

厦门合兴包装印刷股份有限公司

兴业证券股份有限公司

**关于请做好厦门合兴包装印刷股份有限公司
公开发行可转债发审委会议准备工作的函的回复**

保荐人（主承销商）

（福建省福州市湖东路 268 号）



二〇一九年三月

中国证券监督管理委员会：

根据贵会下发的《关于请做好厦门合兴包装印刷股份有限公司公开发行可转债发审委会议准备工作的函》（以下简称“告知函”）所列的问题，本保荐机构会同发行人、发行人律师、发行人会计师进行了认真研究及讨论，现就告知函提出的问题书面回复如下，请予审核。以下回复中所用简称或名称，若无特别说明，均与《厦门合兴包装印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书（申报稿）》第一章“释义”中所列含义一致；以下回复中若出现各项数值之和与总数尾数不符的情况，均为四舍五入原因造成。

目录

| | |
|-----------|----|
| 问题 1..... | 4 |
| 问题 2..... | 15 |
| 问题 3..... | 21 |
| 问题 4..... | 25 |
| 问题 5..... | 26 |
| 问题 6..... | 38 |
| 问题 7..... | 52 |

一、关于并购基金架桥合兴

2016 年公司与架桥资本合作投资设立产业并购基金厦门架桥合兴股权投资合伙企业（有限合伙），公司实际出资 11,700.00 万元，认购了架桥合兴 18.00%的合伙份额。请申请人说明：

（1）架桥合兴设立的目的，是否定向为申请人开展指定资产的收购，合伙人基本情况、其他合伙人与申请人及其实际控制人之间的关系，在公司治理、重大决策、利润分配和合伙人清算等方面合伙人协议约定内容，该合伙企业实际控制人的基本情况；架桥合兴设立迄今股权结构及其变化情况，相关并购收购资金来源是否合法合规；

（2）说明基金运营收益情况、构成及收益来源；

（3）结合架桥合兴的设立目的、申请人在架桥合兴中的收益分配、决策控制、亏损承担等约定情况说明申请人是否实质上具备对架桥合兴的控制权，是否应纳入合并财务报表范围，对架桥合兴的会计核算是否符合企业会计准则的规定；

（4）架桥合兴合伙各方清算结果；

（5）上述基金运营过程中是否存在损害上市公司利益的情况。

请保荐机构、会计师发表核查意见。

【回复】

一、发行人情况说明

（一）架桥合兴设立的目的，合伙人基本情况，合伙人协议约定内容，架桥合兴实际控制人的基本情况，架桥合兴股权结构及其变化情况，相关并购资金来源

1、架桥合兴设立目的

合兴包装为加快实施产业并购战略，并充分利用金融机构的专业优势，以促进公司战略目标的实施落地，与深圳市架桥资本管理有限公司（以下简称“架桥资本”）于 2016 年 2 月合作投资设立产业并购基金架桥合兴。根据合伙

协议的约定，架桥合兴设立的目的在于用于收购境内外的包装及相关产业，设立时并未约定指定项目。收购国际纸业在中国大陆及东南亚地区的纸箱包装业务最终通过该并购基金完成。

2、架桥合兴合伙人基本情况

架桥合兴投资者构成如下：

单位：万元

| 合伙类型 | 类别 | 合伙人 | 出资额 | 占比 |
|------|-----|-----------------------------|------------------|----------------|
| LP | Ia | 招商财富-架桥合兴专项资产管理计划 | 28,666.67 | 44.10% |
| LP | Ib | 广发信德合兴包装海外并购专项资产管理计划 | 16,183.33 | 24.90% |
| LP | II | 深圳架桥合利股权投资合伙企业 | 2,500.00 | 3.85% |
| LP | II | 架桥合兴并购私募基金-天津架桥股权投资基金管理合伙企业 | 5,300.00 | 8.15% |
| LP | III | 合兴包装 | 11,700.00 | 18.00% |
| GP | III | 深圳市架桥资本管理有限公司 | 650.00 | 1.00% |
| 合计 | | | 65,000.00 | 100.00% |

(1) 普通合伙人基本情况

架桥合兴的普通合伙人为架桥资本，架桥资本的基本信息如下：

| | |
|---------|--|
| 公司名称： | 深圳市架桥资本管理有限公司 |
| 法定代表人： | 徐波 |
| 成立日期： | 2015-04-11 |
| 统一信用代码： | 91440300335111036W |
| 注册资本： | 500 万元 |
| 主要经营场所： | 深圳市前海深港合作区前湾一路 1 号 A 栋 201 室（入驻深圳市前海商务秘书有限公司） |
| 经营范围： | 受托资产管理、投资管理（不得从事信托、金融资产管理、证券资产管理及其它限制项目）；股权投资；经济信息咨询、投资咨询、企业管理咨询（根据法律、行政法规、国务院规定等规定需要审批的，依法取得相关审批文件后方可经营）。 |
| 股权结构 | 深圳市架桥资本管理股份有限公司持有 100% 的股权 |

(2) 有限合伙人基本情况

除合兴包装外，架桥合兴其他合伙人的基本情况及与架桥合兴及其实际控制人之间的关系如下：

① 招商财富-架桥合兴专项资产管理计划基本情况

招商财富-架桥合兴专项资产管理计划为架桥合兴有限合伙人，其于 2016 年 6 月 28 日在中国证券投资基金业协会完成备案，编号为 SK7072，管理人为招商财富资产管理有限公司。

基金管理人基本情况如下：

| | |
|---------|---|
| 公司名称： | 招商财富资产管理有限公司 |
| 法定代表人： | 赵生章 |
| 成立日期： | 2013-2-21 |
| 统一信用代码： | 91440300062724274L |
| 注册资本： | 174,000 万元 |
| 主要经营场所： | 深圳市前海深港合作区前湾一路鲤鱼门街 1 号前海深港合作区管理局综合办公楼 A 栋 201 室 |
| 经营范围： | 经营特定客户资产管理业务以及中国证监会许可的其他业务 |
| 股权结构 | 招商基金管理有限公司持有 100% 股权 |

该项资产管理计划的资金来源为招商银行的滚动资金池，如：招银进宝之步步生金 2 号理财计划、聚益生金系列 30 天 B 款理财计划、招商银行高净值客户专享-金葵花增利系列 1201442 号理财计划等。主要为银行发行的理财产品，最终出资人处于滚动状态。

合兴包装及实际控制人与招商财富-招商银行-架桥合兴专项资产管理计划及其管理人之间不存在股权或其他关联关系。

② 广发信德合兴包装海外并购专项资产管理计划基本情况

广发信德合兴包装海外并购专项资产管理计划为架桥合兴有限合伙人，该计划于 2016 年 6 月 29 日设立，并完成在中国证券投资基金业协会完成备案，编号为 S32289，管理人为广发信德智胜投资管理有限公司。

基金管理人基本情况如下：

| | |
|---------|---------------------------|
| 公司名称： | 广发信德智胜投资管理有限公司 |
| 法定代表人： | 肖雪生 |
| 成立日期： | 2014-11-18 |
| 统一信用代码： | 91440400323252405W |
| 注册资本： | 10,000 万元 |
| 主要经营场所： | 珠海市横琴新区宝华路 6 号 105 室-1378 |

| | |
|-------|---|
| 经营范围: | 章程记载的经营范围:受托管理股权投资基金企业,从事股权投资、投资管理以及相关咨询服务。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动) |
| 股权结构 | 广发信德投资管理有限公司持有 100% 股权 |

合兴包装及实际控制人与广发信德合兴包装海外并购专项资产管理计划及其管理人、出资人之间不存在股权或其他关联关系。

③ 深圳市架桥合利股权投资合伙企业基本情况

深圳市架桥合利股权投资合伙企业（以下简称“架桥合利”）为架桥合兴有限合伙人，架桥合利于 2014 年设立，于 2016 年 4 月 15 日完成在中国证券投资基金业协会完成备案，编号为 SH4901。其基本情况如下：

| | |
|----------|---|
| 公司名称: | 深圳市架桥合利股权投资合伙企业(有限合伙) |
| 执行事务合伙人: | 深圳市架桥合盈股权投资管理合伙企业(有限合伙) |
| 成立日期: | 2014-10-30 |
| 统一信用代码: | 914403003194467333 |
| 注册资本: | 11,300 万元 |
| 主要经营场所: | 深圳市福田区益田路卓越时代广场 2401 室 |
| 经营范围: | 投资管理(根据法律、行政法规、国务院决定等规定需要审批的,依法取得相关审批文件后方可经营),股权投资;受托资产管理、投资咨询、企业管理咨询(不含证券、保险、基金、金融业务、人才中介服务及其它限制项目);信息咨询(不含人才中介及其它限制项目)。 |
| 股权结构 | 北京比目资本管理有限公司持有 6.19% 股权; 深圳市架桥合盈股权投资管理合伙企业(有限合伙)持有 0.88% 股权; 鹿成滨持有 22.12% 股权, 其余 13 位自然人合计持有 70.81% 股权。 |

合兴包装及实际控制人与架桥合利及其执行事务合伙人、出资人之间不存在股权或其他关联关系。

④ 架桥合兴并购私募基金-天津架桥股权投资基金管理合伙企业基本情况

架桥合兴并购私募基金-天津架桥股权投资基金管理合伙企业为架桥合兴有限合伙人，架桥合兴并购私募基金于 2016 年 7 月 6 日在中国证券投资基金业协会完成备案，编号为 SK3368，管理人为天津架桥股权投资基金管理合伙企业。

基金管理人基本情况如下：

| | |
|----------|------------------|
| 公司名称: | 天津架桥股权投资基金管理合伙企业 |
| 执行事务合伙人: | 深圳市架桥富凯投资有限公司 |

| | |
|---------|--|
| 成立日期: | 2009-10-30 |
| 统一信用代码: | 91120116694096333U |
| 注册资本: | 1,800 万元 |
| 主要经营场所: | 天津自贸试验区(空港经济区)西二道 82 号丽港大厦 3-1108 |
| 经营范围: | 受托管理股权投资基金,从事投融资管理及相关咨询服务(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动) |
| 股权结构 | 深圳市架桥资产管理有限公司持有 56.22% 股权; 深圳市架桥资本管理股份有限公司持有 38.33% 股权; 其余 3 位自然人合计持有 5.45% 股权 |

合兴包装及实际控制人与架桥合兴并购私募基金及其管理人、出资人之间不存在股权或其他关联关系。

3、架桥合兴合伙协议主要内容

(1) 公司治理

架桥合兴的执行事务合伙人为架桥资本，架桥合兴的日常合伙事务均由架桥资本执行，合兴包装作为有限合伙人不执行合伙事务。

(2) 重大决策

架桥合兴投资决策委员会由 5 名成员组成，其中架桥资本委派 3 名，合兴包装委派 2 名，投资决策委员会会议至少 1 名合兴包装委派的委员参加方可举行，同时需投资决策委员会过半数通过方可做出决议，合兴包装委派的委员对投资决策委员会的决议事项拥有一票否决权。

(3) 收益分配

架桥合兴关于合伙企业取得的收益按以下顺序和方式分配：

第一轮：分配 Ia 类财产份额持有人的出资份额及 7.5% 的预期收益；

第二轮：分配 Ib 类财产份额持有人的出资份额及 10% 的预期收益；

第三轮：分配 II 类财产份额持有人的出资份额及 10.5% 的预期收益；

第四轮：若前三轮分配后有限合伙企业仍有可分配金额，则按各 III 类财产份额持有人所持有的财产比例进行分配。

架桥合兴关于合伙企业亏损的承担方式约定如下：

在并购基金存续期满进行清算时，在中间级资金份额（II）出资人和优先

级资金份额（Ia、Ib）出资人按照合伙协议的约定收回投资本金和预期收益前，不对劣后级资金份额进行财产分配。当优先级和中间级份额合伙人累计分配金额低于其投资本金及预期收益之和时，由上市公司回购优先级和中间级份额合伙人出资对应的基金份额或差额补偿；回购金额/差额补偿金额为优先级和中间级份额合伙人应获得的投资本金及预期收益扣除其已获得的累计分配金额以后的余额。合兴包装实际控制人许晓光为上市公司前述义务承担个人连带责任。

