

证券代码：600359

证券简称：新农开发

上市地点：上海证券交易所



五矿证券有限公司

关于

上海证券交易所

对新疆塔里木农业综合开发股份有限公司

重大资产出售问询函之回复之

核查意见

独立财务顾问：



五矿证券有限公司

MINMETALS SECURITIES CO., LTD.

二〇一七年二月

上海证券交易所上市公司监管一部：

贵部出具的《关于对新疆塔里木农业综合开发股份有限公司重大资产出售预案信息披露的二次问询函》（上证公函【2017】0190号）（以下简称“二次问询函”）已收悉，五矿证券有限公司（以下简称“五矿证券”或“本独立财务顾问”）作为本次交易中新疆塔里木农业综合开发股份有限公司（以下简称“新农开发”或“上市公司”、“公司”）的独立财务顾问，就问询函审核意见逐项进行了认真落实，现就事后问询函中的有关问题答复如下，请予审核

本核查意见中涉及的2016年年末数据均为未经审计的数据。

(问题一) 根据一次问询回复披露的新农化纤财务数据, 新农化纤公司营业收入增长较快, 2015 年 7-12 月营业收入约为 8,000 万元, 2016 年度约为 10.4 亿元, 但营业利润为-1560 万元。我部关注到, 粘胶纤维的价格在 2016 年有较大涨幅, 行业景气度较高, 请公司对拟出售资产盈利状况与行业基本面不匹配的情况进行核实和说明。

此外, 一次问询回复披露的新农化纤利润表中, 利润总额、净利润、其他综合收益的税后净额、综合收益总额均为 0, 请公司核实并进行补充或更正。请公司分别披露粘胶纤维生产与加工业务、棉浆粕生产与加工业务、贸易业务的最近一期财务数据。结合粘胶纤维价格情况、同行业公司的经营情况对化纤行业进行分析, 请公司董事会、独立董事、财务顾问对此次资产出售决策是否符合谨慎的商业判断、是否损害上市公司利益发表明确意见。

【回复】

一、新农化纤 2016 年分产品经营情况说明与分析

1、分产品经营情况说明

2016 年新农化纤经营主要包括粘胶纤维生产与加工业务、棉浆粕生产与加工业务以及发电及蒸汽生产与销售业务, 未单独设立或核算贸易业务。相关情况如下:

(1) 2016 年生产粘胶短纤 74,801.52 吨(其中试生产期间生产 6,069.64 吨), 销售粘胶短纤 69,994 吨(其中试生产期间生产 6,069.64 吨, 短纤收入冲减在建工程成本)。主营销售粘胶短纤 63,924.35 吨, 实现销售收入 75,444.36 万元, 对应成本为 74,686.66 万元, 实现毛利润 757.70 万元;

(2) 2016 年生产浆粕 80,257 吨, 大部分为自用。销售棉浆粕 24,896 吨, 实现销售收入 14,323.79 万元, 对应生产成本 13,361.02 万元, 实现毛利润 962.77 万元;

(3) 2016 年附属电厂共发电 9,651.06 万度, 累计售电 8,416.19 万度; 累计产蒸汽 1,080,019 吨, 除自用外, 外销蒸汽 1,132.05 吨。实现销售收入 12.02 万元, 对应成本为 5.94 万元, 实现毛利润 6.08 万元。

新农化纤 2016 年共实现销售收入 9.65 亿元，毛利润为 1,726.55 万元。

2、新农化纤粘胶化纤毛利润率偏低的原因分析

新农化纤粘胶短纤 2016 年销售毛利润率为 1.0%，低于行业同规模企业。造成毛利润率偏低的主要原因为：

新农化纤承包方在投入大量技改资金后，无力追加流动资金投入，而新农化纤自身缺少融资能力，流动资金非常缺乏。新农化纤由于新开拓市场且缺乏流动资金，为了吸引客户，也为了通过预收获取紧缺的流动资金，因此全部采取收款预售模式进行销售，销售价格会考虑交货周期以及对应的资金占用，对客户予以适当让利。合同签订后 5 日内收取客户货款，平均交货周期约为 2 个月。2016 年下半年，粘胶短纤价格上涨速度较快，而预售协议多为锁价协议，给新农化纤收入造成了一定影响。2016 年，新农化纤粘胶纤维销售均价（含税）13,808.49 元/吨，比同期 CCF 报价全年均价（含税）14,537.25 元/吨低约 728.76 元/吨（含税）。考虑全年销售量 63,924.35 吨，导致新农化纤减少收入 4,658.55 万元（含税），扣除价外税后约为 3,981.67 万元。

