

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（三）



签署日期：二〇一一年一月

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列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《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方案反馈意见的函》（上市部函[2011]11号）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《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方案反馈意见的函》（上市部函[2011]11号）所提出的反馈要求，说明如下：

问题一：本次重组拟置入三部分资产，最终交易作价均采用评估结果较高的方法作为评估结论并作价的合理性，且同类企业选用了不同的评估方法。请评估机构对其合理性作进一步分析说明。请独立财务顾问核查并发表明确意见

答复：

（一）评估机构意见

2011年1月15日，中企华出具了《广东金马旅游集团股份有限公司关于发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易方案反馈意见的答复》，具体内容为：

本次拟收购资产涉及河曲发电、河曲电煤及王曲发电三家公司股权，其中河曲发电最终评估结果选取收益法，王曲发电、河曲电煤最终评估结果选取资产基础法。具体见下表：

单位：万元

标的公司	股权比例	账面净资产	成本法结果	收益法结果	最终选取	增减值	增减率(%)	对应股权价值
河曲电煤	70%	42,804.52	146,716.99	109,071.80	成本法	103,912.47	242.76	102,701.89
河曲发电	60%	197,713.64	261,844.48	460,490.89	收益法	262,777.25	132.91	276,294.53
王曲发电	75%	120,213.01	165,522.02	64,770.88	成本法	45,309.01	37.69	124,141.52

上述标的公司评估方法合理性说明具体分析如下：

1、河曲发电

（1）河曲发电最终评估结果选择收益法的理由

河曲发电有限公司与河曲电煤公司同属鲁能集团控制，原煤供应依托于河曲电煤公司，属于煤电一体化项目；考虑到河曲发电燃料煤供应有保证、发电利用小时稳定等原因，且该公司经营状况一直稳定增长，未来收益能够合理预期；从

公司的历年来的经营状况来看,公司存在着较大的经营优势,采用成本法不能体现公司的价值,故最终选用收益法评估结果。具体分析如下:

①河曲发电具备适用收益法的条件

根据《企业价值评估指导意见(试行)》(中国资产评估协会[2004]134号文)第二十五条,“注册资产评估师应当根据被评估企业成立时间的长短、历史经营情况,尤其是经营和收益稳定状况、未来收益的可预测性,恰当考虑收益法的适用性”;根据《资产评估操作规范意见》(中评协(1996)03号)及其它有关评估操作指导,收益法的适用条件为“未来收益可以正确预测,获得预期收益所承担的风险可以合理预测和量化”;根据《企业价值评估指导意见(试行)》(中国资产评估协会[2004]134号文)第三十八条,“注册资产评估师对同一评估对象采用多种评估方法时,应当对形成的各种初步价值结论进行分析,在综合考虑不同评估方法和初步价值结论的合理性及所使用数据的质量和数量的基础上,形成合理评估结论”。河曲发电属于煤电一体化项目,两台600MW机组已于2005年投产,历史经营数据准确、完整,机组运营、收益、未来现金流稳定,风险可以合理预测,河曲发电具备适用收益法的条件。

②河曲发电具有较多的经营优势

i.河曲发电燃料区域市场价格低

目前山西忻州河曲燃煤市场价格大体为260元/吨左右,河曲发电有限公司与河曲电煤公司同属鲁能集团控制,原煤供应依托于河曲电煤公司,与该公司实现煤电联产,尽管煤炭价格由集团协调定价(河曲发电所购河曲电煤燃煤价格260元/吨),但中间交易仍然体现了市场化运作特征。

ii.燃煤运输费用低

河曲发电距离河曲电煤25公里,河曲发电通过自己铁路专用线运输,运费大幅度降低,运输成本仅为2.5元/吨。

iii.发电量稳定

河曲发电是“西电东送”北通道的骨干电厂,单台机组容量大,效率高,节能环保,并采用“网对网”销售模式,通过山西省电网公司并入华北电网公司,相比较而言,在发电指标分配及上网竞价方面具有一定的优势。

iv.煤电一体化优势

河曲发电与河曲电煤同属鲁能集团控制，河曲发电原煤供应依托于河曲电煤，属于煤电一体化项目，原煤供应有保证，不容易受煤源及煤价波动的限制；另外，煤电一体化项目在发电指标分配及上网竞价方面具有优势。

(2) 河曲发电评估结果合理性的分析

①收益法评估关键参数是本着稳健、合理的原则确定

河曲发电为火电企业，影响收益法的关键参数主要有发电利用小时、电价、供电煤耗和煤价，本次相关参数的预测均是本着稳健、合理的原则确定的，具体如下：

i.企业未来年度发电利用小时的预测

企业未来年度发电利用小时的预测主要结合企业历史年度的发电利用小时情况，所属区域电网未来的宏观经济发展状况、所属区域电网未来的发电量、装机容量及发电利用小时情况、企业在所属区域电网中的地位以及企业的机组运行情况，经过综合分析确定企业未来年度的发电利用小时。

2010年-2014年机组利用小时具体预测数据如下：

项目	单位	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
发电利用小时	小时	5,750.00	5,800.00	5,800.00	5,900.00	5,900.00
设备利用率	%	67	67	67	68	68

ii.企业未来年度电价的预测

本次评估根据目前企业执行的电价标准确定未来的平均不含税销售电价，具体如下：

单位：元/千瓦时

年度	单位	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
电价（不含税）	元/千瓦时	0.2780	0.2780	0.2780	0.2780	0.2780

iii.企业未来年度供电标准煤耗的预测

结合河曲发电历史年度的供电标准煤耗情况以及未来年度的负荷情况，预测如下：

项目	单位	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
供电标准煤耗	克/千瓦时	321.00	321.00	321.00	321.00	321.00

iv.企业未来年度煤价的预测

结合企业河曲电煤供应燃料煤和市场采购煤的比重，并根据各煤种掺烧比例，按平均热值 4,450 大卡折算 2010 年度标煤价格为 389 元/吨。由于未来年度电价按不变价预测，因此在本次评估中 2010 年以后煤价亦按照 2010 年度价格预测。