（4）合伙人清算

合伙协议中约定架桥合兴财产清偿及分配顺序如下：

- ① 支付清算费用；
- ② 支付职工工资、社会保险费用和法定补偿金；
- ③ 缴纳所欠税款；
- ④ 清偿本有限合伙企业的债务；
- ⑤ 根据本协议规定的分配原则和程序及合伙人另行确定的具体方式在所有合伙人之间进行分配。

架桥合兴财产不足以清偿自身债务的，由普通合伙人向债权人承担无限连带清偿责任。

4、架桥合兴实际控制人的基本情况

详见本题（三）之回复。

5、架桥合兴股权结构及其变化情况

根据《合伙协议》及《合伙协议补充协议》，架桥合兴投资者构成如下：

单位：万元

| 合伙类型 | 合伙人 | 出资额 | 占比 |
|------|-----------------------------|-----------|--------|
| LP | 招商财富-架桥合兴专项资产管理计划 | 28,666.67 | 44.10% |
| LP | 广发信德合兴包装海外并购专项资产管理计划 | 16,183.33 | 24.90% |
| LP | 深圳架桥合利股权投资合伙企业 | 2,500.00 | 3.85% |
| LP | 架桥合兴并购私募基金-天津架桥股权投资基金管理合伙企业 | 5,300.00 | 8.15% |
| LP | 合兴包装 | 11,700.00 | 18.00% |

| 合伙类型 | 合伙人 | 出资额 | 占比 |
|-----------|---------------|------------------|----------------|
| GP | 深圳市架桥资本管理有限公司 | 650.00 | 1.00% |
| 合计 | | 65,000.00 | 100.00% |

至架桥合兴清算前，合伙企业股权结构未发生变化。

2018年6月，架桥合兴完成对各级合伙人的分配后，进入清算程序。2019年1月22日，架桥合兴取得准予注销登记通知书，完成工商登记注销。

6、架桥合兴并购资金来源

架桥合兴并购资金来源为各有限合伙人及普通合伙人的自有资金及募集资金，具体来源如下：

(1) 普通合伙人资金来源

普通合伙人架桥资本资金来源于自有资金。

(2) 有限合伙人资金来源

① 招商财富-架桥合兴专项资产管理计划资金来源

该项资产管理计划的资金来源为招商银行的滚动资金池，如：招银进宝之步步生金2号理财计划、聚益生金系列30天B款理财计划、招商银行高净值客户专享-金葵花增利系列1201442号理财计划等。主要为银行发行的理财产品，出资人信息处于变化状态。

② 广发信德合兴包装海外并购专项资产管理计划资金来源

该项资产管理计划资金来源如下：

| 序号 | 出资方 | 统一社会信用代码 | 资金来源 | 出资方式 |
|---------|------------------------|--------------------|------|------|
| 2.1 | 中山广发信德公用环保夹层投资企业（有限合伙） | 91442000MA4UHR2K4W | 募集资金 | 货币 |
| 2.1.1 | 广发信德投资管理有限公司 | 916501006824506815 | 自有资金 | 货币 |
| 2.1.2 | 中山公用环保产业投资有限公司 | 91442000345354875G | 自有资金 | 货币 |
| 2.1.3 | 深圳前海广发信德中山公用并购基金管理有限公司 | 914403003428011157 | 募集资金 | 货币 |
| 2.1.3.1 | 广发信德投资管理有限公司 | 916501006824506815 | 自有资金 | 货币 |
| 2.1.3.2 | 中山公用环保产业投资有限公司 | 91442000345354875G | 自有资金 | 货币 |

| 序号 | 出资方 | 统一社会信用代码 | 资金来源 | 出资方式 |
|-----|---------------|--------------------|------|------|
| 2.2 | 广东海富达投资发展有限公司 | 9144040007955008XF | 自有资金 | 货币 |

③ 深圳市架桥合利股权投资合伙企业资金来源

架桥合利资金来源情况如下：

| 序号 | 出资方 | 统一社会信用代码/ 身份证号码 | 资金来源 | 出资方式 |
|------|-------------------------|--------------------|------|------|
| 3.1 | 鹿成滨 | 372828195903***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.2 | 孟凡博 | 420111198210***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.3 | 赵祖新 | 440301196603***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.4 | 王元坤 | 370323199205***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.5 | 翁洁 | 110101197306***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.6 | 盛新太 | 372828196612***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.7 | 赵笃学 | 370725195507***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.8 | 高俊昌 | 372828196510***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.9 | 鹿成洪 | 372828196401***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.10 | 庞世森 | 372828196208***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.11 | 毕研海 | 372828196211***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.12 | 张成田 | 372828195712***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.13 | 刘晓光 | 420111198012***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.14 | 鹿超 | 372828197101***** | 自有资金 | 货币 |
| 3.15 | 北京比目资本管理有限公司 | 91110105076553162T | 自有资金 | 货币 |
| 3.16 | 深圳市架桥合盈股权投资管理合伙企业(有限合伙) | 91440300319772029Y | 自有资金 | 货币 |

④ 架桥合兴并购私募基金-天津架桥股权投资基金管理合伙企业资金来源

架桥合兴并购私募基金-天津架桥股权投资基金管理合伙企业资金来源情况如下：

| 序号 | 出资方 | 统一社会信用代码/身份证号码 | 资金来源 | 出资方式 |
|-----|-----|-------------------|------|------|
| 4.1 | 顾玉莲 | 320521195412***** | 自有资金 | 货币 |
| 4.2 | 陆燕 | 320624196412***** | 自有资金 | 货币 |
| 4.3 | 夏平 | 310108195401***** | 自有资金 | 货币 |
| 4.4 | 钱怡雯 | 320582199008***** | 自有资金 | 货币 |

⑤ 合兴包装

合兴包装的资金来源于自有资金。

综上，架桥合兴并购资金来源于各合伙人合法募集或自有资金，收购资金来源合法合规。

（二）基金运营收益情况、构成及收益来源

架桥合兴运营期间，主要收益来源于合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司的转让款，具体情况如下：

单位：万元

| 项目 | 内容 | 金额 |
|----|---------------|------------------|
| 收入 | 收到合众创亚（亚洲）转让款 | 71,800.00 |
| | 东南亚 4 家公司转让款 | 560.00 |
| | 政府奖励 | 350.00 |
| | 小计 | 72,710.00 |
| 支出 | 向国际纸业支付收购款 | 58,250.00 |
| | 分配合兴包装收益 | 3,009.94 |
| | 分配其他投资者收益 | 8,681.32 |
| | 托管费 | 114.65 |
| | 管理费 | 1,200.00 |
| | 银行咨询费 | 589.20 |
| | 印花税 | 255.46 |
| | 审计咨询费等 | 269.72 |
| | 其他办公及清算费等 | 339.71 |
| | 小计 | 72,710.00 |

（三）关于申请人是否实质上具备对架桥合兴的控制权，是否应纳入合并财务报表范围，对架桥合兴的会计核算是否符合企业会计准则的规定的说明

公司于 2016 年 2 月 16 日参与设立并购基金架桥合兴，并购基金于 2016 年 6 月 30 日完成收购合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司。公司管理层考虑公司不是执行事务合伙人，在并购基金仅占有 18% 的份额，且不具备单方面主导或控制并购基金的权力，故未在当期将并购基金纳入合并范围。公司于 2018 年度收购并购基金所持有的标的公司，采用非同一控制下企业的合并执行相关会计处理。

2018 年 8 月中国证监会会计部出具的《2017 年上市公司年报会计监管报告》中明确了对结构化主体控制的判断，结合该文件以及目前的监管趋势，鉴于公司拥有并购基金大部分的可变回报并拥有投资决策委员会的一票否决权，故将并购基金于初始设立时纳入合并报表范围，进而对公司 2016 年度、2017 年度的财务报表进行重述。

合兴包装重述后最近三年（2016 年度-2018 年度）的主要财务数据和指标

如下：

单位：万元

| 项目 | 2018年度/ 2018年12月31日 | 2017年度/ 2017年12月31日 | 2016年度/ 2016年12月31日 |
|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 总资产 | 701,360.35 | 646,186.14 | 542,902.83 |
| 归属于普通股股东的所有者权益合计 | 273,733.88 | 256,258.36 | 193,938.27 |
| 营业收入 | 1,216,612.76 | 874,781.24 | 456,011.23 |
| 利润总额 | 35,635.39 | 26,229.28 | 47,588.36 |
| 归属于普通股股东的净利润 | 23,305.52 | 14,168.01 | 41,668.34 |
| 扣除非经常性损益后归属于普通股股东的净利润 | 21,383.21 | 12,695.80 | 7,320.08 |
| 经营活动现金流净额 | 55,805.13 | -22,865.56 | 34,869.38 |
| 加权平均净资产收益率 | 8.79% | 7.00% | 23.80% |
| 扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率 | 8.07% | 6.28% | 4.18% |

(四) 架桥合兴合伙各方清算结果

截至本回复出具日，架桥合兴合伙各方已清算完毕，其中投资者的收益分配情况如下：

单位：万元

| 合伙类型 | 类别 | 合伙人 | 出资时间 | 结算时间 | 出资金额 | 收益分配金额 |
|------|-----|---|------------|----------|-----------|----------|
| LP | Ia | 招商财富-架桥合兴 专项资产管理计划 | 2016-6-28 | 2018-6-1 | 25,800.00 | 3,682.90 |
| | | | 2017-6-14 | 2018-6-1 | 2,866.67 | 196.94 |
| | | | 小计 | | 28,666.67 | 3,879.84 |
| LP | Ib | 广发信德合兴包装 海外并购专项资产 管理计划 | 2016-6-28 | 2018-6-4 | 14,565.00 | 2,817.23 |
| | | | 2016-12-22 | 2018-6-4 | 1,618.33 | 234.55 |
| | | | 小计 | | 16,183.33 | 3,051.78 |
| LP | II | 深圳架桥合利股权 投资合伙企业 | 2016-3-21 | 2018-6-4 | 312.50 | 72.37 |
| | | | 2016-6-27 | 2018-6-4 | 1,937.50 | 394.06 |
| | | | 2016-12-21 | 2018-6-4 | 250.00 | 38.12 |
| | | | 小计 | | 2,500.00 | 504.55 |
| LP | II | 架桥合兴并购私募 基金-天津架桥股权 投资基金管理合伙 企业 | 2016-6-27 | 2018-6-4 | 5,300.00 | 1,077.93 |
| LP | III | 合兴包装 | 2016-3-22 | 2018-6-4 | 2,880.00 | 3,009.94 |
| | | | 2016-6-22 | 2018-6-4 | 200.00 | |
| | | | 2016-6-27 | 2018-6-4 | 7,450.00 | |
| | | | 2016-12-21 | 2018-6-4 | 1,170.00 | |
| | | | 小计 | | 11,700.00 | |

| 合伙类型 | 类别 | 合伙人 | 出资时间 | 结算时间 | 出资金额 | 收益分配金额 |
|------|-----|---------------|------------|----------|-----------|-----------|
| GP | III | 深圳市架桥资本管理有限公司 | 2016-3-22 | 2018-6-4 | 31.25 | 167.22 |
| | | | 2016-6-27 | 2018-6-4 | 553.75 | |
| | | | 2016-12-22 | 2018-6-4 | 65.00 | |
| | | | 小计 | | 650.00 | |
| | | 合计 | | | 65,000.00 | 11,691.26 |