另外，新农化纤采购受资金限制，多为赊购，且批量较小对应采购费用较高，原材料采购成本难以有效降低。

仅考虑预售损失，经调节后的新农化纤粘胶纤维业务毛利润约为 4,739.37 万元，对应毛利润率约为 5.97%。

二、行业基本面及匹配简况

1、行业基本面情况

根据我们掌握的公开信息，粘胶纤维需求方面，消费升级拉动粘胶短纤内需增长，“十二五”期间国内表观消费量增速达 12.1%，高于同期纱产量增速；人民币贬值促进出口放量，2016 年 1-11 月出口同比增长 44.2%，预计 2017 年继续增长。

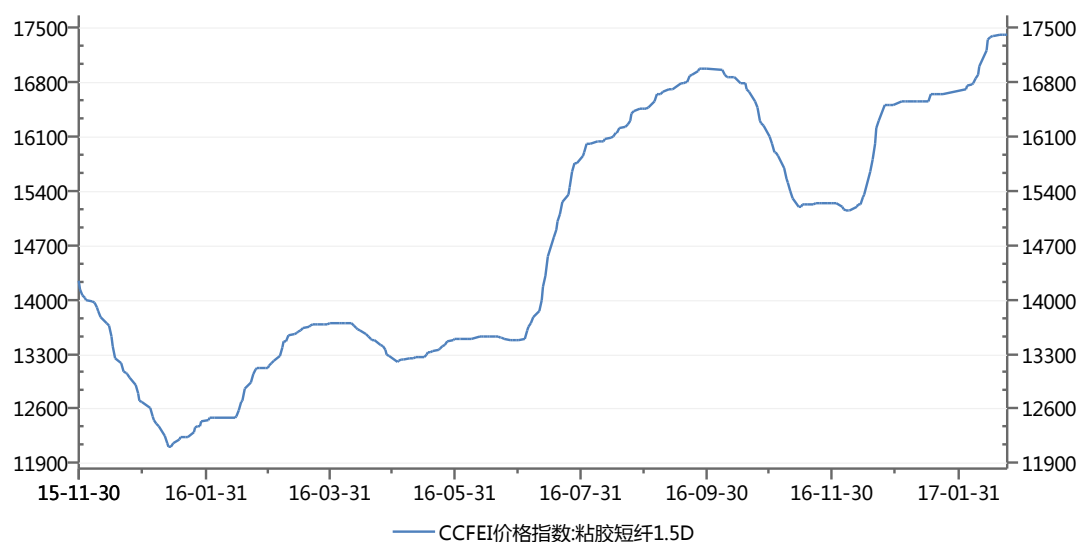
粘胶纤维供给方面，2011 年后粘胶短纤经历四年低迷，产能增速明显放缓，2016 年国内粘胶短纤产能约 390 万吨，预计 2017 年行业基本无新增产能。2015

年新的《环保法》出台致使行业管控趋严，倒逼小企业退出，行业集中度将逐渐提升。

替代品方面，棉花与粘胶短纤存在轻微替代关系，价格有部分联动性。棉花产不足需，供求关系改善，价格触底反弹，为粘胶短纤价格上行提供一定支撑。但同时棉花价格上涨，也会推高棉短绒价格，进而推动棉浆粕成本上升。

2015年下半年粘胶纤维行业迎来转机以来，2016年价格一路震荡上行，最高超过1.7万元/吨，目前保持在1.65万元/吨上方。根据CCF价格指数，2016年粘胶短纤的价格从年初的12,000元/吨左右上涨至年底的近17,000元/吨，涨幅明显，行业景气度较高。