发电利用小时、电价、供电煤耗和煤价等关键参数对评估结果的影响较大，现将相关参数对评估结果的敏感性分析如下：

单位:亿元

影响收益法的关键参数	增值
电价每提高 0.01 元	4.90
发电利用小时每增加 100 小时	1.12
供电标准煤耗每降低 5 克	1.09
煤价每提高 10 元/吨	-2.53

通过上述敏感性分析可以看出，电价是影响评估结果最敏感因素，本次评估没有考虑电价上涨，也没考虑煤价价格变化，评估参数的选取均是本着稳健、合理的原则确定的。

②市场指标校验

指标名称	2009年	2010年	市场比较指标 (2010-1-14)
市盈率	16.27	12.12	30.13
市净率	2.27	1.91	3.47
市销率	2.50	2.27	3.69

根据河曲发电 2009 年、2010 年财务报表及本项目收益法评估结果测算的各项指标，也处于市场估值合理水平。

2、王曲发电

(1) 王曲发电最终评估结果选择资产基础法的理由

电力非一般商品，其市场化程度不能与一般商品相提并论。目前，我国实行的是“市场煤、计划电”的体制；对于非煤电一体化项目，煤炭价格是煤电企业成本的主要因素，占比约 70%左右。自 2003 年以来，我国煤炭价格持续上涨，秦

皇岛 5500 大卡热值的煤炭价格已累计上涨超过 150%，但是上网电价仅上涨 30% 左右；这导致非煤电一体化发电企业的价值与其经营业绩之间出现严重的不匹配。

王曲发电作为山西省重点工程，按照原国家计委计基础[2002]505 号文件的批复，王曲发电是作为未来向山东送电的发电项目立项建设的；目前由于输电通道问题尚未落实，但基于山东与山西上网电价的差异（约 3 分钱），待未来输电通道问题解决后，王曲发电的经营业绩会有所改变，收益法评估的价值目前不能准确反映其真实的价值。

电价是影响评估结果最敏感因素，本次评估没有考虑电价上涨因素。未来存在上网电价上调可能，王曲发电评估结果与电价的具体敏感性测试结果如下：

单位：万元

方案	本次评估	电价上调 1 分	电价上调 2 分	电价上调 3 分
评估结果	64,770.88	108,586.13	152,218.25	195,850.33

(2) 王曲发电资产基础法评估结果合理性分析

在评估基准日 2010 年 6 月 30 日持续经营的前提下，王曲发电账面总资产为 669044.85 万元，总负债为 531802.97 万元，净资产为 137241.88 万元（账面价值业经北京中瑞岳华会计师事务所有限公司审计）；评估后账面总资产为 717732.67 万元，总负债为 536205.00 万元，净资产为 181527.67 万元，净资产评估增值 44285.79 万元，增值率 32.27%。增减值原因分析如下：

① 流动资产评估增减值原因分析

流动资产评估减值 0.23%，主要为原材料中备品备件为项目基建期时购入的，评估时考虑了积压时间较长对价值的影响。

② 投资性房地产评估增减值原因分析

投资性房地产增值 34.10%，主要为济南市商品房市场价格上涨造成的。

③ 房屋建筑物类资产评估增减值原因分析

房屋建筑物类资产原值增值 12.51%，净值增值 20.70%。增值的主要原因是：

a 评估原值增值的主要原因是：评估基准日时的人工工资、材料价格、机械台班单价与建筑物建造时期相比价格略有增长以及企业基建期贷款利用日本政府援助贷款，贷款利率低于评估基准日银行贷款利率是造成评估原值增值的主要原因。

b 评估净值增值的主要原因，评估原值增值以及企业会计折旧年限为 20 年-30 年，企业会计计提折旧年限短于评估的经济耐用年限导致净值增值。

④ 机器设备

机器设备原值增值率 0.06%，净值增值率 1.59%，主要原因是：

a 机器设备：评估基准日时的人工工资、材料价格、机械台班单价与建筑物建造时期相比价格略有增长以及企业基建期贷款利用日本政府援助贷款，贷款利率低于评估基准日银行贷款利率是造成评估原值增值的主要原因。

b 车辆：原值增值的主要原因为账面值为企业竣工决算的车辆净值入账，净值增值的主要原因除了原值增值的原因外，车辆会计折旧年限为 6 年，短于评估时的经济耐用年限也是净值增值的原因之一。

⑤ 无形资产评估增减值原因分析

无形资产评估增值率为 188.91%，主要是由于土地增值引起，王曲发电大部分土地使用权购置于 2003 年，由于近几年地价涨幅较大，从而导致评估增值。

⑥ 负债评估增减值原因分析

负债增值率为 0.87%，主要是由于应付利息科目中中国进出口银行企业未按其计息期计提利息造成的。

(3) 市场可比交易分析

参照 2006 年以来火力发电行业的可比交易数据，评估增值率平均值为 98%。具体如下：

公司名称	收购对象	交易年份	增值率
豫能控股	鸭电公司	2009	116%
	天益公司	2009	158%
赣能股份	丰电二期	2009	74%
华能国际	华能北京热电 41%	2009	53%

华电国际	杭州半山 64% 股权	2008	35%
国投电力	厦门华夏一期 9.4% 股权	2007	97%
华润电力	扬州第二 15% 股权	2007	106%
中国神华	盘山发电 15% 股权	2007	173%
国电电力	北仑第一发电 70% 股权	2007	66%
国电电力	北仑发电 2% 股权	2007	123%
国投电力	厦门华夏 35% 股权	2006	113%
国投电力	淮北国安 35% 股权	2006	63%
平均值		98%	

数据来源：WIND 资讯

而本次交易的拟购买王曲发电资产的评估增值率仅为 37.69%，低于同类交易的评估增值水平。

此外，鲁能集团最近三年出售较大资产规模的火力发电企业约 5 家，均为市场化出售行为，评估增值率平均值为 189.92%。具体情况如下：

单位：万元

序号	公司名称	净资产账面价值	成本法评估值	评估增值	增值率
1	烟台黄海热电有限公司	2,612.32	12,091.72	9,479.40	362.87%
2	烟台渤海热电有限公司	2,577.17	9,439.91	6,862.74	266.29%
3	山东济宁运河发电有限公司	58,720.96	125,958.28	67,237.32	114.50%
4	临沂发电有限责任公司	39,612.27	99,095.45	59,483.18	150.16%
5	山东聊城鲁能热电有限公司	37,998.30	59,185.85	21,187.55	55.76%
平均值					189.92%
王曲发电					37.69%