(五) 架桥合兴运营过程中不存在损害上市公司利益的情况说明

架桥合兴在运营过程中均严格按照合伙协议有关规定执行，相关投资决策均经过投资决策委员会商议，且均获得所有委员的一致同意而执行，不存在损害上市公司利益的情形。

二、中介机构核查情况

(一) 核查程序

保荐机构与会计师执行的核查程序如下：

- 1、取得并查阅架桥合兴的合伙协议及补充协议；
- 2、访谈公司的相关管理人员，了解并购基金设立的原因、背景及实际运作情况；
- 3、通过国家企业信用信息公示系统、企查查及万得资讯等工具，查阅架桥合兴、架桥股份的工商信息、股权结构及实际控制人情况；
- 4、通过中国基金业协会网站，核查架桥合兴、架桥资本及其他有限合伙人的备案登记情况；访谈架桥资本相关负责人，取得其他有限合伙人的资金来源信息；
- 5、核查架桥合兴的资金流水及收益分配计算过程；
- 6、审阅发行人出具的 2016-2017 年重述后的审计报告及财务报表，及 2018 年度审计报告及财务报表；
- 7、查阅架桥合兴运营相关的决策文件。

(二) 核查结论

保荐机构及会计师认为：

- 1、结合架桥合兴的设立目的、收益分配情况、决策控制、亏损承担等情

形，发行人对架桥合兴享有控制权，因此将其自设立之日起纳入合并范围，对2016、2017年度的合并财务报表进行重述，符合会计准则的规定；

- 2、架桥合兴并购基金的资金来源合法合规；
- 3、并购基金运营过程中不存在损害上市公司利益的情况。

二、关于合众创亚

申请人2018年6月收购合众创亚（亚洲）100%的股权，并因合并成本小于可辨认净资产公允价值，而形成大额营业外收入29,416.83万元。请申请人说明并披露：

（1）2016年6月架桥合兴完成对合众创亚（亚洲）的收购后，其盈利水平大幅提升，净利润水平从2016年度的1,535.67万元，迅速增长为2017年度的6,473.11万元的原因及合理性，是否具有可持续性；

（2）合众创亚（亚洲）100%股权评估基准日的评估值为104,352.27万元，较合并账面净资产76,421.22万元，增值27,931.05万元，增值率达26.77%的情况下，实际交易价格71,800万元远低于其评估值且低于账面值的原因及合理性；

（3）大额收购该公司股权，未设定业绩承诺的原因及合理性，是否符合申请人相关内部控制制度的规定；

（4）2018年6月向架桥合兴收购合众创亚（亚洲）100%股权的会计处理是否符合企业会计准则的相关规定。

请保荐机构、会计师说明核查过程，并发表核查意见。

【回复】

一、发行人情况说明

（一）合众创亚（亚洲）盈利水平大幅提升具备合理性与可持续性

1、盈利水平提升的原因及合理性

2016年6月架桥合兴完成对合众创亚（亚洲）的收购后，2017年度合众创

亚（亚洲）盈利能力大幅改善的主要原因如下：

（1）向集团总部支付的管理费大幅降低

合众创亚（亚洲）在收购前因经营管理主要依赖于其原股东国际纸业，因而需要向国际纸业支付总部管理费。架桥合兴收购前的一年及一期，即 2015 年度以及 2016 年 1-6 月，合众创亚（亚洲）向国际纸业支付的总部管理费分别为 6,306.44 万元和 1,798.01 万元。收购后，合众创亚（亚洲）通过内部选拔的方式组建了管理团队，自行管理日常事务，管理成本较收购前大幅下降。

（2）调整了合众创亚（亚洲）经营策略，提高了经营效率

收购前，合众创亚（亚洲）的管理层主要来自于国际纸业集团总部。而中国区域瓦楞纸箱市场集中度较低，与欧美市场存在较大差异。架桥合兴收购后对原有的经营策略进行了调整，主要体现在以下方面：

①调整产品结构

合众创亚（亚洲）在收购前为服务战略客户有较多低毛利的包装业务。收购后，合众创亚（亚洲）调整了业务结构，将公司资源集中于纸箱制造业务，使得盈利能力大幅提升。

②调整员工激励机制

合众创亚（亚洲）在收购前薪酬结构中固定薪酬占比较高，浮动部分占比相对较低。收购后，架桥合兴对相关薪酬结构进行了调整，增加了浮动薪酬的占比，有效提高了员工的积极性，增加了公司盈利能力。

③优化审批流程，提高执行效率

合众创亚（亚洲）在收购前适用国际纸业审批流程，因国际纸业为跨国大型集团，审批流程较长。收购后，管理层根据实际情况，优化了审批流程以及审批权限，大幅提高了合众创亚（亚洲）的经营效率。

④调整生产布局

收购后，架桥合兴针对不同区域的经济水平和发展水平，对合众创亚（亚洲）生产规模进行了调整，停止合众创亚(沈阳)包装有限公司工厂的纸板制造业务，缩小生产规模，减少了亏损。

2、合众创亚（亚洲）的盈利能力具备可持续性

合众创亚（亚洲）盈利能力的变化皆为持续性因素，合兴包装完成对合众创亚（亚洲）的收购后，协同效应将进一步突显，有利于增强公司整体盈利能力，主要体现在：

（1）区域互补，扩大布局

合兴包装的主要生产基地分布于华南、华中、西南等地，合众创亚（亚洲）的14家生产基地位于华东、东北、华北、华南、华中等区域，双方在各自市场均有较高的市场覆盖率和健全的销售渠道。收购完成后，发行人实现了对中国主要区域的全面布局，迅速增强了公司在东北、华东的市场布局，巩固在华南、华中的竞争优势，进一步增加市场占有率。

（2）整合客户，调配资源

发行人的主要客户有海尔、格力、美的、青岛啤酒等国内知名企业，合众创亚（亚洲）则主要积累了联合利华、百事、好丽友、亿滋、雀巢、惠普等优质跨国企业客户。收购完成后，双方的销售渠道可进一步共享。在现有的存量客户方面，通过共享客户资源，进一步扩大整体的市场占有率和销售规模；在新客户开发方面，双方将共同开发和维护新的客户资源，提高市场投入的效率，降低销售成本，做到优势互补。

（3）集中采购，优化生产

由于发行人与合众创亚（亚洲）主营业务基本相同，在采购端和生产端产生了显著的协同效应。采购方面，发行人集中合众创亚（亚洲）的采购需求，提高了集团采购的规模，增强与供应商的谈判实力，进一步降低了采购成本；生产方面，通过缩短配送半径，调配淡旺季产能，从而优化生产流程，提高公司效益。

（4）互通管理，共享人才

收购完成后，合众创亚（亚洲）成为发行人的全资子公司，发行人将合兴包装的精细化生产管理、高绩效激励机制推广至合众创亚（亚洲），双方共享经营管理人才，互通管理经验，取长补短，提高生产效率与经营管理水平。

综上，合众创亚（亚洲）的盈利能力改善具备持续性。

（二）合众创亚（亚洲）实际交易价格远低于其评估值且低于账面值的原因及合理性

1、2016 年架桥合兴收购合众创亚（亚洲）实际交易价格低于账面值的原因及合理性

2016 年，国际纸业因对中国大陆及东南亚区域业务进行战略调整的需要，计划出售该项业务，并与多个潜在买家进行接触。架桥合兴与其进行多轮磋商、谈判后最终架桥合兴成功与国际纸业签署《股份转让协议》，收购合众创亚（亚洲）等 5 家公司股权，该次交易属于市场化交易，交易作价、核心条款均由交易双方遵循市场化原则谈判确定。

因考虑到合众创亚（亚洲）仍然处于亏损状态，交易双方基于市场情况协商以账面净资产为作价依据，同时考虑到应收账款的回收以及负债等情况，在账面净资产的基础上下调约 20% 作为交易作价，总交易价格为 58,250.00 万元，其中合众创亚（亚洲）的交易对价为 53,843.87 万元。该交易价格是商业谈判的结果，基于市场条件确定，交易价格公允合理。

公司已就设立架桥合兴事项的会计处理进行更正并重述报表，详见“问题一、（三）”之回复。重述后，架桥合兴于设立时即纳入合并范围，公司即自 2016 年 6 月完成对合众创亚（亚洲）的收购。

2、2018 年合兴包装收购合众创亚（亚洲）实际交易价格低于其评估值且低于账面值的原因及合理性

2018 年，合兴包装收购合众创亚（亚洲）的作价承继前次收购的作价方式。2016 年架桥合兴收购合众创亚（亚洲）的交易价格为按照交割日的账面价值下浮约 20%，2018 年合兴包装收购合众创亚（亚洲）的交易作价以评估值为参考依据，由于评估值较账面价值发生了较大增值，经过合兴包装与架桥合兴协商，考虑前次收购的作价方式和价格，本次收购价较评估值下浮约 31%，导致低于其评估值且低于账面值。

综上，公司收购合众创亚（亚洲）的交易作价低于账面净资产且低于评估值，具备合理性。

（三）公司收购合众创亚（亚洲）未设定业绩承诺的原因及合理性，收购未设定业绩承诺符合公司相关内部控制制度

公司向国际纸业收购合众创亚（亚洲）其定价依据基于账面净资产，且国际纸业将退出中国及东南亚区域的瓦楞纸箱业务，不再参与合众创亚（亚洲）的经营活动，因此其不再对未来业绩提供承诺。

该交易未设置业绩补偿承诺未违反相关规定，符合公司相关内部控制制度的规定，具体如下：

1、上述交易未设置业绩补偿承诺未违反相关规定

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条的规定，“采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后 3 年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用本条前二款规定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”

公司收购合众创亚（亚洲）采用资产基础法作的评估值作为定价依据，且交易对象并非上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人。该交易可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿，未违反相关规定具备合理性。

2、上述交易符合公司相关内部控制制度的规定

公司在《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》等明确规定股东大会、董事会对外投资的审批权限和投资决策程序，规范了公司投资行为和决策机制。收购合众创亚（亚洲）100%股份事项，已分别由 2018 年 3 月 23 日与 2018 年 4 月 17 日召开的第四届董事会第二十三次会议及 2017 年年度股东大会审议通过。公司对外投资严格执行了对外投资的内部控制制度，于投资前认真分析投资前景，充分关注投资风险以及相应的对策。

上述规定并未对对外投资的业绩承诺事项进行约束，公司未设置业绩补偿承诺的情形符合公司内部控制的规定。

（四）公司向架桥合兴收购合众创亚（亚洲）100%股权的会计处理符合企业会计准则的相关规定

公司已就设立架桥合兴事项的会计处理进行更正并重述报表，详见“问题一、（三）”之回复。重述后，公司于2016年6月通过架桥合兴对合众创亚（亚洲）及东南亚4家公司完成收购，将其并纳入合并范围。具体会计处理如下：

架桥合兴于2016年6月以58,250万元的作价收购合众创亚（亚洲）及东南亚4家公司的股份，于收购日，公司根据购买日可辨认净资产公允价值为89,028.99万元，高于交易对价的金额，确认营业外收入30,778.99万元。

上述会计处理符合企业会计准则的规定。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构以及会计师执行了如下程序

1、核查了合众创亚（亚洲）的财务报表，实地走访了合众创亚（亚洲）的主要经营场所，访谈主要管理人员，了解合众创亚（亚洲）盈利能力提高的原因；

2、取得架桥合兴收购合众创亚（亚洲）的收购协议，访谈收购业务的负责人了解收购定价的依据及未设定业绩承诺的原因及合理性；

3、取得并查阅了合众创亚（亚洲）的评估报告，复核评估增值的原因及合理性；

4、查阅《上市公司重大资产重组管理办法》及公司内部制度，核查未设定业绩承诺符合相关规定；

5、审阅发行人出具的2016-2017年重述后的审计报告与财务报表，及2018年度审计报告与财务报表，复核公司向架桥合兴收购合众创亚（亚洲）及东南亚4家公司股份的会计处理。

（二）核查结论

保荐机构与会计师认为：

- 1、合众创亚（亚洲）盈利水平大幅提升具备合理性与可持续性；
- 2、合众创亚（亚洲）实际交易价格远低于其评估值且低于账面值具备合理性；
- 3、公司收购合众创亚（亚洲）未设定业绩承诺具备合理性，收购未设定业绩承诺符合公司相关内部控制制度；
- 4、公司向架桥合兴收购合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司股份的会计处理符合企业会计准则的相关规定。

