气储运、油品销售、天然气利用、国际石油贸易，以及石油石化技术服务、工程建设承包、装备制造和基地服务等。

3、控股股东最近一期财务状况

截至2006年9月30日，中油锦州的资产总额为3,113,641,693.28元，负债总额为438,729,334.73元，所有者权益为2,401,392,879.53元。2006年1—9月份主营业务收入为1,108,452,899.42元，利润总额为-17,985,166.43元，净利润为-29,358,871.72元。

中油锦州近三年主要财务指标如下：（单位：元）

项 目	2005 年 12 月 31 日	2004 年 12 月 31 日	2003 年 12 月 31 日
总资产	2, 545, 697, 320	2, 053, 704, 709	1, 695, 360, 937
股东权益	2, 204, 621, 018	1, 840, 343, 995	1, 471, 697, 267
资产负债率 (%)	13. 40	10. 39	12. 58
	2005年度	2004年度	2003年度
主营业务收入	792, 215, 422	433, 057, 965	139, 370, 929
利润总额	119, 953, 956	34, 116, 557	43, 946, 625
净利润	12, 505, 475	-72, 901, 345	-31, 169, 036
净资产收益率 (%)	0. 57	-3. 96	-2. 12

（三）被合并方：东北证券有限责任公司

1、东北证券历史沿革

1、公司法定中文名称：	东北证券有限责任公司
2、公司法定代表人：	李树
3、注册资本：	1, 010, 222, 500 元
4、注册地址：	长春市自由大路 1138 号
5、办公地址：	长春市自由大路 1138 号

6、税务登记证号码：	长朝国税登字220104123971616号
------------	------------------------

公司前身为吉林省证券有限责任公司（以下简称“吉林证券”），吉林证券成立于 1988 年，注册资本 120,715,000 元，系从事证券承销、证券代理、证券自营买卖等业务的非银行金融机构。

吉林证券 1999 年 4 月经吉林省人民政府吉政文[1999]199 号同意，1999 年 9 月 15 日经中国证监会证监机构字[1999]102 号文批准，及 1999 年 10 月 15 日吉林证券股东会及董事会关于公司合并重组方案的决议，与吉林省信托投资有限责任公司证券部合并重组，在此基础上增资扩股组建新的证券公司。2000 年 6 月 23 日经中国证监会以《关于核准吉林证券有限责任公司更名及增资扩股的批复》（证监机构字[2000]132 号）批准吉林证券更名为“东北证券有限责任公司”，吸收新股东入股，注册资本增至 101,022.25 万元人民币，其中公积金转增 4422 万元。

2、东北证券主要业务情况

东北证券是一家在东北、特别是在吉林省已具备明显比较优势的证券公司，随着近年来证券市场的发展，东北证券建起了相对完善的管理体系和风险控制机制，并已清理完毕历史上曾因投资业务操作不当而遭致的巨额亏损。2006 年 11 月 13 日中国证券业协会公告，东北证券被通过“规范类证券公司”评审。

目前，公司的主要业务范围包括：证券（含境内上市外资股）的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；证券的自营买卖；证券的承销（含主承销）；客户资产管理；证券投资咨询（含财务顾问）；中国证监会批准的其他业务。

截止 2006 年 9 月 30 日，东北证券资产总额 4,912,642,057 元，负债总额 4,442,116,416 元，净资产 468,505,794.7 元，净资本 359,000,000 元，2006 年 1—9 月期间实现净利润 71,079,250.43 元。

3、东北证券近三年及最近一期主要财务指标

根据中鸿信建元会计师事务所出具的中鸿信建元审字（2006）第[2186]号，东北证券近三年及最近一期主要财务指标如下（单位：元）：

项 目	2006 年 9 月 30 日	2005 年 12 月 31 日	2004 年 12 月 31 日	2003 年 12 月 31 日

总资产	4,912,642,057	3,604,696,992	3,939,362,006	3,497,189,312
股东权益	468,505,795	395,719,585	454,368,748	541,745,674
	2006年1-9月	2005年度	2004年度	2003年度
营业收入	172,680,130	250,644,903	291,503,177	141,738,150
营业支出	238,878,606	303,738,342	324,452,809	307,795,434
利润总额	-68,662,953	-50,698,766	-46,646,846	-164,862,734
资产减值准备	-139,780,020	8,228,947	41,453,667	35,283,576
净利润	71,079,250	-58,410,086	-88,106,491	-200,200,390
净资产收益率	15.17%	-14.76%	-19.39%	-36.95%
总资产收益率	1.45%	-1.62%	-2.24%	-5.72%

4、东北证券合并基准日资产评估情况

根据六合正旭评报字(2006)第086号评估报告,2006年9月30日资产负债评估情况如下:

资产占有单位:东北证券有限责任公司

金额单位:人民币万元

项 目		账面价值	调整后 账面值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C	D=C-B	E=(C-B)/B×100%
流动资产	1	435,755.88	435,755.88	427,746.57	-8,009.31	-1.84
长期投资	2	14,911.44	14,911.44	18,134.63	3,223.19	21.62
固定资产	3	32,373.20	31,988.21	40,049.66	8,061.45	25.20
其中:在建工程	4					
建筑	5	27,232.84	27,232.84	35,823.64	8,590.80	31.55
设	6	5,140.36	4,755.37	4,226.02	-529.35	-11.13
无形资产及其他	7	4,440.98	4,825.97	5,499.02	673.05	13.95
其中:土地使用权	8					
递延税项	9					
资产总计	10	487,481.50	487,481.50	491,429.88	3,948.38	0.81
流动负债	11	420,551.27	420,551.27	420,619.25	67.98	0.02
长期负债	12	20,054.84	20,054.84	20,054.84		
负债总计	13	440,606.11	440,606.11	440,674.09	67.98	0.02
净资产	14	46,875.39	46,875.39	50,755.79	3,880.40	8.28

5、东北证券股东、股权比例

截止 2006 年 9 月 30 日，东北证券股东出资额与出资比例情况如下表：

序号	股东名称	出资数额 (万)	出资比例
1	吉林省信托投资有限责任公司	45028	44.57%
2	吉林亚泰（集团）股份有限公司	20216	20.01%
3	长春长泰热力经营有限公司	20000	19.80%
4	长春房地（集团）有限责任公司	11000	10.89%
5	中钢集团吉林炭素股份有限公司	2000	1.98%
6	长春市热力集团有限责任公司	2000	1.98%
7	吉林省交通投资开发公司	472	0.47%
8	吉林省宏大煤炭物质有限责任公司	118	0.12%
9	吉林省吉丰煤炭经贸有限责任公司	118	0.12%
10	吉林省国际信托投资有限责任公司清算组	70	0.07%
	合计	101022	100%

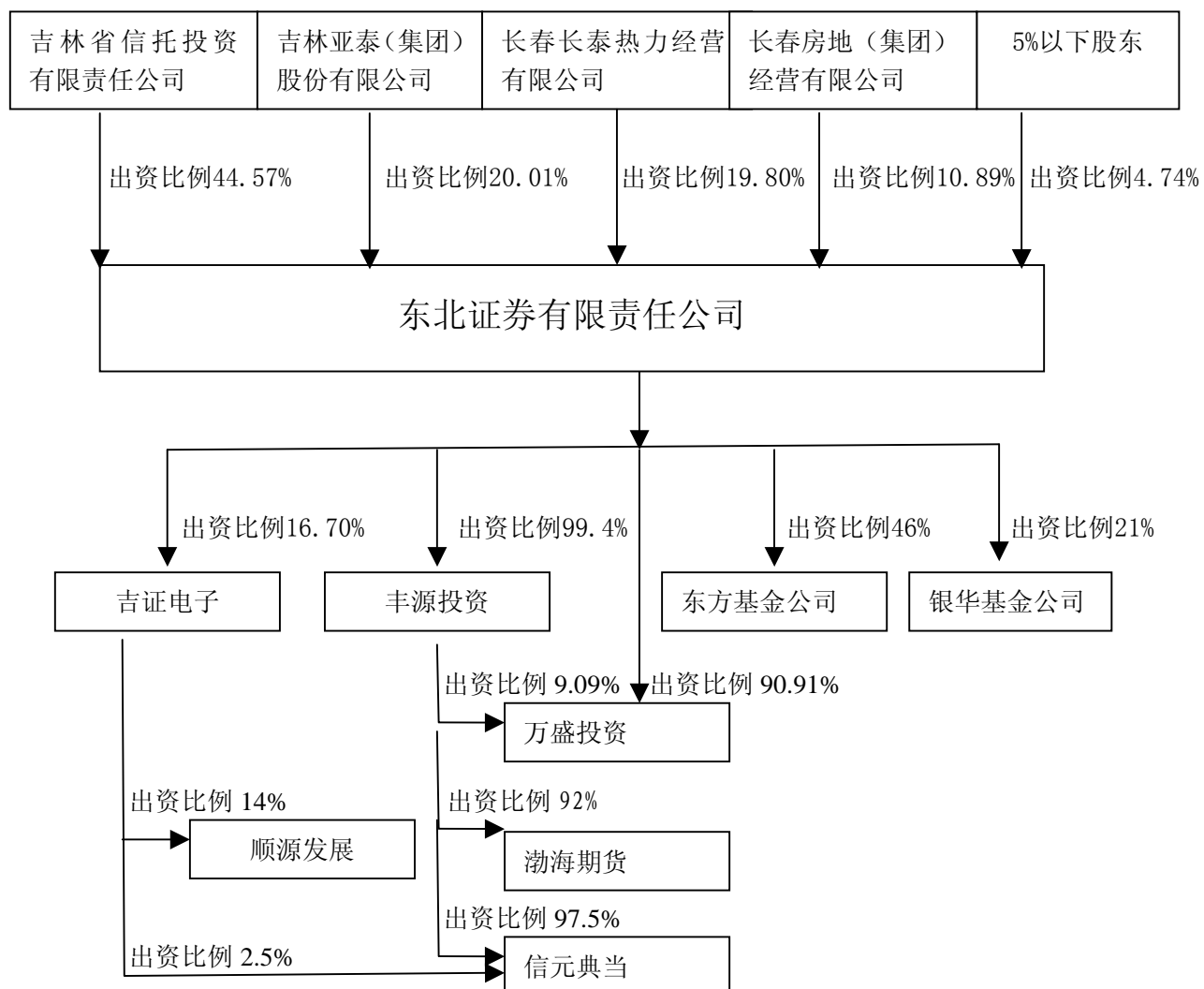
东北证券于 2006 年 11 月 18 日通过股东会决议，全体股东一致同意股东亚泰集团将其持有的东北证券的 2 亿次级债转为对东北证券的出资，亚泰集团 2006 年 12 月 2 日临时股东大会审议通过承接次级债并转为对东北证券的出资，中国证监会《关于东北证券有限责任公司增资扩股的批复》（证监机构字【2007】38 号）予以批准。

亚泰集团承接次级债并转为对东北证券出资后，东北证券的股权结构将变为：

序号	股东名称	出资数额 (万元)	出资比例
1	吉林省信托投资有限责任公司	22,623.05	31.9734%
2	吉林亚泰（集团）股份有限公司	30,157.09	42.6214%
3	长春长泰热力经营有限公司	10,048.44	14.2016%
4	长春房地（集团）有限责任公司	5,526.24	7.8109%
5	中钢集团吉林炭素股份有限公司	1,004.84	1.4201%
6	长春市热力集团有限责任公司	1,004.84	1.4201%
7	吉林省交通投资开发公司	237.14	0.3352%
8	吉林省宏大煤炭物质有限责任公司	59.29	0.0838%
9	吉林省吉丰煤炭经贸有限责任公司	59.29	0.0838%
10	吉林省国际信托投资有限责任公司清算组	35.17	0.0497%
	合计	70,755.79	100.00%

6、东北证券的下属公司

截止 2006 年 9 月 30 日东北证券股东及其下属公司情况如下图：



二、本次交易的背景及基本原则

（一）本次交易的背景

锦州六陆目前尚未完成股权分置改革，本次定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券，首先是以推进股权分置改革为出发点，其次，东北证券藉此实现整体上市。

锦州六陆所属行业是石油化工行业，主要业务范围：石油及石油制品的销售、仓储、管输；化工产品生产及仓储；粮油加工及仓储等。中国石油天然气集团公司对中油锦州“十一五”期间的定位是不再加大炼量，因而公司石油仓储、管输的主营业务不会有增长；国际油价大幅波动，化工产品的成本将会进一步提高；国内市场竞争的加剧也会使公司油品的销售情况难有起色。根据公司提供的未来三年的财务预测和说明，锦州六陆的未来发展不容乐观。

东北证券所属行业是证券行业,经过多年来的稳步发展,公司经纪业务,投行业务,自营业务上都在行业中具有了一定的竞争能力,公司目前拥有41家证券营业部(另有5家证券营业部牌照)和19家证券服务部,遍布全国10个省、自治区、直辖市的19个城市,具有较强的区域优势和品牌优势;投行在发行承销和企业重组、收购兼并顾问业务等方面取得了良好的业绩和一定的行业定位,;在自营业务方面,东北证券拥有专用席位,逐渐完善了交易管理和风险控制制度,形成了严密的自营业务操作流程。

在这次交易中,锦州六陆定向回购并注销中油锦州所持公司全部股份;以新增股份吸收合并东北证券;定向回购及吸收合并后,存续公司以资本公积金向全体股东转增股份,除原流通股股东以外的其他股东将部分转增股份送予原流通股股东作为对价,三个步骤是不可分割的整体,锦州六陆用全部资产(含负债)扣除1000万元现金后作为对价回购中油锦州所持锦州六陆的所有非流通股,旨在将锦州六陆现有盈利能力不强的资产置出公司,从而为吸收合并东北证券创造条件;通过吸收合并东北证券,东北证券现有全部资产和业务都进入锦州六陆,锦州六陆将转变为一家综合性的证券公司,主营业务转为证券类金融业务;定向回购暨吸收合并后,存续公司以资本公积金向全体股东转增股份,每10股转增8股,除原

流通股股东以外的其他股东（包括原东北证券的全体股东及原锦州六陆除中油锦州之外的非流通股股东）将部分转增股份送予原流通股股东作为对价，相当于原流通股股东每10股转增12股，其他股东每10股转增6.9144股。

通过本次交易，锦州六陆将彻底改变现有业务盈利能力不足、业务成长性欠缺的局面，成功转型为综合性证券公司，拥有东北证券目前所拥有的证券类资产、金融业务牌照和广泛的客户资源，为公司未来业绩的可持续增长提供坚实基础，从根本上提高公司的核心竞争能力，将公司打造成以证券金融业务为核心业务的上市公司。

（二）本次交易的基本原则

本次交易遵循以下原则：

- 1、遵守国家有关法律、法规及相关政策的规定；
- 2、“公开、公平、公正”以及“诚实信用、协商一致”的原则；
- 3、维护公司全体股东的合法权益，特别是中小股东利益的原则；
- 4、平等协商、自愿选择、自愿合并的原则；
- 5、有利于公司的长期健康发展，提升上市公司的经营业绩和持续发展能力以及提高公司抗风险能力的原则。