本次重组中，王曲发电最终选取资产基础法结果，评估增值率为 37.69%。虽然王曲发电的超临界机组与鲁能集团其他火力发电机组不具可比性，但从评估增值的角度而言，远远低于其他同类交易的评估增值水平。

3、河曲电煤

(1) 河曲电煤发电最终评估结果选择资产基础法的理由

河曲电煤上榆泉煤矿采矿权范围内截至 2009 年 12 月 31 日评估利用资源储量 92329.50 万吨，可采储量 58542.62 万吨，按评估基准日年开采能力 300 万吨/年计算，可开采年限达 139.39 年。截止资产评估报告出具日，企业申请变更生

产能力事项尚未批准，因此评估报告仍然采用评估基准日核准的 300 万吨/年生产能力进行收益法预测。按照煤炭设计规范，上榆泉煤矿生产规模与煤炭储量不匹配，属于大矿小开，资源价值没有充分利用。对此，河曲电煤已经申请政府有关部门变更煤炭生产能力，若按现状进行预测，未来收益存在不确定性。

本次重组启动后，河曲电煤由于储量较大，产能偏小，河曲电煤立即启动申请扩大产能工作。2010 年 9 月 30 日，山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室下发《关于忻州市大同煤矿集团同生浩然煤业有限公司等八处矿井调整变更方案的批复》（晋煤重组办发【2010】69 号），同意山西鲁能河曲电煤开发有限责任公司上榆泉煤矿的矿井能力由 300 万吨/年提升到 360 万吨/年

根据企业实际情况，山西鲁能河曲电煤开发有限责任公司仍然存在再次变更生产能力的可能，但 these 事项均存在不确定性，也难以准确预测。鉴于河曲电煤收益法关键参数未来产量预测的准确性较差，而资产基础法是按基准日价格标准并充分地考虑了资产各类损耗后的价值，能够客观的反映河曲电煤的真实价值。故河曲电煤最终评估结论未选用收益法而选用资产基础法的评估结果。

(2) 河曲电煤资产基础法评估合理性分析

河曲电煤评估基准日净资产为 42804.52 万元，评估后净资产为 146716.99 万元，净资产增值 103912.47 万元，增值率 242.76 %。

其中，采矿权评估增值 109147.20 万元，是本次评估增值最主要因素。增值主要原因为：河曲电煤上榆泉煤矿采矿权价款确认时间较早（2003 年），上榆泉煤矿核定应缴纳价款额为 11763.77 万元，吨资源采矿权 0.12 元；本次评估吨资源采矿权 2.06 元，仍然低于山西省目前长焰煤吨资源 2.6 元的标准。此外，土地使用权增值 2871.95 万元，主要是由于近几年土地取得和开发成本上涨所致。

同时，河曲电煤固定资产评估减值 8119.41 万元，一是煤矿企业不提取巷道折旧，而评估人员会根据井田内巷道经济使用年限及巷道整体维护等计算成新率，造成巷道评估减值；二是企业固定资产账面值包括土地使用费、探矿权转让费等，本次评估前期及其他费用和资金成本是按照评估基准日行业标准、贷款利率以及合理工期进行计取，低于企业发生实际数据。

(3) 选取资产基础法评估结果符合煤炭开采行业重组评估惯例

根据有关统计情况，在近年来进行重大资产重组的煤炭开采类公司中，均选取资产基础法（即成本法）的评估结果作为最终的估值结果，同时公司的采矿权均采用折现现金流量法进行评估。近年来主要的煤炭类上市公司重组评估案例如下：

上市公司	重组资产行业	方法 1	方法 2	最终采用评估方法	采矿权评估方法
金牛能源	煤炭	成本法	收益法	成本法	折现现金流量法
ST 贤成	煤炭	成本法	收益法	成本法	折现现金流量法
ST 金瑞	煤炭	成本法	收益法	成本法	折现现金流量法
中油化建	煤炭	成本法	收益法	成本法	折现现金流量法
盘江股份	煤炭	成本法	收益法	成本法	折现现金流量法
欣网视讯	煤炭	成本法	收益法	成本法	折现现金流量法

因此，本次评估中，河曲电煤最终评估结果的确定既体现了该公司自身的特点，也符合煤炭开采行业重组评估惯例。

（二）独立财务顾问意见

综上所述，并结合金马集团对本问题的说明及中企华出具的《广东金马旅游集团股份有限公司关于发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易方案反馈意见的答复》，本独立财务顾问认为：本次评估主要是根据各项拟收购资产具体的资产特点、收入及运营情况、未来现金流及风险等情况，在综合考虑评估方法的适用性以及不同评估方法和评估价值结论的合理性及所使用数据的质量和数量的基础上，确定各标的公司的最终评估结论。三家标的公司均采用评估结果较高的方法作为评估结论并作价具有合理性。

问题二：本次重组拟置入资产历史上存在超限开采、无照开采等情形，请实际控制人、控股股东、金马集团就如何保证现有项目和未来拟发展项目的依法合规经营进行补充说明，并提出切实可行的保障措施。请律师核查并发表明确意见。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

本独立财务顾问做了如下核查工作：

（一）金马集团说明

1、本次重大资产重组拟购买资产涉及的罚款(滞纳金)情况如下:

(1) 2009年12月,河曲电煤因历史上存在的无证生产煤炭和超能力生产煤炭情况缴纳了7,000万元人民币的违规经营所得。

根据河曲电煤现持有的《煤炭生产许可证》和河曲电煤的说明,河曲电煤已获得煤炭生产经营的许可,目前严格按照《煤炭生产许可证》核定的产能及山西省煤炭工业厅核定的毛煤与原煤折算系数生产,不存在未按照核定产能生产的情况。根据河曲电煤的承诺,河曲电煤未来将严格按照核定产能生产。同时,鲁能集团已就上述河曲电煤的历史违规事宜出具承诺函,承诺将确保上市公司不会因购入公司的上述违规行为遭受不利法律后果。