三、关于前次募集资金

2017 年 11 月，申请人募集资金 5.36 亿元，截至 2018 年 6 月 30 日，实际投资金额仅为 140.34 万元，截至本反馈意见回复签署日，该项目已签约并实施建设了 53 条生产线，对应合同金额合计 9,446.68 万元，实际支出募集资金共 4,049.21 万元。请申请人说明：

（1）上述项目第一期是否如期达产，相关达产情况与前次募集资金说明书信息披露是否一致；

（2）结合市场环境变化、实施进度等因素分析该募投项目的实施是否存在重大变化；

（3）前次募投项目实施进展是否晚于预期，项目是否存在开工不足，是否可能导致项目投资收益不达预期；

（4）前次募投项目实际投入金额较小、实施进展较缓的原因，本次融资是否存在过度融资的情形；

（5）该项目募集资金是否可以变更至本次募投项目。

请保荐机构、会计师说明核查过程，发表核查意见。

【回复】

一、发行人情况说明

（一）前次募投项目达产情况，与前次募集资金说明书信息披露的差异情况

1、前次募投项目达产情况

前次募集资金于 2017 年 11 月到账，根据厦门合兴智能集成服务有限公司募投项目的投资规划，该项目计划分三年投入，扣除铺底流动资金，三年设备投入金额分别为 3,473.58 万元、16,210.05 万元和 30,104.37 万元。2018 年度属于募投项目实施的第一年，计划投资金额为 3,473.58 万元，预计实现效益-209 万元；截至 2018 年 12 月 31 日，该项目已实际支出金额为 4,049.21 万元，实际实现效益-66.83 万元，募集资金主要用于包装生产线的设备采购与安装费用。

项目具体实施情况如下：

单位：万元

| 序号 | 客户名称 | 合同签约金额 | 实际已支出金额 | 产线数量 | 项目状态 |
|----|---------------|-----------------|-----------------|-----------|------|
| 1 | 捷普电子（无锡）有限公司 | 140.00 | 128.70 | 1 | 已完工 |
| 2 | 好孩子儿童用品平乡有限公司 | 57.68 | 51.91 | 1 | 已完工 |
| 3 | 浙江银座箱包有限公司 | 1,309.00 | 523.60 | 5 | 实施中 |
| 4 | 上海申欧企业发展有限公司 | 350.00 | 315.00 | 3 | 实施中 |
| 5 | 荆门市美瑞安化工有限公司 | 325.00 | 130.00 | 1 | 实施中 |
| 6 | 浙江锦源实业有限公司 | 725.00 | 290.00 | 5 | 实施中 |
| 7 | 昆山飞力集装箱运输有限公司 | 60.00 | 18.00 | 1 | 实施中 |
| 8 | 晨辉光宝科技有限公司 | 2,000.00 | 800.00 | 10 | 实施中 |
| 9 | 晨辉婴宝儿童用品有限公司 | 2,000.00 | 800.00 | 18 | 实施中 |
| 10 | 上海护理佳卫生用品有限公司 | 2,480.00 | 992.00 | 8 | 实施中 |
| 合计 | | 9,446.68 | 4,049.21 | 53 | |

2、与前次募集资金信息披露的差异情况

（1）单体投资额有所下降：根据厦门合兴智能集成服务有限公司募投项目的投资规划，该项目计划分三年投入，分期设立生产线 9 条、42 条、78 条，扣除铺底流动资金，原计划单条生产线投入金额平均约为 385.95 万元；截至 2018 年 12 月 31 日，公司投入并实施了 53 条线，实际平均单条生产线的投资金额为 178.24 万元。单条生产线投资额有所下降的具体原因为：公司原计划的标准生

产线是全自动、全流程的，包括开箱成型、产品分拣、贴标、喷码、封箱、打包、传输等基本功能设备，以及装箱机器人、码垛机器人等智能化设备；实际投入过程中，由于部分客户受资金紧张、场地限制、被包装产品的具体特性等因素的影响，客户要求降低投入标准或改为分期投入的方式，比如使用国产设备代替进口设备，暂不上线装箱机器人、码垛机器人等智能化设备等情形，导致该项目在 2018 年度的单体投资额有所下降；

(2) 部分项目工期有所延后：IPS 项目是承接客户的包装业务环节，配套于客户主业，在客户的场地建设，投入进度受客户的经营情况、投资计划、整体规划等因素综合影响。原计划于 2018 年投产的浙江银座箱包有限公司新厂，计划配套 5 条智能包装生产线，由于客户原计划在安徽建厂，后变更工厂地址至浙江，变更后需要重新履行拿地、报批等手续，导致工厂整体建设工期延迟，公司对应的 IPS 生产线相应延迟；原计划 2018 年投产的上海申欧企业发展有限公司的 3 条生产线，由于客户需求发生变更，导致设计工作延后，进而影响对应 IPS 生产线进度。

公司已积极采取措施，通过增加合作客户数量与生产线数量等方式，保证募投项目按预期计划实现。

(二) 前次募集资金投资项目的实施不存在重大变化

前次募集资金项目的总体市场环境未发生实质性变化，受客户需求调整的影响，在实际执行过程中前次募投项目单条生产线的投入金额与部分项目工期与原规划存在一定差异，具体情况详见本题“(一) 前次募投项目达产情况，与前次募集资金说明书信息披露的差异情况”之“2、与前次募集资金信息披露的差异情况”的回复。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司已与 10 个客户厂商签约，包含 53 条生产线，合同金额 9,446.68 万元，共支出募集资金 4,049.21 万元，已超过了原规划数量和金额。公司已通过积极开拓客户数量和增加生产线投入数量的方式推进募投项目建设，不影响该项目的整体实施计划，故不存在重大变化。

(三) 前次募集资金投资项目实施进展符合预期，项目不存在开工不足的情形，不会导致项目投资收益不达预期

根据厦门合兴智能集成服务有限公司募投项目的投资规划，2018 年度应投

入生产线为 9 条，设备投入金额为 3,473.58 万元；截至 2018 年 12 月 31 日，公司已与 10 个客户厂商签约，包含 53 条生产线，合同金额 9,446.68 万元，共支出募集资金 4,049.21 万元，目前产线均处于积极建设或已完工阶段，不存在开工不足的情形。

根据可研规划，每期生产线建设周期为一年，前三个季度为建设周期，第四季度方可进入正常包装状态，因此预计第一年实现净利润-209 万元，2018 年度实际实现净利润-66.83 万元，因此不存在项目投资收益不达预期的情形。

（四）前次募投项目实际投入金额较小、实施进展较缓的原因，本次融资不存在过度融资的情形

截至 2018 年 6 月 30 日，前次募集资金项目实际投资金额仅为 140.34 万元，主要由于该项目建设需经历调研、设计、设备采购、设备集成、现场安装、调试、试运行等环节，而前次募集资金于 2017 年 11 月到账，公司开始实施该项目，导致 2018 年上半年实际投入金额较小。

但截至 2018 年 12 月 31 日，前次募投项目公司实际投入 4,049.21 万元，已超过投资规划的 3,487.34 万元，且已投入的生产线处于已完工或实施状态，该项目正按照原定计划逐步推进中。

本次募投项目建设项目主要用于补充公司产能，与前次募投项目开展新业务不同，且相对独立，本次融资充分必要，不存在过度融资的情形（详见“四、关于本次募投项目”之回复）。

（五）该项目募集资金不可变更至本次募投项目

该项目正在正常推进中，募集资金已有明确的使用计划，公司正按照计划逐步推进，故不可变更至本次募投项目。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构与会计师执行的核查程序如下：

- 1、查阅前次募投项目的可行性研究报告，了解募集资金的投资规划；
- 2、取得并查阅与前次募投项目相关的销售合同与采购合同，访谈 IPS 项目

负责人了解投资规划及实施进度，确认项目进展情况、投资计划以及投资效益情况；

3、取得并查阅募集资金专户对账单，核对至明细账、记账凭证、发票及银行付款单据等，确认募集资金的使用情况；

4、复核《前次募集资金使用情况报告》。

（二）核查结论

保荐机构与会计师认为：

1、前次募集资金项目第一期已部分达产，2018 年度存在单条生产线投资金额有所下降及部分项目工期有所延后的情形，发行人已通过积极开拓客户、增加生产线等方式保障项目的正常推进；

2、前次募集资金投资项目的实施不存在重大变化；

3、前次募集资金投资项目实施进展符合预期，项目不存在开工不足的情形，不会导致项目投资收益不达预期；

4、本次融资不存在过度融资的情形；

5、前次募集资金不可变更至本次募投项目。

四、关于本次募投项目

申请人本次拟募集 5.95 亿元，计划投向“环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目”和“青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目”。其中“智能工厂”募投项目实施主体为湖北合信智能包装科技有限公司，该项目建设用地土地使用权证尚在办理中。智能工厂项目与湖北华艺同为生产预印瓦楞纸箱，预印产品印刷效果更为精美，附加值相对较高；青岛雄峰生产的是预印瓦楞纸箱，本次募投青岛合兴项目生产的是普通瓦楞纸箱，青岛雄峰总体产能较低。请申请人说明：

（1）“智能工厂项目”土地使用证尚未办理的原因及后续办理情况；是否使用募集资金购买土地使用权的情形；

(2) 结合终止武汉华艺项目、武汉华艺 2015-2016 年产能较大闲置及武汉市场需求等因素，说明“智能工厂项目”建设的必要性和合理性；

(3) 预印产品附加值相对较高的情况下，智能工厂项目单位收入明显低于青岛合兴项目及现有产品毛利率的原因及合理性，与现有预印产品实际毛利率之间是否存在显著差异；

(4) 青岛雄峰总体产能利用率较低的情况下，不利用现有闲置产能而采用完全新建生产线的合理性，本次募集资金是否超过项目实际需要量；

(5) 结合报告期产品毛利率和同行业毛利率，说明募投项目毛利率预测是否谨慎合理；

(6) 结合产能利用率、在手订单、市场容量等，说明本次募投项目产能消化措施落实情况。

请保荐机构、会计师说明核查过程，发表核查意见。

【回复】

一、发行人情况说明

(一) 智能工厂项目土地使用权证办理情况，及使用募集资金购买土地使用权的情况

湖北合信已于 2018 年 12 月取得了湖北省汉川市国土资源局颁发的不动产权证书（鄂（2018）汉川市不动产权第 0008466 号），即募投项目涉及的土地权证已办理完毕。

智能工厂项目拟募集资金 33,512 万元，其中包含土地购置费用 3,091 万元，该款项已支付完毕，待募集资金到位后予以置换。

(二) “智能工厂项目”建设的必要性和合理性

1、公司在湖北区域市场开拓取得显著成效

公司于 2014 年启动非公开发行，原计划通过子公司武汉华艺在武汉投资设立预印工厂，以开发该类客户市场。由于百威英博的预印包装订单需求十分迫切，为了满足该战略客户，公司先行通过武汉华艺的全资子公司湖北华艺，以自有资金、租赁厂房的方式建设了生产线，于 2015 年实现生产。而 2015 年非

公开发行募集资金到位后，由于宏观经济增速放缓，实体经济整体不景气，而且预印产品的单价相对较高，综合导致市场开发程度不如预期，湖北华艺 2015-2016 年的产能利用率不足，分别为 59.91%和 64.99%，产能存在较大闲置。若将武汉华艺项目继续投产，则很可能导致资金的浪费。为了保证投资效率，公司于 2016 年 4 月决定停止武汉华艺建设项目。

2016 年 10 月起，受到限制废纸进口、关停落后产能等政策因素的影响，原纸价格大幅上涨，大量中小型包材厂成本增加，资金运转困难，导致无法及时供货；同时随着国家环保要求的提高，部门中小型包材厂无法承担满足合规需求所增加的成本。公司利用规模优势及管理优势，迅速获取了大批订单，出现产品供不应求的情形，急需设立新厂，满足日益增长的市场需求。

