

华泰联合证券有限责任公司

关于广东金马旅游集团股份有限公司

发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易

之

补充独立财务顾问报告（四）



签署日期：二〇一一年四月

声明与承诺

华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）接受委托，担任广东金马旅游集团股份有限公司（以下简称“金马集团”或“上市公司”）本次发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易的独立财务顾问（以下简称“本独立财务顾问”），并制作本报告。

本补充独立财务顾问报告是根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《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》、《深圳证券交易所股票上市规则》等法律、法规的有关规定，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，遵循客观、公正原则，在认真审阅相关资料和充分了解本次交易行为的基础上，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，以供金马集团全体股东及有关各方参考。

作为本次交易的独立财务顾问，对此提出的意见是在假设本次交易的各方当事人均按相关协议的条款全面履行其所有义务并承担其全部责任的基础上提出的，本独立财务顾问特作如下声明：

- 1、本补充独立财务顾问报告所依据的文件、材料由交易双方提供，本次交易各方均已向本独立财务顾问保证：其所提供的有关本次重大资产重组的相关信息真实、准确和完整，保证该等信息不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。
- 2、本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，确信上市公司申报文件和信息披露文件真实、准确、完整。
- 3、本独立财务顾问所表达的意见基于下述假设前提之上：国家现行法律、法规无重大变化，本次交易标的所处行业的国家政策及市场环境无重大变化；本次交易涉及各方所在地区的社会、经济环境无重大变化；本次交易各方提供及中介机构出具的文件资料真实、准确、完整；本次交易各方遵循诚实信用原则，各项合同协议得以顺利履行；本次交易能得到有权部门的批准/核准，不存在其它障碍，并能顺利完成；本次购买的资产目前执行的会计政策、会计制度无重大变化；无其他

不可抗力及不可预测因素造成的重大不利影响。

- 4、本独立财务顾问与本次交易各方无任何关联关系，完全本着客观、公正的原则对本次交易出具独立财务顾问报告。同时，本独立财务顾问提请广大投资者认真阅读金马集团董事会发布的发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易报告书，相关中介机构的审计报告、评估报告、盈利预测审核报告、备考审计报告等文件及其他公开披露信息。
- 5、本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补充独立财务顾问报告中刊载的信息和对本报告做任何解释或者说明。
- 6、本独立财务顾问提请投资者注意，本报告旨在就本次交易对金马集团全体股东是否公平、合理作出客观、公正的评价并发表意见，本独立财务顾问的职责范围并不包括应由金马集团董事会负责的对本次交易事项在商业上的可行性评论，不构成对金马集团的任何投资建议，对投资者依据本报告所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。

本独立财务顾问特别承诺如下：

- 1、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；
- 2、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；
- 3、有充分理由确信上市公司委托独立财务顾问出具意见的发行股份购买资产及重大资产出售方案符合法律、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；
- 4、有关金马集团本次发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易的独立财务顾问报告已提交给本独立财务顾问内核机构审核，内核机构同意出具此专业意见；

在与上市公司接触并签署业务约定书至出具此独立财务顾问报告期间，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的问题。

本报告仅根据中国证券监督管理委员会的要求发表补充独立财务顾问意见，不构成任何投资建议，对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。

如无特别说明，本报告中的相关简称和释义与前次独立财务顾问报告中一致。

华泰联合证券有限责任公司作为金马集团本次发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易的独立财务顾问,根据中国证券监督管理委员会就广东金马旅游集团股份有限公司发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易方案提出的会后事项分析要求,说明如下:

一、本次重组方案的会后事项

(一) 上网电价上调

2010年至2011年3月,拟购买资产生产经营情况良好,但受全国范围内电煤价格不断上涨的影响,没有配套煤矿的王曲发电业绩存有一定压力。

为了缓解煤价对火电企业造成的盈利压力,国家发展和改革委员会于2011年4月初决定上调全国16个省(区、市)上网电价,其中山西涨幅最高,为0.026元/度。

(二) 2010年加期审计情况

鉴于已经申报的以2009年12月31日为基准日出具的标的资产及上市公司备考审计报告有效期已过,中瑞岳华以2010年12月31日为基准日进行了加期审计并出具了中瑞岳华专审字[2011]第0237号、[2011]第0234号、[2011]第0235号《专项审计报告》及中瑞岳华专审字[2011]第0236号《备考财务报表审计报告》,并由独立财务顾问及时进行了报送。前述审计报告的主要数据如下:

万元

项目	河曲电煤	河曲发电	王曲发电	合计
	2010年12月31日	2010年12月31日	2010年12月31日	2010年12月31日
资产总额	156,580.39	540,725.33	628,522.96	1,325,828.68
负债总额	97,951.56	299,681.42	564,582.31	962,215.29
所有者权益	58,628.82	241,043.91	63,940.66	363,613.39
项目	2010年	2010年	2010年	2010年
营业收入	83,387.50	203,092.61	203,144.87	489,624.98
营业利润	15,895.50	50,495.84	-75,481.78	-9,090.44
利润总额	15,754.85	50,152.05	-75,443.22	-9,536.32
净利润	11,705.57	37,990.97	-56,272.35	-6,575.81
非经常性损益	-144.60	138.96	-59,638.64	-59,644.27
扣除非经常性损益后的净利润	11,850.17	37,852.01	3,366.29	53,068.46

(三) 2011 年第一季度经营情况

2011 年 1 至 3 月，拟购买资产生产经营状况良好，实现净利润约 2.55 亿元，扣除非经常性损益后净利润约为 1.24 亿元，具体如下：

万元

项目	河曲电煤	河曲发电	王曲发电	合计
营业收入	20,818.02	56,332.46	43,888.10	121,038.57
营业成本	14,209.59	37,550.38	43,106.29	94,866.26
利润总额	4,599.93	15,039.26	14,324.72	33,963.91
净利润	3,449.45	11,279.86	10,751.20	25,480.50
扣除非经常损益后的净利润	3,451.96	11,284.15	-2,329.03	12,407.08

备注：上述数据未经审计

二、会后事项具体分析

(一) 电价调整对拟购买资产的影响

1、提升拟购买资产盈利能力

受上网电价上调的影响，河曲发电及王曲发电的盈利能力大幅提高，按照盈利预测发电量初步测算，河曲发电和王曲发电每年度增加营业收入约 3.37 亿元，增加净利润约 2.53 亿元，具体如下：

项目	2011 年预测发电量 (亿度)	上调电价 (元/度)	增加营业收入 (亿元)	增加净利润 (亿元)	注入股权对应增加 净利润(亿元)
	A	B	C=A*B	D=C*75%	E=D*注入比例
河曲发电	65.21	0.026	1.70	1.27	0.76
王曲发电	64.41	0.026	1.67	1.26	0.94
合计			3.37	2.53	1.70

备注：上述数据为初步测算数据，未经审计

2、对河曲发电及王曲发电的估值形成有效验证

本次重组中，河曲发电最终选取收益法评估结果作为作价依据，本次电价上调后，河曲发电的收益法评估结果将较 2009 年 12 月 31 日基准日的结果有大幅提高，对其估值作价形成了更为有力的支撑。

王曲发电采用成本法评估结果作为作价依据，电价上调后，在除上网电价外的其他各项指标（煤价、成本、费用、税率等）均不发生变化的前提下，经初步

测算，王曲发电收益法评估结果约为 16.56 亿元，较 2009 年 12 月 31 日时的收益法评估结果 6.48 亿元有明显提升，且与本次重组作价时选取的成本法评估结果 16.55 亿元非常接近，本次交易估值作价结果合理性得到充分验证。

(二) 2010 年度盈利状况分析及盈利预测完成情况

1、掉期工具公允价值变动对净利润有较大影响

2010 年 12 月 31 日，王曲发电掉期工具的公允价值为-2.01 亿元，较 2009 年 12 月 31 日的 3.98 亿元减少约 5.99 亿元。根据我国的会计准则，前述公允价值变动直接进入利润表，受此影响，拟购买资产 2010 年度亏损约 6575.81 万元，但公允价值变动损益并不导致王曲发电实际的现金流出。

2、盈利预测实现情况

掉期工具的公允价值由美元兑日元汇率的远期报价等多重因素决定，无法进行人为控制。公允价值变动引起的损益波动是客观存在的，但其具有很强的偶然性，且与企业的正常生产经营能力并无直接关系。故此，金马集团在编制备考合并盈利预测报告时，扣除了非经常性损益的影响。

根据中瑞岳华出具的拟购买资产 2010 年度盈利预测审核报告及 2010 年度专项审计报告，拟购买资产 2010 年预测净利润及实际实现的净利润（扣除非经常性损益）如下表：