三、本次交易方案

（一）锦州六陆定向回购并注销中油锦州持有锦州六陆的全部股份

2006年12月29日，锦州六陆召开第五届七次董事会，审议并通过了《关于锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司定向回购并注销中国石油锦州石油化工有限公司所持公司非流通股的议案》、《关于锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司以新增股份吸收合并东北证券有限责任公司的议案》，并决定提交公司临时股东大会审议。

2006年11月21日，中油锦州审议并通过了本次定向回购股份的相关议案。

1. 回购股份数量、种类及方式

截至2006年9月30日，经辽宁天健会计师事务所出具的辽天会证审字（2006）902号审计报告，锦州六陆总资产548,930,465.50元，总负债67,166,653.12元。

锦州六陆以经审计评估的全部资产及负债定向回购中油锦州持有锦州六陆的86,825,481股非流通股，占锦州六陆总股本的53.55%。

回购完成以后，锦州六陆将按法律规定，注销所有回购股份，总股本将缩减为75,307,035股，公司股本结构如下：

股东名称	股份性质	持股数量（股）	持股比例
中油锦州	—	0	0
锦州商银艺术装璜总公司	国有股	2,885,172	3.83%
锦州市瑞通服务公司	其他	1,311,442	1.74%
秦皇岛市信托投资公司	其他	1,311,442	1.74%
锦州市商业房屋开发公司	国有股	874,294	1.16%
流通 A 股		68,924,685	91.52%
合计		75,307,035	100.00%

2. 所回购股份的权属情况

中油锦州承诺，其目前持有的锦州六陆86,825,481股，非流通股未设定质押、担保等任何第三方权利，锦州六陆的定向股份回购不存在实质性法律障碍。

3. 拟用于回购股份的资产的权属情况

根据锦州六陆提供的相关材料及法律意见书，锦州六陆现有全部资产不存在被抵押、担保、查封、扣押等情形；可见，锦州六陆现有资产转移至中油锦州名下并无实质法律障碍，锦州六陆依照有关法律法规的规定和《定向回购协议》的约定，履行完毕资产转移的相关义务与程序后，该等资产将依法变更为中油锦州直接持有。

4. 回购股份后相关业务转移情况

回购完成以后锦州六陆所有现有业务将由中油锦州承继。锦州六陆现有员工也将随资产（含负债）一并由中油锦州承接。通过本次定向回购，锦州六陆除1000万元现金外所有资产负债将被剥离。

5. 拟置出资产构成，以及评估师意见

本次交易拟置出的资产为截至2006年9月30日锦州六陆的全部资产和负债，根据辽宁正和资产评估有限公司出具的辽正资评报字(2006)第058号资产评估报告，

锦州六陆总资产值为53,947.51万元（母公司审计值），评估总资产值为59,454.36万元，评估增值5506.85万元，增值率10.21%；负债账面值为6459.68万元（母公司审计值），调整后账面值6459.68万元，评估值为6459.68万元，评估无增减变化；净资产帐面值为47,487.83万元，调整后帐面值为47,487.83万元，评估值52,994.68万元，评估增值5,506.85万元，评估增值率11.60%。拟置换出锦州六陆的资产情况如下表所示：

锦州六陆资产评估结果汇总表 单位：万元

项目名称	帐面价值	调整后帐面价值	评估价值	增减值	增值率(%)
	A	B	C	D=C-B	E= D/B*100
流动资产	18174.25	18174.25	20865.28	2691.03	14.81
长期投资	862.95	862.95	873.84	10.89	1.26
固定资产	33356.06	33356.06	34710.98	1354.92	4.06
其中：在建工程	949.24	949.24	947.14	-2.1	-0.22
建筑物	14238.25	14238.25	13095.33	-1142.92	-8.03
设备	18048.68	18048.68	20660.67	2611.99	14.47
无形资产	1554.25	1554.25	3004.67	1450.42	93.32
其中：土地使用权	1497.9	1497.9	2948.09	1450.19	96.81
其他资产	-	-	-	-	-
资产总计	53947.51	53947.51	59454.36	5506.85	10.21
流动负债	6459.68	6459.68	6459.68	-	-
长期负债	-	-	-	-	-
负债总计	6459.68	6459.68	6459.68	-	-
净资产	47487.83	47487.83	52994.68	5506.85	11.60

(1)流动资产评估增值 2,691.03 万元，评估增值率为 14.81%，增值原因主要是由应收款项增值影响。应收帐款项增值 11,458,485.39 元，评估增值率为 18.59%，增值原因是评估对没有确凿证据表明无法收的应收款项，按帐面余额确认评估值，对企业计提的坏帐准备评估为零，故评估增值；其他应收款增值 15,451,856.56 元，评估增值率为 140.47%，增值原因是评估对没有确凿证据表明无法收的应收款项，按帐面余额确认评估值，对企业计提的坏帐准备评估为零，故评估增值。

(2)房屋建筑物减值 1,142.92 万元，减值率 8.03 %。主要原因①资产原始入帐价值较高，建设期长，资金成本高，工程间接费用分摊较多；②部分房屋建筑物

改建，造成资产帐面值较高；③有两项建筑物已经拆除，减值 25.15 万元；④工业用房并且部分房屋是在有腐蚀的环境，影响使用年限，影响成新率。⑤尚有部分房屋是临时建筑而拆除，造成减值；⑥企业原有的房产项目中把整个工程全部列入房产，本次评估将设备划分到设备中。上述原因造成房产减值。

(3) 设备增值 2611.99 万元，增值率 14.47%，主要因为：①部分设备已提完折旧但仍能够正常使用，经济耐用年限较长，维护较好，成新率较高；②2003 年以后全国钢材价格上涨，部分设备购置价格上涨；③罐体增值，即钢材价格上涨等，④企业原有的房产项目中把整个工程全部列入房产，本次评估将设备划分到设备中；⑤企业对部分已经停用设备计提了较高的减值准备。上述原因造成房产减值。

(4) 土地评估增值 1,450.19 万元，增值率 96.81%。

5. 回购资产的定价

截至到2006年9月30日，经辽宁天健会计师事务所出具的辽天会证审字(2006)902号审计报告，锦州六陆总资产548,930,465.50元，总负债67,166,653.12元，净资产为480,818,389.52元，交易价格依据审计后的净资产值减去1000万元后确定为470,818,389.52元，以停牌前的股本来计算，每股价格为5.42元。

6. 《定向回购股份协议》的主要内容

(1) 对价支付

锦州六陆将其截至审计基准日经审计确认的全部资产及负债扣除1000万元现金后全部转让给中油锦州。审计基准日锦州六陆的资产及负债清单见《定向回购股份协议》附件三；锦州六陆将其经营的一切业务转移至中油锦州，由中油锦州自行经营，与该转移业务相关的风险和负债亦由中油锦州承担。

(2) 定向回购程序

① 回购股份相关公告

回购股份双方应根据相关法律及各自章程的规定，履行信息披露义务，对股份回购事宜进行公告，通知债权人。若锦州六陆的债权人要求提供担保或提前清偿债务，中油锦州应负责和保证及时提供担保或提前清偿相关债务。

② 资产移交

自《定向回购股份协议》生效之日起，交易双方开始办理股份回购相关资产的移交手续。经中油锦州签署股份回购相关资产的交接确认书，视为锦州六陆履行了股份回购相关资产的移交义务。

在中油锦州办理股份回购相关资产的权属变更登记或备案手续时，锦州六陆应按规定尽最大努力给予必要和可能的协助，直至该等手续办理完毕。但办理该等手续所需的一切税费、成本、开支及费用均由中油锦州承担；相关风险及责任亦由中油锦州承担。

③人员接受及安置

根据“人随资产走”的原则，锦州六陆的所有职工包括但不限于所有在岗职工、待岗职工、内退职工、离退休职工、停薪留职职工、借调或借用职工、临时工，均由中油锦州负责接收及安置。审计基准日锦州六陆的员工名册见《定向回购股份协议》附件四。

自《定向回购股份协议》生效日起，锦州六陆应与其全部在册员工（包括管理人员）解除劳动/服务合同或劳动关系；同时，中油锦州应与上述所有员工（包括管理人员）签订新的劳动/服务合同，或建立相应的社会保险及保障关系。

因上述两段所列事项发生的安置、补偿、各项社会保险、劳动争议、劳资纠纷，均由中油锦州负责处理及承担，锦州六陆应尽最大努力给予协助。

上述人员接收及安置的具体方案须锦州六陆职工代表大会审议通过后方可执行。

④回购股份的注销

锦州六陆应自股份回购生效之日起10日内完成回购股份的注销手续，中油锦州应尽最大努力给予配合（包括提供办理注销手续所需由中油锦州提供的文件资料及由中油锦州出具的法律文件）。

（3）期间的损益安排

从回购基准日起及之后，股份回购相关资产的任何增减变化及所对应的任何损益(包括但不限于可分配利润或实际发生的亏损及锦州六陆实施本协议所应承担的税费)均由中油锦州承担或享有。

（4）协议的生效与终止

①协议生效条件

本次定向回购股份协议生效必须要同时满足以下条件：

有关股份回购的议案已经按照公司法及其它相关法律、双方公司章程及议事规则之规定经本协议双方各自的股东大会或权力机构审议通过；

有关《吸收合并协议书》项下锦州六陆吸收合并东北证券的议案已经按照公

司法及其它相关法律、双方公司章程及议事规则之规定经锦州六陆与东北证券各自的股东大会或股东会审议通过；

有关股份回购暨吸收合并后锦州六陆资本公积金转增股本的议案已经按照公司法及其它相关法律、锦州六陆章程及议事规则之规定，经锦州六陆的股东大会审议通过；

有关锦州六陆股权分置改革方案的议案已经按照公司法及其它相关法律、锦州六陆公司章程及议事规则之规定经锦州六陆的股东大会（暨相关股东会议）审议通过；

本次股份回购获得国务院国资委批准及中国证监会审核无异议；

亚泰集团对东北证券的增资获得中国证监会的批准；

证监会豁免亚泰集团要约收购义务；

锦州六陆吸收合并东北证券获得中国证监会的核准。

②协议终止条件

本次定向回购协议约定的任何一项先决条件未能得到满足，本协议自始无效，双方各自承担因签署及准备履行本协议所支付之费用，且双方互不承担责任。

（二）吸收合并东北证券

2006年11月12日，东北证券董事会召开会议，审议并通过了本次吸收合并的相关议案，并决定提交股东会审议。

1、吸收合并的方式

按照《公司法》相关规定,本次合并以吸收合并方式进行,其中锦州六陆为合并方,东北证券为被合并方，锦州六陆以新增股份的方式向东北证券全体股东支付合并对价。锦州六陆流通股价值确定为9.29元/股（即锦州六陆停牌前20日均价），东北证券的整体价值为230,000万元，锦州六陆新增247,578,040股向东北证券全体股东支付对价，吸收合并完成后，锦州六陆作为存续公司，将承接东北证券的业务资质、全部资产负债及全部人员，东北证券现有法人资格予以注销。

2、东北证券股权质押情况

截至到《回购及合并法律意见书》出具之日，东北证券股权质押情况如下：

（1）亚泰集团于2002年7月30日将所持有的东北证券17,000万元股权（占东

北证券注册资本的16.83%)全部质押给农行磐石市支行。贷款金额为12,200万元。贷款期限为2002年7月3日至2007年7月16日。

(2) 长春长泰热力经营有限公司(以下简称“长泰热力”)将所持有的东北证券20,000万元股权(占东北证券注册资本的19.80%)分别质押给工行松原分行和工行长春二道支行。其中:

A. 将所持股权中的5,000万元质押给工行松原分行, 贷款金额为2,000万元, 期限为2006年4月21日至2007年2月5日。质押合同编号08091211-2006年宁江(质)字0009号;

B. 将所持股权中的4,000万元质押给工行松原分行, 贷款金额为1,600万元, 期限为2006年4月21日至2007年3月15日。质押合同编号08091211-2006年宁江(质)字0005号;

C. 将所持股权中的2,500万元质押给工行松原分行, 贷款金额为1,100万元, 期限为2006年4月21日至2007年2月5日。质押合同编号08091211-2006年宁江(质)字0007号;

D. 将所持股权中的3,500万元质押给工行松原分行, 贷款金额为1,415万元, 期限为2006年4月21日至2007年3月20日。质押合同编号08091211-2006年宁江(质)字0008号;

E. 将所持股权中的5,000万元质押给工行长春二道支行, 为亚泰集团2,400万元贷款提供担保, 期限为2006年1月26日至2009年1月23日。质押合同编号: 2006年二道(质)字0006号。

(3) 长春房地(集团)有限责任公司将所持有的东北证券11,000万元股权(占东北证券注册资本的10.89%)全部质押给工行松原分行。其中:

A. 将所持股权中的5,600万元质押给工行松原分行, 为长泰热力2,600万元贷款提供担保, 期限为2006年4月21日至2007年1月15日。质押合同编号08091211-2006年宁江(质)字0006号;

B. 将所持股权中的5,400万元质押给工行松原分行, 为长泰热力2,450万元贷款提供担保, 期限为2006年4月21日至2007年4月5日。质押合同编号08091211-2006年宁江(质)字0004号。

(4) 长春热力(集团)有限责任公司将所持有的东北证券2,000万元股权(占

东北证券注册资本的1.98%)质押给工行长春二道支行，为亚泰集团950万元贷款提供担保，期限为2006年1月26日至2007年1月23日。质押合同编号：2006年二道(质)字0005号。

截至本独立财务顾问报告出具之日，上述存在股权质押的股东已经获得银行的同意函，同意其参与本次吸收合并并同意其参与锦州六陆的股权分置改革。

由于东北证券将被锦州六陆吸收合并后注销，上述质权人已经分别出具了《解除质押函》，同意将上述股权解除质押。

3、东北证券估值

本顾问对东北证券的整体价值估值并出具了《东北证券有限责任公司估值报告》，分析师基于对证券行业的发展判断、对东北证券的竞争优势和竞争劣势分析，以及未来发展的趋势判断和盈利预测，利用绝对估值法和相对估值法进行了估值。

估值报告摘录如下：

东北证券已经成为规范类证券公司，做大做强经纪和投行业务的战略意图已十分明晰，管理机制和风险控制制度逐步完备。基于对证券行业发展趋势以及东北证券竞争实力的判断，我们认为，未来5年内东北证券将基本保持与行业总体水平相似的发展速度，也即年均复合增速保持在20%-30%左右。

对东北证券盈利预测和估值的前提假设：

(1) 市场规模假设：按照我们此前对我国国民经济证券化率快速增长的判断，未来5—10年内证券市场的市值能保持20%-30%的年均复合增速。经纪业务和投行业务随着市场规模扩张，将以年均20%左右的增长率稳步增长；而资产管理、融资融券和金融衍生业务都将保持年均50%左右的快速增长态势。

(2) 监管政策假设：受行业管制以及公司自身资质的限制，公司近两年内创新业务将难以真正开展起来。但2007年以后，对创新业务的政策限制将可能会逐步放松，集合理财等创新业务也将在规范类证券公司中逐步开展起来。

(3) 东北证券市场份额假设：公司上市以后仍以经纪业务和投行业务为主，东北证券在再融资之后，可能会利用行业整合的机会，通过并购等方式收购营业部，实现快速扩张，进一步确立并巩固自己在东北的区域优势，并逐步向全国拓展；在政策许可的情况下，也将开始涉足资产管理和金融期货等创新业务；总体来看，创新业务从无到有快速增长，经纪、承销份额保持稳步提升，而自营规模

