

中联资产评估集团有限公司

关于中国证券监督管理委员会[162040]号《中国证监会行政许可项目 审查二次反馈意见通知书》资产评估相关问题的核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于2016年11月1日下发的中国证券监督管理委员会[162040]号《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》的要求，中联评估技术支持中心组织评估项目组对审核意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。现将具体情况汇报如下：

7、反馈回复材料显示，晨光稀土和科百瑞产品价格通过比较2015年1-9月市场平均价格与2015年10月份市场平均价格，选取评估现场工作日较近的2015年10月份市场平均价格作为2015年10-12月的产品销售价格的预测数，2016年预计的全年平均销售价格较2015年10-12月预计价格有所上升，部分类别略高于2015年1-9月份平均价格，整体低于2014年的平均价格。文盛新材通过比较2015年1-9月市场平均价格与评估现场工作日2015年10月份市场平均价格，以价格较低的2015年1-9月市场平均价格作为2015年10-12月的产品销售价格预测的基础，2016年及以后年度预计的全年平均销售价格较2015年价格有所上升，略高于2015年1-9月份平均价格。请你公司结合目前产品价格情况，补充披露上述产品价格预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、晨光稀土和科百瑞产品价格预测及其合理性

（一）产品价格预测情况

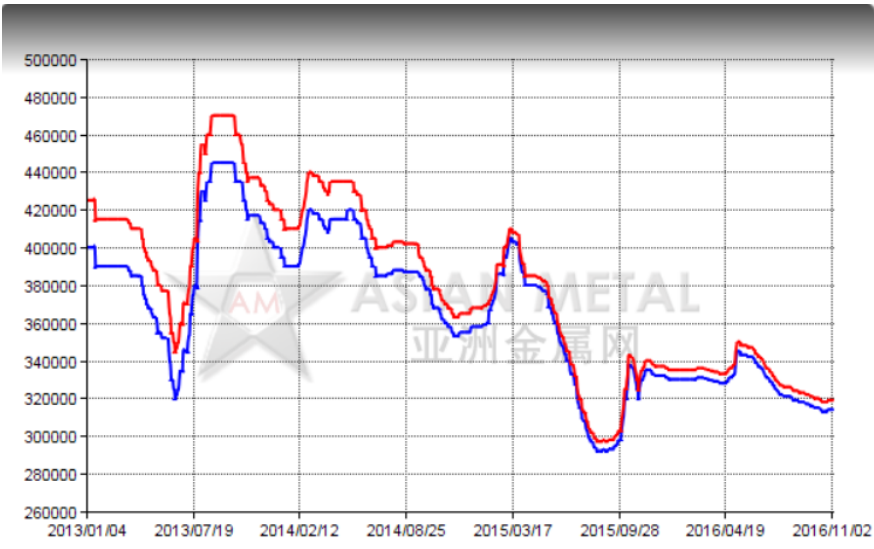
晨光稀土和科百瑞产品均为稀土产品，故在预测产品价格时采用相同口径和方法。

2011年下半年开始，稀土价格总体呈现下行趋势，至2015年9月份已经跌至历史低点，市场普遍预期向好。2015年10月开始，稀土价格开始呈上升趋势。

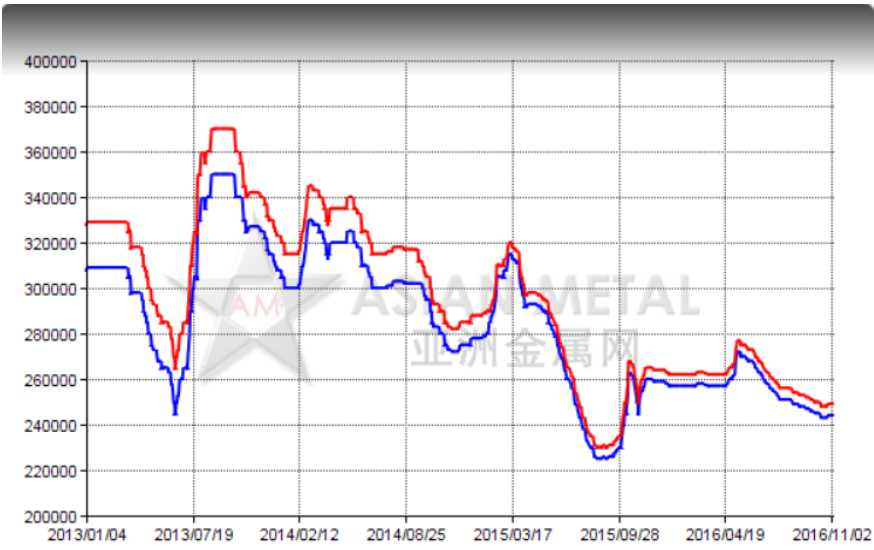
随着稀土价格的企稳以及下游传统应用产业需求以及新能源汽车、风电、新材料等产业对稀土产品的需求量的提升,预计未来一段时间,稀土价格有望稳步回升。以主要稀土产品镨钕金属和氧化镨钕为例:

2013 年 1 月 1 日至 2016 年 8 月 31 日,镨钕金属(Nd75%)、氧化镨钕(Nd₂O₃ 75%) 的含税价格走势基本一致。2015 年 8 月中旬为最低谷, 并且每年的 7、8 月份价格均为当年较低价格。

2013 年 1 月-2016 年 11 月镨钕金属 (Nd75%) 含税价格 (元/吨)



2013 年 1 月-2016 年 11 月氧化镨钕 (Nd₂O₃ 75%) 含税价格 (元/吨)



在预测过程中, 结合历史年度价格的波动趋势和原因分析, 通过比较 2015

年 1-9 月市场平均价格与 2015 年 10 月份市场平均价格，选取评估现场工作日较近的 2015 年 10 月份市场平均价格作为 2015 年 10-12 月的产品销售价格的预测数。考虑到评估基准日稀土市场所处的价格水平属于历史低点，因此预计未来年度产品价格会有所回升并基本趋于稳定。

2011 年下半年以后，全球经济进入下行通道，对工业产品的需求持续萎缩，工业品市场价格整体下滑。稀土价格在经历了短期的大幅上涨后，开始进入理性回归通道。

本轮价格下跌后，稀土价格基本回落至 2010 年水平。受国家稀土行业整合、产业结构升级和技术更新换代的因素推动，稀土价格已经基本企稳。

长期来看，稀土资源由于应用范围广阔，加之独特的物理和化学性质和难替代性，对全球工业具有重要的意义。经过了 2011 年下半年至 2012 年的快速下跌后，目前已经稳定在一个相对稳定的价格水平，并形成了新的供需动态平衡格局，继续出现大幅度下跌的可能性不大。从长期来看，稀土价格的回归有利于市场对于稀土产业链的重新配置，引导社会资本从产业链上游资源端向下游的应用端流动，从而激发新材料、新产品的创造动力，有利于增加下游的有效需求，从而促进稀土行业的可持续发展。

（二）产品预测价格与实际销售价格的对比情况

1、预测价格与评估报告期实际数的对比情况

以晨光稀土母公司为例，晨光稀土预测期主要金属产品在报告期及预测期价格如下表所示：

单位：万元/吨

产品	实际数			预测期	
	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	2015 年 10-12 月	2016 年及以后 年度
金属镧	7.71	5.16	3.32	2.52	2.72
镧铈金属	12.77	5.32	3.30	2.48	2.68
金属钕	35.36	32.64	31.30	27.99	30.23
镨钕金属	33.90	33.56	29.31	28.42	30.69
金属钐	12.72	10.05	8.47	7.48	8.08
镁铝合金	-	-	2.50	3.25	3.51

精铽	383.22	324.10	375.75	284.62	307.38
精炼镨铁合金	160.98	130.16	133.76	117.52	126.92
精镨	193.68	168.29	170.99	152.56	164.77
精炼钬铁合金	35.53	29.98	22.45	21.37	23.08
精炼钪铁合金	14.19	11.88	8.02	7.56	8.17

从历史价格来看，2014 年销售价格相比 2013 年平均下降 20%左右，2015 年前三季度销售价格相比 2014 年平均下降 14%左右，2015 年第四季度预测销售价格相比 2015 年前三季度下降 13%左右。2016 年及以后年度预计比 2015 年第四季度上升 8%左右。从长期趋势来看，预测期销售价格介于历史年度稀土的实际价格区间内，且处于较低水平，预测的稀土产品价格有合理性。