粘胶短纤价格走势图：（单位：元/吨）



数据来源:Wind资讯

2、同行业上市公司 2016 年经营简况

主营业务为粘胶纤维生产销售的数家上市公司 2016 年业绩均有较大幅度改善，已经有过半从事粘胶纤维业务的上市公司发布业绩预增公告。

化纤行业上市公司 2016 年年度业绩预告情况简表：

证券代码	证券简称	归属于上市公司股东的净利润	业绩变动的主要原因

002092.SZ	中泰化学	5,969.85%	2016 年年度主营产品 PVC、粘胶纤维、纱线价格及销售同比上升，同时产业链完善，成本下降所致。
600409.SH	三友化工	80%	受市场影响公司主导产品粘胶短纤维、纯碱、PVC、烧碱售价同比增长，同时公司主要原材料原盐价格同比下滑。
600889.SH	南京化纤	-80%	主要是本年度没有投资收益造成的，主营业务有较大幅度改善。
000420.SZ	吉林化纤	94.69%-143.37%	主营业务改善以及委托理财收益。
002172.SZ	澳洋科技	69.29%-113.45%	行业景气度提高，公司加强成本管控
000949.SZ	新乡化纤	未披露	未披露

3、新农化纤经营情况与行业基本面改善的匹配情况分析

新农化纤经营情况与粘胶纤维行业基本面的匹配需要从两个层面来审视：

(1) 产品经营层面

考虑新农化纤受流动资金匮乏而采用锁价销售造成的损失，2016 年全年粘胶纤维销售毛利率为 5.97%。对比上市公司半年报披露数据如下表：

单位：元

证券代码	证券简称	营业收入	营业成本	销售毛利润	销售毛利率 (%)	销售产品
002092.SZ	中泰化学	1,267,762,976.13	958,665,369.24	309,097,606.89	24.38%	粘胶纤维
600409.SH	三友化工	3,030,115,591.45	2,559,632,343.98	470,483,247.47	15.53%	粘胶短纤
002172.SZ	澳洋科技	1,408,043,160.76	1,260,580,258.47	147,462,902.29	10.47%	粘胶短纤
000949.SZ	新乡化纤	858,153,390.56	685,174,937.35	172,978,453.21	20.16%	粘胶长丝
		348,193,572.36	318,281,167.19	29,912,405.17	8.59%	粘胶短纤维
		375,723,884.63	372,768,756.89	3,442,717.44	0.79%	氨纶纤维
600889.SH	南京化纤	199,577,632.37	182,170,527.72	1,740,710.65	8.72%	粘胶长丝
		393,068,745.78	358,119,247.70	34,949,498.08	8.89%	粘胶短丝
000420.SZ	吉林化纤	498,244,612.30	432,632,471.09	65,612,141.21	13.17%	粘胶长丝
		640,517.46	956,271.80	-315754.34	-49.30%	粘胶短纤
新农化纤全年（调整预售售后）		794,260,335.89	746,866,622.17	47393713.72	5.97%	粘胶短纤

数据来源：上市公司 2016 年半年报及新农化纤财务数据。

从上表可以看出，2016 年上半年，新农化纤主导产品粘胶短纤的毛利润率 7.97% 与经营规模相近的上市公司对比，并无显著差异。

(2) 公司整体业绩层面

2016 年前三季度，新农化纤经营情况与有关上市公司经营情况对比见下表：

单位：万元

证券代码	证券简称	营业收入	较上年同期 增幅	净利润	较上年同期 增幅
002092.SZ	中泰化学	1,558,576.34	42.95%	81,134.76	480.23%
600409.SH	三友化工	1,123,973.13	11.36%	58,923.34	87.75%
002172.SZ	澳洋科技	347,556.84	24.34%	21,529.91	184.94%
000949.SZ	新乡化纤	271,188.33	21.63%	10,930.15	-4.85%
600889.SH	南京化纤	113,886.56	-0.72%	5,724.30	-87.56%
000420.SZ	吉林化纤	101,405.69	43.97%	1,477.83	-485.00%
	新农化纤	62,055.84	410.46%	-5,750.96	2.04%