万元		
公司	2010 年预测数	2010 年实现数
河曲电煤	10,052.01	11,705.57
河曲发电	28,183.01	37,990.97
王曲发电	4,010.70	3,366.28
合 计	42,245.72	53,062.82

(三) 掉期工具对本次重组的影响

1、掉期工具公允价值变动情况及原因分析

(1) 本次重组评估基准日的公允价值

本次重组评估基准日为 2009 年 12 月 31 日，根据天健兴业出具的天兴评报字（2010）第 2-1 号和第 2-2 号评估报告书及中企华对王曲发电出具的中企华评报字 [2010]第 059-3 号《资产评估报告》，本次重组评估以审计后账面值 3.98

亿元确认评估值。

(2) 评估基准日后公允价值变动情况及原因分析

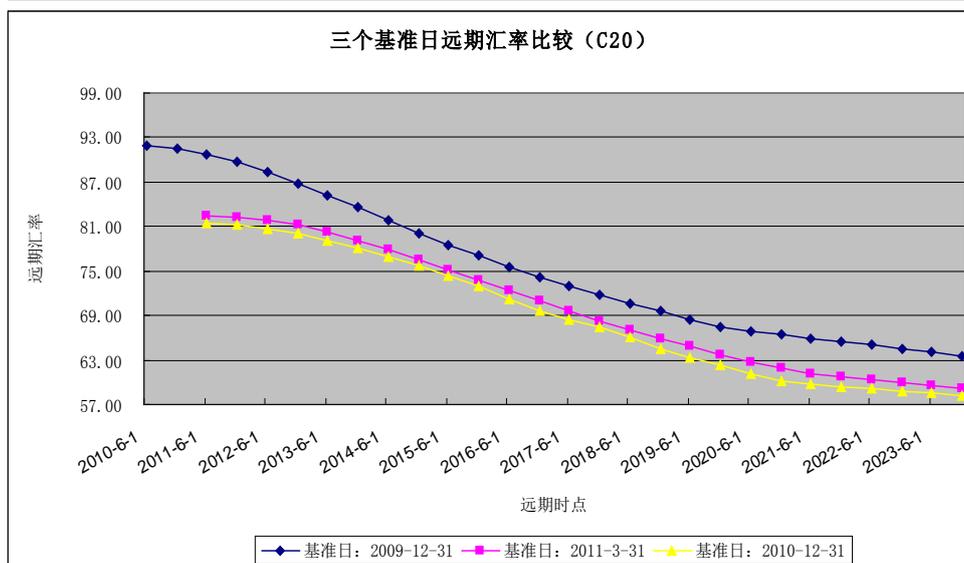
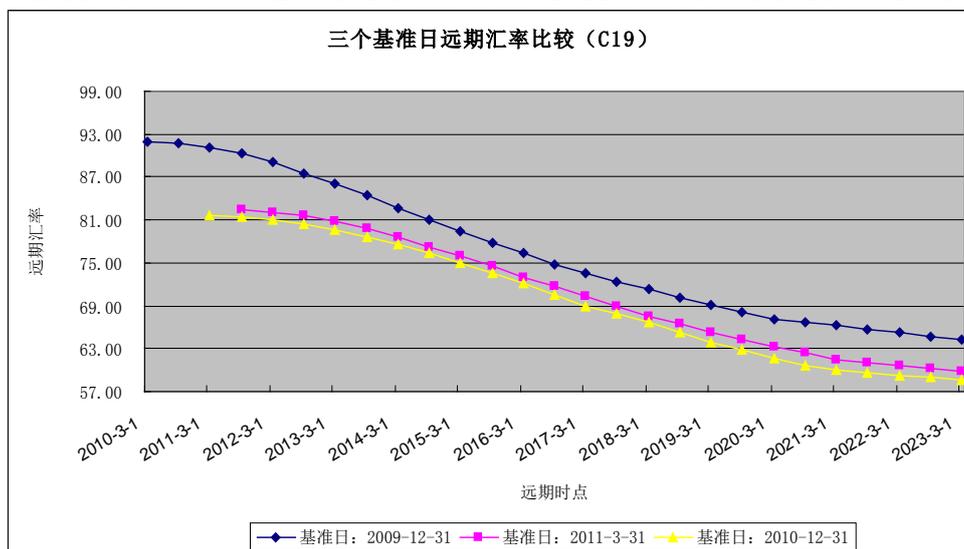
根据天健兴业出具的相关评估报告，2009年12月31日以来掉期工具的公允价值情况如下：

