

招商证券股份有限公司
关于
张家界旅游开发股份有限公司
发行股份购买资产暨关联交易
之
独立财务顾问报告



深圳市福田区益田路江苏大厦 A 座 38-45 层

二〇一〇年九月

特别提示

1、为改善上市公司业务结构、提高行业地位、增强持续盈利能力、避免同业竞争、减少关联交易、突出上市公司主营业务，上市公司拟向经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处非公开发行股份购买上述三家公司分别持有的环保客运 51%、30%、19%股权，经投集团为上市公司控股股东。根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定，本次交易构成上市公司重大资产重组。

2、本次发行股份购买资产暨关联交易相关议案已经上市公司 2010 年 9 月 15 日召开的第七届董事会第十四次会议审议通过。

3、本次交易以 2010 年 6 月 30 日为评估基准日，以具有证券业务资格的资产评估机构湘资国际对标的资产的评估值为依据。拟购入的标的公司环保客运账面净资产值为 15,765.59 万元，其 100%股权的评估值为 64,108.63 万元，转让价格为 64,108.63 万元。

由于环保客运盈利能力较强、盈利前景良好，风险可合理预计，采用成本法仅能反映企业资产的自身价值，而不能全面、科学的体现企业的整体价值，且采用成本法无法涵盖诸如独家经营、人力资源、商誉等无形资产的价值，因而本次交易采用收益法和市场法对环保客运进行评估。

4、本次股份发行基准价以本次发行股份购买资产的董事会决议公告日 2010 年 9 月 16 日前二十个交易日公司股票交易均价为依据，确定本次发行价格为 6.36 元/股，预计非公开发行股份数量为 100,799,732 股，其中经投集团以其持有的环保客运 51%股权认购 51,407,863 股；武陵源旅游公司以其持有的环保客运 30%股权认购 30,239,920 股；森林公园管理处以其持有的环保客运 19%股权认购 19,151,949 股。若公司股票在本次董事会决议公告日至发行日期间有派息、送股、资本公积金转增等除权、除息行为，发行价格、发行数量将相应调整。上述发行价格和发行数量尚需公司股东大会审议通过和中国证监会核准。

5、上市公司控股股东经投集团承诺：本次张股公司向经投集团非公开发行的股份自过户至其名下之日起 36 个月内不得上市交易或者转让。为保证《盈利预测补偿协议》可行性，2010 年 9 月 15 日，武陵源旅游公司与森林公园管理处均承诺：在本次交易中所认购的股份自过户至其名下之日起 36 个月内不得上市交易或者转让。

6、2010 年 9 月 15 日，经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处与张

股公司签订有关《盈利预测补偿协议》，约定如果环保客运在补偿预测期间每年度实际净利润低于湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》所预测的环保客运当年度的净利润数额，则差额部分将由经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处将其本次认购的股份总数按各自对环保客运的原持股比例计算股份补偿数，该部分股份将由张股公司以 1 元总价回购并予以注销。

7、本次交易尚需满足多项条件方可完成，包括但不限于：

(1) 上市公司股东大会审议通过本次交易方案并批准经投集团豁免要约收购义务；

(2) 湖南省国资委批准本次发行股份购买资产的具体方案；

(3) 中国证监会核准公司本次交易并豁免经投集团要约收购义务。

本次交易的方案能否取得政府主管部门的批准或核准存在不确定性，上市公司就上述事项取得相关政府部门的批准和核准时间也存在不确定性。

8、本次重组后上市公司经营面临一定的行业和市场竞争风险。近年来，全国旅游业的发展速度始终保持着两位数的增长水平，行业的单体规模与整体规模不断扩大，加剧了行业内部的竞争。此外，旅游企业推出新的旅游项目、营造新的旅游概念需要较长的时间；而成功的项目又容易被同行业复制。虽然张股公司充分发挥在旅游品牌方面、旅游开发人才方面的优势，不断增强公司旅游项目的社会认同性和市场适应能力，并对现有景区积极进行更新改造，不断推出新的旅游节目和主题旅游活动，提高游客重游率。但如果上述复制现象发生或出现其他恶性竞争的情况，则势必对上市公司的旅游经营造成客源损失等不利影响。

9、本次重组后上市公司面临大股东控制的风险。本次交易完成后，经投集团直接和间接持股比例为 32.44%，仍为张股公司的控股股东。经投集团及其关联方可以通过董事会及股东大会对张股公司的人事任免、经营决策等重大事项施加重大影响。如果经投集团利用其控股地位对公司的上述事项进行非正常干涉，则可能产生影响公司其他股东特别是中小股东合法权益的情况。

10、本次交易将对上市公司的生产经营和财务状况产生重大影响，公司基本面的变化将影响公司股票价格。另外行业的景气度变化、宏观经济形势变化、国家经济政策和调整、公司经营状况、投资者心理变化等因素，都会对股票市场的价格带来影响。上市公司提醒投资者，需正视股价波动及今后股市中可能涉及的风险。

11、其他需提醒投资者关注的事项

(1) 公司目前约 90%的营业收入来源于旅游服务，约 7%的营业收入来源于宾馆服务，但收益微薄：公司现有的旅游业务主要为二线及三线旅游景点，长期面临游客量不足、入难敷出的问题；而在宾馆业务方面，受无序竞争及宏观经济形势的影响，张家界市的宾馆业务已陷入全行业持续亏损的境地，前景不容乐观。2010 年 1-6 月，上市公司归属于母公司股东的净利润为-416,054.12 元，归属于母公司股东的每股收益为-0.002 元。

(2) 张股公司对 2010 年 7-12 月及 2011 年的盈利情况进行了预测，南方民和对上述盈利预测进行了审核并出具了审核报告。由于行业和市场存在一些不确定性因素，报告期内还可能对张股公司的盈利状况造成影响的其他因素，如政策变化、发生不可抗力等，尽管上述盈利预测中的各项假设遵循了谨慎性的原则，但仍可能出现实际经营成果与盈利预测结果存在一定差异的情况。

(3) 于评估基准日 2010 年 6 月 30 日，环保客运经审计的总资产账面值为 30,309.14 万元，总负债账面值为 14,543.54 万元，股东全部权益（净资产）账面值为 15,765.59 万元，股东全部权益价值按收益法评估的评估值为 64,108.63 万元，评估增值 48,343.04 万元，增值率 306.64%；股东全部权益价值按市场法评估的评估值为 72,700 万元，评估增值 56,934.41 万元，增值率 361.13%。评估机构以收益法评估结果作为环保客运股东全部权益价值的最终评估结果。本次交易中对环保客运的评估采用收益法，系综合考量环保客运拥有的在张家界市武陵源核心景区内开展游客运输业务特许经营权，且基于环保客运良好的营运数据及对景区未来购票游客数量的合理预测而作出的合理研判。

目 录

释 义	6
第一节 绪言	8
第二节 声明和承诺	10
一、独立财务顾问声明	10
二、独立财务顾问承诺	11
第三节 本次交易概述	12
一、本次交易的背景	12
二、本次交易的目的	12
三、本次交易的原则	13
四、本次交易的基本情况	13
五、本次交易双方的基本情况	15
六、本次交易标的基本情况	27
七、发行股份情况	38
八、本次交易合同的主要内容	39
第四节 独立财务顾问意见	46
一、基本假设	46
二、本次交易的合规性分析	46
三、本次交易所涉及的资产定价和股份定价的合理性分析	52
四、招商证券内核程序和内核意见	62
第五节 备查文件	64
一、备查文件	64
二、查阅方式	65

释 义

本报告中，除另有说明外，下列词语或简称具有如下特定含义：

报告书/本报告书	指	招商证券股份有限公司关于张家界旅游开发股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易之独立财务顾问报告
独立财务顾问/招商证券	指	招商证券股份有限公司
张股公司/公司/上市公司/发行人	指	张家界旅游开发股份有限公司
经投集团/控股股东	指	张家界市经济发展投资集团有限公司
张经开公司	指	张家界旅游经济开发有限公司，原为上市公司控股股东
土地房产公司	指	张家界土地房产开发有限责任公司
武陵源旅游公司	指	张家界市武陵源旅游产业发展有限公司
森林公园管理处	指	张家界国家森林公园管理处
环保客运	指	张家界市易程天下环保客运有限公司
旅游产业公司	指	张家界旅游产业发展有限公司
标的资产/拟购买资产/ 拟注入资产	指	本次交易拟购买的经投集团持有的环保客运51%股权；武陵源旅游公司持有环保客运30%股权、森林公园管理处持有环保客运19%股权。
发行股份购买资产/本次 重大资产重组/本次重组 /本次交易	指	公司向经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处非公开发行股票购买标的资产的行为。
《发行股份购买资产协议》	指	张家界旅游开发股份有限公司与张家界市经济发展投资集团有限公司、张家界市武陵源旅游产业发展有限公司、张家界国家森林公园管理处四方之间签订的《发行股份购买资产协议》
《盈利预测补偿协议》	指	张家界旅游开发股份有限公司与张家界市经济发展投资集团有限公司、张家界市武陵源旅游产业发展有限公司、张家界国家森林公园管理处四方之间签订的《发行股份购买资产之盈利预测补偿协议》
审计、评估基准日	指	2010年6月30日
湖南启元/法律顾问	指	湖南启元律师事务所
南方民和/审计机构	指	深圳南方民和会计师事务所有限责任公司

湘资国际/评估机构	指	北京湘资国际资产评估有限公司
《公司法》	指	中华人民共和国公司法
《证券法》	指	中华人民共和国证券法
《重组办法》	指	中国证监会《上市公司重大资产重组管理办法》（中国证券监督管理委员会令第53号）
《重组规定》	指	《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》
《上市规则》	指	《深圳证券交易所股票上市规则（2008年修订）》
《收购管理办法》	指	中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》（中国证券监督管理委员会令第56号）
《准则第 26 号》	指	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号—上市公司重大资产重组申请文件》
中国证监会	指	中国证券监督管理委员会
湖南省国资委	指	湖南省国有资产监督管理委员会
深交所	指	深圳证券交易所
元、万元	指	人民币元、人民币万元

第一节 绪言

本次交易的主要目的在于通过将相关优质资产注入公司，提高公司盈利能力和资产质量，增强公司核心竞争能力和抗风险能力，进而打造一家资产优良、主营业务突出并具有可持续发展能力的上市公司。通过本次交易，可整合公司控股股东拥有的与旅游产业相关的优势资源，解决上市公司与经投集团之间可能存在的同业竞争问题，减少关联交易，完善公司治理结构。另外，通过本次交易，可有效利用资本市场的资源配置功能，充分发挥规模效应、协同效应和资源优势，抓住政府对旅游行业的主导力度不断加大、湖南已逐步从旅游资源大省向产业大省迈进、湖南旅游产业步入快速发展的黄金阶段的历史机遇，将公司打造成集自然景区资源开发、景区旅游线路运营的旅游行业的综合开发商、营运商和服务商。

张股公司拟通过公开发行股份购买资产的方式实施重大资产重组，具体方案为：根据经评估的标的资产环保客运股东全部权益价值 64,108.63 万元，及本次发行股份购买资产董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价 6.36 元/股为基础，张股公司拟向本次交易对方拟向经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处发行总数 100,799,732 股的 A 股股份购买其持有的环保客运 100% 股权。其中，经投集团获得股份数量为 51,407,863 股，武陵源旅游公司、森林公园管理处分别获得 30,239,920 股、19,151,949 股。

本次交易置入的资产已经具有证券从业资格的评估机构湘资国际评估，评估基准日为 2010 年 6 月 30 日，评估净值为 64,108.63 万元。经交易各方协商，以评估值作为依据，确定本次交易的价格为 64,108.63 万元。

资产重组方经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处承诺：如果环保客运在补偿预测期间每年度实际净利润低于湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》所预测的环保客运当年度的净利润数额，则差额部分将由经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处将其本次认购的股份总数按各自对环保客运的原持股比例计算股份补偿数，该部分股份将由张股公司以 1 元总价回购并予以注销。

本报告书是依据《公司法》、《证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》、《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》、《公开发行证券的公司信息披露准则第 26 号——上市公司重大资产重组申请文件》、《上市公司重大资产重组财务顾问业务指引》等法律、法规和规范性文件的有关规定，按照证券行业公认的业务标准、道德规范和诚实信

用、勤勉尽责精神，经审慎尽职调查后出具的，旨在对本次交易做出独立、客观和公正的评价，供张股公司全体股东及有关方面参考。

第二节 声明和承诺

作为本次交易的独立财务顾问，本报告书是在假设本次交易各方当事人均按照相关协议条款全面履行其职责的基础上提出的。

独立财务顾问所依据的资料由相关各方提供，提供方对所提供资料的真实性、准确性、完整性和及时性负责，保证资料无虚假陈述、误导性陈述和重大遗漏，并对所提供资料的合法性、真实性和完整性承担个别和连带的法律责任。独立财务顾问不承担由此引起的任何责任。

一、 独立财务顾问声明

(一)本次交易涉及的各方当事人向独立财务顾问提供了出具本报告书所必需的资料，并且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。

(二)独立财务顾问已对出具本报告书所依据的事实进行了尽职调查，对本报告书内容的真实性、准确性和完整性负有诚实信用、勤勉尽责义务。

(三)独立财务顾问的职责范围并不包括应由张股公司董事会负责的对本次交易商业可行性的评论。本报告书旨在通过对《张家界旅游开发股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》所涉内容进行详尽核查和深入分析，就本次交易是否合法、合规以及对张股公司全体股东是否公平、合理发表独立意见。

(四)本报告是基于各方均按照本次重大资产重组全面履行其所负有责任的假设而提出的，任何方案的调整或修改均可能使本报告失效，除非独立财务顾问补充和修改本报告。

(五)对独立财务顾问核查意见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，独立财务顾问主要依据有关政府部门、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、说明及其他文件做出判断。