2、评估基准日后产品价格情况

从截至 2016 年 10 月份的实际价格来看，以晨光为例，主要稀土金属实际销售价格（不含税）与预测价格对比如下：

单位：万元/吨

产品	实际销售价格			预测价格	
	2015 年	2016 年 1-8 月	2016 年 10 月	2015 年 10-12 月	2016 年及以后 年度
金属镧	3.00	2.39	3.42	2.52	2.72
镧铈金属	3.09	2.33	2.35	2.48	2.68
金属钕	30.71	28.13	27.13	27.99	30.23
镨钕金属	28.79	28.64	27.05	28.42	30.69
金属钐	8.23	7.62	7.55	7.48	8.08
精铽	350.43	283.79	306.16	284.62	307.38
精炼镨铁合金	124.91	107.26	104.20	117.52	126.92
精镨	165.94	145.93	146.58	152.56	164.77
精炼钬铁合金	22.13	23.76	26.6	21.37	23.08
精炼钪铁合金	7.99	7.73	7.36	7.56	8.17

注：晨光 2016 年 10 月未销售镧铈金属，此处选取亚洲金属网公布的价格作为实际价格。

全南新资源、步莱铽稀土氧化物实际（不含税）销售价格与预测价格比较：

单位：万元/吨

产品	实际销售价格			预测价格	
	2015 年	2016 年 1-8 月	2016 年 10 月	2015 年 10-12 月	2016 年及以后 年度
氧化镨钕	24.35	22.13	20.98	22.01	23.77

氧化钕	23.58	21.89	21.24	21.58	23.31
氧化镨	126.04	104.69	101.17	115.81	125.08
氧化铽	221.74	207.77	235.04	205.56	222.00
氧化钐	6.11	5.96	5.59	6.37	6.88
氧化铈	20.86	20.37	22.99	19.23	20.77
氧化镧	2.55	2.11	2.05	2.56	2.77
氧化铈	2.78	2.00	2.01	2.14	2.31

由上表可知：稀土金属及氧化物 2015 年实际销售价格高于 2015 年 10-12 月预测价格。

晨光稀土的主要产品包括镨钕、铽、镨金属及其氧化物，其他品种如镧铈、钐、钕、铈等销售总销售规模的比例较小，对企业盈利的影响也较小。

对于 2016 年及以后年度的预测价格，精铽、精炼铈铁合金等产品 2016 年 10 月份实际销售价格与 2016 年预测价格相差较小，或超过预计价格。镨钕、精镨、精炼镨铁合金的 10 月份销售价格略低于 2016 年的预测价格，精铽及氧化铽单价较高，相应的波动幅度也较大。

稀土产品价格经过 2011 年来的长时间大幅度的理性回归，目前继续持续大幅下跌的可能性不大。同时目前工信部正牵头对稀土行业进行较大幅度的调整，包括推动大集团整合，打击黑矿、整理分离环节持续等，将有利于驱逐大量非法开采和生产企业，增加大型、合法企业的市场份额，提振产品销售价格。因此，从长期来看，我们认为对稀土价格的预测具有合理性。

（三）产品价格波动对企业盈利的影响

1、产业链所处环节决定产品价格对企业盈利情况影响较小

稀土产业链由矿山采选、分离、金属加工、下游应用组成，其中矿山采选环节由于成本基本恒定，利润受销售价格影响最为直接。中游企业通过提供分离、金属加工服务，赚取该环节利润。稀土产品的成本绝大部分为原材料，因此，原材料价格与产品价格波动较为一致，如氧化镨钕的价格变化通常与镨钕金属变化情况相符。晨光稀土主要产品为稀土氧化物和稀土金属，科百瑞主营产品为稀土金属，均处于稀土产业链的中游，利润主要来源于产品的加工环节，行业价格传导机制较为通畅，在市场价格不出现连续大幅的单向变化的情况下，企业能够获