元

掉期合约	2011年3月31日	2010年12月31日	2009年12月31日
JP4P96-C19	-19,578,351	-110,375,319	305,925,073
JP4P96-C20	-38,463,740	-90,607,679	91,926,449
合计	-58,042,091	-200,982,998	397,851,522

上述公允价值变动主要是受美元兑日元远期汇率的走势及汇率达到或低于69（预测汇率）这一时点发生的时间的影响而形成的。

两份掉期合约在上述三个评估基准日时各自的远期汇率报价曲线如下：



备注：以上两张图中，由左到右的三条远期报价曲线对应的基准日分别为 2010年12月31日，2011年12月31日和2009年12月31日。

根据上图，在 2009 年 12 月 31 日这一基准日，美元兑日元汇率远期报价起点在 93 左右，远期汇率低于 69 这一时点大约发生在 2019 年，且远期汇率最高值在 63 左右；而在 2010 年 12 月 31 日这一基准日，远期报价起点升至 81 左右，远期汇率低于 69 这一时点提前至 2017 年初，且远期汇率最高值升至 57 左右；这就直接造成未来的现金流出金额增大，进而导致公允价值下降。

同理，在 2011 年 3 月 31 日这一基准日，美元兑日元汇率远期报价起点回落至 82 左右，远期汇率低于 69 这一时点延至 2018 年初，且远期汇率最高值下降至 58 左右，这就造成未来的现金流出金额降低，进而导致公允价值上升。

上述汇率作为掉期工具评估的基础，系来源于彭博资讯对于远期汇率的报价，与未来即期汇率的真实走势并不存在当然的逻辑关系。

2、掉期工具对王曲发电及本次重组的具体影响

掉期工具公允价值变动并不会造成王曲发电现金实际流入或流出，因而并不直接影响王曲发电的电力业务经营能力。根据掉期协议的约定，其对王曲发电的财务数据会产生如下影响：

(1) 王曲发电持续收到补贴，补充生产经营所需现金流

王曲发电自 2008 年初至 2011 年 3 月一直受益于掉期工具，累计收到补贴约 1.56 亿元，具体如下：

时 间	取得保值收益（日元）	折合人民币（元）
2008 年 3 月 19 日	179,249,161	12,708,944.76
2008 年 9 月 19 日	149,785,053	9,630,579.77
2008 年 12 月 19 日	91,991,671	6,973,980.57
2009 年 3 月 19 日	200,315,497	14,227,207.86
2009 年 6 月 19 日	81,312,935	5,747,279.56
2009 年 9 月 19 日	239,887,981	17,945,300.19
2009 年 12 月 19 日	95,851,800	7,138,275.25
2010 年 3 月 19 日	257,007,506	19,643,854.71
2010 年 6 月 19 日	92,179,445	6,909,955.56
2010 年 9 月 19 日	286,753,678	23,107,758.39
2010 年 12 月 31 日	110,436,240	8,865,710.91
2011 年 3 月 19 日	296,041,792	23,596,603.11
合 计	2,080,812,759	156,495,450.64

根据掉期协议的安排，美元兑日元汇率越接近 69，王曲发电收到的补贴越多，对于王曲发电的补偿与保护效果越明显。因此，若未来美元兑日元的即期汇

率不低于 69，则王曲发电将持续收到补贴且不用支付任何风险补偿金。

(2) 对王曲发电股权估值作价的影响

① 电价上调使估值结果得到充分验证

受 2011 年 4 月山西省上网电价上调的影响，拟购买资产的估值结果得到有力支撑：河曲发电的收益法估值结果较本次重组评估基准日的结果有了大幅提高；在除上网电价外的其他各项指标（煤价、成本、费用、税率等）均不发生变化的前提下，王曲发电收益法评估结果较本次重组评估基准日的结果有明显提升，且与本次重组作价时选取的成本法评估结果非常接近，本次交易估值作价结果合理性得到充分验证。

② 控股股东已对股权减值风险的补偿出具承诺

为了充分保护上市公司及中小投资者利益，鲁能集团于 2011 年 1 月 20 日对王曲发电股权的减值风险的补偿事宜出具了承诺：

在本次重组的标的资产交割完成后的三年内，每年度末对所持的王曲发电 75%的股权进行减值测试，如果三年的累计结果出现减值，则鲁能集团以现金方式向金马集团进行补偿。具体补偿数额的计算公式如下：