(六)独立财务顾问并不对其他中介机构的工作过程与工作结果承担任何责任，本报告也不对其他中介机构的工作过程与工作结果发表任何意见与评价。

(七)独立财务顾问未委托和授权任何其它机构和个人提供未在本报告书中列载的信息和对本报告书做任何解释或者说明。

(八)独立财务顾问提醒投资者注意,本报告书不构成对张股公司的任何投资建议,对投资者根据本报告书所作出的任何投资决策可能产生的风险,独立财务顾问不承担任何责任。

(九)独立财务顾问特别提请广大投资者认真阅读张股公司董事会发布的《张家界旅游开发股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》等公告、独立董事出具的《独立董事意见函》和与本次交易有关的财务报告、资产评估报告、法律意见书和盈利预测审核报告等文件之全文。

二、 独立财务顾问承诺

(一)独立财务顾问已按照规定履行尽职调查义务,有充分理由确信所发表的专业意见与上市公司和交易对方披露的文件内容不存在实质性差异;

(二)独立财务顾问已对上市公司和交易对方披露的文件进行充分核查,确信披露文件的内容与格式符合要求;

(三)独立财务顾问有充分理由确信上市公司委托财务顾问出具意见的重大资产重组方案符合法律、法规和中国证监会及证券交易所的相关规定,所披露的信息真实、准确、完整,不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;

(四)独立财务顾问有关本次重大资产重组事项的专业意见已提交独立财务顾问内核小组审查,内核小组同意出具此专业意见;

(五)独立财务顾问在与上市公司接触后至担任独立财务顾问期间,已采取严格的保密措施,严格执行风险控制和内部隔离制度,不存在内幕交易、操纵市场和证券欺诈问题。

第三节 本次交易概述

一、 本次交易的背景

发行人目前主要营业收入来源于旅游业务与宾馆服务，经营业绩欠佳：发行人现有的旅游业务主要为二线及三线旅游景点，长期面临游客量不足、入难敷出的问题；而在宾馆业务方面，受无序竞争及宏观经济形势的影响，张家界市的宾馆业务已陷入全行业持续亏损的境地，前景不容乐观。

张家界市境总面积为 9,563 平方公里，其中仅武陵源核心景区的面积即已达 264 平方公里，游客游览景区需要依靠交通工具。根据官方公布的数据，2005 年张家界全市各景点接待游客为 1,453 万人次，2006 年接待游客 1,676 万人次，2007 年接待游客 1,878 万人次，2008 年接待游客 1,679.13 万人次，2009 年接待游客 1,928.42 万人次。因此，在独家经营的情况下，张家界市武陵源核心景区的旅游客运业务的创收能力应会保持稳步增长势头，盈利空间大。

为改善上市公司业务结构、增强盈利能力，保护全体股东的利益，发行人确立了以旅游业务及配套服务为核心，并选择适当时机剥离不良资产以全面提升发行人经营业绩的战略布署，以期实现在服务社会的同时实现投资者最大的经济回报的根本目标。

二、 本次交易的目的

本次交易的主要目的在于通过将相关优质资产注入上市公司，提高发行人盈利能力和资产质量，增强发行人核心竞争能力，进而打造一家资产优良、主营业务突出并具有可持续发展能力的上市公司。通过本次交易，可整合发行人控股股东拥有的与旅游产业相关的优势资源，解决上市公司与经投集团之间可能存在的同业竞争问题，减少关联交易，完善发行人治理结构。另外，通过本次交易，可有效利用资本市场的资源配置功能，充分发挥规模效应、协同效应和资源优势，抓住政府对旅游行业的主导力度不断加大、湖南已逐步从旅游资源大省向产业大省迈进、湖南旅游产业步入快速发展的黄金阶段的历史机遇，将发行人打造成集自然景区资源开发、景区旅游线路运营的旅游行业的综合开发商、营运商和服务商。

三、 本次交易的原则

(一) 有利于发行人的长期健康发展、有利于提升发行人业绩、符合发行人全体股东利益的原则；

(二) 避免同业竞争、减少关联交易的原则；

(三) 有利于促进地方经济发展的原则；

(四) “公开、公平、公正”原则；

(五) 诚实信用、协商一致原则；

(六) 本次交易完成后，发行人仍具备股票上市条件。

四、 本次交易的基本情况

(一) 本次交易方案的概述

张股公司拟向经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处非公开发行股份购买经投集团持有的环保客运 51%股权、武陵源旅游公司持有的环保客运 30%股权、森林公园管理处持有的环保客运 19%股权。

(二) 本次交易方案的内容

1、交易主体

本次重大资产重组的交易主体为发行人与经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处。

2、交易标的

本次交易拟购入的标的资产：经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处共同持有的环保客运 100%股权。

3、交易标的定价

根据湘资国际出具的湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》，以 2010 年 6 月 30 日为评估基准日，本次交易拟购入的环保客运的净资产账面值为 15,765.59 万元，股东全部权益价值按收益法评估的评估值为 64,108.63 万元，评估增值 48,343.04 万元，增值率 306.64%；按市场法评估的评估值为 72,700

万元，评估增值 56,934.41 万元，增值率 361.13%，以收益法评估结果作为本次环保客运股东全部权益价值的最终评估结论。

4、对价支付方案

(1) 支付方式

发行人拟本次拟向经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处发行股票作为标的资产的购买对价。

(2) 每股面值

人民币 1.00 元。

(3) 发行价格

本次非公开发行股份的定价基准日为本次发行股份购买资产董事会会议决议公告日，发行基准价格为不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价，该均价的计算方式为：定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价 = 定价基准日前 20 个交易日张股公司股票交易总额 / 定价基准日前 20 个交易日公司股票交易总量。

根据上述发行基准价计算原则，即发行基准价格不低于 6.36 元/股，发行价格为 6.36 元/股，符合《重组办法》相关条款要求。

在本次发行定价基准日至发行日期间，若发行人发生派发股利、送红股、转增股本、增发新股或配股等除息、除权行为，本次发行价格亦将作相应调整，发行数量也随之进行调整。

(4) 发行数量

本次发行股份数量由公司董事会提请股东大会授权董事会根据实际情况确定。根据标的资产的评估价值 64,108.63 万元及股份发行价格 6.36 元/股测算，公司拟向经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处发行总数 100,799,732 股的 A 股股份，每股面值 1 元。其中，经投集团获得股份数量为 51,407,863 股，武陵源旅游公司、森林公园管理处分别获得 30,239,920 股、19,151,949 股。

(5) 本次非公开发行股票的限制期及上市安排

张股公司本次向经投集团发行的股份，经投集团认购的张股公司股份自过户至其名下起 36 个月内不上市交易或者转让，限售期限届满后方可在深交所上市交易；向武陵源旅游公司及森林公园管理处发行的股份，自认购的张股公司股份

自过户至其名下起 36 个月内不上市交易或者转让，限售期限届满后方可在深交所上市交易。

(6) 本次发行股份购买资产决议的有效期

本次非公开发行股份的决议有效期为自股东大会审议通过之日起 12 个月。

(7) 标的资产自评估基准日至交割日期间损益的归属

拟购入的标的资产自评估基准日至交割完成日止所产生的收益全部归张股公司享有，标的资产自评估基准日至交割完成日期间产生的亏损由经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处依各自持股比例承担。

(8) 本次发行前滚存利润的安排

本次发行前的张股公司滚存未分配利润由本次发行后的新老股东共同享有。

5、本次交易方案实施尚需履行的审批程序

(1) 上市公司 2010 年第二次临时股东大会审议通过本次交易方案并批准经投集团豁免要约收购义务；

(2) 湖南省国资委批准本次发行股份购买资产的具体方案；

(3) 中国证监会核准公司本次交易并豁免经投集团要约收购义务。

五、 本次交易双方的基本情况

(一) 上市公司基本情况

1、上市公司概况

中文名称：张家界旅游开发股份有限公司

英文名称：Zhang Jia Jie Tourism Development Co., Ltd

住 所：湖南省张家界市南庄坪 1 号花园

注册资本：220,035,417 元人民币

营业执照注册号：4300001002870

法定代表人：李智勇

互联网网址：[http:// www.zjjgf.com.cn](http://www.zjjgf.com.cn)

经营范围：旅游资源开发、旅游基础设施建设、旅游配套服务、与旅游有关的高科技开发；旅游环保产品开发、生产、销售；旅游信息咨询服务。从事国家法律法规及政策允许范围内的产业投资。销售百货、五金交化、化工（不含危险品及监控化学产品）、建筑材料、机械电子设备及政策允许的矿产品、金属材料。

2、主要股东持股情况

截至2010年6月30日，上市公司前十名股东持股情况见下表：

序号	股东名称	股东性质	持股比例	持股总数	持有有限售条件股份数量
1	张家界市经济发展投资集团有限公司	国有法人	20.41%	44,910,000	44,910,000
2	中国农业银行股份有限公司张家界市分行	国有法人	5.09%	11,199,600	11,199,600
3	北京东方国兴科技发展有限公司	境内非国有法人	4.09%	9,000,000	9,000,000
4	衡阳南岳潇湘旅游发展有限公司	境内非国有法人	4.09%	9,000,000	9,000,000
5	张家界市土地房产开发有限责任公司	国有法人	3.53%	7,772,400	7,772,400
6	中国建银投资有限责任公司	国有法人	2.78%	6,120,000	6,120,000
7	中国工商银行股份有限公司张家界分行	境内非国有法人	2.78%	6,120,000	6,120,000
8	中国银行股份有限公司张家界分行	境内非国有法人	2.78%	6,120,000	6,120,000
9	刘玉良	境内自然人	1.94%	4,260,000	4,260,000
10	刘晖	境内自然人	1.55%	3,400,502	0

张家界市土地房产公司为上市公司控股股东经投集团的全资子公司，为经投集团的一致行动人。经投集团及其一致行动人合计持有张股公司 5,268.24 万股股份，占上市公司总股本 220,035,417 股的 23.94%。

3、上市公司主营业务情况及主要财务数据

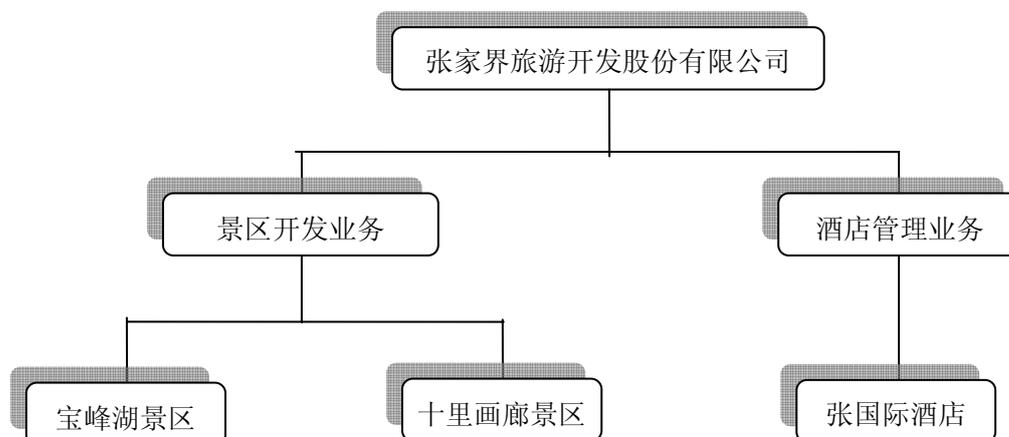
(1) 主营业务情况

1) 主营业务概述

上市公司主营业务为景区开发、酒店管理等旅游业务，是A股市场最早的旅游景区上市公司之一。

上市公司的景区开发业务主要包括宝峰湖景区的经营管理、十里画廊景区观光火车的运营等，公司的酒店管理业务主要为张家界国际大酒店的经营管理。目

前公司的主营业务构成情况如下：



2) 主营业务发展情况

由于旅游市场竞争日趋激烈，并且上市公司现有资产主要包括一些二线、三线旅游景点及酒店资产，缺乏核心竞争力，主营业务最近三年以来持续亏损，经营形势十分严峻。

旅游开发方面，上市公司现有的旅游景点主要为张家界和湘西的二、三线景点，核心竞争力先天不足，在其他同类景点无序开发和价格竞争的背景下，长期面临游客量不足、入难敷出的问题；酒店经营方面，上市公司的张国际酒店同样面临当地其他业者的激烈竞争，加之设施老化，张国际酒店近年来入住率不断下滑，亏损严重。以上经营方面的问题导致公司经营业绩连年欠佳，面临较大的困难。

(2) 上市公司主要财务数据

上市公司 2007 年、2008 年、2009 年的主要会计数据和财务指标（合并报表）如下：

单位：元

项 目	2009年12月31日 /2009年度	2008年12月31日 /2008年度	2007年12月31日 /2007年度
总资产	313,736,898.04	317,242,561.97	372,232,821.08
所有者权益	-31,315,093.23	-30,623,867.61	-61,339,038.98

项 目	2009年12月31日 /2009年度	2008年12月31日 /2008年度	2007年12月31日 /2007年度
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	-0.17	-0.23	-0.47
营业收入	90,555,373.11	87,327,349.39	163,532,722.75
利润总额	-46,291,035.76	-32,169,508.53	8,425,155.91
归属于上市公司股东的净利润	-41,366,397.11	-22,389,397.38	4,231,674.75
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	-43,390,544.07	-51,851,263.78	-24,583,485.47
经营活动产生的现金流量净额	26,544,096.71	13,034,970.13	37,343,209.43
净资产收益率	-	-	-
基本每股收益（元/股）	-0.19	-0.10	0.02
每股经营活动产生的现金流量净额	0.12	0.07	0.20