得较为稳定的产品利润率。

稀土市场一般各环节产品的价格，按照一定的投入产出比率进行折算，再加上一定的加工费后即产品的价格。以采购氧化镨钕加工生产镨钕金属为例：稀土交易中一般确定的镨钕氧化物与镨钕金属的比率（以下简称“料比”）为 1.24 左右，加工费为 12,000-14,000 元/吨；镨钕氧化物到镨钕金属的理论比率为 1.17；实际生产过程中，具有较高的技术和管理水平的金属加工企业实际的料比约为 1.19 左右，通过节省原材料可以产生 5%左右的毛利。同时，通过控制成本，每吨加工费有 2,000 元左右的利润。该部分料比的节约以及加工费的利润率相对稳定，受产品价格波动的影响较小。该部分估算的利润仅为金属加工环节的利润，通过回收炉渣等材料，还可将产品利润进一步提高。

在价格存在上涨预期时，金属加工企业一般根据预期的氧化物价格计算得出金属销售价格；而在价格存在下跌预期时，一般根据预期的金属价格计算得出氧化物采购价格。实际生产经营过程中，优势企业可以利用自身技术和管理优势，尽量提高投入产出的比例，降低加工成本，以提高毛利率。同时合理把握市场价格波动的节奏，进行提前安排。

在此基础上，企业的盈利的增长主要来源于产品产销量的增长和产品结构的优化。随着国家整顿稀土行业力度的不断加强，部分非法稀土企业的逐步退出，行业竞争将更趋合理。企业通过不断改进和扩大生产能力，加强市场拓展力度，优化产品结构，从而持续增加产品产销量规模，增强盈利能力。

2、目前的利润完成情况基本符合预期

根据2016年1-8月份经审计后的财务报表，晨光稀土、科百瑞2016年1-8月已实现收入占全年预测收入的比例分别为76.11%、67.28%，实现净利润占预计全年净利润的比例分别为67.78%、63.92%，与预测的整体收入、利润情况较为相符。

综上所述，我们认为：

1) 在进行产品价格预测时，参照了较长期间稀土市场价格的变化情况，同时综合考虑价格走势、国家宏观经济政策、行业下游需求变化等因素。预测的2015

年第四季度稀土价格相比2015年前三季度下降13%左右，预测的2016年及以后年度稀土价格较2015年第四季度上升8%左右。从长期来看，预测期销售价格处于较低水平，预测的稀土产品价格较为谨慎。

2) 晨光稀土和科百瑞均处于稀土产业链的中游，主要利润来源于生产和加工环节，在产品和原材料价格不出现持续大幅度变化的情况下，企业具有相对稳定的利润率水平，价格的小幅波动对企业的盈利影响不大。企业可以通过持续扩大产销规模和优化产品结构实现盈利能力的持续增长。

3) 从2016年1-8月的实际经营情况来看，虽然稀土产品的销售价格略低于预测价格，但通过扩大规模和调整产品结构，晨光稀土和科百瑞实现的营业收入和利润基本符合预期。