2、河曲电煤保证现有项目和未来拟发展项目的依法合规经营的保障措施

河曲电煤已经就该历史问题进行了整改,并经河曲县煤管局验收通过。同时,河曲电煤自投产以来未发生过重大安全生产事故,未来将继续贯彻落实安全生产有关制度,并加大安全生产工作力度,上述问题不会对上榆泉煤矿的生产经营造成重大不利影响。

在现有项目和未来拟发展项目的依法合规经营方面,河曲电煤出具承诺函,承诺未来严格依照有关法律法规进行生产经营;同时,控股股东鲁能集团也已承诺将确保上市公司不会因购入公司的上述违规行为遭受不利法律后果,未来将对河曲电煤的生产经营工作加大重视力度,确保其已发开展经营活动。

此外,上市公司实际控制人国家电网公司未来将积极敦促河曲电煤的规范经营,对此工作予以高度的重视,确保河曲电煤的生产经营活动合法合规。

(二) 律师意见

嘉源律师对此出具了《补充法律意见书(四)》,具体内容为:

1、河曲电煤违规行为已得到纠正

根据河曲电煤现持有的《煤炭生产许可证》和河曲电煤的说明,河曲电煤自2007年7月已获得煤炭生产经营的许可;河曲电煤目前严格按照《煤炭生产许可证》核定的产能及山西省煤炭工业厅核定的毛煤与原煤折算系数生产,不存在未按照核定产能生产的情况。

2010年9月30日,山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室下发《关于忻州市大同煤矿集团同生浩然煤业有限公司等八处矿井调整变更方案的批复》(晋煤重组办发[2010]69号文),批准河曲电煤上榆泉煤矿的矿井能力由300万吨/年提升到360万吨/年。

根据河曲电煤的承诺,河曲电煤未来将严格按照核定产能生产。

河曲电煤的重组方鲁能集团已出具承诺函,承诺将确保上市公司不会因购入公司不会因河曲电煤历史上的违规行为遭受不利法律后果,该承诺对鲁能集团具有约束力及可执行力,可使上市公司的利益获得有效保障。

2、河曲电煤确保生产经营依法开展的措施切实可行

河曲电煤出具承诺函,承诺未来严格依照有关法律法规进行生产经营;同时,控股股东鲁能集团也已承诺将确保上市公司不会因购入公司的上述违规行为遭受不利法律后果,未来将对河曲电煤的生产经营工作加大重视力度,确保其已发开展经营活动。

此外,上市公司实际控制人国家电网公司未来将积极敦促河曲电煤的规范经营,对此工作予以高度的重视,确保河曲电煤的生产经营活动合法合规。

根据河曲电煤所作的说明及本所核查,河曲电煤已经就历史违规问题进行了整改,且该等问题没有且不会对上榆泉煤矿的生产经营造成重大不利影响。河曲电煤、鲁能集团及国家电网均出具文件,对河曲电煤未来的生产经营工作予以高度的重视,确保河曲电煤的生产经营活动合法合规。

综上,本所认为,河曲电煤的历史违规行为已得到纠正;河曲电煤确保生产经营依法开展的措施切实可行。

(三) 独立财务顾问意见

本独立财务顾问对相关事宜进行了适当核查,并结合上述金马集团说明及嘉源律师意见,认为:河曲电煤的历史违规行为已得到纠正;河曲电煤确保未来生产经营依法开展的措施切实可行。

问题三：请控股股东、金马集团就未来如何保证按期以公允价值和合理方式解决同业竞争问题，保证上市公司独立性、维护中小股东权益作出切实可行的制度性安排。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

1、国家电网公司出具解决同业竞争问题的承诺

2010年10月8日，国家电网公司发文将鲁能集团下属的除河曲电煤、河曲发电、王曲发电之外的火力发电及配套煤矿（简称“煤电资产”）等相关资产划归国网能源开发有限公司（以下简称“国网能源”）所有，该等股权划转的工商变更登记工作尚在进行中。

除本次重组涉及的资产外，国家电网公司拥有或者控制的煤电资产情况如下：

企业名称	注册资本 (万元)	持股比例	机组情况/产能	目前状态
陕西德源府谷能源有限公司	70,000	70%	2×600MW	运行
新疆阜康能源开发有限公司	60,100	100%	2×150MW	运行
宁夏宁鲁煤电有限责任公司	51,711.01	50%	2×135MW	运行
宁夏鲁能能源开发有限公司	50,000	100%	2×660MW	在建
内蒙古蒙东能源有限公司	99,000	91.07%	2×600MW	在建
鲁能宝清煤电化开发有限公司	47,133.33	90%	1100 万吨/年	在建
哈密鲁能煤电化开发有限公司	44,700	100%	2×300MW	前期规划
和丰鲁能煤电化开发有限公司	16,000	100%	2×150MW	前期规划
伊犁鲁能能源开发有限公司	3,000	100%	2×660MW	前期规划
山西鲁能河曲能源有限公司	3,000	60%	2×600MW	前期规划
锡林郭勒鲁能能源有限责任公司	19,600	51%	2×660MW	前期规划

除上述煤电资产外，国网能源拥有的调峰火力发电企业如下：

电厂名称	注册资本 (万元)	持股比例	机组情况	目前状态
天津大港华实发电有限责任公司	30,000	100%	2×328.5MW	运行
上海闸电燃气轮机发电有限公司	85,760	75%	614 MW	运行
天津大港广安津能发电有限责任公司	12,000	51%	328.5MW	运行
四川白马循环流化床示范电站有限责任公司	33,000	50%	300MW	运行
秦皇岛发电有限责任公司	68,000	50%	1070MW	运行
天津大港发电厂	分公司	N/A	328.5MW	运行

焦作电厂	分公司	N/A	2×220 MW	关停 1、2# 机组
重庆发电厂	分公司	N/A	2×220 MW	运行
国网能源开发有限公司神头第二发电厂	分公司	N/A	2×500MW	运行