注：2007年、2008年及2009年财务数据已经会计师事务所审计。

4、上市公司主要控股及参股公司基本情况

序号	名称	注册资本 (万元)	持股比例		是否并表	主营业务/备注
			直接	间接		
1	张家界宝峰湖旅游实业发展有限公司	1,905.92	100%	-	是	旅游服务及房地产开发
2	张家界国际大酒店有限公司	4,945.08	73%	-	是	为宾客提供食宿、娱乐、健身、美容理发、汽车出租、影印冲洗服务。
3	湖南周洛旅游开发有限公司	1,000.00	89.5%	-	是	周洛风景区的开发经营和旅游景点建设及旅游资源开发、旅游接待、对旅游基础设施建设投资等。
4	临湘山水旅游产业发展有限公司	8,228.00	70%	-	是	旅游景区开发建设、旅游接待、旅游基础设施建设投资；经济作物、林木种植。
5	浏阳市山水旅游产业发展有限公司	1,000.00	85%	-	是	浏阳道吾山风景区开发经营和旅游景点建设、旅游资源开发、旅游接待服务等。

序号	名称	注册资本 (万元)	持股比例		是否 并表	主营业务/备注
			直接	间接		
6	张家界市杨家界索道有限公司	5,000.00	10%	90%	是	筹建客运索道

注：1、本公司于 2010 年 2 月 5 日与湖南临湘市桃矿街道办事处签订《股权转让协议》，转让公司持有的临湘山水旅游产业发展有限公司 50% 股权，转让价款为 1,000 万元。

2、2010 年 7 月 19 日，湖南省浏阳市人民政府与本公司、集里街道办事处及浏阳市山水旅游产业发展有限公司签订了《〈合资合同〉终止协议》，协议约定由浏阳市政府收回浏阳市山水旅游产业发展有限公司道吾山风景区开发经营权，浏阳市山水旅游产业发展有限公司目前已停止浏阳道吾山风景区开发经营业务，目前正在办理工商变更注销手续。

(二) 交易对方基本情况

1、基本情况

(1) 经投集团

公司名称：张家界市经济发展投资集团有限公司

成立日期：1999 年 9 月 20 日

注册地址：张家界市大庸桥月亮湾花园

注册资本：人民币 10,000 万元

营业执照注册号：430800000010385

税务登记证号：湘地税字 430801707374284

法定代表人：李智勇

公司类型：国有独资有限责任公司

经营范围：法律、法规允许的经济投资活动及旅游服务；政策允许的信息产业、高科技产业及国内贸易开发、经营以及城市基础设施建设开发；住宿、餐饮、休闲娱乐服务（限分支机构凭前置许可经营）；日用百货、旅游纪念品、政策允许的农副产品销售；景区维护。

(2) 武陵源旅游公司

公司名称：张家界市武陵源旅游产业发展有限公司

成立日期：2001年5月28日

注册地址：张家界市武陵源区索溪峪镇军地坪

注册资本：人民币 39,000 万元

营业执照注册号：430800000001376

税务登记证号：湘地税字430811727972919

法定代表人：侯启雄

公司类型：国有独资有限责任公司

经营范围：武陵源风景区门票销售及旅游相关产业服务，旅游产品制造、销售；设计、发布户外广告；旅游产业开发；责任保险、意外伤害保险、机动车辆保险（有效期三年）；园林绿化（凭资质证）。

（3）森林公园管理处

企业名称：张家界国家森林公园管理处

成立日期：1998年6月1日

住所：张家界锣鼓塔

注册资金：人民币 2250.00 万元

营业执照注册号：430811000000072（3-3）

税务登记证号：湘地税字430811446794335号

法定代表人：李军

经济性质：全民所有制

经营范围：公园管理；园林绿化。下属企业整体出租、旅游门票、旅游服务、木材、建筑材料、照相、针纺纺织品、百货、文化用品、副食、五金交电、化工用品、水电、石油、液化汽汽车修理、养殖、歌舞欣赏、保健按摩、茶叶加工、电视广告（以上经营范围涉及前置审批的，凭相关部门核发的许可证为准）。

2、历史沿革及产权关系

（1）经投集团

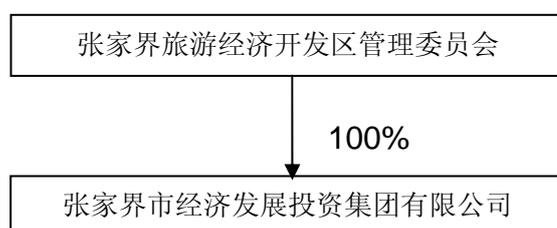
经投集团原名张家界市经济发展投资有限责任公司，系经张家界市人民政府

以张政函（1999）124 号文件批准成立的国有独资有限公司。原注册资本为人民币 5,000 万元，上述出资已经全部到位并经张会师验字[1999]第 025 号《验资报告》验证。

2002 年 8 月 19 日，经市人民政府批准，经投集团增资到 10,000 万元，上述增资已经全部到位并经张方正会师验字[2002]156 号《验资报告》验证。

2005 年 6 月，经董事会决议，经投集团更名为张家界市经济发展投资集团有限公司，注册地址由“张家界市南庄坪”变更为“张家界市大庸桥月亮湾花园”。

目前，经投集团与其股东的股权关系如下图所示：



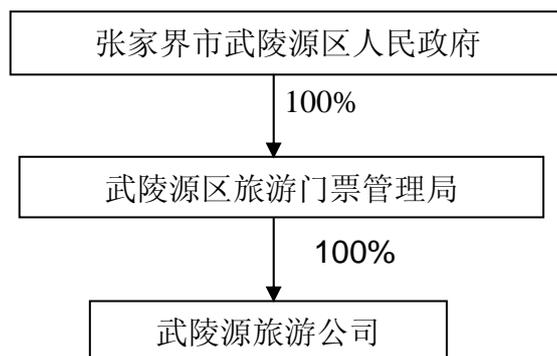
注：张家界旅游经济开发区管理委员会，成立于 1992 年 5 月 18 日，注册资金为 45 万元，职责范围包括：管理，基础建设。

（2）武陵源旅游公司

武陵源旅游公司于 2001 年 5 月 28 日由张家界市武陵源区人民政府出资组建，属国有独资企业，注册资本为人民币 5,000 万元，上述出资已经全部到位并经张方正会师验字[2001]121 号《验资报告》验证。

经武陵源区人民政府同意，2010 年 5 月 5 日，张家界市武陵源区国有资产管理办公室就武陵源旅游公司增资事宜作出决议（张武国资[2010]01 号），同意增加武陵源旅游公司注册资本 34000 万元，其中货币增资 11749 万元，资本公积转增注册资本 22251 万元。张家界锦诚联合会计师事务所对此次增资事项出具了张锦诚会验字[2010]0083 号《验资报告》。2010 年 5 月 7 日，武陵源旅游公司就上述增资事宜办理了工商变更登记。

目前，武陵源旅游公司与其股东的股权关系如下图所示：



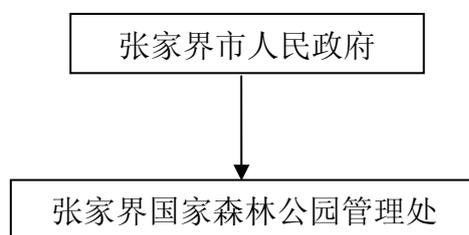
注：武陵源区旅游门票管理局作为张家界市武陵源区人民政府的代表履行对武陵源旅游公司的股东职责。

（3）森林公园管理处

森林公园管理处系 1998 年 6 月 1 日在张家界市工商行政管理局武陵源分局登记注册的全民所有制企业，其上级主管单位为张家界市人民政府。森林公园管理处注册资本为人民币 2,250 万元，经营范围为公园管理，园林绿化；下属企业整体出租旅游门票、旅游服务、木材、建筑材料、相、针纺织品、百货、文化用品、副食、金交电、化工用品、水电、石油、液化气、汽车修理、养殖、歌舞欣赏、保健按摩、茶叶加工、电视广告（以上经营范围涉及前置许可的，凭相关部门核发的许可证为准）。

经核查，森林公园管理处最近三年均通过了工商年检，依法有效存续，截至本报告书出具之日，不存在有破产、解散、清算以及其他根据我国现行有效的法律、法规、规范性文件和公司章程的规定需要终止的情形。

目前，森林公园管理处与其上级单位的股权关系如下图所示：



3、相关处罚情况

经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处及其主要管理人员最近五年内未受过行政处罚、刑事处罚、或者涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁。

4、主要业务情况

(1) 经投集团

经投集团并不直接从事生产经营，其主要职能是将国有优质资产整合重组，为城市基础设施建设进行融资、投资、建设和管理。截止目前，已累计筹集城市和交通基础设施各类建设资金 39.9 亿元，投资建设的工程和项目主要有张家界子午西路、防洪堤、城区截污干管、大庸桥公园、紫舞公园、张清路、助农路、回龙路、张罗路、张桑路、常张高速联线、永定西路、大庸西路、机场路扩建、垃圾处置场、污水处理厂、金山陵园、火车站广场、“四路”改造等，正在筹建的主要有中心汽车站工程、贺龙体育中心、“六路四桥”综合改造等工程项目。

经投集团经过近 10 年的发展，已拥有全资、控股二级公司 12 个，三级公司 12 个，参股公司 2 个，其中控股已上市公司 1 个。行业涉及城市建设、旅游、环保、房地产、交通运输、酒店等，集团从业人员近 2,000 人。

(2) 武陵源旅游公司

武陵源旅游公司主要经营武陵源风景区门票销售，开发并推广旅游项目，广告业务等。

(3) 森林公园管理处

森林公园管理处主要从事公园管理、园林绿化、旅游门票、旅游服务等业务。

5、主要财务数据及财务指标

(1) 经投集团

经投集团最近三年主要财务数据如下（以下数据已经审计）：

单位：元

项 目	2009年12月31日	2008年12月31日	2007年12月31日
	/2009年度	/2008年度	/2007年度
资产总计	8,633,543,374.55	4,423,606,326.63	3,841,946,662.20
负债合计	3,796,749,973.21	2,699,509,017.31	2,182,531,250.11
所有者权益合计	4,678,793,382.80	1,568,364,091.41	1,475,565,944.14
营业利润	37,362,986.37	30,480,917.10	84,738,317.07

利润总额	78,104,035.69	65,802,505.66	140,671,860.71
净利润	93,085,907.95	77,624,336.38	115,587,215.05

(2) 武陵源旅游公司

武陵源旅游公司最近三年主要财务数据如下（以下数据已经审计）：

单位：元

项 目	2009年12月31日	2008年12月31日	2007年12月31日
	/2009年度	/2008年度	/2007年度
资产总计	1,824,246,374.14	1,519,525,277.94	1,118,120,269.79
负债合计	983,429,780.38	837,687,290.31	593,933,004.79
所有者权益合计	840,816,593.76	631,837,987.63	524,187,265.00
营业利润	11,188,351.96	-4,400,487.98	52,693,756.08
利润总额	11,971,474.84	1,140,968.13	48,154,744.47
净利润	8,978,606.13	596,722.63	35,902,328.71

(3) 森林公园管理处

森林公园管理处最近三年主要财务数据如下（以下数据未经审计）：

单位：万元

项 目	2009年12月31日	2008年12月31日	2007年12月31日
	/2009年度	/2008年度	/2007年度
资产总计	325,016,421.38	339,307,812.23	231,572,250.62
负债合计	237,398,546.79	364,030,989.48	223,138,226.14
所有者权益合计	87,617,874.59	-24,723,177.25	8,434,024.48
营业利润	-55,405,452.65	-45,301,024.42	-32,362,710.99
利润总额	-49,032,785.66	-45,744,257.34	-30,915,533.47
净利润	-49,032,785.66	-47,244,257.34	-30,915,533.47

6、控股及参股企业情况

(1) 经投集团

除张股公司外，经投集团控股公司的情况如下：

公司名称	成立时间	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
旅游、酒店类业务				
张家界易程天下环保客运有限公司	2001年11月20日	5,000	51%	景区内游客运输业务
张家界市中国旅行社有限责任公司	2004年4月6日	150	100% (注1)	国内旅游、出入境旅游业务
张家界易程高速客运有限公司	2006年2月21日	400	70% (注2)	定线旅游客运，包车客运
张家界易程天下国际旅行社有限公司	2006年6月9日	100	100% (注3)	国内旅游、入境旅游业务
房地产开发类业务				
张家界市城市建设投资有限责任公司	2008年9月9日	18,500	100%	商品房开发、土地一级开发
张家界市土地房产开发有限责任公司	1992年5月12日	1,208	100%	经济适用房及拆迁安置房开发与建设
公用事业、市政建设类业务				
张家界市城市污水处理有限责任公司	2005年5月20日	200	100% (注4)	污水处理及水处理相关项目经营
张家界市环发垃圾处置场建设有限责任公司	2004年4月20日	600	100%	垃圾处置和环境卫生基础设施建设与管理
张家界市中心汽车客运站有限责任公司	2006年9月20日	1,000	80%	筹建、运营市中心汽车客运站
张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司	2001年3月14日	1,000	100%	城市基础设施、市政公用事业项目投资、建设及管理
张家界金山陵园有限责任公司	2007年4月11日	200	100%	殡葬（殡仪馆、公墓山）服务；殡葬用品销售。
张家界市火车站广场建设开发有限责任公司	2001年12月4日	500	100%	火车站广场土地综合开发服务
传媒、广告及其他类业务				
张家界市金正广告有限责任公司	2005年8月24日	50	99% (注5)	广告业务

张家界景区旅游文化传播有限公司	2004年4月12日	50	99% (注6)	设计、制作、发布户外广告等
张家界易程天下信息技术有限公司	2006年4月29日	210	51% (注7)	网站及相关技术开发、配套服务；广告设计、制作、发布和经营

注：1) 环保客运持有张家界市中国旅行社有限责任公司100%股权；

2) 环保客运持有张家界易程高速客运有限公司70%股权（因业务调整，张家界易程高速客运有限公司未开展经营活动，目前正在办理注销手续）；

3) 环保客运持有张家界易程天下国际旅行社有限公司1%的股权，张家界易程天下信息技术有限公司持有张家界易程天下国际旅行社有限公司99%的股权（张家界易程天下国际旅行社有限公司系原“湖南易程天下国际旅行社有限公司”更名而来，2009年12月11日办理了相关工商变更登记手续并取得张家界市工商行政管理局换发的更名后的企业法人营业执照）；