从上表可以看出新农化纤随着复产以及行业上行，业绩也有所改善，亏损幅度逐季度有所收窄，2016 年四季度新农化纤经营已经接近盈亏平衡，分阶段对比来看，业绩表现与行业变动方向基本匹配。但从整体效益来看，新农化纤虽受益于行业基本面改善，自身经营收益有所增加，但受自身客观条件影响，仍处于亏损状态。

4、新农化纤亏损原因分析

新农化纤经营成果不佳，持续亏损，即使不考虑前述预售让利损失，2016 年全年营业利润仅达到 161.62 万元。这主要是受资金缺乏、经营规模偏小以及固定成本偏高以及负债金额过大的影响。

(1) 资金缺乏，使得新农化纤不得不采取让利预售，而预售合同锁定价格给经营造成较大损失；

(2) 经营规模偏小，导致采购成本与采购费用偏高。同时，单位产品分摊的固定成本、推销费用过高。使得产品成本高居不下，销售毛利润低于行业平均

值；

(3) 公司负债金额达 14.41 亿元，其中付息负债金额近 10 亿元，年财务费用约为 4,000 万元。这一方面加重了财务负担，另一方面制约了新农化纤融资能力。

三、关于新农化纤利润表部分科目余额为 0 的说明

按照 2015 年 7 月 10 日签订的《新疆塔里木农业综合开发股份有限公司、浙江富丽达股份有限公司承包经营合同》、《新疆塔里木农业综合开发股份有限公司、浙江富丽达股份有限公司 30 万吨粘胶纤维项目战略合作协议》。约定承包经营期内，即自 2015 年 7 月 1 日—2017 年 12 月 31 日止，年度承包经营目标为盈亏平衡。亏损部分由承包方以资金填平补齐。

根据相关会计准则，考虑该等补偿与经营直接相关，相关补偿均计入营业收入。因此，相关收入计入报表后，新农化纤实现盈亏平衡，利润表自利润总额下各栏目余额均为 0。现根据要求，补充披露剔除了业绩补偿的利润表如下：

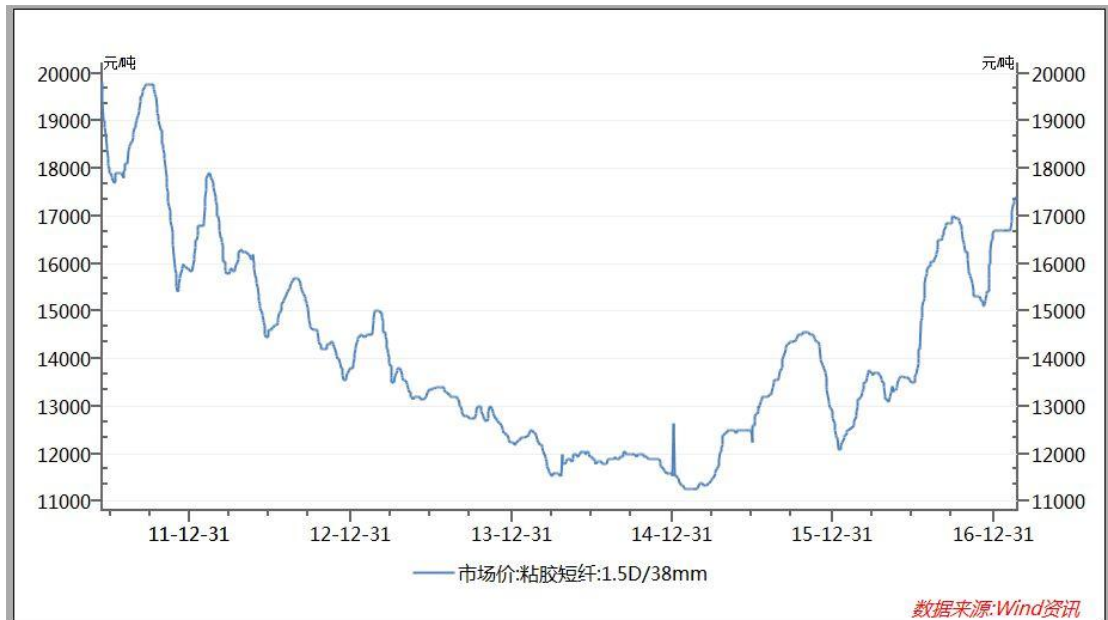
项 目	2016 年度	2015 年 7-12 月
一、营业收入	964,654,114.28	32,539,532.02
减：营业成本	938,126,855.40	30,082,340.89
营业税金及附加		
销售费用	28,868,557.32	627,428.54
管理费用	37,133,407.96	29,552,050.65
财务费用	39,747,321.49	21,087,675.20
资产减值损失	11,520,691.61	-232,911.22
加：公允价值变动收益		
投资收益		
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		
二、营业利润	-90,742,719.50	-48,577,052.04
加：营业外收入	15,837,590.65	188,453.04
其中：非流动资产处置利得		
减：营业外支出	236,237.06	53,515.81
其中：非流动资产处置损失		
三、利润总额	-75,141,365.91	-48,442,114.81
减：所得税费用		