2、湖北区域现有预印产能不足

由于受到 150 公里销售半径的限制，公司在湖北的生产基地主要用于满足湖北区域的客户需求，目前公司在湖北共有三个生产基地，分别为：生产普通瓦楞纸箱的湖北合兴与合众创亚（武汉），以及生产预印瓦楞纸箱的湖北华艺。由于普通瓦楞纸箱与预印瓦楞纸箱的生产工艺不同，生产设备与工厂的建设规划都存在一定差异，生产普通瓦楞纸箱的湖北合兴和合众创亚（武汉）不能直接用于生产预印瓦楞纸箱，且湖北合兴产能已基本饱和，合众创亚（武汉）整体产能规模较小。

经过公司多年的市场推广与运营，以及市场环境的变化，湖北华艺的产能利用率逐年提高，尤其是 2018 年以来，生产线已处于超负荷运转状态，产能利用率超过 100%。湖北华艺设立以来的产能、产量及销售情况如下：

单位：万平方米

| 期间 | 年设计产能 | 产量 | 产能利用率 | 销量 | 产销率 |
|---------------|-----------|--------|---------------------|-------|--------|
| 2015 年 7-12 月 | 10,000.00 | 2,995 | 59.91% ^注 | 2,572 | 85.85% |
| 2016 年度 | 10,000.00 | 6,499 | 64.99% | 6,490 | 99.87% |
| 2017 年度 | 10,000.00 | 8,691 | 86.91% | 8,550 | 98.38% |
| 2018 年度 | 10,000.00 | 10,438 | 104.38% | 9,636 | 92.32% |

注：湖北华艺自 2015 年 7 月开始生产，故 2015 年 7-12 月产能利用率=产量/（年设计产能/2）

鉴于该区域内的现有预印产能已无法满足当地客户的需求，公司拟通过智

能工厂项目在该区域新增预印纸箱产能 20,000 万平方米，以补充当地产能缺口，扩大生产、销售规模。

3、打造智能化样板工厂，改进生产流程，提高生产效率

公司在国内现有近 50 个生产基地，均为传统的标准化工厂，虽拥有部分自动化设备，但未实现数字化与智能化，公司计划通过新建“智能工厂项目”，打造智能化样板工厂。智能工厂项目将数据集中控制系统、ERP 系统、客户订单数据进行共享，形成完整的智能工厂一体化网络，对下单、生产、仓储、运输实现实时在线管控，可有效降低公司的原纸库存，减少半成品和成品的备货量，减少人工操作的失误和损耗，加快产成品的出货速度，从而节约流动资金，实现资源生产率最大化。

智能工厂项目生产环节的标准化水平、数字化水平、自动化水平的提升及其带来的智能化生产，将有助于公司改进生产流程、提升生产效率，进一步提升公司利润率，增强对客户的服务能力，从而巩固公司的行业领先地位，并为公司未来的整体升级改造奠定坚实基础。

4、实现公司战略目标的需要

公司成立二十余年来，坚定以包装制造服务为发展方向，以“并购整合、智能包装、供应平台、新建工厂”为工作重心。通过多年的发展，公司在国内已拥有近 50 个生产基地，利用本次项目建设，公司不仅能实现扩大产能、增强规模效益、提高公司市场占有率的目的，通过新建智能工厂，进一步提高公司的生产效率与智能化水平，为战略目标的实现提供支撑。

（三）智能工厂项目单位收入及毛利率情况

根据可研规划中智能工厂项目达产年的测算数据，对比公司制造类纸箱业务最近三年的单位收入、单位成本与单位毛利，具体数据如下：

| 单位：元/m ² 项目 | 智能工厂项目 | 青岛合兴项目 | 合兴包装 | | |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| | | | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
| 单位收入 | 3.1000 | 3.7080 | 4.4440 | 4.0038 | 3.2388 |
| 单位成本 | 2.5263 | 3.0897 | 3.7971 | 3.4038 | 2.7042 |
| 单位毛利 | 0.5737 | 0.6183 | 0.6469 | 0.5999 | 0.5347 |
| 毛利率 | 18.50% | 16.68% | 14.56% | 14.98% | 16.51% |

1、智能工厂项目单位收入较低的原因

(1) 客户类型的影响：纸箱的单位价格主要受到原纸价格及单位面积原纸耗用量的影响。由于预印纸箱主要用于快消品类客户，其产品单位价值相对较低，对包装物克重要求略低于电子电器类客户，采用的原纸克重较低，其单价也相应较低。

(2) 产品类型的影响：单位面积原纸耗用量指每平方米纸箱所需耗用的原纸数量，根据客户产品的需求不同，瓦楞纸箱有三层、五层等不同厚度，从而影响纸箱的单位价格。青岛合兴项目的主要产品为三层、五层普通瓦楞纸箱，其中三层普通瓦楞纸箱的预计单价为 2.67 元/平方米，五层普通瓦楞纸箱的预计单价为 4.40 元/平方米，由于五层瓦楞纸箱的单价较高，拉高了项目平均单价至 3.71 元/平方米。而智能工厂项目的主要产品为三层预印纸箱，预计单价为 3.10 元/平方米，因其为预印产品附加值较高，高于三层普通瓦楞纸箱的价格；但其原纸耗用量低于五层普通瓦楞纸箱，因此单价也相应低于五层普通瓦楞纸箱。

(3) 原纸涨价的影响：2016 年 10 月以来，原纸价格剧烈上涨，公司在规划募投项目盈利预测时，假设未来原纸市场价格相对稳定，在现有市场原纸价格的基础上适度下调。

2、智能工厂项目毛利率较高的原因

公司现有预印产品的毛利情况与智能工厂项目对比如下：

单位：元/平方米

| 项目 | 智能工厂项目 | 现有预印产品 | | |
|------|--------|---------|---------|---------|
| | | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
| 单位收入 | 3.1000 | 3.2219 | 3.0668 | 2.3816 |
| 单位成本 | 2.5263 | 2.6874 | 2.5595 | 1.9747 |
| 单位毛利 | 0.5737 | 0.5345 | 0.5072 | 0.4069 |
| 毛利率 | 18.50% | 16.59% | 16.54% | 17.09% |

(1) 受到产能利用情况的影响：由于预印纸箱的单位毛利相对固定，平均在 0.50 元/平方米左右，因受到不同工厂产能利用率的影响，导致毛利率有所波动，随着公司预印产品产能利用率的不断提升，对固定成本的摊薄作用带来单位毛利的逐年提高；智能工厂项目预计达产产能利用率达到 100%，故单位毛利相对较高；

(2) 受到工厂自动化程度的影响：由于智能工厂采用设备自动化程度较高，且印刷、制版等效率都高于现有设备，预计其将节省部分人力与动力等耗用成本，提高单位毛利；

(3) 受到原纸价格上涨的影响：2017、2018 年度公司的毛利率有所下降，即毛利率=单位毛利/单位售价，原纸价格上涨推动了单位售价的上升，而单位毛利变化不大，导致毛利率有所下降；智能工厂项目在规划募投项目盈利预测时，假设未来原纸市场价格相对稳定，在现有市场原纸价格的基础上适度下调，故预测的达产年的毛利率相对较高。

(四) 青岛雄峰总体产能利用率较低的情况下，不利用现有闲置产能而采用完全新建生产线的合理性，本次募集资金未超过项目实际需要量

青岛雄峰生产的产品为预印瓦楞纸箱，主要为青岛啤酒提供贴厂供货服务，而青岛合兴主要为电器电子类客户提供普通瓦楞纸箱。虽然青岛雄峰虽然总体利用率相对较低，但由于普通瓦楞纸箱与预印瓦楞纸箱的生产工艺不同，生产设备与工厂的建设规划都存在一定差异，且其整体产能及租赁场地规模较小，故无法直接利用闲置产能生产普通瓦楞纸箱。

青岛合兴项目的募集资金主要投入于工程建设、设备购置与铺底流动资金，董事会前投入的部分已从募集资金中扣除，且铺底流动资金占募集资金的比例未超过 30%，不存在超过项目实际需求的情形。具体投资构成、资本性支出情况及董事会前已投入情况如下：

单位：万元

| 序号 | 项目 | 投资总额 | 占建设投资比例 | 是否属于资本性支出 | 董事会前已投入金额 | 募集资金投入金额 | 募集资金投入占比 |
|-----|-------------------|------------------|----------------|-----------|-----------------|------------------|----------------|
| 1 | 建设投资 | 21,637.80 | 72.61% | | 2,557.50 | 18,263.00 | 70.07% |
| 1.1 | 工程费用 | 9,265.90 | 31.09% | 是 | - | 9,265.00 | 35.55% |
| 1.2 | 工程建设其他费用 | 210.00 | 0.70% | 是 | 24.32 | - | - |
| 1.3 | 土地购置费用 | 2,533.18 | 8.50% | 是 | 2,533.18 | - | - |
| 1.4 | 设备购置费用 | 8,998.50 | 30.19% | 是 | - | 8,998.00 | 34.52% |
| 1.5 | 预备费 | 630.23 | 2.11% | 否 | - | - | - |
| 2 | 铺底流动资金 | 8,164.20 | 27.39% | 否 | - | 7,800.00 | 29.93% |
| | 项目总投资(1+2) | 29,802.00 | 100.00% | | 2,557.50 | 26,063.00 | 100.00% |

（五）募投项目毛利率预测谨慎合理

影响毛利率的主要因素为单位收入与单位毛利，报告期内单位收入受到原纸价格快速上涨的影响，导致 2017 年、2018 年自产纸箱的单位收入迅速上涨，而公司的整体单位毛利相对稳定，因此产品毛利率持续降低。

公司在编制募投项目盈利预测时，出于谨慎性，剔除短期涨价因素影响，在原纸市场价格的基础上适度下调了单位售价与原纸采购成本；同时募投项目的产品结构与公司整体的产品结构也存在一定差异，因此募投项目的单位收入小于公司 2017、2018 年的平均收入，但募投项目的单位毛利符合公司的整体水平，导致募投项目的毛利率相对较高，是谨慎合理的。

具体分析如下：

1、对比报告期公司自产纸箱业务毛利情况

最近三年，公司自产纸箱业务的单位收入、单位成本与单位毛利，具体数据如下：

单位：元/m²

| 项目 | 智能工厂项目 | 青岛合兴项目 | 合兴包装 | | |
|------|--------|--------|---------|---------|---------|
| | | | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
| 单位收入 | 3.1000 | 3.7080 | 4.4440 | 4.0038 | 3.2388 |
| 单位成本 | 2.5263 | 3.0897 | 3.7971 | 3.4038 | 2.7042 |
| 单位毛利 | 0.5737 | 0.6183 | 0.6469 | 0.5999 | 0.5347 |
| 毛利率 | 18.50% | 16.68% | 14.56% | 14.98% | 16.51% |

纸箱产品的单位毛利主要受到客户类型、产品类型等因素的影响，募投项目单位毛利与合兴包装制造类纸箱业务单位毛利对比的具体情况如下：

（1）智能工厂项目的主要客户为快消品类客户，此类客户的产品自身价值略低，且对包装物价格较为敏感，导致整体毛利较低；而青岛合兴项目主要面向电器电子类客户，因电器电子产品单件质量大、价值高，为保证该类产品的运输安全，客户对其包装箱质量要求较高，同时对价格的敏感度较低，因而此类客户的毛利相对较高；

（2）智能工厂项目生产的主要为预印三层纸箱，青岛合兴项目生产的主要为三层与五层普通瓦楞纸箱，五层纸箱由于单位耗材量大、工艺复杂，单位毛

利相对较高，但募投项目规划的单位毛利未超过公司的平均水平，较为谨慎合理。

(3) 公司在编制募投项目盈利预测时，出于谨慎性，剔除短期涨价因素影响，结合未来原纸价格预测，公司在 2018 年原纸市场价格的基础上适度下调了单位售价与原纸采购成本。盈利预测的单位成本主要是依据直接材料、辅助材料及直接燃料等的预计单位采购价格与公司同类产品的平均单位耗用量计算得出，并非依据平均毛利率推算单位成本；同时原纸采购成本占比较大，是单位成本高低的决定性因素，而原纸采购成本与产品售价是随原纸市场价格而变动，因此盈利预测的单位毛利基本稳定，未超过公司的平均水平，且总体差异不大。