4) 经投集团持有张家界市城市污水处理有限责任公司99%股权，通过张家界市火车站广场建设开发有限责任公司持有张家界市城市污水处理有限责任公司1%股权；

5) 张家界市火车站广场建设开发有限责任公司持有张家界市金正广告有限责任公司99%股权；

6) 环保客运持有张家界景区旅游文化传播有限公司99%股权（因业务调整，张家界景区旅游文化传播有限公司未开展经营活动）；

7) 环保客运持有张家界易程天下信息技术有限公司51%股权。

经投集团参股公司情况如下表：

公司名称	成立时间	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
湖南张家界水电开发有限责任公司	1995年4月20日	10,000	14%	水利发电生产经营
湖南省张家界机场实业开发有限公司	1994年11月16日	100	30%	土地综合开发服务,政策允许经营的针纺织品、五金交电化工、百货、建筑材料、电子产品等。
张家界建设监理有限公司	2002年6月13日	100	24%	房屋建筑工程监理乙级,市政公用工程(不含桥梁、燃气)监理乙级

(2) 武陵源旅游公司

除环保客运外，武陵源旅游公司无其他控股或参股企业。

(3) 森林公园管理处

森林公园管理处控股及参股企业如下表所示：

公司名称	成立时间	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
张家界绿源产业发展投资有限公司	2008年8月	3,000	100%	房地产及矿产项目投资
张家界市易程天下环保客运有限公司	2001年11月20日	5,000	19%	景区内游客运输业务
张家界黄石寨客运索道有限公司	1994年3月26日	3,600	49%	景区索道运营管理业务

7、交易对方及其主要管理人员最近五年未受行政处罚等情况的说明

截至本报告书出具之日，经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理三家公司及其主要管理人员最近五年内未受到过影响本次交易的与证券市场相关的行政处罚、刑事处罚，不存在涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁之情形。

六、 本次交易标的基本情况

根据上市公司与经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处共同签订的《发行股份购买资产协议》，上市公司拟以非公开发行股份为对价购买经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处共同持有的环保客运 100% 股权。

(一) 环保客运

1、概况

公司名称：张家界环保客运环保客运有限公司

设立日期：2001年11月20日

注册地址：张家界市武陵源区军地坪

注册资本：人民币 50,000,000 元

法定代表人：袁祖荣

营业执照注册号：430800000002826

经营范围：省际班车客运、市际班车客运、县际班车客运、县内班车客运、

省际包车客运、市际包车客运、县际包车客运、县内包车客运；法律允许的旅游产业、环保产业、信息产业和高科技产业开发，政策允许经营的国内贸易业务。

主营业务：武陵源风景区内旅客的运输业务，以及旅行社业务

2、历史沿革及目前股权结构

环保客运原名张家界景区环保旅游客运有限公司，设立于 2001 年 11 月，经张家界市发展计划委员会张计投[2001]175 号文批准，由经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处三家共同投资组建。环保客运成立时注册资本为人民币 500 万元，其中，经投集团出资 275 万元，占注册资本的 55%；武陵源旅游公司出资 175 万元，占注册资本的 35%；森林公园管理处出资 50 万元，占注册资本的 10%。上述出资已全部到位并经张方正会师验字[2001]175 号《验资报告》审验。

2002 年 5 月，经股东会审议批准，环保客运的注册资本由 500 万元增加到 1,300 万元，由经投集团以现金增资 440 万元，武陵源旅游公司以现金增资 280 万元，森林公园管理处以现金增资 80 万元。增资后，环保客运各股东持股比例保持不变。上述增资已全部到位并经张方正会师验字[2002]114《验资报告》审验。

2003 年 5 月，经投集团、武陵源旅游公司分别与森林公园管理处签署了《股权转让协议书》并经环保客运股东会审议批准，经投集团将其所持环保客运 4% 的股权转让给森林公园管理处，武陵源旅游公司将其所持环保客运 5% 的股权转让给森林公园管理处。股权转让后，环保客运的股权结构为：经投集团持股 51%，武陵源旅游公司持股 30%，森林公园管理处持股 19%。本次股权转让直到 2006 年环保客运公司第二次增资时才一并办理工商变更登记手续。经投集团、产业公司以及森林公园管理处均认可本次股权转让的效力，且截止本报告书出具之日，环保客运在历史上并未接到任何公司登记机关责令限期办理的通知，也未因此而遭受任何行政处罚，并且该等瑕疵情形已随着环保客运 2006 年第二次增资时工商变更登记手续的完成而得以消除，根据《中华人民共和国行政处罚法》第二十九条规定，该等瑕疵消除时间已超过法定的处罚时效。本次股权转让系国有股东之间的股权划转，并无实际价款支付。

2006 年 4 月，经股东会审议批准，环保客运的注册资本由 1,300 万元增加到 5,000 万元，由经投集团以现金增资 102 万元，以资本公积转增股本 1,785 万元；武陵源旅游公司以现金增资 60 万元，以资本公积转增股本 1,050 万元；森林公园管理处以现金增资 38 万元，以资本公积转增股本 665 万元。增资后，

环保客运各股东持股比例保持不变。上述增资已全部到位并经张方正验字[2006]41号《验资报告》审验。

2007年12月,有关各方签订《股份转让协议》,经投集团将其所持环保客运5.4%的股权转让给湖南新大新股份有限公司,将其所持环保客运12.6%的股权转让给张家界新大新置业有限公司,将其所持环保客运1.38%的股权转让给英国弗洛依德公司;武陵源旅游公司将其所持环保客运11.4%的股权转让给英国弗洛依德公司;森林公园管理处将其所持环保客运1.02%的股权转让给英国弗洛依德公司,将其所持环保客运6.2%的股权转让给北京百龙绿色科技企业总公司。本次股权转让系为张家界市旅游资源整合之目的,已经张家界市国资委以张国资[2007]22号文原则性批准。

因对前次旅游资源整合的具体事项无法达成进一步协议,有关各方于2008年5月签订《股份转让协议》,经张家界市国资委以张国资[2008]11号文批准,环保客运恢复至2007年12月前的股权结构。

经过2007年12月和2008年5月的股权转让,环保客运的股权结构并未发生变更,上述股权转让均未支付对价。

2008年6月6日,环保客运公司名称变更为“张家界易程天下环保客运有限公司”,企业法人营业执照注册号变更为:430800000002826。

截至本报告书出具之日,环保客运的股权结构如下:

股东名称	出资金额(万元)	出资比例(%)	出资方式
经投集团	2,550	51%	货币
武陵源旅游公司	1,500	30%	货币
森林公园管理处	950	19%	货币
合计	5,000	100%	-

3、主要会计数据和财务指标

以下会计数据摘自经南方民和审计的环保客运最近两年及一期的合并会计报表:

单位：元

项 目	2010年6月30日/ 2010年1-6月	2009年12月31日/ 2009年度	2008年12月31日/ 2008年度
总资产	303,091,381.84	282,350,967.97	235,854,223.16
总负债	145,435,492.50	146,029,610.03	104,482,608.13
净资产	157,655,889.34	136,321,357.94	131,371,615.03
资产负债率	47.98%	51.72%	44.30%
营业收入	110,054,332.11	213,324,661.23	152,404,767.12
利润总额	29,758,450.67	36,948,279.96	31,009,004.71
净利润	22,267,380.77	24,740,628.86	22,051,664.94
净资产收益率	14.12%	18.15%	16.94%

4、盈利能力和成长性分析

环保客运主要从事武陵源核心景区内的游客运输业务，拥有游客运输业务独家经营权。由于核心景区面积较大，游客进入景区均需要乘坐环保车才能游览景区，因此环保客运具有很强的盈利能力，是张家界市最核心的优质旅游资产之一。2007年度环保客运的净利润为4,027.39万元；2008年度受国内外不利因素的影响游客量减少，环保客运的净利润为2,205.17万元，2009年度尤其是4季度以来，国内旅游市场迅速复苏，环保客运的净利润为2,474.06万元。

经南方民和审核，环保客运2010年度、2011年度盈利预测（合并报表）主要数据如下：

单位：元

项 目	2010年度	2011年度
营业收入	24,062.68	25,051.60
营业利润	5,582.86	6,512.00
利润总额	6,408.35	6,512.00
净利润	4,841.38	4,882.13
归属于母公司的净利润	4,841.38	4,882.13

5、主要资产的权属状况、主要负债及对外担保情况

（1）主要资产权属状况

环保客运的资产由其本部资产和下属子公司股权组成。环保客运的主要资产情况如下：

1) 环保客车等运输工具

环保客运现有 203 台武陵源景区环保客车。环保客车的权属证明均为环保客运所有，没有权属争议，不存在被查封、扣押、拍卖等强制性措施的情形。

2) 房屋建筑物

环保客运目前拥有 1 处房产，其具体情况如下：

产权人	产权证编号	房屋坐落	建筑面积（平方米）	是否抵押
环保客运公司	张家界房权证武陵源字第02992号	军地坪街道办事处吴家峪居委会吴家峪口	3252.18	否

上述房产均不存在权属争议，不存在被查封、扣押、拍卖等强制性措施的情形。

3) 公路及设施

环保客运拥有索溪峪标志门至梓木岗、天子山贺龙公园至天下第一桥，森林公园老磨湾至黄石寨索道下站等线路的公路资产及相关设施。上述公路及设施均不存在权属争议，不存在被查封、扣押、拍卖等强制性措施的情形。

4) 子公司的股权

环保客运现直接或间接持有张家界市中国旅行社有限公司 100%股权、张家界易程天下信息技术有限公司 51%股权、张家界易程天下国际旅行社有限公司 100%股权。上述各子公司的股权均无质押、担保，无权属纠纷。

5) 武陵源核心景区的运输项目经营和收费权

环保客运现拥有武陵源核心景区各门派站以内旅客道路运输项目的独家经营权和收费权，根据张家界市武陵源区政府张武政发[2002]04 号文，上述权利的期限为 45 年。

（2）主要负债情况

根据南方民和出具的深南财审报字（2010）第 CA1-116 号审计报告，截至

2010年6月30日，环保客运合并报表的资产负债率为47.98%，母公司报表的资产负债率为47.07%，环保客运合并报表中负债情况如下：

单位：元

负债	2010年6月30日	比例
流动负债：		
短期借款	55,000,000.00	37.82%
应付账款	1,751,973.20	1.20%
预收账款	183,770.00	0.13%
应付职工薪酬	742,649.07	0.51%
应交税费	8,733,555.91	6.01%
应付利息	143,201.00	0.10%
其他应付款	3,380,343.32	2.32%
一年内到期的非流动负债		
流动负债合计	69,935,492.50	48.09%
非流动负债：		
长期借款	74,000,000.00	50.88%
长期应付款	1,500,000.00	1.03%
非流动负债合计：	75,500,000.00	51.91%
负债合计	145,435,492.50	100.00%

(3) 借款及对外担保情况

截至2010年6月30日，环保客运的借款及担保情况如下：

2009年4月3日，环保客运以公司景区门票经营权作价15亿元出质，与中国农业银行张家界市武陵源区支行签订最高权利质押合同，期限自2009年4月1日起至2014年4月1日止。于2009年11月20日借款2500万元（至2010年11月20日到期），年利率5.31%、于2009年12月4日借款1500万元（至2010年12月4日到期），年利率5.31%；于2010年1月22日借款1500万（至2011年1月21日到期），年利率5.31%；至2010年6月31日借款余额5,500.00万元。

2009年11月17日，环保客运以公司景区门票收费权质押，与中国银行股份有限公司张家界分行签订长期借款合同，借款2000万元，期限自2009年11

月 17 日至 2012 年 11 月 17 日止，年利率 5.40%。

2010 年 6 月 25 日，环保客运以其在武陵源核心景区道路交通客运收费权质押，与中国建设银行股份有限公司张家界市分行武陵源支行签订人民币借款展期协议，将即将到期的借款 5,400.00 万转为长期借款，借款到期日至 2013 年 6 月 25 日止。

除上述借款及担保事项外，截至 2010 年 6 月 30 日，环保客运无对外担保事项。

6、标的资产的权属转移手续

作为环保客运的股东，经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处已分别于 2010 年 9 月 15 日与上市公司签署附生效条件的《发行股份购买资产协议》，同意将其持有的环保客运与城投公司 100% 股权在相关条件生效后，完成股权转让。

7、环保客运近三年资产评估、交易及增资情况

环保客运 2007 年、2008 年、2009 年除张股公司本次重大资产重组涉及对环保客运全部权益价值进行评估外，不存在其他资产评估情况，亦不存在资产交易及增资情况。

8、本次交易涉及的资产评估情况

湘资国际对环保客运于评估基准日 2010 年 6 月 30 日的股东全部权益价值进行了评估。根据《张家界易程天下环保客运有限公司股东全部权益价值资产评估报告书》及评估说明，本次评估采用收益法和市场法。

于评估基准日 2010 年 6 月 30 日，环保客运经审计的总资产账面值为 30,309.14 万元，总负债账面值为 14,543.54 万元，股东全部权益（净资产）账面值为 15,765.59 万元，股东全部权益价值按收益法评估的评估值为 64,108.63 万元，评估增值 48,343.04 万元，增值率 306.64%；股东全部权益价值按市场法评估的评估值为 72,700 万元，评估增值 56,934.41 万元，增值率 361.13%。评估机构以收益法评估结果作为环保客运股东全部权益价值的最终评估结果。

企业整体资产的评估方法包括成本法、市场法和收益法。因成本法仅能反映企业资产的自身价值，而不能全面、科学的体现企业的整体价值，且采用成本法无法涵盖诸如独家经营、人力资源、商誉等无形资产的价值；鉴于环保客运公司盈利能力较强，盈利前景较好，未来收入有较充分的保障且风险可合理预计，因