则基本维持不变。

(4) 主要费率假设：由于目前手续费佣金在0.207%-0.23%之间，高于行业整体水平，我们预期这一费率将逐步走低、并向行业平均水平靠拢；营业费用的增长要落后于业务规模增速，因此营业费率也将保持持续走低态势；其余费率将保持稳定；赋税基准和税率无重大改变。

(5) 资产质量假设：按照公司管理层对应收帐款的专项说明，公司的其它应收款基本可以收回，产生坏帐的可能性不大。因此，我们假设未来公司资产减值计提比例保持不变。

对于证券行业总体业务量的判断（单位：亿元）

	2006		2007		2008		2009	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速	规模	增速
股票基金交易	74,000	128%	92,500	25%	112,850	22%	135,420	20%
保证金	3,500	133%	4,500	25%	5,900	22%	7,100	20%
股票承销	1,150	250%	1,500	30%	1,800	20%	2,160	20%
自营证券	400	33%	550	38%	650	18%	800	23%
资产管理	500	400%	1,200	140%	2,000	67%	3,000	50%
融资融券	100	-	400	300%	600	100%	1200	100%

数据来源：国泰君安研究所

绝对估值法

证券公司直接经营投资业务的特性使我们很难对其净资本支出和运营资本做出明确定义，从而使对证券公司现金流的估算变得异常困难。就证券公司负债的特殊性而言，运用股权价值来估算证券公司的整体价值比直接估算整体价值就显得合理得多。因此，在绝对估值法中，我们认为股息贴现法、剩余收益法与权益贴现法等更能体现证券行业的行业特点。基于前述我们对证券行业及东北证券发展趋势的判断，我们认为采用三阶段方法对东北证券进行估值更能反映公司的公允价值。

(1) 对东北证券未来增长率区间的判断

第一阶段（2006-2009年）为高速增长期。如前所述，在以股权分置改革为核心的制度变革推动下，证券市场的规模和结构将面临双重扩容。这一阶段，我国证券行业的业务量将以年均20-30%的复合增速递增，不仅传统的经纪、投行和自

营等业务面临着规模扩张，而且以资产管理、融资融券等为代表的创新业务随着管制的放松而获得快速发展。根据东北证券在行业中的地位以及上市对公司推动作用的预期，我们认为东北证券将基本以行业平均增速（即25%左右）增长；

第二阶段（2010-2019年）为过渡增长期。这一时期，传统业务进入稳定增长期，由于证券市场的创新依然活跃，创新业务仍将快速增长，创新业务占比也将逐步超过传统业务。但随着基数增大以及竞争日益激烈，创新业务的增速不断放缓。从宏观层面来看，国民经济的证券化程度已达到或接近发达国家水平、直接融资比重也将超过间接融资比重，整个证券行业的发展速度将逐步放缓。我们预期，东北证券的增速在25%—5%区间内，呈逐年下降趋势；

第三阶段，为永续增长期。行业步入稳定发展时期，盈利模式已经十分成熟，竞争格局也相对稳定，行业的增长基本与宏观经济增长保持同步，也即5%左右。

（2）相关参数的选择

股权成本估算：在诸多股权成本模型中，CAPM模型仍然是估价实践中被广泛采用的模型。这里我们运用基本CAPM模型来估算股权成本：

$$R_e = R_f + \beta * R_m$$

其中： R_e 为股权成本；

R_f 为无风险收益率。我们这里取2006年9月30日10年期国债收益率3%；

R_m 为股权风险溢价。广发证券和国金证券的平均股权风险溢价为5.75%，结合东北证券的具体情况，我们确定为6%；

$\beta=1.15$ 。广发证券和国金证券的平均 β 值为1.1，我们认为中等证券公司的系统风险要略高于整个行业和整个市场，这里我们确定为1.15。

则可得出东北证券的股权成本约为9.9%。

分红率：由于2003—2005年连续亏损，公司并没有分红记录；且公司未分配利润科目为负数，因此我们假设公司在2006—2009年不向股东分红，即分红率为0%。但随着行业和公司的经营情况发生根本转折，向股东分红也就成为证券公司

上市发展的必要条件，近3年来，中信证券的分红率一直稳定在50%以上。上市后，公司的业绩将持续快速增长、现金流也比较充沛，公司将具备向股东分红的能力。从投资者角度而言，无论公司的未分配利润如何，投资者的要求回报率应是不变的，换言之，一旦公司的未分配利润被填补完毕，则投资者会要求更高的分红率。因此，我们假设在过渡增长期分红率由20%逐步增长到40%；稳定增长阶段分红率也将稳定在40%。

(4) 运用股息贴现法的估值结果

在前述假设条件的前提下，我们得出东北证券股权价值为21.83亿元。永续成长阶段的增长率和资金成本的变化都对我们的结果有较高的敏感度。我们的敏感性分析表明，在股权成本变动 $\pm 0.3\%$ 、永续增长率变动 $\pm 0.5\%$ 的情况下，东北证券的股权价值将在20.57亿元-23.52亿元之间。

各阶段主要参数变化（单位：百万元）

	高速增长期				过渡增长期			永续增长期
	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2019E	年均增长	
净利润	24	113	141	180	225	669	11.5%	
股东权益	692	1305	1446	1626	1784	4,578	9.9%	
ROE	13.7%	8.6%	9.7%	11.1%	12.6%	14.1%		14.0%
COE	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%		9.9%
分红率	0%	0%	0%	0%	30%	40%	1%	40%

各成长阶段股权价值总和（单位：百万元）

快速增长期	过渡时期价值	永续价值	公司价值
0	684	1,493	2,177

对估值结果的敏感性分析（单位：百万元）

增长率\权益成本	9%	9.6%	9.9%	10.2%	10.8%
3%	2,740	2,313	2,140	1,987	1,732
4%	2,759	2,329	2,154	2,000	1,742
4.5%	2,769	2,336	2,161	2,007	1,748
5%	2,779	2,344	2,168	2,013	1,753
5.5%	2,789	2,352	2,175	2,020	1,758
6%	2,799	2,360	2,182	2,026	1,764
7%	2,818	2,376	2,197	2,039	1,774

(5) 运用剩余收益法的估值结果

在前述假设条件的前提下，我们得出东北证券股权价值为26.70亿元。我们的敏感性分析表明，在股权成本变动 $\pm 0.3\%$ 、永续增长率变动 $\pm 0.5\%$ 的情况下，东北证券的股权价值将在23.05亿元-31.66亿元之间；就敏感性分析结果来看，剩余收益法受股权成本和永续增长率的影响更大。

各阶段主要参数变化（单位：百万元）

	高速增长期				过渡增长期			永续增长期
	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2019E	年均增长	
净利润	24	113	141	180	225	669	11.5%	
股东权益	692	1305	1446	1626	1784	4,578	9.9%	
ROE	13.71%	8.6%	9.7%	11.1%	12.6%	14.6%		14.5%
COE	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%		9.9%
分红率	0%	0%	0%	0%	30%	40%	1%	40%
剩余收益	12	44	12	37	64	255	15%	

各成长阶段股权价值总和（单位：百万元）

期初账面值	快速增长期	过渡时期价值	永续价值	公司价值
469	88	789	1,324	2,670

对估值结果的敏感性分析（单位：百万元）

增长率\权益成本	9%	9.6%	9.9%	10.2%	10.8%
3%	2,891	2,432	2,235	2,058	1,748
4%	3,200	2,647	2,416	2,209	1,857
4.5%	3,406	2,786	2,531	2,305	1,923
5%	3,664	2,955	2,670	2,419	2,002
5.5%	3,994	3,166	2,840	2,558	2,095
6%	4,436	3,435	3,054	2,730	2,208
7%	5,980	4,284	3,703	3,234	2,522

相对估值法

(1) 运用PE和PB的估值

目前证券行业及优质券商的投资着眼点，是中国资本市场发展与制度创新的广阔空间，及其给优质券商带来加速发展的空间。证券公司面临的广阔发展空间与加速成长，在制度创新过程中的新业务“从无到有”、在扩张兼并中的“跑马圈地”

等，都使得证券行业尤其是优质券商具备了高速成长的特性，这也使得境内（准）上市证券公司的PE和PB估值都明显高于境外发达国家的水平，且创新类证券公司与规范类证券公司之间、不同增长水平和不同盈利能力的证券公司之间并没有表现出明显的规律性。谨慎起见，这里我们分别选择PE和PB最低的广发证券和宏源证券作为东北证券相应估值的参照，得出东北证券的PE和PB估值的上限应在36倍和4倍左右，按照东北证券2006年的盈利预测与净资产来计算，东北证券的整体价值应在26.76亿元—32.76亿元；若市场最低的PE和PB估值分别下降10%，则对应东北证券的整体价值在24.08-29.48亿元之间。

国内（准）上市证券公司的估值情况

	中信证券	宏源证券	S 延边路 (广发证 券)	S 成建投 (国金证券)	东北证券
市场价格(元)	19.99	9.34	10.55	13.98	
06年EPS(元)	0.42	0.055	0.29	0.32	
PE	47.6	169.8	36.4	43.7	
06年增长率	213%	873%	365%	4956%	1609%
06年预测BVPS(元)	3.76	2.31	1.29	2.14	
PB	5.32	4.04	8.18	6.53	
06年ROE	11.2%	2.4%	22.5%	15.0%	14.2%

注：S 延边路的市场价格为 2006. 10. 11 收盘价；其余为截至到 2006. 12. 15 的前 20 个交易日均价；06 年 EPS 中，宏源、广发和国金均为各公司在相关文件中公开披露的预测数据；中信为在 2006 年 3 季度基础上的年化 EPS。

运用 PE 和 PB 估值的敏感性分析

相对市场最低估 值的倍数	PE	对应整体价值（亿 元）	PB	对应整体价值（亿 元）
120%	43.2	39.31	4.8	32.11
110%	39.6	36.04	4.4	29.44
100%	36	32.76	4	26.76
90%	32.4	29.48	3.6	24.08
80%	28.8	26.21	3.2	21.41

注：为了便于理解，这里借用 PE 和 PB 方法对东北证券进行了相对估值。但需要指出的是，由于东北证券是有限责任公司，没有“股份”的概念，因此，运用 PE 和 PB 对东北证券估值并不十分合适。

（2）运用相对市值法的估值

用PE、PB方法是相对直观而又简便的方法，但相比于整体的市值比较，并不能正确地反映目前对于证券行业的投资着眼点，合理地衡量优质券商的投资价值。相对而言，上市公司整体市值衡量、与整体证券市场的比较，更能反映优质券商的真实投资价值与成长空间。为此，我们这里进一步采用相对市值法对东北证券的整体价值进行估值。

①参照样本的选择

目前国内上市证券公司仅有中信证券和宏源证券两家，另外，广发证券和国金证券已进入借壳上市程序。中信证券和广发证券均为综合实力在行业领先的证券公司，无论是从行业地位还是从综合竞争力来看，东北证券与这两家证券公司都不具备可比性；因此，中信证券及广发证券的估值水平对东北证券不具备参考意义。

相比之下，东北证券与宏源证券以及尚处于上市进程中的国金证券的地位较为类似。这其中，东北证券和宏源证券成立时间相仿，在历史上也都曾因为大量投资于委托理财和自营业务而陷入巨额亏损，目前，东北证券和宏源证券也都处于规范之后的重新起步阶段，都以经纪业务、投行业务为主，经纪业务和投行业务规模也都相似，因而东北证券与宏源证券之间的可比性更强。相比之下，国金证券在2005年4月刚刚完成增资扩股、成为综合类证券公司，没有历史包袱，但股本和业务规模远小于宏源证券和东北证券；虽然国金证券盈利水平要高于宏源证券和东北证券，但完全依赖经纪和自营收入，经营风险要远高于宏源证券和东北证券。此外，国金证券刚刚进入股改程序，股价尚未稳定，从市场层面来看也不具备参考意义。因而，这里我们主要以宏源证券为参照测算东北证券的股权价值。

②相对市值法的估值结果

从东北证券与其他证券公司比较的表格来看，东北证券的综合竞争力要胜股改前的宏源证券一筹；而相比于股改后的宏源证券，东北证券虽然盈利能力较强，但在规模和资产质量等方面差距较大。由于注资后宏源证券的市值包含了后续重组和并购的预期，综合考虑，我们认为，东北证券的股权价值应相当于注资前宏源证券的市值；但较注资后的宏源证券应有较大的市值折扣。

东北证券与样本证券公司的比较

指标排名	东北证券	宏源证券（注资前）	宏源证券（注资后）	国金证券
基本情况				
历史沿革	2000年成立，为比照综合类；2006年成为规范类	2000年改制为综合类；2006年成为规范类		2005年增资扩股为综合类；2006年成为规范类
业务构成	以经纪投行为主，投资业务清理完毕，兼有并购和投资收益	以经纪投行为主，投资业务清理完毕，兼有并购和投资收益		2005年前完全是经纪业务，2006年自营占到营收的40%
业务规模				
股票基金交易额	939亿元		875亿元	556亿元
营销网络	41家，分布于10省市		26家，分布于10省市	14家，分布于京、沪和成都
股票主承销总额	26亿元		32.2亿元	0
资产规模及质量				
总资产（亿元）	49.1	27.9	70.9	19.4
净资产（亿元）	4.69	4.89	33.7	5.74
净资本（亿元）	3.59	3.56	约29.0	4.96
盈利能力				
营业收入（亿元）	3.07		3.05	1.45
净利润（亿元）	0.71		0.75	0.60
净资产收益率	15.2%		2.2%	10.5%
营业费用率	55.4%		52.3%	23.3%

注：表中涉及到的东北证券财务数据为2006年9月30日审计值，宏源证券注资前财务数据为2006年3月30日未经审计值、注资后财务数据为2006年9月30日未经审计值，国金证券财务数据为2006年6月30日审计值，其中营业收入=主营收入-资产减值+投资收益；股票承销额为历史累计值；股票基金交易额为2006年1-9月份数据。

我们取证券市场开始股改到宏源证券开始股改前最后一个交易日之间（也即2005年5月9日到2006年3月31日）的平均市值，作为注资前宏源证券市值的样本，我们注意到，这段时间区间恰好同时也是市场创出历史新低的时间区间，因而，取这一时间区间内宏源证券的市值作为参照得出的结果也是比较谨慎的；取宏源证券股改后到今年9月30日这一交易区间的市值作为股改后宏源证券市值的样本，得出注资前宏源证券的市值在21.9-30.4亿元之间，平均市值在25.2亿元；股改后宏源证券原有股份对应的股权价值在30.3-57.1亿元之间，平均市值在47.1亿元。

参照宏源证券的市值水平，我们认为22.68亿元-27.72亿元应是东北证券市值的合理波动区间，相当于股改前宏源证券市值的90%-110%、股改后宏源证券对应市值的48.2%-58.8%。