项 目	2016 年度	2015 年 7-12 月
四、净利润	-75,141,365.91	-48,442,114.81
五、其他综合收益的税后净额		
六、综合收益总额	-75,141,365.91	-48,442,114.81

四、关于粘胶纤维价格及同行业经营情况分析以及相关意见

（一）粘胶纤维价格变动情况

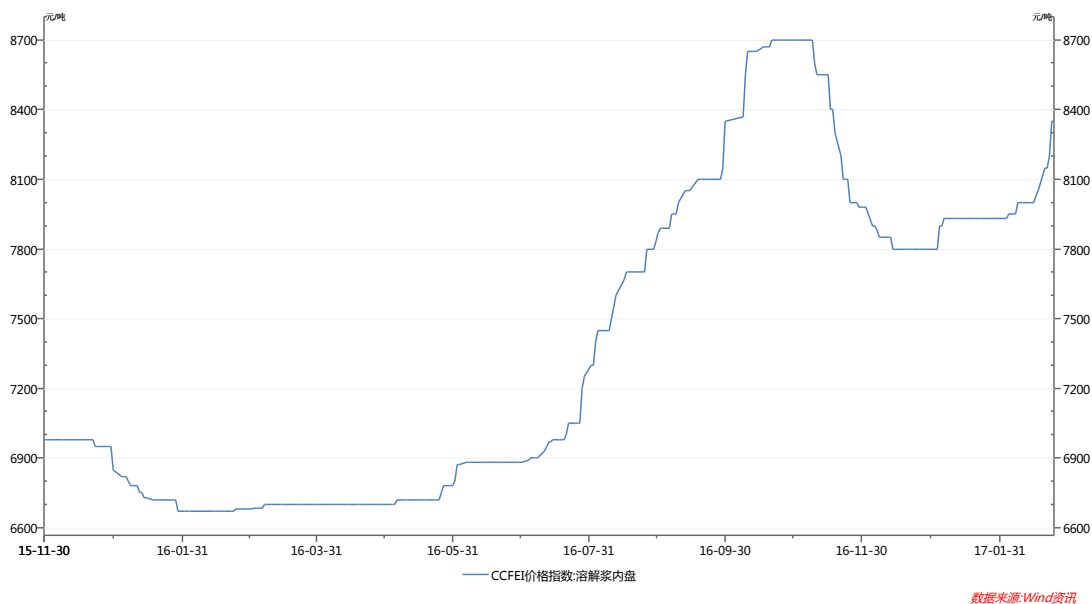
粘胶纤维价格近 5 年变动情况见下图：



从图可见，粘胶纤维价格变动表现出以下特点：

- 1、粘胶纤维属于典型的周期性行业，周期中价格上下波动幅度较大。该产业因与棉花存在替代，因此每一年棉花收获季节一般都是价格走势转向的开始；
- 2、本轮上涨受益于新《环保法》2015 年 1 月 1 日的实施，更为严格的环保标准将促进行业的进一步整合，有利于规模化企业的发展；
- 3、近半年来，粘胶纤维价格保持高位运行，近期价格处于历史较高位。