为了规范上市公司运作，促进上市公司发展，积极维护中小投资者的合法权益，同时，鉴于在国家现行审批制度下煤电项目筹办、立项、核准、实际并网运营的周期较长的客观情况，国家电网公司郑重承诺如下：

(1) 国家电网公司将金马集团作为国家电网公司煤电资产的整合平台，国家电网公司拥有或者控制的已经投入运营的火力发电资产及配套煤矿，在上市公司重组完成后 5 年内注入上市公司；

(2) 国家电网公司拥有或者控制的正在建设和处于前期阶段的火力发电及配套煤矿资产，将在投入运营后 5 年内注入上市公司；

(3) 鉴于调峰火力发电企业的功能主要为电力调峰，机组服役时间较长，部分电厂面临机组退役的情况，短期内不具备上市条件，国家电网公司承诺在上市公司重组完成后 5 年内采用注入上市公司或其他适当的方式消除与重组后上市公司存在潜在同业竞争的可能；

(4) 未来国家电网公司及下属公司如有任何商业机会可从事、参与任何可能与重组后上市公司的生产经营构成竞争的活动，则在同等条件下优先将该商业机会给予上市公司。

2、金马集团及控股股东解决同业竞争问题的制度性安排

2011年1月20日，上市公司及实际控制人国家电网公司出具《国家电网公司、广东金马旅游集团股份有限公司关于解决同业竞争问题、保证上市公司独立性、维护中小股东权益的说明及承诺函》。

其中，国家电网公司承诺：为了规范上市公司运作，促进上市公司发展，积极维护中小投资者的合法权益，国家电网公司将严格履行《关于解决同业竞争问题的承诺》，严格按照既定的解决同业竞争的时间安排推进有关工作。金马集团承诺：在国网能源旗下煤电资产具备注入上市公司的条件后，将采取再融资、配股、资产购买、资产重组等方式，将成熟的煤电资产注入上市公司，逐步解决同业竞争问题。

经核查,并根据《国家电网公司、广东金马旅游集团股份有限公司关于解决同业竞争问题、保证上市公司独立性、维护中小股东权益的说明及承诺函》的内容,本独立财务顾问认为:该等解决同业竞争问题的制度性安排切实可行,有利于确保按期以公允价值和合理方式解决同业竞争问题,保证上市公司独立性、维护中小股东权益。

问题四:请金马集团对拟置入资产的外汇掉期交易的合规性及经营风险进行补充说明,并对外汇掉期合约的敏感性作进一步分析与披露。请律师核查并发表明确意见。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复:

(一) 金马集团说明

1、外汇掉期的合规性

王曲发电采用日元贷款建设,根据《关于加强中长期外债风险管理的通知》、《外债管理暂行办法》、《关于外债风险管理工作有关问题的通知》和《国有和国有控股企业外债风险管理及结构调整指导意见》等文件的精神,为了规避汇率变动风险,王曲发电采用掉期金融工具作为风险管理手段,与中国进出口银行分别就JP4P96-C19号和JP4P96-C20号日元贷款合同签订了《货币掉期交易委托书》和《衍生金融产品交易总协议》。

上述掉期金融工具的作用是规避汇率变动风险并有效对冲日元贷款汇兑损失的风险,是合法合规的规避汇率变动风险金融工具。

2、外汇掉期的潜在风险

掉期金融工具有效对冲了日元贷款汇兑损失的风险,但也会给王曲发电带来潜在风险。

(1) 公允价值变动的风险

公允价值变动会对王曲发电的损益产生重大影响,但由于金融工具公允价值变动属于非经常性损益,其波动不造成现金流量的实际流出,并不影响王曲发电的正常经营活动。

(2) 或有支付风险

根据王曲发电外汇掉期金融工具有关协议的约定，如日元对美元汇率低于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风险补偿金，但从日元兑美元的汇率历史来看，未来日元兑美元即期汇率低于69的概率较小。

王曲发电的掉期合约本身就是一种常见的防范金融市场风险的衍生工具，它能够起到对冲企业日元贷款因汇率波动而产生的货币风险的作用。实际上，王曲发电一直在通过掉期合约获得收益，且从日元兑美元的汇率历史来看，日元兑美元即期汇率低于69的概率较小。

(3) 尚无其他衍生工具可将上述潜在风险完全对冲

虽然国际上可能存在其他金融衍生工具可以对冲掉期合约风险，但相对常见的金融衍生工具而言，该等衍生工具异常复杂，且市场成熟度尚有所欠缺，加之目前我国国内市场尚无此类衍生工具，因而王曲发电尚无法选用其他衍生工具将掉期合约的潜在风险完全对冲。

3、外汇掉期合约的敏感性分析

根据天健兴业资产评估有限公司出具的天兴评报字[2010]第420-1号和天兴评报字[2010]第420-2号报告，截至2010年9月30日，协议号JP4P96-C19的掉期合约于2010年9月30日的公允价值约为4.42亿元，较上期末（2009年12月31日）的公允价值（3.06亿元）增值约1.37亿元；协议号JP4P96-C20的掉期合约于2010年9月30日的公允价值约为1.62亿元，较上期末（2009年12月31日）的公允价值（9,193万元）增值约6,967万元。