补偿数额=三年测试结果之和/3-本次交易作价金额

综上所述，上网电价的上调已使评估结果得到充分验证；鲁能集团承诺对交割完成后三年内王曲发电的股权减值风险进行补偿，上市公司不会因掉期工具的公允价值变动受到不利影响。

(3) 掉期工具公允价值历史波动较大，但目前已出现反弹

2009 年 10 月至 2011 年 4 月 8 日，美元兑日元即期汇率变动情况如下图：



备注：上图中四个红点分别表示 2009 年 12 月 31 日，2010 年 12 月 31 日，2011 年 3 月 16 日和 2011 年 4 月 7 日美元兑日元的收盘价。

本次重组评估基准日 2009 年 12 月 31 日至 2010 年 12 月 31 日期间，日元处于升值通道，美元兑日元的汇率从 92.98 升至 81.1，此期间内，掉期工具的公允价值由 2009 年末的 3.98 亿元骤降至 2010 年末的-2.01 亿元。

2011 年 1 月至 3 月上旬日本大地震发生前，美元兑日元汇率呈波动趋势，并于本次日本大地震后达到峰值 77 左右，其后又逐渐恢复至 83 附近。在此期间，掉期工具的公允价值增加 1.43 亿元。

从历史情况看，掉期工具的公允价值波动较为剧烈，但截至目前，美元兑日元汇率维持在 83 左右，掉期工具的公允价值已经出现反弹迹象。

(4) 公允价值变动风险已有所释放，对重组后的上市公司有利

根据我国现行的会计准则，掉期金融工具应列入交易性金融资产—衍生金融资产核算，且掉期金融工具需按照公允价值入账，年末和年初公允价值的差额计入当期损益（属非经常性损益）。但是，公允值变动的的影响仅限于账面影响，并不造成企业经营现金流出或流入。

根据中瑞岳华出具的相关审计报告及王曲发电的财务数据，2009 年公允价值变动损失约为 3.74 亿元，2010 年公允价值变动损失约为 5.99 亿元，但 2011 年一季度公允价值变动收益约为 1.43 亿元。

从目前日元汇率走势分析，后续日元持续升值存在一定压力，公允价值波动风险在较大程度上已经释放，未来重组交割完成后，上市公司承担的汇率风险较

小，且只要美元兑日元即期汇率不低于 69，王曲发电还将持续收到补贴且不用支付任何风险补偿金，对重组后的上市公司有利。

(5) 或有支付发生的概率较小

根据王曲发电外汇掉期金融工具有关协议的约定，如美元兑日元即期汇率低于 69，银行停止对王曲发电进行补偿，王曲发电承担日元升值导致的还贷成本上升风险，同时需要向银行支付金额很高的风险补偿金。

1979 年 4 月至 2011 年 4 月 18 日，美元兑日元即期汇率变动趋势如下表：



根据上述走势分析，2011 年 3 月 17 日，受日本大地震的影响，美元兑日元盘中最高触及 76.51，刷新了 1995 年 4 月阪神大地震后创下的 79.75 的记录，创出历史新高；随后在多国的联合干预下，回升至 80 上方，目前稳定在 83 左右。

据历史数据显示，自 1971 年至今，美元兑日元即期汇率从未达到过 69；并且在 1995 年和 2011 年两次不可抗力引发的极端情况之后也均未突破 75，因而未来其达到 69 的可能性很小。因此，王曲发电或有支付义务在理论上存在发生的可能，但实际发生的概率较小。

三、独立财务顾问意见

根据金马集团出具的《广东金马旅游集团股份有限公司关于重大资产重组会后事项的说明》，并结合天健兴业资产评估有限公司出具的天兴评报字(2011)

第 173-1 号和 (2011) 第 173-2 号《资产评估报告书》，经核查，本独立财务顾问发表意见如下：

1、电价调整提升了拟购买资产盈利能力，并对河曲发电及王曲发电的估值形成有效验证

依照最新上网电价，按照盈利预测中 2011 年的发电量初步测算，河曲发电和王曲发电每年度增加营业收入约 3.37 亿元，增加净利润约 2.53 亿元，根据拟注入资产股权比例测算，每年增加净利润 1.70 亿元，拟上市标的资产河曲发电及王曲发电的盈利能力大幅提高。