运用相对市值法对东北证券投资价值的判断（单位：亿元）

市值折扣比例 \\宏源市值(亿元)	21.9	25.2	30.4	47.1	57.1
120%	26.28	30.24	36.48	56.52	68.52
110%	24.09	27.72	33.44	51.81	62.81
100%	21.9	25.20	30.4	47.1	57.1
90%	19.71	22.68	27.36	42.39	51.39
80%	17.52	20.16	24.32	37.68	45.68
70%	15.33	17.64	21.28	32.97	39.97
60%	13.14	15.12	18.24	28.26	34.26
50%	10.95	12.6	15.2	23.55	28.55

综上，运用相对市值法得出的东北证券股权价值为 22.68 亿元-32.76 亿元；运用绝对估值法得出 21.77 亿元-26.70 亿元；综合这两种方法，我们认为东北证券整体价值的合理区间在 22.68 亿元-26.70 亿元之间。

4、吸收合并以后存续公司股本结构

股东名称	股份性质	持股数量(股)	持股比例(%)
东北证券原股东		247,578,040	76.68%
锦州商银艺术装璜总公司	国有股	2,885,172	0.89%
锦州市瑞通服务公司	其他	1,311,442	0.41%
秦皇岛市信托投资公司	其他	1,311,442	0.41%
锦州市商业房屋开发公司	国有股	874,294	0.27%
流通 A 股		68,924,685	21.35%
合计		322,885,075	100%

5、吸收合并审计基准日、合并生效日

本次吸收合并以2006年9月30日作为基准日。

在经锦州六陆股东大会审议通过《定向回购股份协议》及《吸收合并协议》，并且东北证券股东大会审议通过《吸收合并协议》，并经有权机关批准后，中国证监会最终核准的当日作为合并生效日。

6、吸收合并东北证券的资产状况

根据《吸收合并协议》的约定，通过吸收合并后，东北证券的全部资产、负债及业务都进入锦州六陆，东北证券将注销。本次吸收合并的审计基准日为2006

年9月30日，中鸿信建元会计师事务所有限公司出具了中鸿信建元审字（2006）第[2186]号审计报告。

东北证券近三年及最近一期财务状况(经审计):

① 简要资产负债表

项 目	2006年1-9月	2005年12月30日	2004年12月30日	2003年12月30日
流动资产:				
现金	86,804	36,355	506,601	100,630
银行存款	2,766,821,326	1,890,215,415	1,807,801,866	1,805,935,631
其中: 客户资金存款	2,694,284,677	1,860,833,068	1,761,290,040	1,718,040,194
其他货币资金		0	401,000,130	0
结算备付金	1,088,625,473	244,790,842	47,638,223	44,937,794
其中: 客户备付金	1,088,529,216	242,229,717	47,638,223	44,937,794
交易保证金	77,454,355	74,168,417	28,904,811	20,680,862
自营证券	108,028,462	436,348,191	561,060,174	729,856,911
典当质押贷款	27,667	41,829	971,520	0
典当抵押贷款	8,700,000	8,750,000	8,552,000	0
减: 贷款呆账准备金	534,827	534,827	95,235	0
典当贷款净额	8,192,840	8,257,002	9,428,285	0
应收款项	404,791,350	478,496,356	720,530,032	494,053,933
应收利息				96,683
代兑付债券				31,995
待摊费用	2,647,578	3,093,945	3,063,185	1,207,427
其他流动资产			171,299	
流动资产合计	4,456,648,188	3,135,406,523	3,580,104,607	3,096,901,867
长期投资:				
长期股权投资	73,328,013	78,074,730	96,384,277	68,191,265
长期债权投资	0	0	1,000	4,570
长期投资合计	73,328,013	78,074,730	96,385,277	68,195,835
合并价差	12,643,327	13,762,838		
固定资产:				
固定资产原价	542,590,201	545,664,214	431,236,338	482,893,396
减: 累计折旧	216,130,313	202,420,671	197,913,451	169,765,098
固定资产净值	326,459,888	343,243,543	233,322,887	313,128,298
减: 固定资产减值准备	1,021,660	12,701,980	12,746,084	13,290,349
固定资产净额	325,438,228	330,541,563	220,576,803	299,837,948
在建工程	0	0	16,168,300	0
固定资产清理	0	0	0	3,609
固定资产合计	325,438,228	330,541,563	236,745,103	299,841,557
无形资产及其他资产:	0			
无形资产	18,875,733	19,812,984	6,457,399	4,729,731
交易席位费	9,175,249	10,970,886	10,844,356	13,013,500

长期待摊费用	16,360,374	16,044,425	8,825,712	14,510,386
货币兑换	172,944	83,044	(448)	(3,564)
无形资产及其他资产 合计	44,584,300	46,911,338	26,127,019	32,250,053
资产合计	4,912,642,057	3,604,696,992	3,939,362,006	3,497,189,312
流动负债：				
短期借款	0	203,000,000	68,000,000	140,000,000
其中：质押借款	0	66,000,000	68,000,000	0
拆入资金	223,000,000	199,000,000	399,000,000	210,627,000
应付利息	67,756	1,568,447	8,990,741	7,197,024
应付款项	247,904,351	723,317,169	798,901,611	861,885,492
应付工资	13,169,318	10,054,268	10,044,082	10,884,118
应付福利费	47,403	46,535	4,526	1,087,254
应付利润	49,106	49,106	49,106	0
应交税金及附加	1,672,883	2,678,053	(834,772)	2,045,084
预提费用	5,146,288	4,833,967	3,843,742	4,765,229
代买卖证券款	3,748,287,704	2,041,654,268	2,114,007,935	1,690,961,535
风险准备金	1,380,090	863,966		
承销证券款			0	5,000
代兑付债券款	843,074	873,593	902,609	1,116,098
卖出回购证券款	0		59,897,871	0
一年内到期的长期负债	0		0	0
流动负债合计	4,241,567,974	3,187,939,372	3,462,807,451	2,930,573,836
长期负债：				
长期借款	0	18,425,937	21,308,905	23,931,382
应付债券	548,442	627,540	800,180	938,420
其他长期负债	200,000,000		0	
长期负债合计	200,548,442	19,053,477	22,109,085	24,869,802
负债合计	4,442,116,416	3,206,992,849	3,484,916,537	2,955,443,638
少数股东权益	2,019,846	1,984,559	76,721	
所有者权益：				
实收资本	1,010,222,500	1,010,222,500	1,010,222,500	1,010,222,500
资本公积	2,820,547	1,104,565	1,104,565	375,000
盈余公积	4,211,599	4,211,599	4,211,599	4,211,599
其中：法定公益金		4,211,599	4,211,599	4,211,599
未分配利润	(548,500,751)	(619,580,002)	(561,169,915)	(473,063,424)
未确认投资损失	(248,100)	(239,077)		
所有者权益合计	468,505,795	395,719,585	454,368,748	541,745,674
负债和所有者权益合计	4,912,642,057	3,604,696,992	3,939,362,006	3,497,189,312

② 简要合并利润表和利润分配表

项 目	2006年1-9月	2005年度	2004年度	2003年度
-----	-----------	--------	--------	--------

一、营业收入	172,680,130	250,644,903	291,503,177	141,738,150
1、手续费收入	248,700,094	148,640,212	150,792,640	96,596,694
2、自营证券差价收入	(134,784,250)	7,938,856	19,928,625	(38,657,069)
3、证券承销收入	600,000	23,648,000	11,685,368	19,247,504
5、利息收入	2,854	6,552,435	15,584,700	16,055,820
6、金融企业往来收入	32,801,825	35,483,566	36,081,493	40,802,079
7、买入返售证券收入	0	0	91,355	0
8、其他业务收入	25,359,608	28,381,834	57,353,015	7,693,933
9、汇兑收益	0	0	(14,019)	(811)
二、营业支出	238,878,606	303,738,342	324,452,809	307,795,434
1、手续费支出	24,793,265	17,008,526	15,158,885	9,557,687
2、利息支出	19,895,629	39,544,149	61,186,349	69,074,882
3、金融企业往来支出	9,887,647	13,853,937	14,976,621	12,054,954
4、卖出回购证券支出	0	866,670	170,056	0
5、营业费用	169,917,950	219,734,697	217,503,903	202,359,848
6、其他业务支出	442,319	2,064,155	618,706	1,733,576
7、营业税金及附加	13,941,797	10,666,208	14,838,289	13,014,487
三、投资收益	(5,864,646)	1,986,587	(14,595,443)	1,901,095
四、营业利润	(72,063,122)	(51,106,853)	(47,545,076)	(164,156,190)
加：营业外收入	7,143,694	1,934,832	1,188,283	937,029
减：营业外支出	3,743,525	1,526,746	290,053	1,643,573
五、利润总额	(68,662,953)	(50,698,766)	(46,646,846)	(164,862,734)
减：资产减值损失	(139,780,020)	8,228,947	41,453,667	35,283,576
六、扣除资产损失后利润总额	71,117,068	(58,927,713)	(88,100,514)	(200,146,310)
减：所得税	11,552		3,308	54,081
减：少数股东收益	35,288	(278,549)	2,669	0
加：未确认的投资损益	9,023	239,077		
七、净利润	71,079,250	(58,410,086)	(88,106,491)	(200,200,390)
加：年初未分配利润	(619,580,002)	(561,169,915)	(473,063,424)	(289,709,429)
一般风险准备转入	0	0	0	8,423,197
其他转入	0	0	0	8,423,197
八、可供分配的利润	(548,500,751)	(619,580,002)	(561,169,915)	(473,063,424)
九、可供投资者分配利润	(548,500,751)	(619,580,002)	(561,169,915)	(473,063,424)
十、未分配利润	(548,500,751)	(619,580,002)	(561,169,915)	(473,063,424)

③简要现金流量表

项 目	2006年1-9月	2005年度	2004年度	2003年度
一、经营活动产生的现金流量				
自营证券收到的现金净额	95,880,384	61,226,427	153,098,315	93,527,160
代买卖证券收到的现金净额	1,706,633,436		511,574,253	

承销证券收到的现金净额	3,800,000	23,648,000	42,060	19,247,504
代兑付债券收到的现金净额	(30,519)	0	0	1,318,618
手续费收入收到的现金	248,700,094	148,640,212	147,759,003	96,596,694
资金存款利息收入收到的现金	32,801,825	41,050,233	33,789,888	40,802,079
卖出回购证券收到的现金	0	0	292,222,449	
买入返售证券到期返售收到的现金	0	0	361,284,453	
收到的其他与经营活动有关的现金	236,559,178	315,953,179	89,704,409	23,680,081
现金流入小计	2,324,344,398	590,518,050	1,589,474,829	275,172,136
代买卖证券支付的现金净额	0	72,353,668	0	456,756,610
代兑付债券支付的现金净额	0	1,804,039	197,833	
手续费支出支付的现金净额	24,793,265	17,008,526	14,756,098	9,557,687
客户资金存款利息支付的现金	1,946,902	25,442,201	9,804,931	22,660,071
买入返售证券支付的现金	0	0	360,001,845	
卖出回购证券到期回购支付的现金	0	60,764,541	229,467,434	
支付给职工以及职工支付的现金	55,114,963	47,042,172	53,599,387	35,007,659
以现金支付的营业费用	79,853,797	87,695,751	93,791,550	71,785,285
支付的营业税金及附加	14,715,995	12,103,357	18,805,722	9,293,745
支付的所得税款	586,272	149,564	114,889	3,908,285
支付的其他与经营活动有关的现金	222,850,221	270,877,940	450,375,252	333,444,980
现金流出小计	399,861,415	595,241,760	1,230,914,942	942,414,322
经营活动产生的现金流量净额	1,924,482,983	(4,723,710)	358,559,888	(667,242,186)
二、投资活动产生的现金流量：				
收回对外投资收到的现金	0	0	1,146,820	
分得股利或利润收到的现金	0	5,347,641	1,261,926	217,186
取得债权投资利息收入收到的现金	0	113	643	797
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额	11,520	10,908,340	968,760	854,215
现金流入小计	11,520	16,256,093	3,378,149	1,072,198
权益性投资支付的现金	0	0	46,000,000	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,448,575	54,547,175	13,739,204	45,592,198
处置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金净额	3,500	11,000	29,500	227,947
支付的其他与投资活动有关的现金	15,000	0	4,708	
现金流出小计	11,467,075	54,558,175	59,773,412	45,820,145
投资活动产生的现金流量净额	(11,455,555)	(38,302,082)	(56,395,263)	(44,747,947)
三、筹资活动产生的现金流量净额				
借款收到的现金	1,825,000,000	20,238,000,000	19,076,080,000	14,624,577,000
吸收权益性投资收到的现金	0	0	800,000	
现金流入小计	1,825,000,000	20,238,000,000	19,076,880,000	14,624,577,000
偿还债务支付的现金	2,004,000,000	20,303,000,000	18,959,717,000	14,590,056,846
分配利润支付的现金	0	0	0	29,036,757
偿付利息支付的现金	13,249,606	13,853,937	13,354,860	22,153,324

现金流出小计	2,017,249,606	20,316,853,937	18,973,071,860	14,641,246,928
筹资活动产生的现金流量净额	(192,249,606)	(78,853,937)	103,808,140	(16,669,928)
四、汇率变动对现金的影响	(286,832)	(24,480)		(1,941)
五、现金净增加额	1,720,490,990	(121,904,208)	405,972,765	(728,662,002)

8. 基准日后的损益安排

基准日（2006年9月30日）起及之后东北证券的期间损益(包括但不限于可分配利润或实际发生的亏损)均由存续公司享有或承担。

9、东北证券的盈利预测审核情况

东北证券根据2006年经营计划及2003、2004、2005年度和2006年1-9月的经营业绩作为基础，对2006年—2008年盈利情况作出了预测：

预测 2006 年度东北证券净利润为 9176.4 万元，其中 2006 年 1 至 9 月东北证券经审计已实现净利润为 7107.93 万元，2006 年 10 至 12 月东北证券预测净利润为 2068.47 万元；2007 年度预测净利润为 12,005.31 万元，2008 年度预测净利润为 15,453.26 万元。

中鸿信建元会计师事务所有限公司出具了中鸿信建元审核字（2006）第[2185]号审核报告，对东北证券编制的2006—2007年度盈利预测进行了审核并认为“该盈利预测所依据的基本假设已充分披露，没有证据表明这些假设是不合理的；盈利预测已按照确定的编制基础编制，所选用的会计政策与东北证券实际采用的相关会计政策一致。”

实际上，东北证券2006年实际业绩为120,985,977.65 元，超出预测值近30%，2007年一季度，东北证券已实现净利润接近全年的预测值。

10、《吸收合并协议》的主要内容

（1）对价支付

锦州六陆拟新增股份 247,578,040 股，以换取东北证券股东享有东北证券的全部股东权益（包括亚泰集团以对东北证券的 2 亿元次级债转增的对东北证券的出资）。

（2）合并程序

①合并方案

本次合并采取锦州六陆新增股份吸收合并东北证券的方式进行，合并完成后，

锦州六陆为存续公司，东北证券注销。

东北证券的股东成为合并后锦州六陆的股东，东北证券注销；锦州六陆的名称变更为“东北证券股份有限公司”；锦州六陆的住所变更为吉林省长春市自由大路 1138 号。

锦州六陆的经营范围变更为“证券（含境内上市外资股）的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；证券的自营买卖；证券的承销（含主承销）；客户资产管理；证券投资咨询（含财务顾问）；中国证监会批准的其他业务”。