具体变动情况如下表：

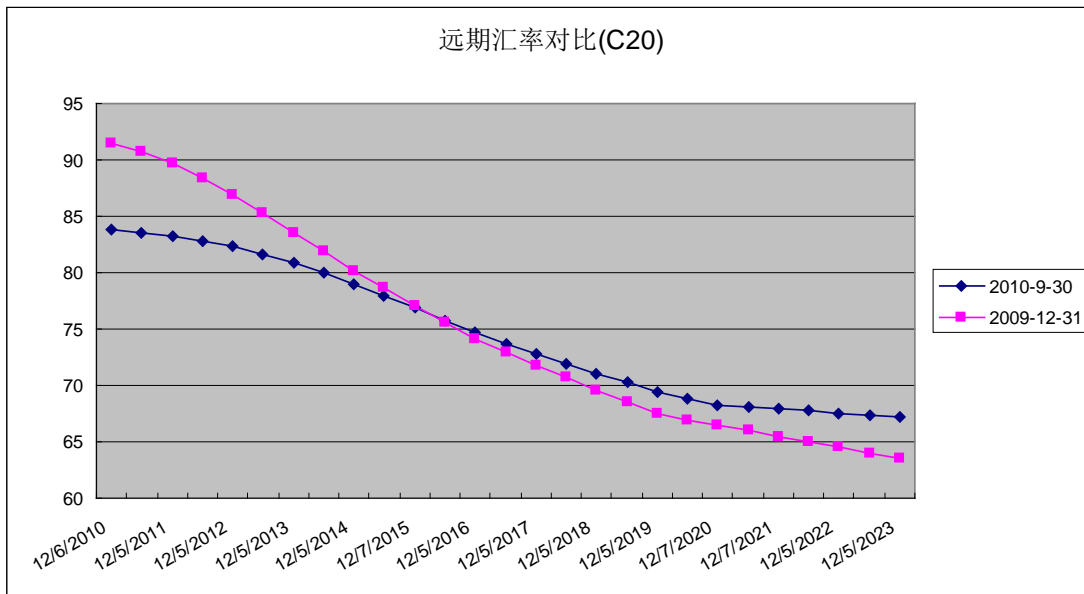
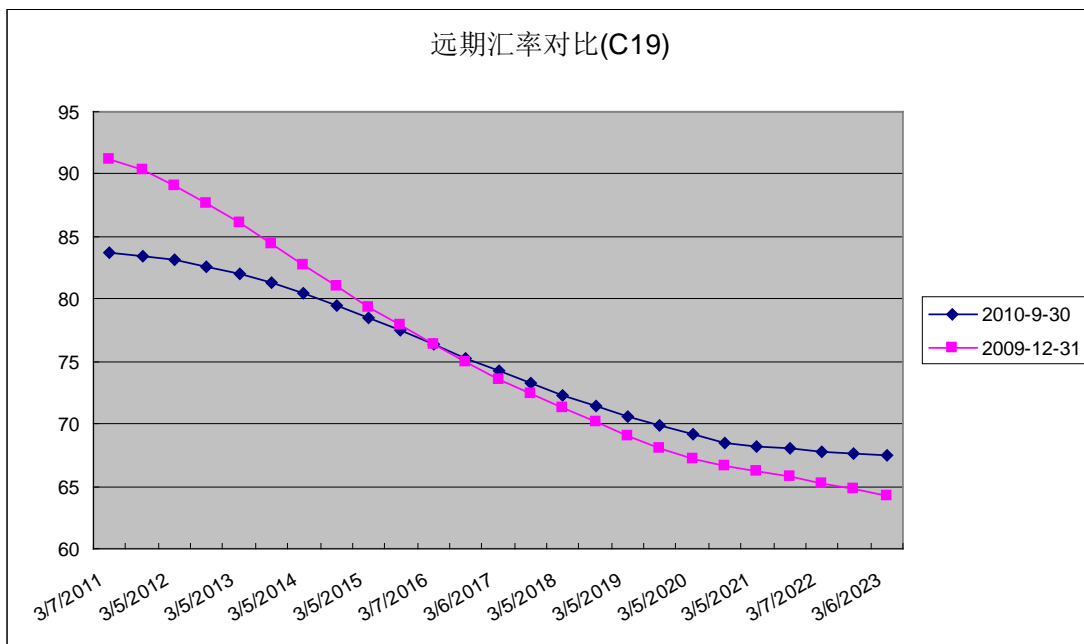
单位：元

掉期合约 编号	公允价值 (2009-12-31)	公允价值 (2010-9-30)	增值额	基准日时的即 期汇率 (JPY/USD)
JP4P96-C19	305,925,073	442,498,832	136,573,758	93.02
JP4P96-C20	91,926,449	161,593,435	69,666,986	83.53

两份掉期合约增值的主要原因不在于基准日时的即期汇率，而是在于远期汇率的变化走势，即2010年9月30日时点的远期汇率报价中，前几年的汇率比去年

同期远期汇率报价有一定幅度的下降,且FX=69的发生时间推迟了2个支付期间,合约最后几个支付期的远期汇率比同期远期汇率报价都有所上升,因此,其综合效应就是,未来近几年的现金流入(日元本金补贴)增加,同时拖延了现金流出(附加利息支付)发生的时间,且预测的未来现金流出(附加利息支付)有所减少,致使两份合约分别增值1.37亿和6,967万元。

两份合约所涉及的日元远期汇率报价在两个不同评估时点的对比,分别如下图所示:



(二) 律师意见

嘉源律师对此出具了《补充法律意见书（四）》，具体内容为：

1、掉期金融工具合法合规

根据《关于加强中长期外债风险管理的通知》、《外债管理暂行办法》、《关于外债风险管理工作有关问题的通知》和《国有和国有控股企业外债风险管理及结构调整指导意见》等文件的精神，为了规避汇率变动风险，王曲发电采用掉期金融工具作为风险管理手段，与中国进出口银行分别就JP4P96-C19号和JP4P96-C20号日元贷款合同签订了《货币掉期交易委托书》和《衍生金融产品交易总协议》。

经核查，上述协议是双方真实意思表示，协议本身合法有效。王曲发电的掉期协议是合法合规的规避汇率变动风险金融工具。

2、重组报告书已经充分披露了掉期事宜的潜在风险

金马集团已在《重组报告书》“重大事项提示”的“盈利预测风险”中明确提示未考虑王曲发电外汇掉期合约公允价值变动的风险，并单独披露了按照最新可取得的证据（截至2010年9月30日）计算的外汇掉期合约公允价值及其变动值。并更新了《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报告书》。

（三）独立财务顾问意见

经核查，本独立财务顾问认为：王曲发电采用掉期金融工具作为风险管理手段，与中国进出口银行分别就JP4P96-C19号和JP4P96-C20号日元贷款合同签订了《货币掉期交易委托书》和《衍生金融产品交易总协议》，该等协议是双方真实意思表示，协议本身合法有效。王曲发电的掉期协议是合法合规的规避汇率变动风险金融工具。

此外，金马集团已在《重组报告书》“重大事项提示”的“盈利预测风险”中明确提示未考虑王曲发电外汇掉期合约公允价值变动的风险，并单独披露了按照最新可取得的证据（截至2010年9月30日）计算的外汇掉期合约公允价值及其变动值。并更新了《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报告书》。