此本次评估主要采用收益法，并辅之以市场法作为参考和验证。

（二）拟收购的标的公司——环保客运下属子公司情况

1、张家界市中国旅行社有限公司

（1）公司概况

公司名称：张家界市中国旅行社有限公司

设立日期：2004年4月6日

注册地址：张家界市紫舞路（市中级人民法院院内）

注册资本：人民币 1,500,000 元

法定代表人：田奇振

营业执照注册号：430800000004813

经营范围：国内旅游、入境旅游、出境旅游业务；旅游商品销售。

（2）股权结构

目前张家界市中国旅行社有限公司的股权结构为：环保客运持股 100%。

（3）主要业务情况

张家界市中国旅行社有限公司主要从事入境旅游及国内旅游业务。

（4）主要财务数据

张家界市中国旅行社有限公司经审计的最近两年一期的主要财务数据如下：

① 资产负债表主要数据

单位：元

项目	2010年6月30日	2009年12月31日	2008年12月31日
流动资产	3,828,335.85	2,586,096.44	3,666,284.55
非流动资产	201,561.90	199,765.26	499,785.13
总资产	4,029,897.75	2,785,861.70	4,166,069.68
总负债	2,661,730.96	2,009,761.87	7,799,221.98
净资产	1,368,166.79	776,099.83	-3,633,152.30

资产负债率	66.05%	72.14%	187.21%
-------	--------	--------	---------

注：张家界市中国旅行社有限公司2009年12月31日的净资产较2008年12月31日增加较多，主要是由于2009年8月公司对经投集团315.23万元的债务得到了经投集团的豁免。

② 利润表主要数据

单位：元

项 目	2010年1-6月	2009年度	2008年度
营业收入	43,050,520.01	74,992,568.02	41,491,917.76
营业成本	38,770,790.50	67,322,835.53	37,863,658.93
利润总额	-207,933.04	1,551,222.61	-2,875,675.31
净利润	-207,933.04	1,256,923.38	-3,015,062.34

2、张家界易程天下信息技术有限公司

(1) 公司概况

公司名称：张家界易程天下信息技术有限公司

成立日期：2005年1月21日

注册地址：张家界市月亮湾花园经投集团大厦二楼

注册资本：人民币2,100,000元

法定代表人：罗选国

营业执照注册号：430800400000397

经营范围：经营易程天下网及相关技术开发、配套服务，各类广告的策划、设计、代理、制作、发布和经营。

(2) 股权结构

目前张家界易程天下信息技术有限公司的股权结构为：环保客运持股51%，捷宇国际旅行社股份有限公司（中国台湾）持股49%。其中台湾捷宇国际旅行社股份有限公司系注册地在中国台湾的一家旅游公司，法定代表人林维成。该公

司目前股权结构为：自然人林维成持有其 70%股权，自然人陈淑慧持有其 30%股权，林维成为台湾捷宇国际旅行社股份有限公司控股股东、实际控制人。台湾捷宇国际旅行社股份有限公司及其股东、实际控制人与本公司及本公司董事、监事、高级管理人员；与本次重大资产重组的交易对方经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处及相关人员均不存在关联关系。

(3) 主要业务情况

张家界易程天下信息技术有限公司主要从事网站及相关技术开发、广告业务。

(4) 主要财务数据

张家界易程天下信息技术有限公司经审计的最近两年一期的主要财务数据如下：

① 资产负债表主要数据

单位：元

项 目	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
流动资产	1,021,475.61	2,635,574.49	636,267.58
非流动资产	1,013,914.16	1,028,359.08	7,003,022.07
资产总计	2,035,389.77	3,663,933.57	7,639,289.65
负债合计	4,716,730.70	6,535,391.01	10,235,484.12
股东权益合计	-2,681,340.93	-2,871,457.44	-2,596,194.47
资产负债率	231.74%	178.37%	134.00%

② 利润表主要数据

单位：元

项 目	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度
营业收入	797,235.72	456,667.37	1,164,723.00
营业成本	287,760.00	91,077.60	466,532.21
利润总额	190,116.51	-277,676.24	-414,297.74
净利润	190,116.51	-277,676.24	-414,297.74

3、张家界易程天下国际旅行社有限公司

(1) 公司概况

公司名称：张家界易程天下国际旅行社有限公司

设立日期：2006年6月9日

注册地址：张家界市永定区大庸府城 C1 栋四楼

注册资本：人民币 1,000,000 元

法定代表人：罗选国

营业执照注册号：4308001000523

经营范围：入境旅游，国内旅游，旅游产品销售。

(2) 股权结构

目前张家界易程天下国际旅行社有限公司的股权结构为：张家界市易程天下信息技术有限公司持股 99%，环保客运持股 1%。

(3) 主要业务情况

张家界易程天下国际旅行社有限公司主要从事入境旅游及国内旅游业务。

(4) 主要财务数据

张家界易程天下国际旅行社有限公司经审计的最近两年一期的主要财务数据如下：

① 资产负债表主要数据

单位：元

项 目	2010年6月30日	2009年12月31日	2008年12月31日
流动资产	987,127.93	1,807,735.20	4,050,344.52
非流动资产	14,510.28	17,602.20	540,570.11
资产总计	1,001,638.21	1,825,337.40	4,493,446.94
负债合计	1,414,142.11	2,119,353.48	373,292.50
股东权益合计	-412,503.90	-294,016.08	4,217,622.13
资产负债率	141.18%	116.11%	8.31%

② 利润表主要数据

单位：元

项 目	2010年1-6月	2009年度	2008年度
营业收入	10,621,579.57	31,797,764.62	7,366,368.33
营业成本	9,737,916.37	9,293,017.66	5,864,567.38
利润总额	-118,487.82	-414,983.30	-19,690.08
净利润	-118,487.82	-511,638.21	-37,158.63

除上述公司外，环保客运无其他控股或参股的公司。

七、 发行股份情况

(一) 拟发行股份的种类和面值

本次拟发行的股票为境内上市人民币普通股(A股),每股面值为人民币 1.00 元。

(二) 发行股份的价格和定价原则

张股公司本次发行股份的价格为 6.36 元/股，不低于张股公司本次发行股份购买资产董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票的交易均价。

(三) 发行数量

本次发行股份数量由公司董事会提请股东大会授权董事会根据实际情况确定。根据标的资产的评估价值 64,108.63 万元及股份发行价格 6.36 元/股测算，公司拟向经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处发行总数 100,799,732 股的 A 股股份，每股面值 1 元。其中，经投集团获得股份数量为 51,407,863 股，武陵源旅游公司、森林公园管理处分别获得 30,239,920 股、19,151,949 股。

(四) 发行对象

本次发行全部采取向特定对象发行的方式，发行对象为经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处。

(五) 本次发行股票的限售期

经投集团承诺：本次认购的张股公司股份自过户至其名下起36个月内不上市

交易或者转让，之后按照中国证监会和深圳证券交易所的相关规定执行。

为保证《盈利预测补偿协议》可行性，武陵源旅游公司与森林公园管理处均承诺：在本次交易所认购的股份自过户至其名下之日起 36 个月内不得上市交易或者转让，之后按照中国证监会和深圳证券交易所的相关规定执行。

（六）本次发行前后股权结构

以本次发行 100,799,732 股计算，本次发行前后公司股权结构比较如下：

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
经投集团	44,910,000	20.41%	96,317,863	30.02%
武陵源旅游公司	0	0%	30,239,920	9.43%
森林公园管理处	0	0%	19,151,949	5.97%
土地房产公司	7,772,400	3.53%	7,772,400	2.42%
其他股东	167,353,017	76.06%	167,353,017	52.16%
合计	220,035,417	100.00%	320,835,149	100.00%

本次发行前，经投集团直接持有张股公司 20.41% 的股份，并通过其全资子公司土地房产公司控制 3.53% 股权，为公司控股股东。本次发行完成后，经投集团将直接和间接持有张股公司约 32.44% 股份，仍为公司控股股东。本次发行未导致公司控制权发生变化。

八、 本次交易合同的主要内容

2010 年 9 月 15 日，上市公司与控股股东经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处在湖南省张家界市签署了《发行股份购买资产协议》以及就本次交易涉及的盈利补偿事项签署了《盈利预测补偿协议》，上述协议的主要内容如下：

（一）《发行股份购买资产协议》的主要内容

上市公司与经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处于 2010 年 9 月 15 日，共同签订了《发行股份购买资产协议》，该协议具体内容如下：

1、发行股份购买资产

各方一致同意，张股公司与经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处非公开发行股份，用于购买张股公司与经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处合计持有的环保客运公司 100% 的股权。

本次发行股份购买资产完成后，张股公司将持有环保客运公司 100% 的股权并享有全部股东权益，张股公司与经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处将不再持有环保客运公司的股权，环保客运公司将成为张股公司的全资子公司。标的股权的交割按照本协议的约定方式进行。

2、交易价格

各方一致同意本次交易的价格以具有证券从业资格的湘资国际所出具的资产评估报告为基础，且经国有资产监督管理部门备案的评估结果为准。

根据湘资国际出具的湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》并经国有资产监督管理部门备案的评估结果，目标公司环保客运所对应的标的股权评估值为 64,108.63 万元人民币。

根据上述评估结果，各方一致确认，张股公司本次购买标的资产的交易价格合计为人民币 64,108.63 万元。

3、发行价格及数量

各方一致同意，本次发行的股份种类为境内上市人民币普通股（A 股），每股面值为人民币 1.00 元。

各方一致同意本次发行股份的发行价格为张股公司定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价，即人民币 6.36 元/股。

根据本协议约定的交易价格以及发行定价原则，张股公司本次向经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处发行股份的数量合计为 100,799,732 股。其中，向经投集团发行的股份数量为 51,407,863 股；向武陵源旅游公司发行的股份数量为 30,239,920 股；向森林公园管理处发行的股份数量为 19,151,949 股。

同时，各方一致同意，在本次发行的定价基准日至发行日期间，张股公司如有派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项，将按照深交所的相关规则对上述发行价格和发行数量进行相应调整。

4、股份锁定期

经投集团承诺，其在本次交易中所认购的股份自过户至其名下之日起三十六个月内不上市交易或者转让。

武陵源旅游公司承诺，其在本次交易所认购的股份自过户至其名下之日起三十六个月内不上市交易或者转让。

森林公园管理处承诺，其在本次交易所认购的股份自过户至其名下之日起三十六个月内不上市交易或者转让。

5、本次发行股份购买资产的实施及交割

(1) 在本协议生效后，各方应当按照如下约定及时办理标的股权的交割手续：

1) 经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处应促使目标公司环保客运公司在本协议生效日起的六个月内办理完毕相应的股东变更工商登记手续，使经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处所持目标公司的股权过户至张股公司名下。

2) 为完成上述股权过户，经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处应履行相应的手续，并制作、准备和签署必需的文件；张股公司应就此提供必要的配合和协助。

(2) 在本协议生效条件全部实现并完成标的股权前款交割手续后三十个工作日内，张股公司应完成向经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处发行股份程序（包括但不限于工商变更登记、向结算公司办理新增股份登记等手续）；经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处应就此向甲方提供必要的配合和协助。

6、权利义务及风险的转移

各方一致同意并确认，标的股权的权利、义务和风险自交割日起发生转移，张股公司自交割日起即成为标的股权的唯一权利人，标的股权的所有权利和义务均有张股公司享有和承担，标的股权的相关风险亦自交割日起由张股公司承担。

7、过渡期间损益归属

(1) 自评估基准日起至所购标的股权交割日的期间为本次发行股份认购资产的过渡期间。

(2) 各方一致同意，在交割日后的三十个工作日内，由张股公司聘请具有法定资质的会计师事务所对目标公司在过渡期间的损益进行审计，并出具相关报告（以下简称“过渡期损益报告”）。

(3) 各方一致同意，对于目标公司在过渡期间所产生的收益，全部由张股

公司享有；对于目标公司在损益归属期间所发生的亏损，由目标公司的原股东即经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处按各自的持股比例于过渡期损益报告出具后十个工作日内向张股公司以现金方式补足。

8、本次发行前张股公司滚存未分配利润的享有

本次发行股份购买资产完成后，本次发行前的张股公司滚存未分配利润由张股公司新老股东共同享有。

9、本次发行对象对标的资产未来盈利能力的特别承诺

作为环保客运公司的现有股东，经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处共同承诺：在本次交易实施完毕当年及其后三个会计年度，环保客运每年度实现的经审计净利润数不低于经具有证券从业资格的北京湘资国际资产评估有限公司于2010年9月10日出具的湘资国际评字[2010]第008号《资产评估报告书》所预测的环保客运公司所对应当年度的净利润数额；如环保客运公司在补偿预测期间每年度实际净利润未能达到湘资国际评字[2010]第008号《资产评估报告书》所预测的环保客运公司当年度的净利润数额，则差额部分将由经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处将其本次认购的股份总数按各自对环保客运的原持股比例计算股份补偿数，该部分股份将由甲方以1元总价回购并予以注销。

10、违约责任

本协议任何一方不履行或不完全履行本协议所规定的义务或在本协议中所作的保证与事实不符或有遗漏，即构成违约。

任何一方违约，守约方有权追究违约方违约责任，包括但不限于要求违约方赔偿损失。

违约方应当负责赔偿的损失为违约行为给其他方造成的一切经济损失（包括直接损失和预期应得的收益等间接损失），但不应超过违约方在签订本协议时预见到或应当预见到的因其违反本协议可能给对方造成的损失。

11、协议的生效

（1）本协议自各方法定代表人或授权代表签署并加盖各自公章之日起成立，下列先决条件全部满足之日起生效：

- 1) 张股公司董事会、股东大会审议并通过本次重大资产重组事宜。
- 2) 本次重大资产重组事宜分别获得张家界市国资委、湖南省国资委的批准。

3) 张股公司就本次重大资产重组事宜获得中国证监会的核准。

4) 中国证监会同意豁免经投集团因本协议项下交易事宜所触发的向张股公司全体股东发出要约收购之义务。

5) 本次重大资产重组及本协议项下的相应交易已经中国其他主管政府部门（若有）批准。

(2) 如非因一方或各方违约的原因造成前述先决条件未能得到满足，则各方各自承担因签署及准备履行本协议所支付之费用，且互不承担责任。

(3) 本协议约定的协议各方的各项权利与义务全部履行完毕，视为本协议最终履行完毕。

(4) 除本协议另有约定外，各方一致同意解除本协议时，本协议方可解除。

(二)《盈利预测补偿协议》的主要内容

上市公司与经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处于 2010 年 9 月 15 日签订了《盈利预测补偿协议》，对本次交易涉及的盈利补偿事项进行了约定，主要内容如下：