锦州六陆就吸收合并事宜召开股东大会时，应一并修改公司章程，并按照法律法规的要求选举新的董事会、监事会成员以及聘任高级管理人员，该等人员的任命于新增股份登记日或监管部门认可的日期生效。

锦州六陆将通过必要的法定程序，使存续公司拥有与原东北证券相同的各项证券许可资质。

②资产交割

东北证券的全部资产过户至锦州六陆名下，双方将办理相关必要资产转移手续，并对转移财产清单进行签署确认。

③人员转移安排

锦州六陆接收东北证券的全部员工，东北证券在册员工的劳动合同关系由存续公司直接承继。

④修改章程、选举新的董事会、监事会成员以及聘任高级管理人员

锦州六陆就吸收合并事宜召开股东大会时，应一并修改公司章程，并按照法律法规的要求选举新的董事会、监事会成员以及聘任高级管理人员，该等人员的任命于新增股份登记日或监管部门认可的日期生效。

⑤债权人通知和公告

锦州六陆和东北证券应根据相关法律及各自章程的规定，就吸收合并及时履行债权人通知和公告程序。债权人要求清偿债务或者提供相应担保的，锦州六陆应当对锦州六陆的债权人清偿债务或者安排中油锦州提供相应的担保，东北证券应当对东北证券的债权人清偿债务或者安排第三方提供相应的担保。

（3）过渡期间损益安排

基准日起及之后，东北证券的期间损益（包括但不限于可分配利润或实际发生的亏损）均由存续公司享有或承担。

（4）资产保全的安排

东北证券承诺自基准日起至新增股份登记日期间，除正常业务经营外，不会发生或变更任何重大债务，不会处置任何重大资产，不会发生任何重大对外投资，

不会放弃或转让任何重大权利或要求。

(5) 协议的生效与终止

①协议生效条件

在下述先决条件全部满足之后，协议正式生效：

有关本次股份回购的议案已经按照公司法及其它相关法律、公司章程及议事规则之规定经本协议锦州六陆和中油锦州各自的股东大会或权力机构审议通过；

本协议项下锦州六陆吸收合并东北证券的议案已经按照公司法及其它相关法律、公司章程及议事规则之规定经锦州六陆与东北证券各自的股东大会或股东会审议通过；

有关股份回购及吸收合并后锦州六陆资本公积金转增股本的议案已经按照公司法及其它相关法律、公司章程及议事规则之规定，经锦州六陆的股东大会审议通过。

有关锦州六陆股权分置改革方案的议案已经按照公司法及其它相关法律、公司章程及议事规则之规定经锦州六陆的股东大会（暨相关股东会议）审议通过；

《定向回购股份协议》项下的股份回购获得国务院国资委批准及中国证监会审核无异议；

锦州六陆吸收合并东北证券获得中国证监会的核准。

亚泰集团对东北证券的增资获得中国证监会的批准并豁免其要约收购锦州六陆股份的义务。

本次吸收合并协议约定的任何一项先决条件未能得到满足，本协议自始无效，双方各自承担因签署及准备履行本协议所支付之费用，且双方互不承担责任。

②协议终止条件

若锦州六陆存在任何违反本协议中包含的其任何陈述、保证、承诺或其他协议之行为，且该违约行为对合并具有重大影响且未能在东北证券向锦州六陆发出书面通知后的 30 日内得到纠正，东北证券有权终止本协议并要求锦州六陆承担法律责任。

若东北证券存在任何违反本协议中包含的其任何陈述、保证、承诺或其他协议之行为，且该违约行为对合并具有重大影响且未能在锦州六陆向东北证券发出书面通知后的 30 日内得到纠正，锦州六陆有权终止本协议并要求东北证券承担法律责任。

四、与本次交易有关的其他重大事项

1. 亚泰集团次级债转股

东北证券与吉林省国有资产经营管理有限责任公司（以下简称“吉林国资公司”）于 2006 年 3 月 28 日签署《次级债务合同》，向吉林国资公司借入 2 亿元 5 年期无息次级债。2006 年 11 月 1 日东北证券第二大股东亚泰集团股份有限公司经与吉林国资公司签署了《次级债务转让合同》，同意出资 2 亿元承接吉林国资公司持有的上述 2 亿元次级债及相关的其他权益。2006 年 11 月 18 日经东北证券股东会批准，同意亚泰集团将上述 2 亿元次级债转为对东北证券的出资；2006 年 12 月 2 日亚泰集团 2006 年第 4 次临时股东大会审议通过承接次级债并转为出资；2007 年 2 月 1 日中国证监会《关于东北证券有限责任公司增资扩股的批复》（证监机构字【2007】38 号）批准亚泰集团将其持有的 2 亿元次级债转为对东北证券的出资。

这笔次级债是在东北证券经营十分困难、流动性几近枯竭的情况下借入的，对东北证券克服经营困难、安然度过生存危机、并最终获得规范类证券公司资格都起着十分重要的作用。目前，次级债带来的资金已成为东北证券经营中不可或缺的一部分，且这部分资金并不需要支付利息，因而，资金性质更类似于股权。次级债转股后，不仅这部分资金不存在未来巨额现金流出的压力，而且提升了东北证券的承债能力、有助于利用财务杠杆有效扩大资金规模和拓展业务空间，对东北证券未来的发展同样具有十分重要的意义。故而，次级债及其转股的这种重要作用在东北证券估值中均有适当体现。

2、东北证券的资产变化情况

合并基准日 2006 年 9 月 30 日，按照中鸿信建元会计师事务所有限公司出具的中鸿信建元审字（2006）第[2186]号审计报告，东北证券应收款项余额为 404,791,350，占经审计净资产 468,505,795 元的 86.4%，按照会计报表附注：东北证券在 9 月 29 日与股东长春长泰热力经营有限公司签署协议，将与上海吴淞路证券营业部原负责人赵正斌涉嫌非法吸收公众存款事件中已垫付的资金 61,288,122.82 元及其他预期资金补偿且因此事项与东北证券所属营业部密切相关需由东北证券垫付款项一并作价 1.2 亿元转让给长泰热力，该笔款已全额收到。该项交易为重大关联交易，但不损害其他非关联方股东利益。

除 1.2 亿元之外的其他应收款项，按照六合正旭评报字(2006)第 086 号评估报告，东北证券应收帐款净额被评估减值 104,548,695.61 元，评估的应收帐款余额为 300,179,558.28 元。其他应收款管理层专项说明如下：“已扣押相关资产的应收款项 5,032 万元；正在办理产权关系应转入固定资产(房屋)的应收款项 2,915 万元；应收原新华证券公司清算组 1,927 万元，将于近期由原新华证券公司清算组及中国登记结算公司归还；公司下属子公司对外应收款项 2,957 万元，到期后

可全部收回；公司总部及下属各业务总部、41家营业部发生的其他应收款项5,364万元，可于近期收回现金或取得发票后形成固定资产及无形资产。”

3、锦州六陆定向回购暨吸收合并后，以资本公积金向全体股东转增股份，除原流通股东以外的其他股东将部分转增股份送予原流通股东作为对价

锦州六陆定向回购注销中油锦州所持股份并吸收合并东北证券后，公司以资本公积金向全体股东转增股份，每10股转增8股，转增后股本总额为581,193,135股。除原流通股股东外的其他股东（包括原东北证券的全体股东及原锦州六陆除中油锦州之外的非流通股股东）将部分转增股份送予原流通股股东作为对价，相当于流通股股东每10股转增12股，除原流通股股东外的其他股东每10股转增6.9144股。上述方案实施后，原流通股股东持股151,634,307股，占股本总额的26.09%；原东北证券的全体股东持股418,763,464股，占股本总额的72.05%；原锦州六陆除中油锦州之外的非流通股股东持股10,795,364股，占股本总额的1.86%。该方案相当于流通股每10股获送2.22股。

锦州六陆的定向回购暨吸收合并与股权分置改革相结合，因此定向回购股份并注销、吸收合并东北证券、资本公积金转增股份且原流通股东以外的其他股东将部分转增股份送予原流通股股东这三个步骤是紧密联系在一起的一个整体，在本次股权分置改革中均占有同等重要的地位，三者缺一不可。

4、公司章程修改及董事会、监事会衔接

锦州六陆就吸收合并事宜召开股东大会时，应一并修改公司章程，并按照法律法规的要求选举新的董事会、监事会成员以及聘任高级管理人员，该等人员的任命于新增股份登记日或监管部门认可的日期生效。

5、非流通股股东的承诺事项

本次吸收合并完成后，东北证券原股东通过吸收合并所持存续公司的股份将变更为有限售条件的流通股，持有合并后存续上市公司5%以上股份的东北证券原股东亚泰集团、吉林省信托投资有限责任公司、长春长泰热力经营有限公司、长春房地（集团）有限责任公司已分别承诺自锦州六陆股权分置改革方案实施之日起，在36个月内不转让所持有的公司股份；在吸收合并后持有存续上市公司5%以下的东北证券原股东已承诺按照股权分置改革的相关规定，自锦州六陆股权分置改革方案实施之日起，在12个月内不转让所持有的公司股份。

原锦州六陆除中油锦州外的非流通股股东承诺遵守法律、法规和规章的规定，履行法定承诺义务。

本次股权分置改革方案实施后，有限售条件的股份可上市流通预计时间如下表所示：

序号	股东单位名称	可上市流通股份数额	可上市流通时间
1	吉林亚泰（集团）股份有限公司	178,482,728	R+36 个月
2	吉林省信托投资有限责任公司	133,893,039	R+36 个月
3	长春长泰热力经营有限公司	59,471,014	R+36 个月
4	长春房地（集团）有限责任公司	32,709,058	R+36 个月
5	中钢集团吉林炭素股份有限公司	5,947,101	R+12 个月
6	长春市热力（集团）有限责任公司	5,947,101	R+12 个月
7	吉林省交通投资开发有限公司	1,403,516	R+12 个月
8	吉林省宏大煤炭物资有限责任公司	350,879	R+12 个月
9	吉林省吉丰煤炭经贸有限责任公司	350,879	R+12 个月
10	吉林省国际信托投资有限责任公司清算组	208,149	R+12 个月
11	锦州商银艺术装璜总公司	4,880,096	R+12 个月
12	秦皇岛市信托投资公司	2,218,226	R+12 个月
13	锦州市瑞通服务公司	2,218,226	R+12 个月
14	锦州市商业房屋开发公司	1,478,816	R+12 个月

6、东北证券现有未决诉讼的情况

东北证券最近三年涉及的未决重大诉讼事项已在《定向回购暨吸收合并报告书》中披露。根据东北证券提供的材料，具体情况如下：

（1）东北证券与吉林省城乡建设开发总公司拖欠债券款纠纷案

1996 年，吉林省证券有限公司与吉林省城乡建设开发总公司签订代理发行债券合同。经吉林省法院判决生效，判令吉林省城乡偿付以上款项计 1,500 万元。2004 年 12 月 31 日，法院裁定将省城乡所有的亿利达乐园的房屋所有权（面积 17431 平方米）以 2,780 万元抵偿债务。目前该房产已计入东北证券固定资产核算。

（2）东北证券与沈阳东宇药业有限公司、沈阳东宇房地产开发有限公司借款合同纠纷案

东北证券为沈阳东宇药业有限公司于 2001 年在华夏银行 4,500 万元借款承担

保证责任。在执行过程中收回资金 315 万元，尚有 4,185 万元已于 2006 年 11 月与被执行人和解，并签订以房抵债协议，有相应价值的房产可供执行，即将进行处置，预计不会发生坏帐损失。

(3) 吉林金马医药有限公司诉东北证券委托理财合同纠纷案

东北证券于 2001 年 4 月与吉林金马医药有限公司签订《资金委托管理协议书》，约定委托理财资金共 3 亿元。2004 年 4 月，吉林金马医药有限公司向人民法院提起诉讼，判决东北证券返还 5,130 万元及利息。2006 年终审判决生效后，东北证券已自动履行。东北证券已将该案损失在 2006 年 9 月 30 日前全额入账，不会对东北证券合并基准日及其以后的财务状况构成影响。

(4) 江苏东恒国际集团有限公司投资顾问分公司诉东北证券有限责任公司侵权纠纷案

江苏东恒于 2006 年 1 月以其他合同纠纷为由向江苏省南京市中级人民法院提起诉讼，主要理由为：2004 年 2 月 3 日，江苏东恒与江苏正铨投资管理有限公司、新华证券南京瑞金路营业部清算组、新华证券清算组因委托国债投资协议纠纷案诉诸法院，并经判决确认江苏正铨在新华证券南京瑞金路营业部 20292 账户资金及股票归江苏东恒所有。因各被告未能履行还款义务，江苏东恒以东北证券有限责任公司南京瑞金路营业部拒不履行协助义务，并擅自使用和处分 20292 账户资金和股票为由，要求东北证券有限责任公司及南京瑞金路承担赔偿责任。

事实上，东北证券处置该账户证券资产前该账户资金余额即为 1,783 万元。东北证券是在 2003 年 12 月 16 日至 2004 年 1 月 14 日受新华证券清算组委托处置涉案账户证券资产，且处置涉案账户证券资产变现资金额仅为 1,128 万元。

案件于 2006 年 6 月 20 日开庭审理，2006 年 10 月 9 日该院做出（2006）宁民二初字第 10 号民事判决书，认定东北证券存在不当处分客户证券及无偿接受新华证券资产的问题，并判决东北证券有限责任公司赔偿原告 2,924 万元及利息。东北证券已提起上诉，并聘请律师风险代理，主要针对东北证券并非无偿接受新华证券资产问题、也不存在不当处分客户证券行为进行举证和论述。

目前东北证券银行存款被冻结 2,970 万元，尚未扣划。新华证券清算组承诺如果东北证券因本案败诉而依法负有向江苏东恒的给付义务，新华证券清算组承担该笔债务。东北证券未对南京东恒案计提相关准备。

(5) 东北证券有限责任公司诉中国农业银行太原市水西关支行储蓄存款合同纠纷案

2005 年 4 月 15 日，农行太原水西关支行从东北证券客户交易结算资金账户 1115 账户转入新华证券清算组 1703 账户资金 790 万元，并协助有关法院将该款项扣划。东北证券向太原市法院提起诉讼，要求农行太原水西关支行返还上述资金，太原市法院判决驳回东北证券诉讼请求。东北证券提出上诉，山西省法院判决维持原判决。

此案导致东北证券银行存款被扣划 790 万元，计入应收款项核算。新华证券清算组已承诺协调中国人民银行通过再贷款予以解决。东北证券依据会计制度的规定按 5%计提了坏账准备。

(6) 东北证券与珠海国际信托投资公司资金拆借合同纠纷案

1996 年延边证券（后被东北证券收购）拆借资金 1,064.7 万元给珠海国投。东北证券于 1998 年向吉林省高级人民法院起诉。判决生效后已执行回人民币 500 万元。东北证券已于 1998 年将珠海国投的两家营业部的转让经营权查封。因最高人民法院和中国人民银行联合下发暂时中止 21 家信托公司（含珠海国投）的诉讼、执行，东北证券与珠海国投协商以营业部托管的形式归还余款 564.7 万元，目前已进行多次沟通，并在一些问题上达成一致。如果不能协商一致，东北证券已于 2006 年 8 月 10 日将珠海国投的四家营业部 2006 年 8 月 20 日至 2007 年 1 月 18 日期间的经营利润查封，也能保证执行回余款。