虽然国际上可能存在其他金融衍生工具可以对冲掉期合约风险，但该等衍生工具异常复杂，且市场成熟度尚有所欠缺，加之目前我国国内市场尚无此类

衍生工具，因而王曲发电尚无法选用其他衍生工具将掉期合约的潜在风险完全对冲。

综上所述，王曲发电的掉期协议合法合规；重组报告书已经充分披露潜在风险。

问题五：本次重组拟置入资产王曲发电收益波动大、盈利存在不稳定性，请金马集团对如何保障其持续盈利能力予以详细说明；同时，王曲发电两种评估方法结果差异较大，请控股股东、金马集团对今后如何应对减值风险提出可行性补偿措施。请独立财务顾问核查并发表意见。

答复：

（一）金马集团说明

王曲发电收益波动主要是由于燃煤供应和价格不稳定以及电力市场价格受国家控制等因素造成的。本次重组完成后，金马集团将采取如下措施保障其持续盈利能力：

1、有效控制燃煤成本

王曲发电最近三年的燃煤成本较高，基本维持在70%左右。主要原因为王曲地区煤炭需求旺盛、运输便利，且机组入炉煤质要求高。

2010年下半年，王曲发电实行低发热量与优质燃煤混匀掺烧方式、提高低发热量燃煤的掺烧比例、拓宽燃煤采购渠道等方式控制燃煤成本，效果显著。此外，王曲发电还采用降低日常发电运行维护成本等措施来降低生产成本。

2、全力支持王曲发电的发展

金马集团将继续为王曲发电的生产经营创造良好的环境，大力协助其煤炭采购工作，拓宽采购渠道，提高议价能力。同时，为王曲发电争取上网电量，争取最大限度地发挥王曲发电机组的先进性，提升盈利能力。

此外，在国家有关部门征集电价上调意见或拟出台相关政策时，金马集团将为王曲发电争取上网电价的优惠政策，全力支持王曲发电的发展，保障其持续盈利能力。

3、未来应对减值风险的补偿措施

本次重组的标的资产中,王曲发电由于收益法关键参数未来煤价预测的准确性较差,而资产基础法是按基准日价格标准并充分地考虑了资产的各类损耗后的机组价值,能够客观的反映王曲发电的真实价值,故王曲发电最终评估结论选用资产基础法的评估结果。

为了充分保护上市公司及中小股东的利益,就王曲发电未来的减值风险及补偿措施安排,本公司郑重承诺如下:

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

(二) 独立财务顾问意见

经核查,本独立财务顾问认为:金马集团提出的保障王曲发电持续盈利能力的措施切实可行;本次重组中王曲发电的评估值经股东大会非关联股东审议通过,经国务院国资委备案,该评估结果合法有效,不存在损害上市公司及中小股东利益的情形;此外,若王曲发电交割评估值低于作价时的评估值,则鲁能集团将以现金方式向上市公司进行补偿充分保护了上市公司及中小股东的利益。

问题六:请评估机构进一步说明本次资产出售的交易标的眉山启明星两次评估的差异原因。请独立财务顾问核查并发表意见。

答复:

(一) 评估机构意见

1、两份评估报告情况及差异比较

(1) 评估结果比较

2007年,中兴华会计师事务所有限责任公司受托以2006年12月31日为基准日对眉山启明星进行了评估,并出具了评估报告中兴华[2007]评报字3005号报告,眉山启明星100%股权价值为23,513.19万元。

2009年, 中企华受托以2009年10月31日为基准日对眉山启明星进行了评估, 并出具了评估报告中企华[2009]评报字490号报告, 眉山启明星100%股权价值为6,428.18万元。

(2) 两次评估结果差异比较

评估值差异比较表如下:

项目	2006年12月31日		2009年10月31日		差异	
	账面值	评估值	账面值	评估值	账面值	评估值
一、流动资产	11,153.43	11,153.43	56,865.93	56,978.08	45,712.50	45,824.65
二、非流动资产	25,622.00	25,735.19	100,942.01	103,971.97	210,056.04	208,140.99
其中: 长期股权投资	—	—	—	—	—	—
投资性房地产	—	—	—	—	—	—
固定资产	25,534.54	25,647.73	99,711.61	100,474.15	74,177.07	74,826.42
无形资产	0.00	0.00	1,230.40	3,497.82	1,230.40	3,497.82
其中: 土地使用权	0.00	0.00	1,136.35	3,377.60	1,136.35	3,377.60
其他非流动资产	87.46	87.46	0.00	0.00	-87.46	-87.46
三、资产总计	36,775.43	36,888.62	157,807.94	160,950.05	121,032.51	124,061.43
四、流动负债	13,375.43	13,375.43	154,521.87	154,521.87	141,146.44	141,146.44
五、非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、负债总计	13,375.43	13,375.43	154,521.87	154,521.87	141,146.44	141,146.44
七、净资产	23,400.00	23,513.19	3,286.07	6,428.18	-20,113.93	-17,085.01

如上表所示: 不考虑账面值, 2009年10月31日评估值较2006年12月31日评估值减少17,085.01万元, 考虑账面值差异后, 2009年10月31日评估值较2006年12月31日评估值增加3,028.92万元。