本次电价上调后，河曲发电的收益法评估结果将较 2009 年 12 月 31 日基准日的结果有大幅提高，对其估值作价形成了更为有力的支撑。同时，经初步测算，在除上网电价外的其他各项指标（煤价、成本、费用、税率等）均不发生变化的前提下，王曲发电收益法评估结果约为 16.56 亿元，较 2009 年 12 月 31 日时的收益法评估结果 6.48 亿元有明显提升，且与本次重组作价时选取的成本法评估结果 16.55 亿元非常接近，王曲发电估值作价结果得到充分验证。

2、王曲发电掉期金融工具公允价值变动损益导致 2010 年度拟购买资产账面亏损

受王曲发电掉期工具公允价值变动损失影响，拟购买资产 2010 年度亏损约 6575.81 万元。王曲发电掉期金融工具公允价值变动与美元兑日元远期汇率关系较大，与王曲发电正常火力发电生产经营能力并无直接关系。

金马集团在编制备考合并盈利预测报告时，扣除了非经常性损益的影响，按照盈利预测的口径，2010 年度拟购买资产实现的净利润较盈利预测高出约 1.1 亿元。

3、掉期工具是防范金融风险的衍生工具，从实际效果看，它实现了对冲日元贷款汇率风险的作用，对王曲发电的现金流是正面影响

王曲发电自 2008 年初至 2011 年 3 月一直受益于掉期工具，累计收到补贴约 1.56 亿元。同时，根据掉期协议，美元兑日元汇率越接近 69，王曲发电收到的补贴越多，对于王曲发电的补偿与保护效果越明显，因而截至目前，掉期工具对

王曲发电的现金流是正面影响。若未来美元兑日元的即期汇率不低于 69，则王曲发电将持续收到补贴且不用支付任何风险补偿金。

4、公允价值变动对净利润的影响具有偶然性，属不可控因素

根据我国现行的会计准则，掉期金融工具应列入交易性金融资产—衍生金融资产核算，且掉期金融工具需按照公允价值入账，年末和年初公允价值的差额计入当期损益。但是，公允价值变动的影响仅限于账面值及损益影响，并不造成企业经营现金流出或流入。

美元兑日元汇率的远期报价受多重因素的影响，无法人为进行控制。因此，公允价值变动引起的损益波动是客观存在的，但其具有很强的偶然性。

5、公允价值变动对王曲发电估值作价无不利影响

受益于 2011 年 4 月的上网电价上调，对河曲发电及王曲发电的估值作价结果形成有效验证。同时，为了充分保护上市公司及中小投资者利益，鲁能集团于 2011 年 1 月 20 日对王曲发电股权的减值风险补偿出具了承诺函。

据此，本次重组的标的资产交割完成后的三年内，若美元兑日元的即期汇率不低于 69，王曲发电会持续收到日元本金和利息补贴；同时，上市公司不会因掉期工具的公允价值变动造成不利影响，因而公允价值变动对王曲发电估值作价无不利影响。

6、掉期工具公允价值历史波动较大，但目前日元升值风险已有所释放，资产交割后上市公司面临的汇率风险较小

从历史情况看，掉期工具的公允价值波动较为剧烈，但截至目前，美元兑日元汇率维持在 83 左右，掉期工具的公允价值已经出现反弹迹象，2011 年第一季度，王曲发电已形成公允价值变动收益约 1.43 亿元。

从目前日元汇率走势分析，后续日元持续升值存在一定压力，公允价值波动风险在较大程度上已经释放，未来重组交割完成后，上市公司承担的汇率风险较小，且只要美元兑日元即期汇率不低于 69，王曲发电还将持续收到补贴且不用支付任何风险补偿金，对重组后的上市公司有利。

7、或有支付发生的概率较小

虽然王曲发电在理论上仍面临或有支付的风险,但据历史数据显示,自 1971 年至今,美元兑日元即期汇率从未达到过 69;并且在 1995 年和 2011 年两次不可抗力引发的极端情况之后也均未突破 75,因而未来其达到 69 的可能性较小。

综上所述,王曲发电掉期金融工具对于重组后上市公司业务经营不构成重大不利影响。

(本页无正文,为《华泰联合证券有限责任公司关于广东金马旅游集团股份有限公司发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易之补充独立财务顾问报告(四)》之签章页)

法定代表人(授权代表): 马昭明
马昭明

内核负责人: 马卫国
马卫国

部门负责人: 陈志杰
陈志杰

项目主办人: 徐华希 刘昊
徐华希 刘昊

项目协办人: 岳大洲 阮超
岳大洲 阮超

华泰联合证券有限责任公司



2011年4月21日