目前尚有 564.7 万元（含利息）欠款未清回，东北证券在应收款项中挂账 535 万元。因该应收款项收回是有保障的，东北证券依据会计制度的规定按 15%计提了坏账准备。

(7) 东北证券诉广东江门国际信托投资公司债券回购纠纷案

1995年东北证券前身吉林省证券有限责任公司与广东江门国际信托投资公司进行场外国债回购312万元，到期未收回。东北证券向长春市南关区法院提出支付令申请，南关区法院以（1997）南经督字第118号支付令令广东江门国投支付欠款280万元并予执行，查封了江门国投证券营业部经营转让权。在执行过程中，广东江门同投下属营业部由广发证券股份有限公司托管。东北证券已与江门国投达成以营业部抵债150万元的协议。同时，东北证券将依据（1997）经执字第789号裁定书执行江门国投所有的广东甘化发起人法人股792000股，能执行回其余欠款。

目前东北证券应收款项挂账312万元。因该应收款项的收回是有保障的，东北证券依据会计制度的规定按15%计提了坏账准备。

（8）东北证券与吉林省北方和平实业股份有限公司借款合同纠纷案

1999年东北证券有限责任公司为吉林省北方和平实业有限公司承担保证责任，2002年东北证券有限责任公司被执行人民币1,547万元。2003年东北证券有限责任公司提出追索，并经长春市南关区法院判决该公司向东北证券有限责任公司支付上述款项。目前案件正在长春市中级人民法院执行中，已查封被执行人所有的位于长春市重庆路15号的和平大世界二楼西侧722.19平方米的房产及一套机器设备。

上述款项东北证券已核销1,200万元，尚余应收款347万元，东北证券依据会计制度的规定按15%计提了坏账准备。东北证券执行回的资产变现后不会产生损失。

经核查，东北证券现有未决诉讼未全额计提准备的证据存在，计提比例符合公司会计政策，以上未决诉讼涉及的资产，对东北证券资产负债表不构成重大影响。

五、本次交易前后锦州六陆股本变化情况

本次交易是与锦州六陆股权分置改革相结合，前后总共包括三个步骤：定向回购股份并注销；以新增股份吸收合并东北证券；资本公积金转增股本、原流通股股东以外的其他股东将部分转增股份送予原流通股股东，假设本次交易全部完成，锦州六陆股本变化情况如下表：

序号	股东单位名称	目前		股改后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	吉林省信托投资有限责任公司	0	0.00%	133,893,039	23.04%
2	吉林亚泰(集团)股份有限公司	0	0.00%	178,482,728	30.71%
3	长春长泰热力经营有限公司	0	0.00%	59,471,014	10.23%
4	长春房地(集团)有限责任公司	0	0.00%	32,709,058	5.63%
5	中钢集团吉林炭素股份有限公司	0	0.00%	5,947,101	1.02%
6	长春市热力集团有限责任公司	0	0.00%	5,947,101	1.02%
7	吉林省交通投资开发有限公司	0	0.00%	1,403,516	0.24%
8	吉林省宏大煤炭物资有限责任公司	0	0.00%	350,879	0.06%
9	吉林省吉丰煤炭经贸有限责任公司	0	0.00%	350,879	0.06%
10	吉林省信托投资有限责任公司清算组	0	0.00%	208,149	0.04%
11	中国石油锦州石油化工公司	86,825,481	53.55%	0	0
12	锦州商银艺术装璜总公司	2,885,172	1.78%	4,880,096	0.84%
13	秦皇岛市信托投资公司	1,311,442	0.81%	2,218,226	0.38%
14	锦州市瑞通服务公司	1,311,442	0.81%	2,218,226	0.38%
15	锦州市商业房屋开发公司	874,294	0.54%	1,478,816	0.25%
16	流通 A 股	68,924,685	42.51%	151,634,307	26.09%
	合计	162,132,516	100.00%	581,193,135	100.00%

锦州六陆股改前后股份类别情况：

股份类别	股权分置改革前	
	股份数量(股)	占总股本比例
未上市流通股份合计	93,207,831	57.49%
流通股份合计	68,924,685	42.51%
	股权分置改革后	
	股份数量(股)	占总股本比例
有限售条件流通股	429,558,828	73.91%
无限售条件流通股	151,634,307	26.09%

六、本次交易风险因素

（一）中国证监会不予核准的风险

本次交易存在以下审批风险：

（1）锦州六陆拟以全部资产及负债扣除 1000 万元现金后作为对价回购中油锦州持有的锦州六陆 53.55%非流通股份，根据 105 号文规定，应当提请中国证监会核准。

（2）锦州六陆以新增股份吸收合并东北证券以及东北证券业务资质的承接等问题，尚需要获得中国证监会等监管部门核准或批准。

（3）锦州六陆以新增股份吸收合并东北证券，导致亚泰集团持有合并后锦州六陆 32.68%股权，触发全面要约收购义务，尚需获得证监会的豁免。

（二）国资委不予批准的风险

锦州六陆以全部资产及负债扣除1000万元现金后作为对价回购中油锦州持有的53.55%非流通股股份，需国务院国资委批准。目前，国资委已批准该项交易。

（三）本次交易未获临时股东大会暨相关股东会议审议通过的风险

锦州六陆关于本次交易的议案需提交2006年第一次临时股东大会暨相关股东会议审议。

根据有关法律规定，锦州六陆本次定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券的议案需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，能否顺利通过存在不确定性。

2007年1月15日第一次临时股东大会已审议通过本次交易方案。

（四）股权分置改革方案未获临时股东大会暨相关股东会议审议通过风险

锦州六陆股权分置改革方案须经临时股东大会暨相关股东会议参加表决的

全体股东所持股份的三分之二以上通过，还需全体参会流通股股东所持表决权的三分之二以上通过，若本次临时股东大会暨相关股东会议未能审议通过股权分置改革方案，则锦州六陆仍将保持现有的股权分置状态，同时本次交易也将相应终止。

2007年2月5日，股权分置改革方案已经获得第二次临时股东大会暨相关股东会议审议通过。

（五）行业和竞争风险

本次交易完成后，锦州六陆将从事证券业务，主营业务完全转变。我国证券市场发展仍然处于初期阶段，相关制度仍在完善中，证券市场的波动较大。而我国证券公司的经营状况对证券市场行情及其走势有较强的依赖性，证券市场的短期波动将对经纪业务、承销业务、自营业务和资产管理业务都造成直接影响，并产生叠加效应，从而放大证券公司的经营风险。证券市场行情受国民经济发展速度、宏观经济政策、利率、汇率、行业发展状况以及投资心理等诸多因素影响，存在一定的不确定性，因此，证券公司存在因证券市场波动而导致收入和利润不稳定的风险。

东北证券是一家中等规模证券公司，目前业务以经纪业务和投行业务为主，规模化和多元化程度都不够，而经纪和投行业务又都以中小客户为主，其受市场波动的影响更大。未来创新业务将是证券公司提升竞争力的有力武器，而东北证券除金融期货业务准备较为充分，并购业务开始起步外，其他业务的创新能力尚未显现，虽然公司利用自身的研究优势，已对创新做了理论上的准备，但尚未转化为现实的生产力，我们认为创新能力不足将对东北证券后续业务的开展带来不利影响。另一方面，以广发证券、海通证券为代表的大型证券公司通过并购和托管加强了向东北地区的渗透，对东北证券的区域竞争优势构成了直接威胁。

证券行业是特许经营行业，证券公司的经营行为受到《公司法》、《证券法》以及《证券公司风险控制指标管理办法》等法律法规的严格规范和中国证监会等监管部门的严格监管。在经营证券业务时，若本公司违反上述相关法律、法规和政策的规定，将受到监管机构罚款、限制或暂停部分业务活动、责令停业整顿、撤销业务许可等行政处罚；此外，证券公司在经营承销、经纪和资产管理等业务

时，存在由于相关业务操作不当或违规引发民事诉讼而承担连带责任的风险。

(六) 盈利预测受到新会计准则影响不能完成的风险

东北证券已编制 2007 年、2008 年的盈利预测，该盈利预测已经经过中鸿信建元会计师事务所有限公司审核并出具了中鸿信建元审字（2007）第[2009]号审核报告。该盈利预测是以东北证券既有的经营计划及近 3 年的经营业绩为基础、在特定假设条件下做出的，但该等假设条件存在一定的不确定性，因此盈利预测能否实现具有一定不确定性；根据财政部 2006 年 2 月 15 日发布的《企业会计准则—基本准则》以及 38 项具体准则，东北证券将于 2007 年 1 月 1 日起执行新企业会计准则，执行新的会计准则将加大存续公司业绩的波动幅度。

(七) 与资产相关的风险

按照六合正旭评报字(2006)第 086 号评估报告，东北证券 2006 年 9 月 30 日应收帐款余额为 300,847,883.28 元，虽然绝大部分应收款项均已扣押了相关资产作保证或到期可收回，但毕竟应收款余额较大，这些资产未来一旦发生减值，对存续公司资产和权益的影响较大。

(八) 债权人权利保障风险

按照《公司法》规定，锦州六陆回购股权，以及锦州六陆吸收合并东北证券，需要公告债权人，债权人有权要求提前清偿债务或提供相应担保。

锦州六陆债权人的权利保障，由中油锦州做出承诺：如果有债权人提出提前清偿债务或提供相应担保，中油锦州将代为履行清偿或担保责任。

东北证券债权人如果要求提前清偿债务或提供相应担保，东北证券需要清偿债务或者安排第三方提供相应的担保。如果部分债权人提出债务清偿要求（主要指其他应付款科目余额），将对东北证券资产负债结构带来不利影响，从而影响到存续公司。

锦州六陆及东北证券均已按照法定程序履行债权人公告义务，在公告后 45 日内，没有债权人提出清偿债务或提供担保的要求。

(九) 股价波动风险

中国证券市场尚在发展规范中，证券市场价格有时会出现非理性波动，上市公司股票价格在一定程度上可能与上市公司实际投资价值相背离，广大投资者需正视这种风险。

七、对非关联股东权益保护的特别设计

1. 关联股东回避表决

由于本次定向回购股份暨吸收合并东北证券构成锦州六陆与中油锦州之间的关联交易，锦州六陆股东大会上中油锦州回避表决相关议案，其所持表决权不计入有效表决权。

2. 股东大会催告程序

本次交易锦州六陆将在股东大会召开前以催告方式敦促全体股东参加股东大会。

3. 董事会征集投票权

本次交易将由锦州六陆董事会向锦州六陆非关联股东征集股东大会投票权，以充分保障非关联股东的利益，详细情况请见公司董事会发布的征集投票函。

第五节 独立财务顾问意见

一、基本假设

本独立财务顾问对本次交易发表意见基于以下假设条件：

- 1、交易各方所提供的资料真实、准确、完整，不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；
- 2、交易各方遵循诚实信用的原则，协议得以充分履行；
- 3、国家现行的法律法规和政策无重大变化；
- 4、交易各方所在地区的社会、经济环境无重大变化；
- 5、本次交易能够如期完成；
- 6、无其它不可抗力因素造成的重大不利影响

二、本次交易对上市公司的影响分析

(一)本次交易构成重大资产重组

锦州六陆本次定向回购股份置出扣除1000万元现金后的全部资产和全部负债，经过经辽宁天健会计师事务所出具的辽天会证审字（2006）902号审计报告，锦州六陆总资产548,930,465元，定向回购股份的交易总资产为538,930,465元，占锦州六陆2006年9月30日总资产的98.18%；锦州六陆本次吸收合并东北证券2006年9月30日审计后的全部资产及负债，经过具有证券从业资格的北京六合正旭资产评估有限公司的评估（六合正旭评报字(2006)第086号评估报告），东北证券交易总资产为4,914,298,787元，占锦州六陆总资产的895.25%。

根据105号文和深交所的有关规定，本次交易构成锦州六陆重大资产重组行为，需报中国证监会核准。

(二)本次交易对于锦州六陆业务及未来经营业绩的影响

本次交易完成后，将对锦州六陆的业务、资产质量及盈利能力等方面产生一系列重大影响。

1、主营业务将发生重大变化

本次交易完成后，锦州六陆主营业务将从石油及石油制品的销售、仓储、管输；化工产品生产及仓储；粮油加工及仓储；二氧化碳制造等业务转变为以证券类金融业务为主，主营业务范围变为：证券（含境内上市外资股）的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；证券的自营买卖；证券的承销（含主承销）；客户资产管理；证券投资咨询（含财务顾问）；中国证监会批准的其他业务。

2、有助于改善运营效率，提高盈利能力

根据锦州六陆已披露的信息，2003—2005年度财务报告以及2006年9月30日审计报告，实现的净利润分别为1046.71万元、1500.20万元、1732.35万元和1421.59万元，对应的净资产收益率分别为2.34%、3.28%、3.69%、2.96%，从收益率指标看，远低于A股市场平均水平。

锦州六陆的主营业务有三大部分：原油和成品油的仓储、管输；化工业务；油品的终端销售。按照锦州六陆的盈利预测和说明：中国石油天然气集团公司对中油锦州“十一五”期间的定位是不再加大炼量，以化工深化加工为主，做精做细，可见锦州六陆的油品仓储业务未来三年内不会有增长；我国限制成品油出口的政策，将影响公司的成品油业务，因而，预期未来锦州六陆的主营业务将呈下降趋势。原油价格在高位运行，油品资源紧张，终端销售的利润率难以超过目前的水平；化工原材料价格维持在较高水平，化工业务利润率难有提高。综上所述，锦州六陆未来三年内的盈利水平将是平稳中略有下降的趋势。

本次拟置入的东北证券为规范类券商，在东北的区域优势显著，其全部资产和业务一并进入上市公司，届时锦州六陆盈利能力将大幅提高。根据中鸿信建元会计师事务所出具的东北证券盈利预测审核报告—中鸿信建元审核字（2006）第[2185]号，东北证券2006年—2008年预计可实现净利润分别为9176.4万元、12005.31万元、15453.26万元，而根据锦州六陆给出未经审核的盈利预测报告，锦州六陆2006年度—2008年度的净利润分别为1418万元、1091万元、1178万元，由此可以认为东北证券未来的净利润水平远高于锦州六陆。

本次交易后存续公司的盈利能力提升，证券行业的成长性显著高于锦州六陆

目前的石油储运业，存续公司收益率指标、每股收益指标都有显著好转。

3、本次交易符合上市公司及全体股东利益

本次交易属于关联交易，履行了相应程序；股份回购所涉及的拟置出资产经过了具有证券从业资格的审计机构和评估机构的审计及评估；吸收合并拟置入的资产经过了具有证券从业资格的评估机构（六合正旭评报字(2006)第086号评估报告）和审计机构（中鸿信建元审字（2006）第[2186]号审计报告）的评估审计，并出具了会计师审核的模拟财务报表和盈利预测报告（中鸿信建元审阅字（2006）第[2184]号、中鸿信建元审核字（2006）第[2185]号）。本次交易遵循了公平、公正的原则，符合上市公司及全体股东的利益。