2、差异原因分析

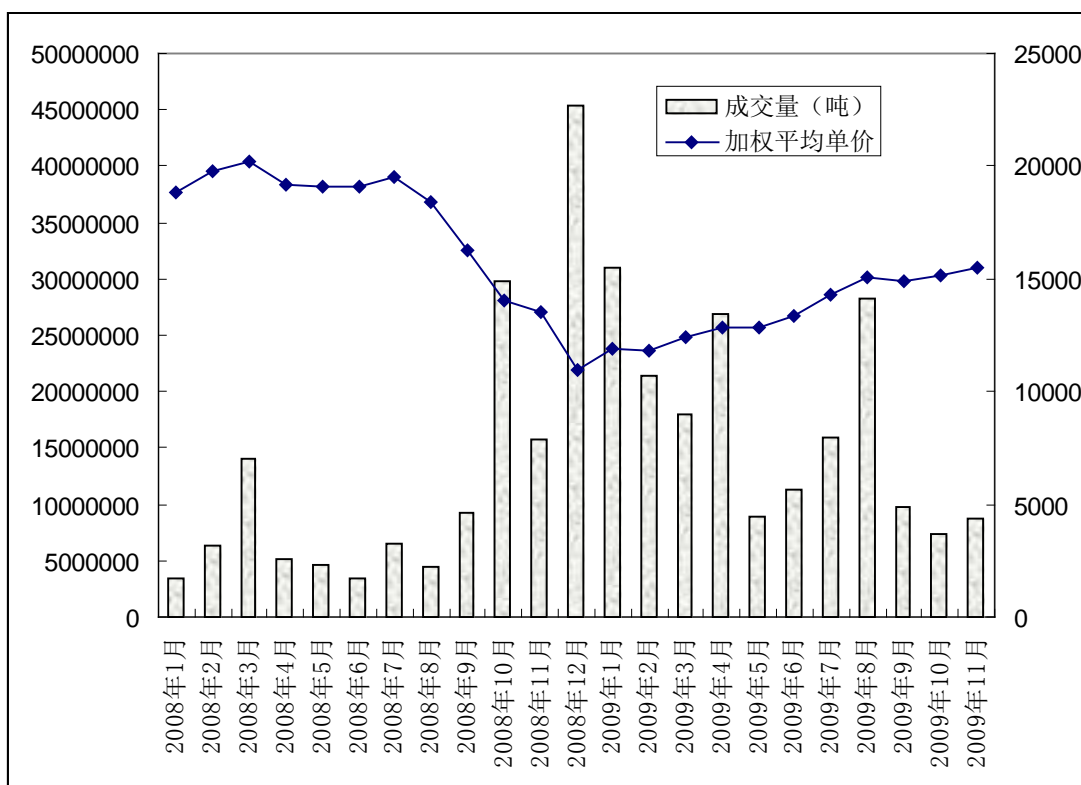
(1) 经营业绩大幅下滑导致所有者权益下降

从2006年12月至2009年10月, 眉山启明星所有者权益减少20,113.93万元, 主要原因是铝价下降及电价上扬。具体分析如下:

①产品价格下降

铝价从2008年7月的20000元/吨, 下降到2008年12月12000元/吨, 下降幅度达到40%; 2009年, 铝价虽有回升, 但基本在15000元/吨一线及其以下, 由此导致眉山启明星2008年、2009年1-10月亏损, 从而造成眉山启明星所有者权益减少。

2008年1月-2009年11月上海期货交易所铝交易情况如下:



②电价调整

眉山启明星1/3 以上成本为电力成本，受电价影响较大。2007年9月30日，国家发改委、财政部和电监会联合发布《关于进一步贯彻落实差别电价政策有关问题的通知》，明确要逐步取消对高耗能企业的优惠电价政策。《通知》规定，在销售电价表中单列或注明实行优惠的，原则上应在2007年内予以取消，改为执行大工业电价下的“电石、电炉铁合金、电解烧碱、合成氨、电炉黄磷”类电价；若单列的电解铝行业电价与上述电价价差每千瓦时大于5分钱的，2007年内先取消电价优惠5分钱，其余优惠原则上2008年内取消。《通知》重申，各地以大用户直供电和协议用电名义自行对高耗能企业实行优惠的，要立即停止。这对于用电量巨大的眉山启明星造成了重大的成本压力。

③关税政策调整

2007年6月19日，财政部和国家税务总局商国家发展改革委、商务部、海关总署发布了《财政部 国家税务总局关于调低部分商品出口退税率的通知》，规定自2007年7月1日起，将税号7604的铝条、杆、型材和异型材的出口退税由先前的11%调整为0；税号7605的铝丝及铝合金丝的出口退税由8%调整

为0。

自2007年8月1日起,以暂定税率形式,将电解铝(税号:76011090)的进口关税由5%下调至0;对非铝合金制铝条、杆(税号:ex76041000)开征出口暂定关税,暂定税率为15%。

受上述三项因素影响,眉山启明星2007年至本次重组评估基准日损益情况具体如下:

项目	2007年	2008年	2009年10月31日
一、营业收入	76199.59	162901.85	10171.89
营业成本	70507.25	158363.87	10977.95
销售税金及附加	35.80	41.13	0.08
销售费用	583.65	75.18	42.21
管理费用	1050.76	1532.43	9017.41
财务费用	2208.97	5787.91	4433.73
资产减值损失	105.56	296.11	345.41
投资收益	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	1707.61	-3194.77	-14644.91
营业外收入	100.00	0.00	519.78
营业外支出	11.02	3629.57	0.00
三、利润总额	731.82	225.52	-14125.13
所得税	731.82	225.52	3.71
四、净利润	1064.77	-7049.86	-14128.84

(二) 独立财务顾问意见

综上所述,并结合中企华出具的广东金马旅游集团股份有限公司关于发行股份购买资产及重大资产出售暨关联交易方案反馈意见的答复(二)»,本独立财务顾问认为:

中兴华会计师事务所有限责任公司以2006年12月31日为基准日,评估眉山启明星的价值为23,513.19万元,中企华以2009年10月31日为基准日,评估眉山启明星铝业有限公司的价值为6,428.18万元,两者差异17,085.01万元。

两者差异的主要原因是:2009年与2006年相比,眉山启明星主导产品铝的价格大幅下滑,同时电力价格上升,导致眉山启明星的业绩从净利润1000多万下滑为巨额亏损,虽然中企华以2009年10月31日为基准日对该公司进行评估时,土地使用权和房屋评估增值3,028.92万元,但无法弥补由于业绩巨幅下降而造成的所有者权益大幅减值。因此,两次评估结果均是公允的,不存在拟出售资产被低估的情形。

(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(三)》之签章页)

法定代表人(授权代表): _____
马昭明

内核负责人: _____
马卫国

部门负责人: _____
陈志杰

项目主办人: _____
徐华希 刘 昊

项目协办人: _____
岳大洲 阮 超

华泰联合证券有限责任公司

_____年____月____日