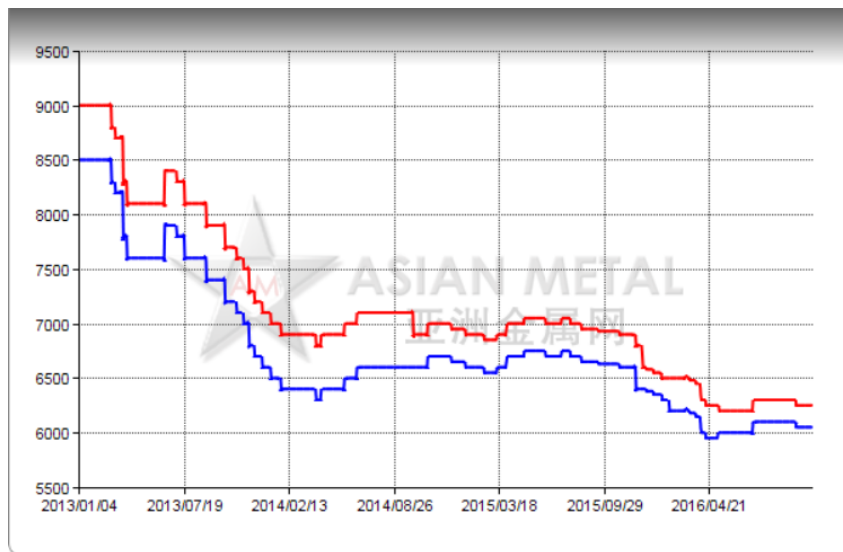
因此，对稀土产品价格的预测具有合理性。

二、文盛新材产品价格预测及其合理性

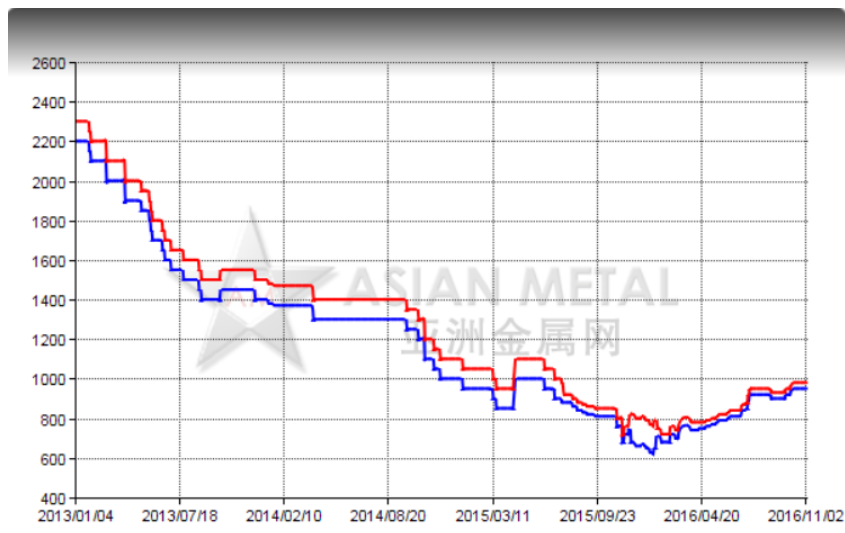
（一）产品价格预测情况

文盛新材主营业务为锆中矿、钛毛矿选矿业务，主产品主要为锆英砂、钛精矿、金红石，副产品主要包括蓝晶石、独居石等。近年来锆钛产品价格呈现出较大幅度的波动。2011年上半年锆钛产品价格达到高点，2013年全年呈现快速下跌态势。2014年至2015年以来锆英砂价格虽有波动但相对稳定，市场普遍预期其价格有回升趋势。

锆英砂（65%）不含税价格（元/吨）



钛精矿（50%）含税价格（元/吨）



2014 年上半年钛精矿价格相对稳定，但 2014 年 8 月份至 2016 年 1 月份钛精矿价格持续下跌至谷底，2016 年 2 月中旬以来钛精矿已有回升趋势，预计未来价格仍可能进一步回升。

在预测过程中，通过比较 2015 年 1-9 月市场平均价格与评估现场工作日 2015 年 10 月份市场平均价格，以价格较低的 2015 年 1-9 月市场平均价格作为 2015 年 10-12 月的产品销售价格预测的基础。考虑到评估基准日锆钛以及金红石、独居石等市场所处的价格水平属于历史低点，因此预计未来年度产品价格会有所回升并基本趋于稳定。

（二）产品预测价格与实际销售价格的对比情况

1、预计价格与评估报告期实际数的对比情况

报告期及预测期文盛新材主要产品的（不含税）价格预测情况如下表所示：

单位：元/吨

产品	实际销售价格			预测价格	
	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	2015 年 10-12 月	2016 年及以后 年度
锆英砂（65%）	7,125.37	6,179.94	6,207.28	6,205.13	6,515.38
金红石（95%）	7,532.67	5,626.25	5,116.31	5,042.74	5,294.87
钛精矿（50%）	1,443.71	964.32	977.76	940.17	987.18
独居石（60%）	-	21,637.39	20,532.86	20,512.82	21,538.46

从历史价格来看，由上表可知，2014 年销售价格相比 2013 年平均下降 24% 左右，2015 年前三季度销售价格相比 2014 年平均下降 3% 左右，2015 年第四季度预测销售价格相比 2015 年前三季度下降 1% 左右。2016 年及以后年度预计比 2015 年第四季度上升 5% 左右。从长期趋势来看，预测期销售价格介于历史年度的实际价格区间内，且处于较低水平，预测的稀土产品价格具有合理性。