4、本次交易有利于上市公司的长远发展

如果本次交易顺利实施并完成，则锦州六陆将成为一家综合类证券公司，承接东北证券全部资产和业务，而东北证券是有区域优势的规范类证券公司，且已建立起了相对完善的管理体系和风险控制机制，因而本次交易有利于公司的长远发展。

（三）本次交易构成关联交易

由于中油锦州持有锦州六陆86,825,481股非流通股，占锦州六陆总股本的53.55%，是锦州六陆的控股股东，锦州六陆以经审计评估的全部资产及负债扣除1000万元现金后定向回购中油锦州持有锦州六陆的86,825,481股非流通股构成关联交易。作为关联股东，与本次交易相关的其他议案，也全部构成关联交易，中油锦州在股东大会相关议案审议时均已回避表决。

三、本次交易涉及的资产产权清晰，不存在债权债务纠纷的情况

锦州六陆对本次交易拟用于定向回购股份的资产拥有合法的所有权和处置权，在该等资产上不存在重大产权纠纷或潜在争议。与本次交易有关的债务转移已取得部分债权人的同意，对于未能转移的债务，中油锦州承诺以其资产承担偿

还责任。

本次拟吸收合并的东北证券的股权及资产不存在重大产权纠纷或潜在争议，按照德恒律师事务所出具的法律意见书，东北证券的资产及债权的转移，不存在实质性障碍，本次交易获得相关批准后，尽快启动资产过户的相关程序。

东北证券目前部分股权处于质押状态，北京市德恒律师事务所《关于锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司回购非流通股及吸收合并东北证券有限责任公司之补充法律意见书（二）》中认为：“由于质权人已经同意解除相关股权质押，因此该等股权质押情况不会对本次回购及吸收合并造成法律障碍。”

另外，中油锦州承诺：

1、中油锦州及关联方不存在《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》证监发（2003）56号规定的占用锦州六陆资金的情况，不存在侵害锦州六陆利益的其他情形，也不存在锦州六陆为本公司提供担保的情况。

2、截至承诺函出具之日，中油锦州所持有的锦州六陆的股份不存在质押、司法冻结等情形，并保证股权分置改革完成前不会发生对所持有的锦州六陆的股份进行质押、司法冻结的情形。

3、按照德恒律师事务所出具的法律意见书，锦州六陆的资产及债权的转移，不存在实质性障碍，本次交易获得相关批准后，尽快启动资产过户的相关程序。

四、上市公司资金、资产被实际控制人或其它关联人占用,为实际控制人提供担保情况

截止本独立财务顾问报告书签署日，锦州六陆不存在上市公司资金、资产被实际控制人或其他关联人占用等情形，也不存在上市公司为控股股东、实际控制人提供担保等情形。

本次交易完成后，存续公司不存在资金、资产被实际控制人或其他关联人占用等情形，也不存在存续公司为控股股东、实际控制人提供担保的情形。

五、上市公司在最近 12 个月内所发生重大购买、出售、置换资产情况的说明

在本独立财务顾问报告书签署日前12个月内，锦州六陆未发生重大购买、出售、置换资产的交易行为。

六、本次交易后上市公司独立性的说明

本次吸收合并的资产为东北证券的全部资产和业务，吸收合并完成后，上市公司仍具有独立经营能力：

1、人员的独立性

本次吸收合并完成后，存续公司的总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书等高级管理人员不会在控股股东及其关联企业担任职务，不在控股股东及其关联企业领取薪酬。根据人随资产走的原则，东北证券的在岗人员将进入存续公司。控股股东将严格按照有关法律法规定行使股东权利，保持上市公司人员的独立性。

2、资产的独立完整性

本次吸收合并完成后，与石油石化相关的资产和负债被置换出锦州六陆，而东北证券现有全部资产进入存续公司，上市公司的资产具有独立性和完整性。

3、财务的独立性

本次吸收合并完成后，存续公司将拥有独立的财务部门、会计核算体系和财务管理制度，独立地在银行开户，独立纳税，上市公司能作出独立的财务决策。

4、机构的独立性

本次吸收合并完成后，存续公司将拥有独立的组织机构，控股股东的办公机构与存续公司分开，上市公司将保持机构的独立性。

5、业务的独立性

本次吸收合并完成后，存续公司将拥有完整的业务体系，存续公司能够保持业务的独立性。

6、交易完成后大股东的承诺

亚泰集团和吉林信托分别出具了承诺，承诺保证与存续公司做到人员独立、

资产独立完整、业务独立、财务独立、机构独立。

7. 亚泰集团与长春长泰热力经营有限公司、长春房地（集团）有限责任公司不存在一致行动关系

北京德恒律师事务所对此发表的核查意见是：“根据我们掌握的资料并经适当核查，尚未有明确证据表明亚泰集团与长春长泰热力经营有限公司、长春房地（集团）有限责任公司存在一致行动关系。另外，亚泰集团与长春长泰热力经营有限公司、长春房地（集团）有限责任公司均承诺：经核对有关法规、对照企业实际情况，在亚泰集团收购锦州六陆事件上，亚泰集团、长泰热力、房地集团不应被视为一致行动人，亚泰集团、长泰热力、房地集团不构成一致行动关系；如被中国证券监督管理委员会认定为构成一致行动关系，亚泰集团、长泰热力、房地集团则遵守《中华人民共和国证券法》、《上市公司收购管理办法》等法律、法规的相关规定。”

七、本次交易完成后上市公司持续经营能力说明

本次交易完成后，东北证券有限责任公司予以注销，锦州六陆承接了东北证券全部资产、负债，东北证券公司的业务、人员、经营体系、重要协议等一并进入锦州六陆。吸收合并进入上市公司后，东北证券的持续经营能力和较强的盈利能力，不会因为本次交易产生变化，交易完成后的锦州六陆具有持续经营能力。

对于证券行业，我们认为影响持续经营能力的最重要因素，是公司是否具有完善的内部控制制度，在目前证券行业监管日益完善的大环境下，东北证券通过了证券业协会规范类券商的评审，说明其内部控制制度符合《证券公司内部控制指引》的要求。另外，中鸿信建元会计师事务所对东北证券2006年内部控制的有效性进行了评审，并出具中鸿信建元审核字（2007）第[2006]号审核报告，指出了内部控制的薄弱环节和改善意见，并认为：“贵公司已建立内部控制制度体系，2006年度在环境控制、业务控制、财务控制、资金控制、电子信息系统控制的重大方面基本上保持了应有的内部控制。”

八、上市公司负债结构合理性说明

根据辽宁天健会计师事务所出具的辽天会证审字（2006）号审计报告，截止2006年9月30日，锦州六陆总资产53,947.51万元，总负债6,459.68万元，资产负债率为11.974%；根据中鸿信建元会计师事务所有限公司中鸿信建元审字（2006）第[2186]号审计报告，截止2006年9月30日，东北证券总资产491,264.21万元，总负债444,211.64万元，本次交易完成后，锦州六陆扣除1000万元现金后的原有资产负债全部被剥离，原东北证券的所有资产和负债进入到锦州六陆，东北证券整体进入锦州六陆后，按照合并基准日审计的资产负债表计算，其净资产等各项风险指标基本未发生变化，符合《证券公司风险控制指标管理办法》中规定的各项风险指标标准。本次交易全部完成后，如果存续公司以合并基准日的评估值建立期初资产负债表，则预计完成日存续公司的各项风险指标仍然符合《证券公司风险控制指标管理办法》的规定。

按照中国证监会第34号令《证券公司风险控制指标管理办法》要求，东北证券的监管指标如下：

监管指标	监管标准	按照基准日 审计值计算	按照2006年12月 31日备考报表计算	按照2007年3月31日 财务报表模拟测算
净资本/净资产	≥40%	76.5%	33%	51.81%
净资本/负债	≥8%	51.7%	99%	256%
净资产/负债	≥20%	67.6%	301%	495%
流动比率	≥100%	143%	178%	260%

九、同业竞争与关联交易

（一）同业竞争

1. 同业竞争的现状

本次交易后，锦州六陆原有业务全部转移出公司，注入的业务为证券类业务。

东北证券目前主营业务为：证券（含境内上市外资股）的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；证券的自营买卖；证券的承销（含主承销）；客户资产管理；证券投资咨询（含财务顾问）；中国

证监会批准的其他业务。

中油锦州的主营业务为：石油加工、有机化学品及催化剂、添加剂、粘合剂、高分子聚合物。

亚泰集团的主营业务为自有资金对外投资、管理；房地产开发；建材、建筑施工、供热、供汽、药品生产及经营、餐饮、住宿服务、茶叶及保健茶等系列产品生产、加工；国内贸易、物资经销（不含专营、专控和国家报批产品）、国家允许的进出口经营业务；成品油、润滑油零售。

本次交易前中油锦州与锦州六陆之间存在同业竞争。本次交易后，亚泰集团与存续公司间不存在同业竞争。

2. 避免同业竞争的承诺

本次交易完成后，为了避免和消除第一大股东亚泰集团及其关联企业与存续公司产生同业竞争问题，亚泰集团出具了承诺函。承诺内容如下：保证现在和将来不经营与存续公司相同的业务；亦不间接经营、参与投资与存续公司业务有竞争或可能有竞争的企业；保证不利用股东地位损害存续公司及其它股东的正当权益；公司全资拥有或拥有50%股权以上子公司亦遵守上述承诺，公司将促使相对控股的下属子公司遵守上述承诺。

第二大股东吉林信托与东北证券的业务，存在一定的相同和相似，吉林信托对此说明和承诺如下：

1、吉林信托的资金信托业务与存续上市公司的资产管理业务有相似之处。但存续上市公司的资产管理业务主要是利用自身的人才、技术等资源优势在证券市场中代客理财，而吉林信托的资金信托业务涉及投资的范围较为广泛，可投资金融及实业领域，且两者的管理及运用主体的不同，信托业务中的信托产品需单独管理、单独设账，不受证券市场系统风险性的影响，因此，两项业务虽然相似，但由于业务监管、账务处理、运作模式以及投资对象的不同，不构成实质性同业竞争，不会对存续上市公司的经营产生不利影响。

2、对于可以从事国债承销和交易等业务方面，吉林信托与存续公司存在一定的竞争关系，但是这些业务的竞争和交叉并没有对存续上市公司经营的独立性造成影响。

3、吉林信托与存续上市公司未来存在的业务竞争和交叉关系，是在我国金融业分业经营的特殊背景下产生的，这些业务的竞争与交叉关系不会对东北证券被吸收合并后存续的上市公司的经营产生实质性损害。为了最大限度地保证存续上市公司在公平竞争的市场环境中发展，充分保护中小股东的利益，吉林信托承诺：不利用在存续上市公司中的股东地位，损害其他股东的利益；本公司将在拟发行投资于证券市场的资金信托投资计划、从事国债承销业务前告知存续上市公司；如果吉林信托拟销售的资金信托计划与存续上市公司正在销售的受托理财产品存在竞争关系，吉林信托将在存续上市公司的受托理财产品销售完成或者销售期满后开展本公司信托计划的发行。

(二)关联交易

1、本次交易完成前的关联交易情况

本次交易完成前，锦州六陆与中油锦州之间存在关联交易，这些关联交易符合决策程序并已充分披露，并不对本次交易及存续公司构成影响。东北证券、亚泰集团及吉林信托之间，不存在关联交易情形。锦州六陆和东北证券之间，不存在关联关系。

东北证券在9月29日与股东长春长泰热力经营有限公司签署协议，东北证券将与上海吴淞路证券营业部原负责人赵正斌涉嫌非法吸收公众存款事件中已垫付的资金61,288,122.82元及其他预期资金补偿且因此事项与本公司所属营业部密切相关需由本公司垫付款项一并作价1.2亿元转让给长春长泰热力经营有限公司，东北证券已全额收到该款项。该项交易为重大关联交易，但不损害其他非关联方股东利益。

2、本次交易过程中的关联交易情况

锦州六陆定向回购中油锦州持有锦州六陆的86,825,481股非流通股，占锦州六陆总股本的53.55%，按照辽宁正和资产评估有限公司出具的辽正资评报字(2006)第058号资产评估报告以及辽宁天健会计师事务所出具的辽天会证审字(2006)号审计报告，交易价格依据审计评估后的净资产值确定为52,994.68万元。定向回购属于关联交易，股东大会表决时关联股东回避表决。吸收合并东北证券及公积

金转增股本的议案，中油锦州作为关联股东也回避表决。

3、本次交易完成后的关联交易情况

本次交易完成后，存续公司与亚泰集团、吉林信托等股东之间，不存在关联交易情形；与存续公司之子公司间也不存在关联交易情形。

4、减少和规范关联交易的承诺和措施

锦州六陆吸收合并完成后发生的关联交易将严格按照《公司章程》、《关联交易制度》等文件规定，履行必要的法律程序，依照合法有效的协议进行。

亚泰集团及吉林信托已分别向存续公司出具承诺：“对于公司及关联方将来与存续公司发生的关联交易，我公司将严格履行存续公司关联交易的决策程序，遵循市场定价原则，确保公平、公正、公允，不损害中小股东的合法权益。

十、对吸收合并对价的分析和评价

锦州六陆流通股停牌前20个交易日均价为9.29元/股，本次交易确定锦州六陆的流通股价值为9.29元/股。

根据本公司出具的《东北证券估值报告》，分别采用股息贴现法、剩余收益法、相对市值法进行了估值，并将反映市场环境因素的相对估值法和反映公司基本面的剩余权益估值法进行综合，确定东北证券的整体价值的合理区间为22.68—26.70亿元。经合并双方协商，本次吸收合并时东北证券整体价值为230,000万元人民币。

根据锦州六陆流通股的每股价值9.29元和东北证券的估值总额，确定锦州六陆为吸收合并东北证券需新增247,578,040股；本次吸收合并后，锦州六陆的股份总额将增至322,885,075股；公积金转增股份后，锦州六陆的股份总额将增至581,193,135股。

锦州六陆停牌前20个交易日均价为9.29元/股，对应的静态PE和PB分别为84.4倍和3.13倍，远高于当时证券市场的平均水平，这个价格应该已包含了对于公司重组的预期。本次吸收合并，与投资者的预期吻合，交易顺利完成对各方均有利。合并双方确定的东北证券的交易价格，在估值报告的合理价值区间内。另外，我们认为评判本次吸收合并的对价对流通股股东是否公允，最重要的是关注交易完成后，流通股股东所分享的收益，在未来年度内是否有较大改善。

按照锦州六陆2006年年度报告和东北证券经审计的年度报告，计算比较如下：

流通股股东分享收益的改善情况：按照锦州六陆和东北证券2006年财务报告及2007年、2008年的盈利预测报告（锦州六陆2007年、2008年盈利预测未经审计），本次交易前，流通股股东应分享的收益分别为618.7万元、463.8万元、500.78万元，本次定向回购暨吸收合并完成后，流通股股东应分享的收益2006年（假设交易在2006年1月1日完成）、2007年、2008年分别为2582.63万元、2562.71万元、3298.73万元，增长率分别为317%，452%，558%。全部方案完成后，流通股股东应分享的收益2006年（假设交易在2006年1月1日完成）、2007年、2008年分别为3156.54万元、3132.19万元、4031.76万元，增长率分别为410%，575%，705%。