同时我们注意到，受行业复苏影响，上游原材料溶解浆价格温和上行，正压缩单纯粘胶纤维生产企业的利润空间，推动企业向上下游一体化产业集群发展。溶解浆价格走势见下图：



(二) 同行业上市公司经营情况

前节已经汇总了粘胶化纤行业上市公司的 2016 年前三季度经营情况以及 2016 年全年业绩预计情况。从前节数据中可以看到:

1、行业景气度上升,对上市公司的业绩拉动作用与公司经营规模显著正相关。这与规模化上市公司固定成本占比低、采购成本控制好实际情况相符;

2、产业链条长度提升上市公司盈利能力。产业延伸到上游氯碱化工与下游纺纱行业的中泰化学、自主棉浆粕生产能力较强的澳洋科技等,业绩增长更为强劲;

3、经营规模小,产业链条短的上市公司业绩改善并不明显。且随着上游原材料价格上涨,加工收益正逐步收窄。

行业景气为促进行业整合提供了难得的机遇,也促进了各相关企业的投资热情,多家造浆或生产粘胶纤维的企业提出了再融资或投资计划。若粘胶纤维价格出现下行并维持一段时间,可以预计该行业企业将面临更为激烈的竞争与残酷的整合。

(三) 新农化纤发展方向选择

新农化纤生产链条为以棉短绒为原料生产加工棉浆粕,再利用棉浆粕加工粘

胶短纤。受近年棉花种植面积萎缩等影响，棉短绒供应量始终不足且价格波动幅度较大，技术路线受到一定挑战。本次复产对相关设备进行了调整，部分利用木浆溶解浆生产粘胶短纤。

发挥粘胶纤维一纺纱上下游一体化发展的协同效应，构建全产业链经营模式正成为粘胶纤维行业企业成长的主流，单体经营规模不断扩大，上市公司财务指标更反映了经营规模与毛利率存在明显的正相关关系。因此，在此轮化纤行业整合过程中，新农化纤面临着：加大投入或者把握市场价值较好机会实现资产变现的选择。仅保持现有规模，利用行业景气以维持生存肯定不符合行业发展趋势和公司利益。

考虑新农化纤自身资产负债情况以及公司资产负债率也已经达到 75.37%且化纤行业资源占有不足的情况，若进行相关投资建设将给公司财务安全带来较大的风险。因此，把握行业景气度高、存量资产易于变现的市场机会，成为公司的选择。

（四）独立财务顾问意见：

财务顾问五矿证券认为：化纤行业属于周期性较强的行业，价格波动较大，行业内公司业绩波动大，差别也较大。从规模经济看，规模较大、产业链条长的行业龙头销售利润率明显高于规模小的企业。扣除预售因素，新农化纤粘胶短纤销售利润率虽与同规模企业相近，与行业景气表现相匹配，但与龙头企业相比仍存在较大差距。公司现占有化纤行业资源有限且负债率偏高，新农化纤融资能力弱，财务费用大，继续扩大产能将面临较大财务风险和困难。对比来看，抓住化纤行业较为景气的机遇，市场化公开出让相关资产，对公司来说是更优的选择。因此，公司充分考虑了行业因素和自身因素，出让资产具有充分的必要性和可行性，符合谨慎的商业判断，不会损害上市公司利益。

（问题二）根据公司重大资产出售预案与一次问询回复，公司以 3.64 亿元收购鑫龙化纤 98%股权，以 1 元收购新农棉浆 45%股权，从而取得本次拟出售的资产。2016 年末，新农化纤仍欠付公司财务资助款项总额约为 8 亿元。根据 2017 年 2 月 16 日的董事会决议，公司下调资产挂牌金额至 11.7 亿元，低于公司购买资产与后期进行财务资助的费用总和。请公司董事会、独立董事、财务顾