2、对比同行业上市公司毛利率水平

| 公司名称 | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| 美盈森 ^注 | 32.22% | 34.49% | 29.45% |
| 裕同科技 ^注 | 27.21% | 31.54% | 34.35% |
| 新通联 ^注 | 20.91% | 18.94% | 20.31% |
| 合兴包装 | 12.54% | 14.34% | 16.62% |

注：截至本回复出具之日，同行业上市公司尚未公布 2018 年年度报告，故同行业上市公司对比数据采用 2018 年 1-9 月数据作为趋势分析使用。

对比同行业上市公司，由于新联通的业务规模较小，公司与其可比性不强，总体而言，公司的毛利率低于美盈森和裕同科技，主要因产品类型、客户结构以及经营模式有所区别所致。具体如下：

(1) 公司的客户全面涵盖食品、快消、电子产品等多个行业，且发行人有部分毛利率较低的供应链服务业务；

(2) 美盈森的电子行业客户占比大，因电子行业产品贵重且多为易碎产品，对包装抗压性能、防潮性能要求高，但对于价格并不敏感，其毛利率较高；

(3) 裕同科技的产品主要为胶印产品，其外观精致、工艺复杂，通常用于高价值产品的包装。报告期内，裕同科技主要产品为手机盒、酒盒等，价格较高，毛利率亦较高。

根据公司自身的历史数据与产品结构特点，结合未来市场情况预测编制募

投资项目盈利预测，符合公司的平均水平，不高于同行业上市公司。

综上，本次募投项目的毛利率预测谨慎合理。

（六）本次募投项目产能消化措施落实情况

1、环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目

（1）弥补区域产能不足

湖北华艺在湖北区域积累了大量的预印纸箱客户，并与主要客户签订了年度框架协议，目前该区域内的现有预印产能已超负荷运转，受制于产能不足和设备技术需升级的因素，无法满足当地客户的需求。待智能工厂建设完成后，将弥补现有产能的不足，提供更加优质的产品与及时的服务。湖北华艺的产能利用率在 2018 年已达到 104.38%，处于超负荷生产状态。

（2）湖北区域预印客户储备充足

通过公司多年的市场推广，及预印包装印刷精美有利于促进销售，且安全环保等产品特性，客户群体不断增加。在湖北区域，公司已通过湖北华艺获取了百威英博、伊利、青岛啤酒、加多宝、华润雪花等核心客户，并逐步扩展了亚洲啤酒、老鬼生物、道道全粮油、银鹭食品、百岁山等众多知名厂家，最近三年湖北华艺的营业收入逐年上升，分别为 18,891.50 万元、33,690.13 万元和 38,325.83 万元。由于湖北华艺仅有 10,000 万平方米的纸箱产能，现已无法承接现有客户追加的订单，该部分订单未来将由智能工厂项目负责承接。（3）通过“合兴”品牌影响力，开拓新客户

预印纸箱主要适用于消费类产品，湖北区域消费类制造型企业众多，公司已开拓如今麦郎、农夫山泉、统一食品、汇源、维他奶、浙联鞋业等新客户，其中浙联鞋业自 2018 年下半年已开始供货，其他客户或已达成合作意向或正在进行招投标程序中。新开拓客户的新增需求也亟待新增产能予以满足，公司还将通过“合兴”的品牌影响力和智能工厂更优质的纸箱产品，并在现有区域加大营销投入，进一步开拓新客户，以保证产能的消化。

2、青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目

（1）将外购模式转变为自产模式，服务现有客户

青岛合兴目前已拥有海尔电器、华仁药业等大批优质客户，2017 年度及 2018 年度营业收入分别为 30,854.37 万元与 36,638.92 万元，目前主要以外购成品模式实现销售，故公司急需建成具备规模的生产基地，获得以自产产品直接供应客户的能力，降低对外部供应商的依赖。生产基地建成后，既可降低总体成本、保证供货的及时性，也可实现对产品质量控制，进而提高公司盈利水平、扩大市场占有率、满足客户需求。

（2）通过“合兴”品牌影响力，开拓新客户

合兴包装已上市十年，“合兴”品牌在瓦楞包装行业具有较高的知名度和市场影响力。待生产基地建成后，公司可在现有区域加大营销投入，进一步积极开拓新客户，山东区域大型制造型企业众多，拥有如海信、全屋家居、三菱重工、旺旺食品等多家知名企业，目前已有部分客户已达成合作意向或正在等待进行招标程序中。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构与会计师执行了以下核查程序：

- 1、查阅了智能工厂项目的土地使用权证；
- 2、取得并查阅了智能工厂项目的可行性研究报告，访谈公司投资部负责人了解终止原武汉华艺项目、规划本次募投项目的原因及合理性，以及未来新增产能的消化措施，并复核最近三年相关区域的产能利用情况；了解青岛合兴项目投产的必要性；
- 3、复核智能工厂项目的盈利测算过程，比较分析该项目单位收入较低且毛利率较高的原因；
- 4、对比分析公司产品的平均毛利水平及同行业上市公司毛利率与募投项目的毛利情况。

（二）核查结论

经核查，保荐机构及会计师认为：

- 1、智能工厂项目已完成土地使用权证的办理，并该款项已通过自有资金支付完毕，待募集资金到位后予以置换；

- 2、智能工厂项目建设具备必要性和合理性；
- 3、智能工厂项目单位收入相对较低，毛利率相对较高具备合理性；
- 4、新建青岛合兴项目具备合理性，募集资金未超过项目实际需要量；
- 5、募投项目毛利率预测谨慎合理；
- 6、募投项目在当地均有成熟的客户群体，当地产能严重不足，可消化新增产能。

五、关于商誉

报告期内，申请人收购大庆华洋和包头华洋，分别产生商誉 5,164.05 万元和 1,447.72 万元，两家均未实现业绩承诺，2017 年对包头华洋商誉计提 802 万元减值准备；2018 年对两家公司商誉分别计提 2,582 万元和 645.72 万元，其中对包头华洋商誉全额计提减值。请申请人：

- (1) 详细说明减值准备测算过程；商誉减值准备计提是否充分谨慎；
- (2) 在业绩承诺持续未实现的情况下，量化分析 2018 年对大庆华洋商誉减值是否充分谨慎。

请保荐机构、会计师说明核查过程，发表核查意见。

【回复】

一、发行人情况说明

- (一) 详细说明减值准备测算过程；

1、商誉的明细情况

公司的商誉主要由其非同一控制下的收购项目产生，发行人的商誉明细如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年 12 月 31 日 | | 2017 年 12 月 31 日 | |
|--------------|------------------|----------|------------------|------|
| | 原值 | 减值准备 | 原值 | 减值准备 |
| 大庆华洋数码彩印有限公司 | 5,164.05 | 5,164.05 | 5,164.05 | - |
| 青岛雄峰印刷包装有限公司 | 1,722.65 | - | 1,722.65 | - |

| 项目 | 2018年12月31日 | | 2017年12月31日 | |
|---------------|-------------|----------|-------------|--------|
| | 原值 | 减值准备 | 原值 | 减值准备 |
| 包头市华洋数码彩印有限公司 | 1,447.72 | 1,447.72 | 1,447.72 | 802.00 |
| 合计 | 8,334.42 | 6,611.77 | 8,334.42 | 802.00 |

2、公司对大庆华洋和包头华洋商誉减值准备测试的过程

(1) 2017年末的商誉减值准备计提情况

对于大庆华洋以及包头华洋，公司按照预计未来现金流量的现值确定商誉减值测试，管理层的盈利预测基础以及实际实现情况如下：

单位：万元

| 公司 | 项目 | 2017年度管理层预测 | 2017年度实际实现情况 | 完成率 |
|------|------|-------------|--------------|---------|
| 大庆华洋 | 营业收入 | 8,500.00 | 8,737.19 | 102.79% |
| | 净利润 | 326.40 | 389.42 | 119.31% |
| 包头华洋 | 营业收入 | 3,900.00 | 3,433.14 | 88.03% |
| | 净利润 | 439.77 | 102.59 | 23.33% |

大庆华洋以及包头华洋减值测试的结果如下：

①大庆华洋 2017 年度已实现了收购时按照收益法评估所预计的盈利预测，且未发现原收益法评估时所使用的经营预测数据及评估参数发生重大不利变化，因此，大庆华洋未发现减值迹象，无需计提减值准备。

②包头华洋 2017 年度未实现按照收益法评估所预计的盈利预测，商誉存在明显减值迹象，为合理确定包头华洋资产截止 2017 年 12 月 31 日可收回金额，公司委托福建联合中和资产评估土地房地产估价有限公司对包头华洋 2017 年 12 月 31 日股东全部权益价值进行了评估，并由其出具了《以财务报告为目的的商誉减值测试所涉及的包头市华洋数码彩印有限公司股东全部权益价值评估报告书》（闽联合中和评报字（2018）第 1044 号），并据此计提了商誉减值准备 802 万元。

(2) 2018年末的商誉减值准备计提情况

因包头华洋以及大庆华洋出现减值迹象，公司于 2018 年末对大庆华洋以及包头华洋的商誉执行了减值测试。大庆华洋与包头华洋实现的净利润与收购时按照收益法评估所预计的盈利预测金额如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年度净利润 | 2018 年度盈利预测 | 完成情况 |
|------|------------|-------------|------|
| 大庆华洋 | -284.56 | 737.24 | 未完成 |
| 包头华洋 | -75.58 | 318.08 | 未完成 |

①大庆华洋商誉减值情况

由于所处区域整体经济环境低迷，大庆华洋营业收入增长乏力，净利润无法如预期增长，故发行人于 2018 年末对大庆华洋进行商誉减值测试，并根据福建联合中和资产评估土地房地产估价有限公司出具的《厦门合兴包装印刷股份有限公司拟对并购大庆华洋数码彩印有限公司所形成的商誉进行减值测试涉及的相关资产组（或资产组组合）资产组或者资产组组合的净现金流现值资产评估报告书》（闽联合中和评报字（2019）第 1024 号）的结果全额计提了商誉减值。

大庆华洋商誉减值测试结果如下：

单位：万元

| 项目 | 金额 |
|-------------------------------|-----------|
| ①2018 年 12 月 31 日大庆华洋资产组账面价值 | 2,065.60 |
| ②大庆华洋商誉的全部价值 | 7,377.21 |
| ③大庆华洋资产组账面价值（含商誉）合计（①+②） | 9,442.81 |
| ④2018 年 12 月 31 日大庆华洋资产组可回收金额 | 2,134.00 |
| ⑤差额（④-③） | -7,308.81 |
| 按持股比例计算的商誉减值金额（⑤*70%） | -5,116.17 |

注：由于大庆华洋资产组的可收回金额小于其账面价值（含商誉）的金额，按减值金额与持股比例所计算的金额为 5,116.17 万元略低于商誉的账面余额 5,164.05 万元，出于谨慎性原则公司将商誉减计至零。

大庆华洋减值测试中所涉及到的主要参数如下：

- (a) 折现年限以可持续性经营为基础确定为无限期；
- (b) 自由现金流根据盈利预测确定如下：

单位：万元

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 永续期 |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 利润总额 | 605.97 | 605.97 | 605.97 | 605.97 | 605.97 | 605.97 |
| 自由现金流 | 3,823.57 | 1,162.77 | 1,149.55 | 1,136.83 | 1,128.92 | 605.97 |

注：公司计划缩减大庆华洋的经营规模，故 2019 年度预计将回收部分营运资金，导致自由现金流金额较大。

(c) 折现率根据市场平均水平以及宏观经济情况确定为 14.67%（税前）。

2018 年，大庆华洋所处区域市场未发生好转，根据减值测试的结果，公司已对其商誉全额计提了减值。

②包头华洋商誉减值情况

包头华洋因业绩未如预期出现好转，部分客户的订单仍未取得，公司于 2018 年 8 月将其停产，相关资产有待后续转移或清理，故对包头华洋的剩余商誉全额计提减值，为 1,447.72 万元。