锦州六陆重组前

单位：元

	2006	2007	2008
净利润	14,554,896	10,910,000	11,780,000
总股本	162,132,516	162,132,516	162,132,516
流通股本	68,924,685	68,924,685	68,924,685
每股收益	0.0897	0.0673	0.0726
流通股股东所占净利润	6,187,479	4,637,986	5,007,834

锦州六陆吸收合并完成后情况（假设吸收合并发生在2006年1月1日）

单位：元

	2006	2007	2008
净利润	120,985,977	120,053,100	154,532,600
回购暨吸收合并后总股本	322,885,075	322,885,075	322,885,075
流通股本	68,924,685	68,924,685	68,924,685
每股收益	0.375	0.372	0.479
流通股东所占净利润	25,826,280	25,627,143	32,987,312
较吸收合并前增长	317%	452%	558%
本次公积金转增后总股本	581,193,135	581,193,135	581,193,135
流通股本	151,634,307	151,634,307	151,634,307
每股收益	0.208	0.207	0.266
流通股东所占净利润（送股后）	31,565,453	31,322,064	40,317,826
较重组前增长	410%	575%	705%

经营稳定性和成长性的平衡：与锦州六陆目前的油品仓储管输主业相比较，合并后存续公司经营的证券行业的周期性更强，但成长性更好。正如锦州六陆在其财务预算编制说明中所提到的：中国石油天然气集团公司对锦州石化“十一五”期间的定位是不再加大炼量，以化工深化加工为主，做精做细，锦州六陆的油品仓储业务未来三年内不会有增长；但按照我们国家确立的金融产业发展政策，业内普遍认为目前是证券行业发展的黄金时期，未来5—10年证券行业将维持20%—30%的复合增长率，作为有区域优势的规范类券商，东北证券上市后维持与行业一致的增长是现实可期待的。

另外，锦州六陆的主营业务虽然与大股东之间存在关联交易，但主业盈利的稳定性很好，证券行业是周期性较强的行业，按照2006年盈利数据，锦州六陆9.29元/股的价格对应的PE为100倍，东北证券23亿元的交易作价，对应的市盈率是19.17倍，定价时两者之间存在的这种重大差异，很大程度上是补偿锦州六陆上市地位以及存续公司主业经营稳定性下降的。

本次交易全部完成后，按照东北证券的盈利预测，存续公司流通股对应的市盈率分别为20.86倍、20.97倍、16.32倍，合并后的市盈率水平更加合理。证券公司的内部控制制度在行业监管趋向严厉等环境因素推动下与时俱进，证券行业发展的外部环境改善，证券公司的经营稳定性将来会显著提高；即使盈利发生波动，

存续公司流通股股东所分享净利润比重重组前提高的确定性很大。

另外，锦州六陆原油和成品油仓储占主营业务收入的比重最大，但仅为中国石油天然气股份有限公司服务，公司与控股股东之间的关联交易数额较大，本次合并后，存续公司与股东之间，不存在重大关联交易，独立性方面有较大改善。

综上所述，本独立财务顾问认为，本次吸收合并的对价公平合理，充分考虑了所有股东利益，未有失公允。

十一、本次交易程序合法

1、本次交易聘请了具有证券期货相关业务资格的中介机构对本次交易资产进行了相应的审计、评估或估值：

(1) 辽宁天健会计师事务所有限公司会计师事务所有限公司对截止2006年9月30日锦州六陆全部资产负债进行了审计，并依法出具了审计报告；

(2) 辽宁正和资产评估有限公司对截止2006年9月30日东北证券全部资产负债进行了审计，并依法出具了审计报告；

(3) 北京六合正旭资产评估有限公司对截止2006年9月30日东北证券全部资产负债进行了评估，并依法出具了评估报告；

(4) 中鸿信建元会计师事务所有限公司对截止2006年9月30日东北证券全部资产负债进行了审计，并依法出具了审计报告；

(5) 中鸿信建元会计师事务所有限公司对东北证券有限公司2006年四季度和2007年盈利预测出具了审核报告；

(6) 国泰君安证券股份有限公司对本次交易出具了独立财务顾问报告。

2、2006年12月29日锦州六陆已与中油锦州签署了《定向回购股份协议》；2006年12月29日锦州六陆与东北证券签署了《吸收合并协议》。

3、本次交易已经获得交易各方董事会审议通过，董事会表决程序合法。

(1) 2006年12月29日，锦州六陆召开了第五届董事会第七次会议。与会董事审议了《关于锦州六陆股份有限公司定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券有

有限责任公司的议案》。因本次交易属关联交易，关联董事回避表决，独立董事出具了《关于锦州六陆股份有限公司定向回购股份暨吸收合并东北证券有限责任公司的意见》。公司董事会一致表决通过，同意本次交易待提交公司股东大会审核通过后，报中国证监会审核；

(2)2006年11月21日，中油锦州审议并通过了本次定向回购股份的相关议案。

(3)2006年11月12日，东北证券召开了第三届董事会第2次会议。与会董事审议了关于锦州六陆股份有限公司以新增股份吸收合并东北证券有限责任公司的相关议案。公司董事会一致表决通过，同意本次交易待提交公司股东会审核通过后，报中国证监会审核。

十二、本次交易后上市公司仍符合上市条件

深圳证券交易所于2006年8月30日发布的《〈深圳证券交易所股票上市规则〉有关上市公司股权分布问题的补充通知》通知规定：“一、上市公司股权分布发生变化不再具备上市条件是指：社会公众持有的股份低于公司股份总数的25%，公司股本总额超过人民币4亿元的，社会公众持股的比例低于10%。二、社会公众不包括：（一）持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人；（二）上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。”

本次股权分置改革完成后，上市公司总股本为581,193,135股，其中社会公众股东所持股份为209,228,584股，占本公司总股本的36.00%。

因此，本次股权分置改革完成后上市公司仍满足上市条件。

十三、对本次交易总体评价

经过对本次交易有关资料的审慎核查和专业判断，并在本独立财务顾问报告书所依据的基本假设成立的情况下，本独立财务顾问认为：

1、本次交易所涉的资产，均已经过具有证券从业资格的会计师事务所和资产评估公司的审计和评估，评估价值客观、公允。

2、本次交易后，锦州六陆仍具备股票上市的条件，具有持续经营能力；本次交易涉及的资产产权清晰，不存在重大债权债务纠纷的情况；本次交易不存在

明显损害上市公司和全体股东利益的情形。

3、本次交易后，锦州六陆的主营业务将由经营石油石化业务转变为存续公司的证券经纪、自营、承销及投资银行等有关证券业务，符合《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）指出：“拓宽证券公司融资渠道，继续支持符合条件的证券公司公开发行股票或发行债券筹集长期资金”的政策。

4、本次交易完成以后存续公司控股股东—亚泰集团与存续公司之间不存在同业竞争，亚泰集团已做出了避免同业竞争承诺。存续公司大股东之一吉林信托与存续公司在业务方面有重合，但承诺不会损害上市公司和其他股东利益。

5、对本次置换完成后的公司治理和业务发展目标，东北证券已有较为明确的安排，拟采取的公司治理的措施充分考虑到了对中小股东利益的保护，业务发展目标切实、可行。

6、本次交易后，上市公司资产盈利能力增强，现金流量好转，业务成长性显著改善，股东尤其是中小股东利益不受损失。

7、对本次交易可能存在的风险，锦州六陆已经作了充分详实的披露，有助于全体股东和投资者对本次交易的客观评判。

经核查，本独立财务顾问认为：本次定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券之重大交易符合国家有关法律、法规和政策的规定，体现了公平、公开、公正的原则，符合上市公司和全体股东的利益，不会损害非关联股东的利益，对全体股东公平、合理。

十四、提请投资者注意的问题

作为本次交易的独立财务顾问，本独立财务顾问提醒投资者注意以下问题：

1、交易生效条件

本次交易行为已经公司股东大会审议通过，尚需中国证监会审核批准后方可

实施。

2、关联股东回避表决

本次交易属于关联交易，中油锦州作为有关联关系的股东，在股东大会上已回避表决。

3、股价波动风险

中国证券市场尚在发展规范中，证券市场价格有时会出现非理性波动，上市公司股票价格在一定程度上可能与上市公司实际投资价值相背离，广大投资者需正视这种风险。

4、本报告不构成投资建议

本独立财务顾问报告不构成对锦州六陆股份公司的任何投资建议，投资者根据本报告所做出任何投资决策可能产生的风险，国泰君安不承担任何责任。

5、关于新会计准则实施对合并后上市公司盈利预测的影响

东北证券编制2007年、2008年盈利预测时，已考虑新的会计准则带来的影响，中鸿信建元会计师事务所对东北证券2007年、2008年盈利预测报告进行了审核，并出具中鸿信建元审字（2007）第[2009]号审核报告，盈利预测不因新会计准则的实施做调整。中鸿信建元会计师认为：

“按照《企业会计准则第38号-首次执行企业会计准则》和“关于证券公司执行《企业会计准则》的通知”（证监会计字[2006]22号），以下简称“通知”的有关规定，东北证券有限责任公司执行新会计准则后可能对以下会计政策产生影响：

（1）自营证券原采用成本法核算，现按《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》，计入“交易性金融资产”，采用公允价值计量，此项会计政策变更调增公司2007年期初留存收益9,236万元。执行新会计准则后，自营证券公允价值变动计入当期损益，对自营证券市价下跌而导致的浮亏，新、旧会计准则都计入当期损益；对自营证券市价上涨而带来的浮盈，新会计准则计入当期损益，旧会计准则虽不计入当期报表，但仍可通过出售证券的办法将浮盈变成真实的利润进而计入当期报表。因此，此项变动对公司留存收益影响较大，但对公司2007年利润影响不大；

(2) 所得税原采用应付税款法核算，现按《企业会计准则第 18 号—所得税》，采用资产负债表债务法核算，此项会计政策变更调减 2007 年期初留存收益 2,465 万元，其中：因交易性金融资产账面价值与计税基础差异产生应纳税暂时性差异调减期初留存收益 3,048 万元，因应收款项账面价值与计税基础差异产生可抵减暂时性差异调增期初留存收益 583 万元。公司已在 2007 年盈利预测中考虑此项因素的影响。

以上会计政策变更合计调增 2007 年期初留存收益 6,770 万元。”

6. 提示投资者关注《定向回购暨合并报告书》第十节之第六项“补充财务信息”

《合并报告书》中补充提供了东北证券 2006 年经审计财务报告及按照东北证券 2006 年财务报告编制的背靠财务报表。东北证券 2006 年年财务报告经过中鸿信建元会计师事务所的审计，中鸿信建元事务所出具中鸿信建元审字（2007）第 [2008] 号无保留意见审计报告。

2006 年东北证券实际实现的净利润数额，超越盈利预测 30% 以上；2007 年元月份证券市场走势良好，日平均交易量创历史最好水平，东北证券经纪业务利润超越预期。

第六节 本次交易的有关当事人

一、股份回购方及合并方：锦州经济开发区六陆实业股份有限公司

法定代表人：陈青松

地 址：辽宁省锦州市古塔区红星里9号

电 话：0416-4561247

传 真：0416-4561377

联 系 人：吴喜梅

二、股份被回购方：中国石油锦州石油化工公司

法定代表人：陈青松

地 址：辽宁锦州市古塔区重庆路2号

电 话：0416-4264016

传 真：0416-4151917

联 系 人：孙洪革

三、被合并方：东北证券有限责任公司

法定代表人：李树

地 址：吉林省长春市自由大路1138号

电 话：0431-5096668

传 真：0431-5604083

联 系 人：徐冰

四、独立财务顾问：国泰君安股份有限公司

法定代表人：祝幼一

地 址：上海市静安区延平路135号

电 话：021-62580818

传 真：021-62531068

联 系 人：刘兆萍, 章锦涛

五、本次定向回购及吸收合并律师事务所：北京市德恒律师事务所

法定代表人：王丽

地 址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座12层

电 话： 010—66575888

传 真： 010—65232181

联 系 人： 郭克军、常红波

六、保荐机构：中国银河证券有限责任公司

法定代表人： 朱利

地 址： 北京市西城区金融大街35号国际企业大厦C座

电 话： 010—66568057

传 真： 010—66568704

联 系 人： 王大勇、李雪斌

七、合并方财务审计机构：辽宁天健会计师事务所有限公司

法定代表人： 高风元

地 址： 沈阳市沈河区北站路146号

电 话： 024-22515988， 024-22533707

传 真： 024-22515988

联 系 人： 宁华

八、合并方资产评估机构：辽宁正和资产评估有限公司

法定代表人： 陈晶

地 址： 沈阳市沈河区惠工街205号

电 话： 024-31301296

传 真： 024-31301299

联 系 人： 李洪达

九、被合并方财务审计机构：中鸿信建元会计师事务所有限责任公司（2007年2月
更名为中准会计师事务所有限公司）

法定代表人： 田雍

地 址： 北京市海淀区首体南路22号国兴大厦4层

电 话： 010-88356177

传 真： 010-88354837

联 系 人： 高原、支力

十、被合并方资产评估机构：北京六合正旭资产评估有限公司

法定代表人：黄二秋

地 址：北京市西三环北路72号世纪经贸大厦A2501

电 话：010-51667811

传 真：010-51667811-222

联 系 人：侯娟

第七节 备查文件

(一) 《锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司定向回购股份暨以新增股份吸收合并东北证券有限责任公司报告书》；

(二) 国泰君安出具的《东北证券有限责任公司估值报告书》；

(三) 锦州六陆、东北证券三年又一期审计报告；

(四) 辽宁正和资产评估有限公司出具的《锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司回购控股股东股份项目资产评估报告书》；

(五) 北京六合正旭出具的《关于锦州六陆拟吸收合并东北证券有限责任公司项目资产评估报告书》；

(六) 德恒律师事务所出具的《北京市德恒律师事务所关于锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司回购非流通股及吸收合并东北证券有限责任公司法律意见书》；

(七) 中鸿信建元会计师事务所出具的《东北证券盈利预测审核报告》；

(八) 《锦州六陆盈利预测报告》；

(九) 本次交易后东北证券备考报表；

(十) 锦州六陆董事会决议、第一次临时股东大会暨相关股东会议决议，独立董事意见；

(十一) 亚泰集团董事会决议；

(十二) 亚泰集团《吉林亚泰（集团）股份有限公司关于保持上市公司独立性的承诺函》、《吉林亚泰（集团）股份有限公司关于避免同业竞争与规范关联交易的承诺函》；

(十三) 吉林信托《吉林省信托投资有限责任公司关于锦州六陆吸收合并东北证券后避免同业竞争、关联交易、保持上市公司经营独立性的说明和承诺》；

(十四) 《锦州六陆关于不违反56号文规定及回购资产权属清晰的承诺函》；

(十五) 锦州六陆、中油锦州、亚泰集团、吉林信托及其高管人员（含配偶）前六个月内买卖股票自查报告，各中介机构及其相关人员前六个月内买卖股票自查报告；

(十六) 银河证券出具的《股权分置改革保荐意见书》。

（本页无正文，为《国泰君安证券股份有限公司关于锦州经济技术开发区六陆实业股份有限公司定向回购股份暨吸收合并东北证券有限责任公司之独立财务顾问报告》签字盖章页）

国泰君安证券股份有限公司

法定代表人(或授权代表)：

二00七年四月十日