问对公司以现有价格挂牌转让资产是否损害上市公司利益发表明确意见。

【回复】

一、财务资助的形成过程

2012 年受新疆海龙停产拖累，新农棉浆被迫停产，偿债能力下降。为偿还公司为其担保的银行贷款，经公司董事会、股东大会批准，公司为新农棉浆提供了财务资助。后为促进新农棉浆恢复生产，公司又为阳光商贸提供了财务资助。截止 2012 年末，公司为新农棉浆及阳光商贸提供财务资助 66,943.20 万元。后为恢复生产与环保设施改造等，公司又陆续为新农棉浆以及阳光商贸增加财务资助额度。截止 2015 年 6 月末公司收购新农棉浆 45% 股权时，公司对新农棉浆和阳光商贸提供的财务资助合计为 82,705.83 万元。公司收购行为完成之后，新农棉浆、鑫龙化纤、阳光商贸合并成鑫龙化纤。2017 年 1 月 19 日，公司股东会通过为新农化纤提供财务资助的议案，只是对新农化纤尚未偿还财务资助进行延期，并没有新增财务资助。

从上面可以看出，公司对新农化纤挂账的财务资助绝大部分形成于新农化纤成立之前。

化纤行业属于纺织行业上游，属于周期性行业，由于前几年行业不景气，导致化纤业务带来大额亏损，已经在公司历年财务报告里面披露。此次资产出售根据评估价格为参考标准，考虑市场行情，依据法规要求公开挂牌转让。公司将努力促进在挂牌底价的基础上以较高价格成交，实现出让收益。最终成交价格将由意向受让方在不低于挂牌底价的基础上，通过摘牌形成。因为挂牌资产需意向受让方参考市场行情确定是否摘牌和竞价，因此成交价格跟相关资产的市场行情关联性大，而其与公司购买新农化纤的成本以及对新农化纤的财务资助关联性不大。对于此次资产出售可能实现损益（盈余或亏损），相关风险已经在《预案》中予以揭示。

二、挂牌价格的说明

公司 2017 年 1 月 17 日至 2 月 17 日，以评估价值 125,144.12 万元作为底价进行挂牌，挂牌到期没有投资人摘牌。为此，公司董事会经过广泛收集信息，并

履行必要的程序后，作出以 11.7 亿元作为底价进行二次挂牌的决定。主要是基于以下考虑：

（1）该挂牌总价款 11.7 亿元不低于拟出售资产的账面值 9.33 亿元，若以该底价成交，不会给新农化纤造成损失，符合公司即期及长远利益。

（2）本次底价较之第一次挂牌，给出了一定的降价空间，有利于吸引投资者参与摘牌竞价，提高交易成功率。

（3）有关潜在受让方已经明确投资底价，公司选择这一底价，有助于促成交易的同时，保证公司所能获得的基本利益。

承前节所述，出售相关资产是公司董事会综合考量行业发展、运行前景以及公司自身投资能力、资源保有，把握市场机遇的决策，降低相关资产的出让底价是有利于促进交易成功，有利于把握行业发展机遇实现资产的市场化变现，有利于控制公司资产负债率并降低财务风险。而本次降价后，仍采用公开挂牌的方式确定交易对手及交易价格，将能充分反映资产的市场价值，不会因为降低公开挂牌的底价损害上市公司利益。

三、关于以现有价格挂牌转让资产不会损害上市公司利益的意见

我们认为：“三公”原则是证券市场的信用基础，而公开又是公平与公正的基础。公司董事会调低二次挂牌底价，主要为促进交易达成，同时考虑了已公开的相关信息，维护公司利益。公开挂牌确定交易方与交易价格，将能充分挖掘相关资产的价值，避免损害上市公司利益。因此，我们认为董事会决定该等资产二次挂牌底价调整为总价款 11.7 亿元不会损害上市公司利益。

(本页无正文，为《五矿证券有限公司关于上海证券交易所对新疆塔里木农业综合开发股份有限公司重大资产出售问询函之回复之核查意见》之签章页)