（二）在业绩承诺持续未实现的情况下，量化分析 2018 年对大庆华洋商誉减值是否充分谨慎。

发行人于 2018 年末已根据大庆华洋 2018 年度的经营情况及减值测试的结果，将大庆华洋商誉全额计提减值，公司对大庆华洋计提的商誉减值充分谨慎。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构与会计师执行了以下核查程序：

1、访谈了发行人财务负责人以及投资部门负责人，了解大庆华洋与包头华洋的经营情况；

2、复核了发行人管理层及评估师对商誉减值准备的测试详细过程。

（二）核查结论

保荐机构与会计师认为：发行人商誉减值准备计提充分谨慎，大庆华洋已足额计提商誉减值准备。

六、关于经营业绩

报告期内，申请人毛利率分别为 19.72%、16.98%、13.8%和 12.05%；逐年下滑且明显低于同行业水平，经营活动现金流量净额分别为 1.6 亿元、3.91 亿元、-2.75 亿元和 0.38 亿元，波动较大，且最近一年又一期金额远低于扣非归母净利润 1.41 亿元、1.66 亿元。应收票据及应收账款分别为 7.99 亿元、9.99

亿元、17.13 亿元和 29.15 亿元，逐期大幅增长且占营业收入比例逐年增高；存货金额分别为 4.67 亿元、7.23 亿元、9.48 亿元和 12.11 亿元，存货余额逐期大幅增加。应收账款周转率和存货周转率均逐年上升，毛利率和每股经营活动现金流量逐年下降。请申请人说明：

(1) 申请人毛利率逐年下降的原因及合理性，尤其是主要产品纸箱毛利率大幅下降的原因；是否与同行业变动趋势一致；

(2) 毛利率变动与净资产收益率变动不一致的原因及合理性；

(3) 分析说明对主要客户销售的真实性；销售信用政策账款及执行情况；应收票据和应收账款大幅增长的原因及合理性；

(4) 应收款项后期回款情况；相关减值准备计提是否充分谨慎；是否与同行业一致；

(5) 期末存货余额大幅增长的原因及合理性；相关减值准备计提是否充分谨慎；

(6) 经营活动现金流量净额与扣非归母净利润的不匹配性的原因；经营活动现金流量净额大幅下降是否对申请人持续经营产生不利影响；

(7) 运营效率提升与毛利率和每股经营活动现金流量逐年下降，两者相悖的原因及其合理性。

请保荐机构、会计师说明核查过程，发表核查意见。

【回复】

一、发行人情况说明

(一) 毛利率逐年下降的原因及合理性，尤其是主要产品纸箱毛利率大幅下降的原因；是否与同行业变动趋势一致

1、公司毛利率下降的原因

报告期内，公司分行业的收入及毛利率变动的情况：

单位：万元

| 项目 | 2018 年度 | | | 2017 年度 | | | 2016 年度 | | |
|--------|------------|------------|--------|------------|------------|--------|------------|-----------|--------|
| | 营业收入 | 毛利 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利 | 毛利率 |
| 包装制造行业 | 932,657.55 | 139,859.92 | 15.00% | 761,131.67 | 122,223.13 | 16.06% | 433,158.54 | 75,123.19 | 17.34% |

| 项目 | 2018 年度 | | | 2017 年度 | | | 2016 年度 | | |
|-------|--------------|------------|--------|------------|------------|--------|------------|-----------|--------|
| | 营业收入 | 毛利 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利 | 毛利率 |
| 供应链服务 | 283,955.22 | 12,720.74 | 4.48% | 113,649.57 | 3,183.51 | 2.80% | 22,852.69 | 681.66 | 2.98% |
| 合计 | 1,216,612.76 | 152,580.66 | 12.54% | 874,781.24 | 125,406.63 | 14.34% | 456,011.23 | 75,804.85 | 16.62% |

报告期内，公司综合毛利率分别为 16.62%、14.34% 和 12.54%，逐年降低，主要原因如下：

(1) 供应链业务的收入规模较大，虽然毛利率低，但出于该业务所需投资少但能够带来较大经济效益的考虑，公司于 2016 年度开始大力发展供应链服务业务。报告期内，供应链服务业务的收入占总收入的比例分别为 5.01%、12.99% 和 23.34%，逐年提高，而此类业务的毛利水平在 3-4% 左右，故拉低了公司的综合毛利率水平。

(2) 2016 年 10 月起，原纸价格大幅上涨，由于公司对客户的调价存在一定时滞，随着公司对终端产品的销售价格调整逐步实现，产品的单位毛利逐步提升，但由于销售价格增长的比例较高，导致毛利率有所下降。

2、纸箱产品毛利率大幅下降的原因

公司的主要产品纸箱，报告期内自产纸箱的毛利率分别为 16.51%、14.98% 和 14.56%，下降的主要原因为：纸箱的主要材料成本为原纸成本，2016 年第四季度开始原纸大幅涨价，由于公司的纸箱客户多为集团化的终端客户，价格传导上存在一定时滞，2016 年单位毛利有所下降，但随着产品销售价格逐步调整，2017-2018 年自产纸箱的单位毛利逐步已回升，但由于原纸涨价所带来的单位收入的提高，最终导致了毛利率的下降。

纸箱产品的单位收入、单位成本、单位毛利与毛利率情况如下：

单位：元/平方米

| 项目 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 |
|------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 |
| 单位收入 | 4.4440 | 11.00% | 4.0038 | 23.62% | 3.2388 |
| 单位成本 | 3.7971 | 11.55% | 3.4038 | 25.87% | 2.7042 |
| 单位毛利 | 0.6469 | 7.82% | 0.5999 | 12.21% | 0.5347 |
| 毛利率 | 14.56% | -0.42 个百分点 | 14.98% | -1.53 个百分点 | 16.51% |

3、报告期内公司毛利率变动趋势与同行业上市公司比较

报告期内，同行业上市公司毛利率情况如下表所示：

| 公司 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 |
|-------------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 毛利率 | 同比变动 | 毛利率 | 同比变动 | 毛利率 |
| 美盈森 ^注 | 32.22% | -1.98 个百分点 | 34.49% | 5.04 个百分点 | 29.45% |
| 裕同科技 ^注 | 27.21% | -4.53 个百分点 | 31.54% | -2.81 个百分点 | 34.35% |
| 新通联 ^注 | 20.91% | 0.38 个百分点 | 18.94% | -1.37 个百分点 | 20.31% |
| 合兴包装 | 12.54% | -1.80 个百分点 | 14.34% | -2.28 个百分点 | 16.62% |

数据来源：上市公司定期报告

注：截至反馈意见回复出具之日，同行业上市公司尚未公布 2018 年年度报告，故同行业上市公司对比数据采用 2018 年 1-9 月数据作为趋势分析使用。

最近三年，公司与裕同科技的毛利率变动趋势基本一致，毛利率均有所下降，而新通联与美盈森则有所波动。

（二）毛利率变动与净资产收益率变动不一致的原因及合理性

报告期内，公司的扣非后净资产收益率逐年提升，分别为 4.18%、6.28% 和 8.07%，而毛利率逐年下降。主要由于公司的净利润随着销售规模的扩大逐年提升，而净资产增幅相对较小，具体原因如下：

1、报告期内，合兴包装收入规模快速增长，2016-2018 年复合增长率达 63.34%，在公司原有的制造业务销售量增长的同时，于 2016 年 6 月完成了对合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司的收购，进一步扩大了制造业务的规模；另外，随着供应链业务的发展，在制造业务之外，开拓了新的利润增长点，上述原因综合导致报告期公司扣非后归母净利润显著增长，分别为 7,320.08 万元、12,695.80 万元和 21,383.21 万元，复合增长率为 70.91%，并没有因毛利率下降而下降；

2、报告期内，归属于母公司所有者权益分别为 19.39 亿元、25.63 亿元和 27.38 亿元，2017 年 11 月随着非公开发行的完成，公司净资产增长 5.36 亿元，除此之外净资产的增长主要来源于各年度实现的净利润，报告期归属于母公司所有者权益的复合增长率为 18.80%，远低于净利润的增幅，因此净资产收益率逐年上升；

3、公司毛利率下降的原因是在单位毛利相对稳定的情况下，单位收入受原纸涨价的影响不断提高，同时增加了毛利较低的供应链业务，虽然盈利水平相对有所下降，但并不影响公司的整体盈利规模。

综上，公司的毛利率下降而净资产收益率变动不一致与公司实际经营情况

相符，具有合理性。

（三）分析说明对主要客户销售的真实性；销售信用政策账款及执行情况；应收票据和应收账款大幅增长的原因及合理性；

1、对主要客户的销售及应收账款情况

公司主要客户为大型制造业企业，如海尔、百威、格力、美的、青岛啤酒等，报告期内，发行人对这五大核心客户的销售以及应收账款情况如下表所示：

单位：万元

| 项目 | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
|------------------------|------------|------------|------------|
| 五大核心客户营业收入 | 201,616.11 | 158,580.44 | 109,755.38 |
| 占总收入的比例 | 16.57% | 18.13% | 24.07% |
| 五大核心客户应收账款 | 53,060.12 | 46,016.49 | 33,471.55 |
| 占总应收账款的比例 | 19.79% | 20.15% | 23.62% |
| 五大核心客户的应收账款余额占其营业收入的比例 | 26.32% | 29.02% | 30.50% |
| 五大核心客户应收账款周转天数 | 88.45 | 91.48 | 99.92 |

公司对这五大核心客户的收入规模呈逐年稳步增长趋势，但是由于公司于 2016 年完成了对合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司的收购，整体收入规模增速较快，导致这五大核心客户占营业收入的比例有所下降。

五大核心客户的应收账款占其营业收入的比例约为 25%-30%，其应收账款周转天数保持在 90-100 天左右，总体较为稳定，随着公司规模扩大及应收账款管理力度的加强，周转天数有所缩短。综上，公司主要客户的营业收入与应收账款的变动处于合理的水平，且均为大型知名企业，销售具备真实性。

2、公司销售信用政策未发生变动且严格执行

报告期内，公司的销售信用政策未发生变动。公司的主要客户为大型制造企业，纸箱产品为定制产品，业务以长期合作为主，购销双方均按照协议约定的销售信用政策执行。报告期内，公司账龄在 6 个月以内的应收账款占比分别为 94.34%、97.38% 和 93.48%，基本保持稳定。

3、应收票据和应收账款增长的原因以及合理性

最近三年，由于销量与纸价上涨以及公司新增的供应链服务业务扩张较快的影响，发行人营业收入逐年上涨，导致应收账款及应收票据余额也随营业收

入的增加而有所上涨。

报告期内，公司应收票据与应收账款的构成如下：

单位：万元

| 项目 | 2018年12月31日 | 2017年12月31日 | 2016年12月31日 |
|------|-------------|-------------|-------------|
| 应收票据 | 5,530.59 | 5,789.50 | 6,766.62 |
| 应收账款 | 268,069.69 | 228,351.12 | 141,709.29 |
| 合计 | 273,600.27 | 234,140.61 | 148,475.91 |

(1) 应收票据变动情况分析

报告期各期末，公司的应收票据余额基本保持稳定，主要由于公司为提高资金的使用效率，对收到的票据会采取背书转让用于支付货款或者贴现等方式，由于背书或贴现后票据即终止确认，故期末余额相对较小。

(2) 应收账款变动情况分析

最近三年，公司应收账款与营业收入变动情况如下：

单位：万元、天

| 项目 | 2018年度/ 2018年12月31日 | 2017年度/ 2017年12月31日 | 2016年度/ 2016年12月31日 |
|---------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 营业收入 | 1,216,612.76 | 874,781.24 | 456,011.23 |
| 应收账款 | 268,069.69 | 228,351.12 | 141,709.29 |
| 期末应收账款占营业收入比例 | 22.03% | 26.10% | 31.08% |
| 应收账款周转天数 | 75.35 | 78.19 | 87.24 |