1、净利润预测数

湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》采用收益法预测环保客运在未来的盈利情况如下：

项 目	预测数据（单位：万元）			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
净 利 润	4,858.90	5,182.60	6,406.76	6,392.24

2、实际净利润数额的确定

(1) 本次交易实施完毕后，张股公司将直接持有环保客运 100% 的股权。

(2) 协议各方一致确认，本次补偿测算期间为本次交易实施完毕当年及其后三个会计年度，即 2011 年度、2012 年度、2013 年度及 2014 年度。若本次交易未能如期在 2011 年度实施完毕，则上述补偿测算期间将随之发生变动。

(3) 协议各方一致确认，本次交易经张股公司股东大会批准和中国证监会核准后，各方依据《发行股份购买资产协议》的相关条款办理完毕资产权属变更登记手续，且张股公司向经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处发行之股

票在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕证券登记手续之日，为本次交易实施完毕日。

(4) 自本次交易完成后，在张股公司聘请具有相关证券业务资格的会计师事务所（“会计师事务所”）进行年度审计之前，张股公司将聘请具有证券业务资格的会计师事务所对环保客运自本次交易实施完毕当年及其后三个会计年度的盈利情况出具专项审核意见，相关标的资产实际盈利数与利润预测数的差额根据具有证券业务资格的会计师事务所出具的标准无保留意见的专项审计报告确定。

(5) 张股公司将测算 2011 年度、2012 年度、2013 年度及 2014 年度环保客运的实际盈利数与湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》中确认的环保客运净利润预测数的差异情况，并聘请具有证券从业资格的会计师事务所（以下称“会计师事务所”）予以审核，并就此出具专项审核意见。

(6) 环保客运在 2011 年度、2012 年度、2013 年度及 2014 年度产生的实际盈利数的计算方法，应以中国现行有效的会计准则为基础，并按湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》中预测净利润口径进行相应调整后计算确定。其中实际盈利数应为经会计师事务所审核确认的环保客运当年实现净利润数。

3、补偿的实施

(1) 协议各方一致同意，如果环保客运在补偿预测期间每年度实际净利润低于湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》所预测的环保客运当年度的净利润数额，则差额部分将由经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处将其本次认购的股份总数按各自对环保客运的原持股比例计算股份补偿数，该部分股份将由甲方以 1 元总价回购并予以注销。

当年度回购股份数 = (截至当期期末累积预测净利润数 - 截至当期期末累积实际净利润数) × 认购股份总数 ÷ 补偿期限内各年的预测净利润数总和 - 已补偿股份数量

(2) 补偿期限届满时，张股公司对环保客运 100% 股权进行减值测试，如：

期末减值额/标的资产作价 > 补偿期限内已补偿股份总数/认购股份总数

则经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处另行补偿股份。另需补偿的股份数量为：

期末减值额/每股发行价格 - 补偿期限内已补偿股份总数

(3) 经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处同意在具有证券业务资

格的会计师事务所对环保客运出具专项审核意见（该专项审核意见的出具时间应不晚于甲方的年度审计报告）之日起 10 日内确定股份回购数量，并于两个月内完成股份回购及注销。

（4）自本协议签署之日起至张股公司董事会就本次资产重组所涉及之盈利预测补偿事宜作出决议之日前，如本次资产重组之每股发行价格由于张股公司股票发生派发股利、送红股、转增股本、增发新股或配股等除息、除权行为调整，本次回购之股份数量将根据实际情况随之进行调整。

4、违约责任

（1）本协议任何一方违反本协议约定，给对方造成损失的，违约一方应赔偿对方的损失。

（2）如果经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处在承诺年度内，发生不能履行本协议补偿实施相关约定的情况，则张股公司有权单方立即申请司法冻结该方所持有张股公司的相应股份。若逾期 90 个工作日该方仍未履行补偿义务，则张股公司有权对该方所持有的张股公司股份提请司法拍卖，用以偿还相应的净利润差额。

第四节 独立财务顾问意见

一、 基本假设

本独立财务顾问就本次重大资产重组发表意见基于以下假设条件：

- 1、国家现行的法律、法规及基本方针政策无重大变化，国家的宏观经济形势不会出现重大不利变化；
- 2、本次重大资产重组交易各方所处地区的社会、经济环境无重大变化；
- 3、本次重大资产重组交易各方均遵循诚实信用的原则、能够按照有关协议条款全面履行其应承担的责任；
- 4、本次重大资产重组能够获得张股公司股东大会及有关政府审批部门的批准，不存在其他障碍，并能够如期完成；
- 5、本次重大资产重组相关各方所提供的资料真实、准确、完整、及时、合法；
- 6、有关中介机构对本次重大资产重组所出具的法律、财务审计及资产评估等文件真实、可靠；
- 7、无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响发生。

如上述假设条件的任何一条未能成立，则本核查意见之相关表述与结论性意见须作出相应修正，招商证券有权根据新的、经证实的事实，另行出具专项核查意见，并根据新的核查意见承担相应的法律责任。

二、 本次交易的合规性分析

独立财务顾问认为，本次交易行为符合《公司法》、《证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》以及《上市规则》等法律、法规的规定。具体分析如下：

（一） 本次交易符合《重组办法》第十条的规定

1. 本次交易符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定

本次交易所涉及的标的公司合法经营，符合国家有关产业政策、土地管理和环境保护等方面的法律、法规规定。本次重大资产重组不构成《反垄断法》规定的垄断行为。

同时，本次重大资产重组在制定方案时，也充分考虑了《公司法》、《上市公司重大资产重组管理办法》以及国家产业政策的有关规定，不存在违反符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规规定的情况。

本独立财务顾问认为，未发现本次交易存在与国家政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规严重不符的情况。

2. 本次交易不会导致张股公司不符合股票上市条件

根据《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则（2008年修订）》的相关规定，股权分布发生变化不具备上市条件的是指：社会公众持有的股份连续二十个交易日低于公司股份总数的 25%，公司股本总额超过人民币四亿元的，社会公众持有的股份连续二十个交易日低于公司股份总数的 10%。社会公众不包括：1) 持有上市公司 10%以上股份的股东及其一致行动人；2) 上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。

本次交易完成后，上市公司的总股本为由目前的 220,035,417 股变更为 320,835,149 股，社会公众持有的股份为 167,353,017 股，占上市公司总股本的 52.16%，不低于上市公司股本总数的 25%；

此外，上市公司在最近三年内无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载；同时上市公司将继续保持组织机构健全和股东大会、董事会、监事会以及独立董事制度的完善，继续依法有效履行职责，保持上市公司良好运行和公司章程的合法有效，保持健全的内部控制制度和良好的财务状况。

综上，本次交易完成后上市公司仍符合《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》规定的股票上市条件。

3. 本次交易所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形

本次交易拟购入资产的交易价格以 2010 年 6 月 30 日为基准日、以具有相关证券业务资格的北京湘资国际资产评估有限公司出具的资产评估报告确定的评估值为基准。湘资国际及其经办评估师与本次交易的标的资产、交易对方以及张股公司均没有现实的及预期的利益或冲突，具有独立性。

本次交易，相关中介机构已针对本次交易出具审计、评估、法律等专业报告。本次交易中涉及到关联交易的处理，依据《公司法》、《上市规则》、《公司章程》等规定遵循公开、公平、公正的原则并履行合法程序。标的资产的定价不存在损害张股公司全体股东利益的情形。

张股公司独立董事对本次交易发表了意见，认为：公司聘请的评估机构湘资国际具有证券业务资格，本次评估机构的选聘程序合规，经办评估师与评估对象无利益关系，与相关当事方无利益关系，对相关当事方不存在偏见，评估机构具有充分的独立性。本次评估的假设前提遵循了市场通用的惯例和准则、符合评估对象的实际情况，评估假设前提合理，评估方法与评估目的的相关性一致，预期未来收入增长率、折现率等重要评估参数取值合理，预期收益的可实现性较强，评估定价公允，不会损害公司及其股东、特别是中小股东的利益。关联董事在表决过程中依法进行了回避，也未代理非关联董事行使表决权。关联董事回避后，参会的所有非关联董事对相关议案进行了表决。表决程序符合有关法规和公司章程的规定。

本独立财务顾问认为，本次重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形。

4. 本次交易所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，不存在债权债务纠纷

本次交易拟购买的资产为经投集团持有的环保客运 51% 股权，武陵源旅游公司持有的环保客运 30% 股权，森林公园管理处持有的环保客运 19% 股权。环保客运系依法设立和有效存续的有限责任公司，不存在出资不实或影响其合法存续的情形。

经投集团合法拥有环保客运 51% 股权的完整所有权、武陵源旅游公司合法拥有环保客运 30% 股权的完整所有权、森林公园管理处合法拥有环保客运 19% 股权的完整所有权，上述股权之上没有设置抵押、质押、留置等任何担保权益，也不存在任何可能导致上述股权被有关司法机关或行政机关查封、冻结、征用或限制转让的未决或潜在的诉讼、仲裁以及任何其他行政或司法程序。经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处有权签署处置上述股权的全部或其任何部分，而上述股权或与之相关的任何权益，不受任何优先权或其它类似权利的限制。

通过审慎核查，本财务顾问认为，本次交易所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，不存在债权债务处理纠纷。

5. 本次交易有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形

本次重组完成后，上市公司的上市主体资格不会发生变化，张股公司仍为独立法人，并可以持续开展经营活动。本次重组完成后，拥有张家界核心景区旅游客运专营权的环保客运将成为张股公司控股子公司，上市公司主业将明确定位于旅游资源开发、旅游配套服务、旅游客运，张股公司的自身持续经营能力将得到改善和加强，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形。

本独立财务顾问认为，本次交易有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形。

6. 本次交易有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定

本次交易完成后，张股公司与控股股东、实际控制人及其关联方之间在资产、业务、人员、财务、机构等方面将继续保持独立性：关联交易金额占营业收入和营业成本的比例均比交易前有所降低；不存在资产产权界限不清或控股股东无偿占用张股公司资产的情形；张股公司高级管理人员未在关联方任除董事、监事以外的其他职务，未在该等企业领薪；张股公司财务机构和财务人员均保持完全独立；张股公司内部经营管理机构独立行使经营管理职权。

同时，张股公司已经出具承诺，本次交易后将继续保证与上市公司做到人员独立、资产独立完整、业务独立、财务独立、机构独立。

本独立财务顾问认为，本次交易有利于上市公司保持在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定。

7. 本次交易有利于公司形成或保持健全有效的法人治理结构

张股公司已按照《公司法》、《证券法》及中国证监会相关要求设立了股东大会、董事会、监事会等组织机构并制定相应的议事规则，具有健全的组织和完善的法人治理结构。

本次交易完成后，上市公司将在目前已建立的法人治理结构上继续有效运作，以保证上市公司法人治理结构的运作更加符合本次重大资产重组完成后上市公司的实际情况，继续完善上市公司法人组织机构的设置。本财务顾问认为，本

次交易有利于上市公司保持和完善健全有效的法人治理结构。

具体分析详见《张家界旅游开发股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》“第十三节 本次交易对公司治理机制的影响”。

综上所述，本独立财务顾问认为，本次交易符合《重组办法》第十条的规定。

(二) 本次交易符合《重组办法》第四十一条的规定

1. 本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善公司财务状况和增强持续盈利能力

根据南方民和审计的张股公司 2009、2010 年 1-6 月备考财务报告，本次交易前与备考反映的主要会计数据与财务指标对比如下：

单位：元

会计数据和财务指标	本次发行前		本次发行后（备考数）	
	2010年6月30日	2009年12月31日/ 2009年度	2010年6月30日	2009年12月31日/ 2009年度
总资产	288,922,062.69	313,736,898.04	493,891,070.65	526,985,706.21
归属于母公司所有者的权益	-25,149,823.54	-38,177,519.40	138,153,556.56	99,075,994.38
资产负债率（合并）	106.49%	109.98%	70.69%	79.67%
营业收入	40,136,581.57	90,555,373.11	150,190,913.68	303,880,034.34
利润总额	-111,324.02	-46,291,035.76	33,358,425.06	-7,205,575.60
净利润	-874,002.31	-47,343,974.61	25,104,676.87	-20,466,165.55
归属于母公司股东的净利润	-416,054.12	-41,366,397.11	25,361,637.18	-14,488,592.66
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	-12,449,489.61	-43,390,544.07	-	-
基本每股收益	-0.002	-0.19	0.104	-0.06
净资产收益率	-	-	17.34%	-19.1%

注：张股公司备考财务数据取自经深圳南方民和会计师事务所审计的备考财务报告（深南财审报字（2010）第ZA1-051号）。

本次交易完成后，公司主营业务收入主要来自旅游业务、旅行社业务、客运业务。2009年，上市公司实际发生数和备考报表数比较，营业收入大幅增加，增长幅度为 235.57%，同时盈利能力提升幅度较大，其中，净利润由备考前的 -4,734.40 万元增加到 -2,046.62 万元。

根据经深圳南方民和会计师事务所审核的备考盈利预测（审核报告编号为“深南财专审报字（2010）ZA1-050号”），张股公司预测 2011 年度将实现营

业收入 32,516.14 万元，净利润 3,910.44 万元，归属于母公司股东的净利润 3,912.42 万元。

2010 年 9 月 15 日，经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处与上市公司签订有关《盈利预测补偿协议》，约定如果环保客运在补偿预测期间每年度实际净利润低于湘资国际评字[2010]第 008 号《资产评估报告书》所预测的环保客运当年度的净利润数额，则差额部分将由经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处将其本次认购的股份总数按各自对环保客运的原持股比例计算股份补偿数，该部分股份将由张股公司以 1 元总价回购并予以注销。