2、评估基准日后产品价格情况

2016 年以来实际销售价格与预测价格情况如下表所示：

单位：（不含税）元/吨

产品	实际销售价格			预测价格	
	2015 年	2016 年 1-8 月	2016 年 10 月	2015 年 10-12 月	2016 年及以后 年度
锆英砂（65%）	6,017.24	5,727.46	5,712.05	6,205.13	6,515.38
金红石（95%）	5,187.66	4,629.00	5,005.96	5,042.74	5,294.87
钛精矿（50%）	894.22	733.40	929.39	940.17	987.18
独居石（60%）	19,905.28	16,830.89	17,693.82	20,512.82	21,538.46

从评估基准日以后实际销售价格来看，金红石、钛精矿、独居石实际销售价格低于预测价格，但 2016 年 10 月份实际销售价格回升较多，考虑到行业整体趋势，预计未来价格仍有一定的上升空间，2016 年及以后年度的预测价格具有合理性。

虽然锆英砂（65%）实际销售价格低于预测价格，但在实际生产经营过程中，文盛新材不止对外销售 65% 的锆英砂，还根据客户的不同需求提供不同含量的锆英砂产品。不同含量的锆英砂产品的价格变动并不完全一致，企业在实际经营中

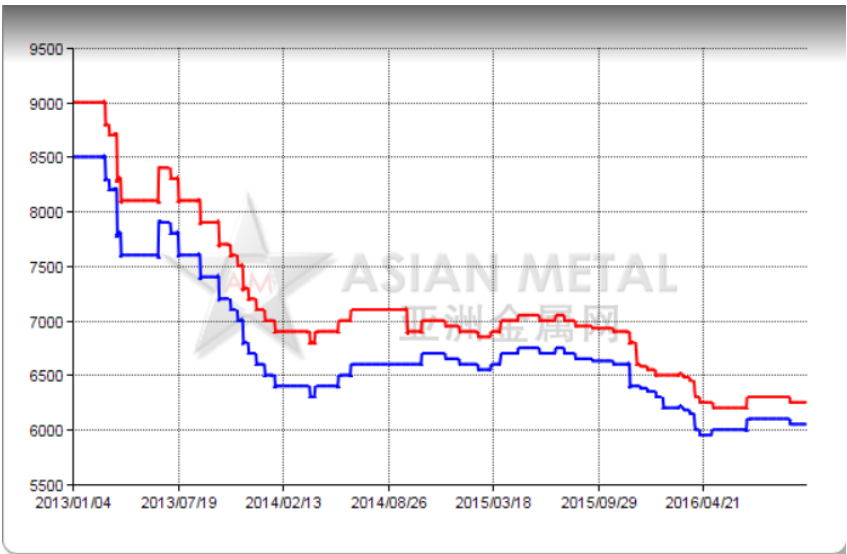
根据不同品位锆英砂的价格趋势，调整不同品位锆英砂的销售结构，以降低单一品位锆英砂价格下降对产品综合价格的影响。2015 年、2016 年 1-8 月、2016 年 10 月锆英砂综合销售价格（不含税）为 5,623.82 元/吨、5,612.94 元/吨和 5,695.93 元/吨，2015 年 10-12 月、2016 年及以后年度预测锆英砂综合销售价格（不含税）为 5,482.36 元/吨、5,756.48 元/吨；预测价格与实际销售价格差异较小，因此预测具有合理性。