综上，本独立财务顾问认为，通过本次交易，上市公司将提高资产质量和盈利能力，本次交易将改善上市公司财务状况，增强上市公司持续盈利能力。

2. 本次交易有利于上市公司减少关联交易和避免同业竞争，增强独立性

关联交易方面，本次交易完成后，环保客运与张家界市中国旅行社有限责任公司将成为上市公司的下属公司，因游客运输及其他业务合作产生的关联交易将得到解决。

为保护上市公司全体股东利益、规范关联交易，张股公司在公司章程、董事会议事规则、股东大会议事规则中，对上市公司未来可能发生的关联交易及相关信息披露予以进一步规范。

为规范本次交易后可能与上市公司发生的关联交易，张股公司控股股东经投集团承诺将进一步处理好与上市公司的关系，支持上市公司的经营和发展，最大程度地减少利益分歧，尽可能减少关联交易，对于那些确实有利于优化上市公司业务结构或对上市公司长远发展有利的关联交易，要严格按照相关程序规范运作，制订公正、公允的交易价格等各项条款。

同业竞争方面，本次交易前经投集团下属公司环保客运所从事的旅游运输业务与张股公司业务尽管不构成同业竞争，但具有一定的关联性。通过本次交易，环保客运注入到张股公司，完善了张股公司旅游业务结构，且不会产生与经投集团同业竞争的情况。

张股公司控股股东经投集团也出具了本次重组完成后避免同业竞争的承诺。

综上，本独立财务顾问认为，本次交易有利于上市公司减少关联交易和避免同业竞争，增强上市公司独立性。

3. 上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告

2009年3月19日,开元信德会计师事务所有限公司为张股公司2008年财务会计报告出具了开元信德湘审字(2009)第027号带强调事项段无保留意见的审计报告。

2010年2月3日,天职国际会计师事务所有限公司为张股公司2009年财务会计报告出具了天职湘审字[2010]36号带强调事项段无保留意见的审计报告。

4. 本次发行股份购买的资产权属清晰,在约定期限内可办理完毕权属转移手续

上市公司此次发行股份购买的资产为环保客运100%股权,该资产权属清晰,不存在查封、冻结、质押等限制权利行使的情形,并能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

综上所述,本独立财务顾问认为,本次交易符合《重组办法》第四十一条的规定。

三、 本次交易所涉及的资产定价和股份定价的合理性分析

本次发行股份购买资产综合考虑了交易标的之资产质量、盈利能力、财务状况等因素,充分保护了上市公司及社会公众股东的利益,有助于进一步规范上市公司运作,提升公司的持续经营能力和盈利水平。本次发行股份购买的资产的价值是以经具有证券期货从业资格的评估机构的评估结果为依据,评估价值公允、合理;本次发行股份的价格为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日股票交易均价,切实有效地保障了上市公司和全体股东的合法权益。

(一) 本次标的资产定价的合理性分析

1. 本次标的资产定价是以该等资产的评估结果为依据,评估价格合理。

根据湘资国际出具的湘资国际评字[2010]第008号《资产评估报告书》,以2010年6月30日为评估基准日,本次交易拟购入的环保客运的净资产账面值为15,765.59万元,股东全部权益价值按收益法评估的评估值为64,108.63万元,

评估增值 48,343.04 万元, 增值率 306.64%; 按市场法评估的评估值为 72,700 万元, 评估增值 56,934.41 万元, 增值率 361.13%, 以收益法评估结果作为本次环保客运股东全部权益价值的最终评估结论。

经交易双方协商, 上述资产评估净值即为本次交易价格。

2. 本次拟购买资产的评估机构及经办评估师具有独立性, 其出具的评估报告符合客观、独立、公正、科学的原则, 可以作为本次交易作价的依据。

湘资国际及经办评估师与标的资产和股份公司没有股权关系, 不存在除专业收费外的现实的和预期的利害关系; 和上述公司的董事、监事、高级管理人员无关联关系、个人利害关系或偏见; 同时与本次交易相关各方当事人亦没有关联关系、个人利害关系或偏见, 其出具的评估报告符合客观、独立、公正、科学的原则, 可以作为本次交易作价的依据。

3. 本次评估假设合理

本次运用收益法对环保客运进行评估的前提条件如下:

(1) 环保客运持续性经营, 其主要管理人员、驾驶人员、业务骨干和主营业务相对稳定;

(2) 环保客运经营范围、经营方式、管理模式等在保持一贯性的基础上不断改进、不断完善, 能随着经济的发展, 进行适时调整和创新;

(3) 环保客运所处的社会经济环境不产生较大的变化, 国家及环保客运所在的地区有关法律、法规、政策与现时无重大变化;

(4) 环保客运所提供的客运服务能适应市场需求, 即目前拥有的 203 台景区环保车能满足景区游客的需要 ;

(5) 不存在产权及其他经济纠纷等事项, 未来的银行利率、税金及附加税率、所得税税率、在国家规定的正常范围内无重大变化;

(6) 环保客运有关经济行为符合国家规定, 无重大违规现象;

(7) 无其它不可抗力及不可预见因素造成对企业重大不利影响;

(8) 环保客运提供的全部资料是真实、合法、完整的;

(9) 假设环保客运与张家界百龙天梯旅游发展公司继续按签定旅客运输合同的补偿金额不变;

(10) 假设环保客运与湖南武陵源索道有限公司继续按签定旅客运输合同的补偿金额不变；

(11) 假设张家界易程天下信息技术有限公司按现有媒体资源进行广告业务，按董事会核定的收入计划完成；

(12) 假设被评估单位未来经营期间的营业收入和成本费用支付等均与评估基准日的营运模式相同，未来经营年收益实现时点为每年年末；

(13) 假设被评估单位收益年期为有限年，2015 年及以后年度的自由现金流量能保持 2014 年的水平。

上述评估的假设前提都强调了公司经营状态和经营环境的稳定，不考虑出现特殊情况，这样的假设前提与客观事实相符合，与评估基本规律相吻合，具有合理性。

4. 评估方法选择适当，符合相关法规的规定，符合被评估对象的客观实际情况。

企业整体资产的评估方法包括成本法、市场法和收益法。成本法又称资产基础法，是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路。市场法是指将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的评估思路。收益法是指通过将企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。

对于标的资产环保客运 100%股权，由于成本法仅能反映企业资产的自身价值，而不能全面、科学的体现企业的整体价值，并且采用成本法也无法涵盖诸如独家经营、人力资源、商誉等无形资产的价值。因此，评估机构未采取成本法进行评估。评估机构按照法定的评估程序对环保客运进行了调查分析与询证，采用收益法和市场法对环保客运股东全部权益价值进行了评估。

5. 本次标的资产的盈利能力分析

根据南方民和出具的环保客运 2008 年、2009 年及 2010 年 1-6 月的审计报告（深南财审报字（2010）第 CA1-116 号）和经南方民和审核的环保客运 2010 年度、2011 年度盈利预测报告（深南财专审报字（2010）ZA1-049 号）主要数据和指标如下：

单位：万元

项 目	2011 年 预测数	2010 年 预测数	2009 年	2008 年
营业收入	25,051.60	24,062.68	21,332.47	15,240.48
利润总额	6,512.00	6,408.35	3,694.83	3,100.90
净利润	4,882.13	4,841.38	2,474.06	2,205.17
归属于母公司所有者的净利润	4,882.13	4,841.38	2,474.06	2,205.17

根据上述盈利预测数据，拟购买的标的资产环保客运具有较强的盈利能力。由于 2008 年、2009 年受冰灾、地震以及金融危机等负面因素影响，国内旅游市场进入低潮期，外部环境变化导致环保客运 2006 年至 2009 年营业利润率呈现下降趋势，然而 2009 年 4 季度以来，随着经济形势好转，消费者抑制的旅游消费需求释放，国内旅游市场迅速复苏，环保客运业绩迅速回升，预计 2010 年净利润较 2009 年大幅增长，达到 4,841.38 万元。

综上，本财务顾问认为本次标的资产的价值已经评估机构评估，评估机构独立，其出具的评估报告符合客观、独立、公正、科学的原则；评估假设前提合理，评估方法适当，本次资产评估选用的是公认的资产评估方法，符合国家关于资产评估的有关规定，评估结果公允，能够准确反映标的资产的价值；此外，本次交易在确定交易价格时充分考虑了标的资产的整体盈利能力和可持续发展能力，定价合理，符合公司和全体股东的利益。

（二） 本次发行股份定价的合理性分析

1. 本次发行股份定价符合《重组办法》的相关规定

本次发行价格为 6.36 元/股，为本次重大资产重组预案董事会会议决议公告日前二十个交易日的上市公司股票交易均价。上述发行价格符合《重组办法》第四十二条“上市公司发行股份的价格不得低于本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价”的规定。

总的来看，本次交易充分考虑了交易对方、上市公司及全体股东的利益，尤其是社会公众股股东的利益，定价合理。本次重大资产重组有利于改善上市公司业务结构，突出主业，提高持续盈利能力及核心竞争力，本次重组亦有助于完善

上市公司治理结构，解决潜在同业竞争，减少重要业务环节的持续关联交易，从根本上是对全体股东长远利益的保护。

2. 发行股份定价与相同风险特征、相同定价方式的公司比较

上市公司因连续两年亏损、违规对关联方提供担保，股票被实行退市风险警示，其股票二级市场的交易价格不能真实反映公司逐年恶化的财务状况和连续亏损的经营成果，上市公司二级市场的股价表现并未真实反映其逐年恶化的财务状况和连续亏损的经营业绩，对发行股份定价采用市净率、市盈率等方法进行分析已失去意义。

本次上市公司发行股份的定价为 6.36 元/股，为本次发行股份购买资产的首次董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价。根据 2009 年 1 月 1 日—2010 年 9 月 15 日沪深两市采用非公开发行股份购资产的 ST 及*ST 类公司定价情况来看，上市公司本次发行定价 6.36 元/股高于期间内被实行特别处理和退市风险警示的发行股份定价平均值。

证券简称	证券代码	发行定价（元/股）	定价基准日
*ST 长岭	000561. SZ	2.80	2009-4-13
*ST 国祥	600340. SH	6.32	2009-9-9
*ST 国药	600421. SH	4.53	2009-8-8
*ST 三农	000732. SZ	3.09	2009-6-11
*ST 铜城	000672. SZ	3.69	2009-2-13
*ST 炎黄	000805. SZ	2.70	2009-8-25
*ST 远东	000681. SZ	2.03	2009-7-4
*ST 张铜	002075. SZ	1.78	2009-6-13
ST 百花	600721. SH	5.62	2009-9-12
ST 东源	000656. SZ	5.18	2009-7-14
ST 华龙	600242. SH	3.65	2009-4-10
ST 科龙	000921. SZ	3.42	2009-7-17
ST 贤成	600381. SH	3.41	2009-4-14
ST 宇航	000738. SZ	3.50	2009-1-23
ST 中润	000506. SZ	7.47	2009-7-23
*ST 琼花	002002. SZ	6.49	2009-9-21
平均值		4.11	
中值		3.58	
本公司		6.36	

经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处等认购方以高于采用非公开发

行股份购资产的 ST 及*ST 类公司的价格认购股份公司股份,显示了经投集团等认购方对上市公司未来发展的信心,保障了非关联股东的权益不受损害。

总的来看,本次交易充分考虑了交易对方、上市公司及全体股东的利益,尤其是社会公众股股东的利益,定价合理。本次重大资产重组有利于改善上市公司业务结构,突出主业,提高持续盈利能力及核心竞争力,本次重组亦有助于完善上市公司治理结构,解决潜在同业竞争,减少重要业务环节的持续关联交易,从根本上是对全体股东长远利益的保护。

(三) 本次交易对上市公司的重要影响分析

1. 本次交易有利于上市公司的持续发展、不存在损害股东合法权益的问题

本次交易完成后,经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处目前拥有的核心景区客运相关优质资产将全部注入上市公司,上市公司主业将明确定位于旅游资源开发、旅游配套服务、旅游客运,业务结构清晰,潜在同业竞争和关联交易等诸多问题也将得到有效解决。

综上,本独立财务顾问认为,本次交易有利于上市公司的持续发展,不存在损害股东合法权益的问题,本次重大资产重组能够提高上市公司的资产质量,解决同业竞争,减少管理交易,增强上市公司可持续发展能力。

2. 交易完成后上市公司的市场地位、经营业绩、持续发展能力和上市公司治理机制分析

(1) 交易完成后的上市公司地位分析

本次交易完成后,上市公司将在经投集团的大力支持下,整合现有业务,发挥规模效应、协同效应和资源优势,抓住政府对旅游行业的主导力度不断加大、湖南已逐步从旅游资源大省向产业大省迈进、湖南旅游产业步入快速发展的黄金阶段的历史机遇,将公司打造成集自然景区资源开发、景区旅游线路运营以及旅游地产开发的旅游行业的综合开发商、营运商和服务商。

综上,本独立财务顾问认为,本次交易有利于加强张股公司在国内旅游市场领域的竞争力。

(2) 交易完成后上市公司经营业绩分析

本次交易前，公司主业主要为二线及三级景点的旅游业务及宾馆业务，盈利能力较差且极易受国内外不利因素的影响。特别是 2008 年，受国际金融危机、地震、冰灾等突发事件的影响，公司主营业务的亏损进一步扩大。最近两年，公司相当一部分净利润来自预计负债转回。