（三）产品价格波动对企业盈利的影响

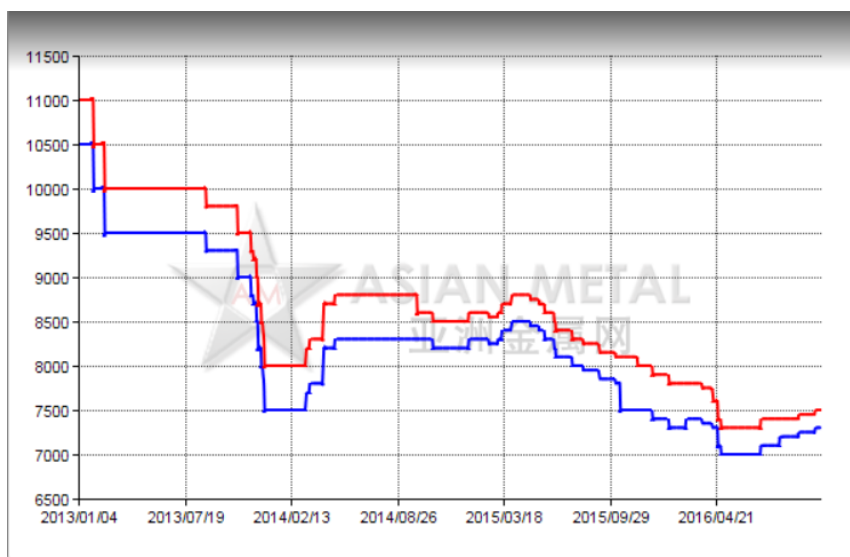
1、企业主要赚取选矿环节利润，产品价格波动对盈利影响不大

文盛新材利润主要来自于选矿环节，即赚取加工利润。文盛新材矿产品主要来源于海外，包括澳大利亚、南非等地。以锆英砂为例，国际原材料价格与国内的产品价格之间的传导较为顺畅。

锆英砂（65%）不含税价格（元/吨）



澳洲锆英砂（66%）不含税价格



文盛在国外购入的原材料主要为锆中矿和钛毛矿，市场没有该类产品的公开价格，上图以澳洲地区的锆英砂价格走势作为锆钛矿价格走势的代表。通过比较上述国内锆英砂价格与国际锆英砂价格的变化可以看出，文盛产品的国内销售价格与国际原材料采购价格的趋势基本一致。

文盛新材采购矿产品的原材料价格，一般参照产品在中国的到岸价，按照一定的模式计算得出。以锆英砂为例，假定一个国外大型矿企成品锆英砂在中国的到岸价，并估算港口费用、短途运输、加工费，以及预计的产品收率（与之对应的为生产过程中的损耗），倒算出原材料价格。在此定价模式下，原材料与产成品的价格变化趋势较为一致，在价格不出现持续大幅变化的情况下，产品利润率相对稳定。企业的利润率的提高来自于：定价的折扣、生产费用的节约和产品收率的提高。

通过上述分析，国外原材料价格与产品销售价格之间的传导较为顺畅，在原材料和产品价格不出现持续单方向变化的情况下，产品价格的波动对产品利润率的影响不大。企业可以通过持续增加产品产销量规模并优化产品结构，实现盈利能力的持续增长。

2、目前的利润完成情况基本符合预期

此外，根据2016年1-8月份经审计后的财务报表，文盛新材2016年1-8月已实现收入占全年预测收入的比例为64.33%，实现净利润占全年预测净利润的比例为68.22%，与预测的整体收入和利润较为相符。

综上所述，我们认为：

1) 在进行产品价格预测时，参照了较长期间锆钛市场价格的变化情况，同时综合考虑价格走势、国家宏观经济政策、行业下游需求变化等因素。2014年锆钛产品销售价格相比2013年平均下降24%左右，2015年前三季度锆钛产品销售价格相比2014年平均下降3%左右。预测的2015年第四季度锆钛产品价格相比2015年前三季度下降1%左右，预测的2016年及以后年度锆钛产品价格较2015年第四季度上升5%左右。从长期来看，预测期销售价格处于较低水平，预测的产品价格较为谨慎。

2) 文盛新材主营锆钛选矿业务，主要利润来源于选矿环节，即赚取加工环节利润。在产品和原材料价格不出现持续大幅度变化的情况下，企业具有相对稳定的利润率水平，价格的小幅波动对企业的盈利影响不大。企业可以通过持续扩大产销规模和优化产品结构实现盈利能力的持续增长。

3) 从2016年1-8月的实际经营情况来看，虽然产品的销售价格略低于预测价格，但通过扩大规模和调整产品结构，文盛新材实现的营业收入和利润基本符合预期。

因此，对文盛新材产品价格的预测具有合理性。

核查意见

经核查，评估师认为：对标的公司产品销售价格的预测是参照过去市场价格的变化情况，同时综合考虑价格走势、国家宏观经济政策、行业下游需求变化等因素所做出的预计。标的公司盈利模式均系以赚取加工环节利润为主，通过生产经营中的积极调整，在不出现持续大幅变化的情况下，产品价格的波动不会对企业的盈利能力产生重大不利影响。结合标的公司2016年1-8月已实现的销售收入和利润来看，虽然产品价格有所波动，但标的公司的销售收入和利润完成情况基本符合预期。因此，我们认为对标的公司产品销售价格的预测有合理性。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于中国证券监督管理委员会[162040]号<中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书>资产评估相关问题的核查意见》之签章页）