本次交易后，环保客运将成为张股公司的全资子公司，武陵源游客运输业务优质资产均将一次性进入上市公司。公司主营业务收入来源于旅游收入、景区环保客运收入及旅行社收入。

本独立财务顾问认为，本次交易有利于提升上市公司的经营业绩。

(3) 交易完成后上市公司持续发展能力分析

本次重大资产重组完成后，上市公司业务结构将得到改善、主营业务实现了有限的多元化，从而改变目前旅游业务单一、抗风险能力较弱的不利境况。公司未来发展的着力点包括：

第一，整合已有旅游业务、酒店业务，努力加强以“创收减支”为核心的经营管理工作，并在适当时机剥离不良资产。

第二，在武陵源核心景区积极开发盈利前景好、成本可控的旅游项目，进一步加强张家界旅游品牌的宣传力度，提升服务质量，以扭转目前公司所经营的二线及三线旅游景点竞争力较差的局面。

第三，协调经本次交易注入上市公司的业务与已有业务及将来新开发业务的互补功能，促成各项业务的良性互动。

本独立财务顾问认为，本次交易完成后，上市公司将具有持续发展能力。

(4) 本次交易有利于完善上市公司治理机制

本次交易前，上市公司严格按照《公司法》、《证券法》、《公司章程》及相关法律法规的要求依法规范运作，不断完善公司法人治理结构。张股公司已按照《上市公司治理准则》的要求构建了法人治理的基本框架，近年来，根据相关法律法规，结合公司自身实际情况，制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《经理工作细则》、《信息披露制度》、《保密制度》、《投资者关系管理制度》、《募集资金管理制度》、《投资者关系管理制度》等一系列公司内控制度。

本次交易完成后，张股公司将主要从事旅游资源开发、旅游基础设施建设及与旅游相关的配套服务、核心景区客运业务，目前的潜在同业竞争问题将得到解

决，上市公司业务将独立于控股股东经投集团及其控制的其他企业。环保客运将成为上市公司的子公司，其与上市公司现有的旅游资源开发业务可能发生的同业竞争将得到根本解决。

本独立财务顾问认为，本次交易有利于上市公司保持和完善健全有效的法人治理结构。

（四） 本次交易合同约定的资产交付安排不存在导致上市公司交付现金或其他资产后不能及时获得对价的风险

本次发行为上市公司通过非公开发行股份方式购买标的资产，不存在交付现金或实物资产的情况。标的资产在顺利办理股权变更后，方可办理本次非公开发行股份的登记事宜。

经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处与上市公司于 2010 年 9 月 15 日签订的《发行股份购买资产协议》对违约责任作出约定。

本独立财务顾问认为，本交易合同约定的资产交付安排不存在导致上市公司交付现金或其他资产后不能及时获得对价的风险，相关违约责任切实有效。

（五） 本次关联交易的必要性以及对上市公司及非关联股东的损益

1. 本次关联交易的必要性

通过本次交易，张股公司同时实现以下目的：

（1）改善上市公司资产质量、提升上市公司持续盈利能力

经投集团等重组方通过本次交易将环保客运 100% 股权等优质资产注入上市公司，将改善上市公司业务结构、突出主业、提高行业地位、增强盈利能力，提高了对投资者尤其是中小投资者利益的保护能力。

（2）减少关联交易、避免同业竞争，规范上市公司运作

本次交易通过注入环保客运 100% 股权，不仅改善上市公司业务结构，实现主营业务有限的多元化，提高持续经营能力，形成核心竞争力，奠定未来成长的基础，同时也有效解决上市公司目前的潜在同业竞争问题；此外，本次交易完成后，环保客运与张家界市中国旅行社有限责任公司将成为张股公司的下属公司，前述因游客运输及其他业务合作产生的关联交易将得到解决。

因此，本次关联交易是必要的，而且本次重组后，上市公司的运作将更加规范，更有利于维护社会公众股东的利益。

2. 本次关联交易对上市公司及非关联股东的影响

本次交易构成关联交易，交易完成后，上市公司主营业务将得以加强，盈利水平有一定改善，上市公司治理结构将进一步完善。

本次关联交易履行了相应程序。本次交易涉及的全部资产均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。交易的价格以评估值为基础确定，遵循了公平交易原则，符合公司及全体股东的利益。交易事项的审议表决程序符合有关法律、法规和公司章程的规定；关联董事、关联股东分别在董事会、股东大会审议相关事项时进行了回避表决；独立董事对本次交易发表了专项意见；关联交易遵循了公正、公允的原则，符合法定程序，不会损害公司股东特别是中小股东的利益。

本财务顾问认为：张股公司通过本次以新增股份购买资产将获得具有良好盈利能力和发展前景的核心景区旅游客运独家经营权相关资产，有利于改善张股公司的资产质量，提高其盈利能力，提高公司价值，符合张股公司和全体股东的利益，不存在损害非关联股东利益的情形。

(六) 交易对方与上市公司签订的补偿协议中关于补偿安排是可行的、合理的

为维护上市公司及上市公司原股东利益，2010年9月15日本次交易对方经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处与上市公司签署了《盈利预测补偿协议》，根据该协议，如果环保客运在补偿预测期间每年度实际净利润低于湘资国际评字[2010]第008号《资产评估报告书》所预测的环保客运当年度的净利润数额，则差额部分将由经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处将其本次认购的股份总数按各自对环保客运的原持股比例计算股份补偿数，该部分股份将由张股公司以1元总价回购并予以注销。为保证《盈利预测补偿协议》可行性，武陵源旅游公司与森林公园管理处承诺：在本次交易所认购的股份自过户至其名下之日起36个月内不得上市交易或者转让，之后按照中国证监会和深圳证券交易所的相关规定执行。

本独立财务顾问认为，经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处所作出的承诺及与张股公司之间签署的《盈利预测补偿协议》符合《重组管理办法》第33条的要求，补偿安排合理、可行。

（七） 结论意见

综上所述，本独立财务顾问认为，本次交易将改善上市公司的资产质量，将上市公司的主营业务将扩大到旅游资源开发、旅游基础设施建设及与旅游相关的配套服务、核心景区客运业务，上市公司将具备持续经营能力。本次交易遵守国家相关法律、法规的要求，履行了必要的信息披露义务，符合《公司法》、《证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》和《深圳证券交易所股票上市规则》等相关法律、法规的规定，相关定价合理、公允，不存在损害上市公司及非关联股东的情形，本次交易公平、合理、合法，有利于上市公司和上市公司全体股东的长远利益。

（八） 提请投资者注意的问题

1. 本次重大资产重组存在的重大不确定因素

本次重大资产重组需经上市公司 2010 年第二次临时股东大会及中国证监会核准。中国证监会是否核准本次交易以及何时核准本次交易均尚不确定。此外，本次交易还需取得中国证监会对于经投集团要约收购张股公司股份义务的豁免，经投集团能否取得上述豁免存在不确定性。

2. 宏观经济波动及宏观调控政策对公司的影响

国家法定节假日政策调整风险。国家法定节假日政策的调整将对公司盈利带来风险。一般情况下，国家法定节假日时间的延长会增加景区的游客量进而增加公司的营业收入，而国家法定节假日时间的缩短则会减少景区的游客量并使营业收入降低。因国家法定节假日的安排具有很强的政策性，不确定性较大，其调整对公司盈利的影响较大。

环保政策变化的风险。环境保护尤其是风景名胜区的环境保护一直是监管部门及社会关注的问题，若监管部门对景区环境保护施加新的环保义务，可能对旅游资源开发、环保客运业务、旅游地产业务及公司的其他业务带来不利影响。

3. 实际控制人的不当控制风险

本次交易完成后，经投集团集团直接或间接持股比例为 32.44%，仍为张股公司的控股股东。经投集团集团及其关联方可以通过董事会及股东大会对张股公司的人事任免、经营决策等重大事项施加重大影响。如果经投集团集团利用其控股地位对公司的上述事项进行非正常干涉，则可能产生影响公司其他股东特别是

中小股东合法权益的情况。

4. 景区运营饱和风险

由于景区设施承载能力有限，如遇到旅客高峰，现有景区设施无法应对大规模的突增客流时，将不利于确保公司服务的高质量或可能造成景区社会秩序混乱等不利情况发生，从而对上市公司知名度的提升及后续经营带来负面影响。

四、 招商证券内核程序和内核意见

(一) 招商证券内部审核程序简介

根据中国证监会颁布的《证券发行上市保荐业务管理办法》、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，招商证券成立了内核工作小组，组织专人对本次重大资产重组的报告书和其他信息披露文件进行了严格内核。内核程序包括以下阶段：

1. 项目组提出内核申请，提交申请材料

对于上市公司并购重组财务顾问项目，项目组必须提前 10 个工作日向内核部提交全套申报材料，项目主审员应在收到申请材料后的二个工作日内对材料的齐备程度和制作质量进行受理审核，如因文件的齐备程度达不到基本要求或文件的制作质量较差，内核部将不予受理并提出修改意见。项目组应根据内核部提出的修改意见进行补充和完善，修改完毕后再重新提交内核部，直至申报材料达到受理要求。

2. 内核小组审查、沟通和问题反馈

内核部受理后将申报材料电子版发送给内核委员和风险控制部审核。

3. 进行初审和预审

(1) 初审阶段

主审员应于受理申请材料后的五个工作日内安排现场核查，并在现场核查基础上形成项目初审报告，并将初审报告提交内核委员和风险控制部。

(2) 预审阶段

项目初审报告出具后的两个工作日内，内核部应组织召开项目预审会。

- 1) 项目预审会主要根据初审报告讨论项目所存在的问题, 并提出相应的解决措施和修改意见。
- 2) 参加项目预审会的人员为内核委员中投行总部的成员、项目组成员、内核部人员、资本市场部人员、股票销售交易部/债券销售交易部人员和风险控制部相关人员。必要时, 项目组或内核部或资本市场部可以请独立行业研究员参加项目预审会。
- 3) 如无特殊情况, 上述人员均应参加项目预审会(包括电话出席), 确系无法参加的, 应在预审会召开前将相关审核意见以书面形式反馈给内核部或委托其他参会人员, 在预审会上转达审核意见。
- 4) 内核部应指定专人作会议记录。
- 5) 项目组应对初审报告提及的问题及预审会提出的其他问题以书面形式回复, 并对申报材料进行补充和修改, 连同修改后的电子版一并报送给主审员。

4. 内核审议和投票

主审员应在预审会召开后的次日根据项目预审会的意见整理出具项目审核报告, 提交全体内核委员、内核部负责人、资本市场部负责人、股票销售交易部/债券销售交易部负责人和风险控制部相关人员。同时, 在请示内核小组组长后, 发出召开内核会议的通知。

内核会议采取记名投票方式。表决票设同意票、反对票和暂缓表决票。投票情况由两名审核工作人员统计后, 结果当场宣布。出席会议的内核委员应在内核意见上签字或签署意见。内核会议形成的会议记录、内核意见、授权委托书、表决票、初审报告、项目审核报告等重要文件, 在内核会议召开后交内核部存档。对于内核通过的项目, 项目负责人应在会议结束后逐一落实解决内核会议提出的问题并向内核部报告后方可对外报送。内核部对此负有监督审核权。

(二) 内核意见

经过对重组报告书及其他信息披露文件的严格核查和对项目组人员的询问, 招商证券内核小组对本次重大资产重组的内核意见如下:

张股公司符合上市公司实施重大资产重组的基本条件和相关规定, 同意就《张家界旅游开发股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》出具独立财务顾问报告, 并将本独立财务顾问报告作为张股公司本次重大资产重组申请材料的必备文件上报证监会审核。

第五节 备查文件

一、 备查文件

- 1、 上市公司第七届董事会第十四次会议决议；
- 2、 上市公司独立董事就本次发行股份购买资产暨关联交易所出具的独立董事意见；
- 3、 上市公司独立董事对评估机构独立性、评估假设前提合理性、评估定价公允性所发表的意见；
- 4、 上市公司与经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处共同签订的关于《发行股份购买资产协议》；
- 5、 上市公司与经投集团、武陵源旅游公司、森林公园管理处签订的《发行股份购买资产之盈利预测补偿协议》
- 6、 经投集团、武陵源旅游公司及森林公园管理处等出具的系列承诺函；
- 7、 北京湘资国际资产评估有限公司出具的《张家界易程天下环保客运有限公司股东全部权益价值资产评估报告书》(湘资国际评字[2010]第008号)；
- 8、 深圳南方民和会计师事务所出具的《张家界易程天下环保客运有限公司2008、2009年度及2010年6月30日审计报告》(深南财审报字(2010)第CA1-116号)；
- 9、 深圳南方民和会计师事务所出具的《张家界易程天下环保客运有限公司2010年度及2011年度合并盈利预测审核报告》(深南财专审报字(2010)ZA1-049号)；
- 10、 深圳南方民和会计师事务所出具的《张家界旅游开发股份有限公司2010年度及2011年度备考合并盈利预测审核报告》(深南财专审报字(2010)ZA1-050号)；
- 11、 深圳南方民和会计师事务所出具的《张家界旅游开发股份有限公司2010年6月30日备考合并财务报表审计报告》(深南财审报字(2010)第ZA1-051号)；
- 12、 湖南启元律师事务所就张家界旅游开发股份有限公司本次发行股份购买资产暨关联交易出具的法律意见书。

二、 查阅方式

查阅时间：工作日上午 8:30~11:30；下午 14:00~17:00。

文件查阅地点：

（一）张家界旅游开发股份有限公司

办公地址：湖南省张家界市永定区子午东路 20 号中信建投大厦五楼

联系电话：0744-8288630

传真号码：0744-8290218

联系人：王安祺、吴艳

（二）招商证券股份有限公司

办公地址：深圳市福田区益田路江苏大厦 A 座 38—45 楼

电 话：0755-82943666

传 真：0755-82943121

联系人：刘奇、赵伟

（本页无正文，为《招商证券股份有限公司关于张家界旅游开发股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易之独立财务顾问报告》之签字盖章页）

法定代表人（或授权代表人）：

宫少林

部门负责人：

谢继军

内核负责人：

孙议政

项目主办人：

刘 奇 赵 伟

项目协办人：

张景耀

招商证券股份有限公司

2010年 9月 17日