由上表可见，公司应收账款上涨幅度与营业收入增长情况匹配，各期末应收账款占营业收入比例分别为 31.08%、26.10%和 22.03%，2016-2018 年度未发生重大变化。

公司也加强了应收账款的催收与管理，报告期内，应收账款周转天数不断缩短，分别为 87.24 天、78.19 天和 75.35 天。因此，公司的应收账款金额虽大幅增长，但其增长规模与营业收入的增长规模相适应，增长符合公司实际经营情况。

(四) 应收款项后期回款情况，相关减值准备计提充分谨慎，与同行业基本一致

1、主要客户的应收账款期后回收情况

报告期各期，公司的五大核心客户（即海尔、百威、格力、美的和青岛啤酒）应收账款及期后回款情况如下：

单位：万元

| 五大核心客户合计 | 期末余额 | 占应收账款余额比例 | 期后6个月回款金额 | 回款比例 |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 2018年12月31日 ^注 | 53,060.12 | 19.79% | 36,508.21 | 68.81% |
| 2017年12月31日 | 46,016.49 | 18.13% | 46,016.49 | 100.00% |
| 2016年12月31日 | 33,471.55 | 24.07% | 33,471.55 | 100.00% |

注：2018年末的应收账款期后回款统计至2019年2月28日，部分款项仍处于信用期内，故尚未回款。

由上表可见，公司主要客户的应收账款期后回款主要集中在期后六个月内，期后收款及时，与客户的信用账期保持一致。

2、报告期内应收账款坏账准备计提充分谨慎

报告期各期末，公司应收账款账龄及计提坏账情况如下：

单位：万元

| 账龄期间 | 2018年12月31日 | | | 2017年12月31日 | | | 2016年12月31日 | | |
|-----------|-------------------|---------------|-----------------|-------------------|---------------|-----------------|-------------------|---------------|-----------------|
| | 应收账款原值 | 占比(%) | 坏账准备金额 | 应收账款原值 | 占比(%) | 坏账准备金额 | 应收账款原值 | 占比(%) | 坏账准备金额 |
| 6个月以内 | 215,888.27 | 93.48 | 2,158.88 | 226,336.18 | 97.38 | 2,263.33 | 130,518.06 | 94.34 | 1,305.18 |
| 7-12个月 | 8,576.65 | 3.71 | 428.83 | 1,411.01 | 0.61 | 70.58 | 3,251.66 | 2.35 | 162.58 |
| 1至2年 | 2,557.69 | 1.11 | 255.77 | 918.44 | 0.40 | 91.84 | 2,788.73 | 2.02 | 278.87 |
| 2至3年 | 614.37 | 0.27 | 122.87 | 2,207.13 | 0.95 | 441.43 | 648.47 | 0.47 | 129.69 |
| 3至4年 | 1,817.86 | 0.79 | 908.93 | 458.16 | 0.20 | 229.08 | 235.05 | 0.17 | 117.52 |
| 4至5年 | 428.48 | 0.19 | 342.79 | 177.59 | 0.08 | 142.08 | 125.38 | 0.09 | 100.31 |
| 5年以上 | 1,064.44 | 0.46 | 1,064.44 | 905.47 | 0.39 | 905.47 | 778.08 | 0.56 | 778.08 |
| 合计 | 230,947.77 | 100.00 | 5,282.52 | 232,413.98 | 100.00 | 4,143.81 | 138,345.42 | 100.00 | 2,872.24 |

公司的应收账款主要集中在6个月以内，主要客户的期后收款良好，公司的坏账计提政策符合公司的实际情况。

最近三年，公司有客观证据表明发生减值而单项计提的坏账与实际核销的坏账损失发生情况如下：

单位：万元

| 期间 | 当期计提的坏账准备金额 | 单项计提坏账准备及实际核销的应收账款损失金额 |
|--------|-------------|------------------------|
| 2018年度 | 1,638.75 | 748.57 |
| 2017年度 | 1,453.91 | 586.20 |

| 期间 | 当期计提的坏账准备金额 | 单项计提坏账准备及实际核销的应收账款损失金额 |
|---------|-------------|------------------------|
| 2016 年度 | 1,446.53 | 857.16 |

由上表可见公司报告期各期实际发生的坏账金额均未超过计提金额，计提金额充分谨慎。

3、公司坏账计提政策与同行业上市公司比较

公司应收账款采用信用风险特征组合计提与单项计提相结合的方法，发行人以及同行业上市公司账龄组合坏账准备计提的会计政策如下：

单位：%

| 账龄期间 | 美盈森 | 裕同科技 | 新通联 | 合兴包装 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 6 个月以内 | 5.00 | 2.00 | 2.00 | 1.00 |
| 6 个月-1 年 | | | | 5.00 |
| 1 至 2 年 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 2 至 3 年 | 30.00 | 20.00 | 50.00 | 20.00 |
| 3 至 4 年 | 50.00 | 100.00 | 100.00 | 50.00 |
| 4 年-5 年 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 80.00 |
| 5 年以上 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

数据来源：上市公司定期报告

发行人应收账款坏账准备 2 年以内的计提比例与同行业上市公司相近，报告期内，发行人账龄 2 年以内的应收账款约占应收账款原值的 97%以上，2 年以上应收账款的坏账计提比例对报表的影响较小。

（五）期末存货余额大幅增长的原因及合理性；相关减值准备计提是否充分谨慎；

1、公司存货账面价值增长的原因

最近三年，公司存货与营业成本变动情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年度/ 2018 年 12 月 31 日 | 2017 年度/ 2017 年 12 月 31 日 | 2016 年度/ 2016 年 12 月 31 日 |
|--------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 营业成本 | 1,064,032.10 | 749,374.61 | 380,206.38 |
| 存货 | 119,626.45 | 122,076.93 | 99,831.13 |
| 期末存货占营业成本的比例 | 11.24% | 16.29% | 26.26% |

| 项目 | 2018年度/ 2018年12月31日 | 2017年度/ 2017年12月31日 | 2016年度/ 2016年12月31日 |
|----|------------------------|------------------------|------------------------|
| | 存货周转率 | 8.79 | 6.74 |

2016年末发行人存货占当期成本比例较大，主要由于2016年10月开始，原纸价格大幅上涨，导致期末存货的金额占当年度营业成本比例较高，随着价格传导至营业成本后，2017年及2018年存货期末余额占营业成本的比例有所下降；同时公司不断加强存货的管理，存货周转率逐年提高，且2018年原纸价格企稳，导致存货的期末余额较2017年末有所下降。因此，公司的存货余额的变动是合理的。

2、公司期末不存在库存积压，各期末存货跌价准备计提充分

(1) 在手订单及周转情况

公司主要产品均为定制化产品，采用“以销定产”的销售政策，与主要客户签订年度框架合同，客户在需要产品时下订单采购。公司期末库存均为根据采购合约或者订单进行的生产备货。公司产成品通常于一个月内可实现销售，原材料通常为半个月的生产备货量，不存在库存积压的情况。

最近三年，公司存货的周转情况如下：

单位：万元、天

| 项目 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|--------|------------|------------|-----------|
| 存货原值 | 119,772.84 | 122,271.49 | 99,953.62 |
| 存货周转天数 | 40.95 | 53.38 | 69.47 |

最近三年，公司存货周转天数逐年缩短，存货周转天数分别为69.47天、53.38天和40.95天，与公司业务模式相匹配，且周转天数不断缩短，可见公司的存货不存在积压的情况。

(2) 存货跌价准备计提情况

报告期各期末，公司存货余额及计提跌价准备情况：

单位：万元

| 项目 | 2018年12月31日 | | 2017年12月31日 | | 2016年12月31日 | |
|------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|-------|
| | 账面余额 | 跌价准备 | 账面余额 | 跌价准备 | 账面余额 | 跌价准备 |
| 原材料 | 59,413.68 | 102.78 | 51,667.14 | 129.00 | 45,031.02 | 62.79 |
| 库存商品 | 17,743.83 | 43.61 | 23,801.97 | 65.56 | 16,815.89 | 59.71 |

| 项目 | 2018年12月31日 | | 2017年12月31日 | | 2016年12月31日 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 账面余额 | 跌价准备 | 账面余额 | 跌价准备 | 账面余额 | 跌价准备 |
| 发出商品 | 41,895.71 | - | 46,359.40 | - | 37,918.82 | - |
| 周转材料 | 719.62 | - | 442.98 | - | 187.89 | - |
| 合计 | 119,772.84 | 146.39 | 122,271.49 | 194.56 | 99,953.62 | 122.50 |

公司存货采用成本与可变现净值孰低计量，按照存货类别成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备。公司的存货主要为库存商品、发出商品与原纸，因公司采用按订单生产的模式，且生产周期较短，销售价格基本可以覆盖物料成本。当原材料价格波动较大时，公司将依据成本价格调整销售价格，故各期末应计提的存货跌价准备金额较低。

综上所述，公司存货跌价准备的计提充分合理。

(六) 经营活动现金流量净额与扣非归母净利润的不匹配性的原因；经营活动现金流量净额大幅下降是否对申请人持续经营产生不利影响；

1、经营活动现金流量净额与扣非归母净利润的不匹配性的原因

报告期内，净利润与经营活动现金流净额的变动情况具体如下：

单位：万元

| 项目 | 2018年度 | 2017年度 | 2016年度 |
|----------------------------------|------------|------------|------------|
| 净利润 | 28,537.03 | 19,006.31 | 43,913.44 |
| 加：资产减值准备 | 7,518.03 | 3,069.77 | 1,285.25 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 17,926.99 | 15,594.75 | 13,570.74 |
| 无形资产摊销 | 1,375.13 | 1,378.57 | 982.19 |
| 长期待摊费用摊销 | 409.25 | 251.89 | - |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列） | 218.63 | -45.71 | 146.99 |
| 固定资产报废损失（收益以“-”号填列） | 307.18 | 347.57 | 112.08 |
| 公允价值变动损失（收益以“-”号填列） | - | - | - |
| 财务费用（收益以“-”号填列） | 10,682.59 | 12,118.42 | 9,045.93 |
| 投资损失（收益以“-”号填列） | -573.11 | -432.84 | -2,555.96 |
| 递延所得税资产减少（增加以“-”号填列） | -420.81 | 892.35 | -1,772.16 |
| 递延所得税负债增加（减少以“-”号填列） | -288.12 | -239.99 | -283.38 |
| 存货的减少（增加以“-”号填列） | 2,498.65 | -22,317.87 | -38,781.74 |
| 经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列） | -39,382.48 | -88,194.64 | -27,551.00 |

| 项目 | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
|-----------------------|-----------|------------|------------|
| 经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列） | 26,996.18 | 35,705.85 | 67,535.99 |
| 其他 | - | - | -30,778.99 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 55,805.13 | -22,865.56 | 34,869.38 |

最近三年，发行人经营活动现金流量与扣非后归母净利润存在一定程度不匹配的情形，具体情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
|----------------|-----------|------------|-----------|
| 扣非后归母净利润① | 21,383.21 | 12,695.80 | 7,320.08 |
| 经营活动产生的现金流量净额② | 55,805.13 | -22,865.56 | 34,869.38 |
| 差额③=②-① | 34,421.92 | -35,561.36 | 27,549.30 |

（1）2018 年度公司经营活动现金流情况

2018 年度，公司经营活动现金流高于扣非后归母净利润 34,421.92 万元，由 2017 年度的净流出转为净流入，主要原因如下：

①2018 年度原纸价格企稳，公司进一步加强应收账款的管理力度，应收账款与应收票据的增加额为 39,459.66 万元，较 2017 年度的增加额 85,664.70 万元有所减少；

②公司于 2018 年将合众创亚（亚洲）所属的 14 家工厂纳入集中采购体系，以及原纸贸易业务的快速增长进一步增加了集中采购规模，而集中采购公司主要采用票据付款，导致 2018 年末应付票据较 2017 年末增加了 38,743.72 万元；

③公司进一步加强了对存货的管理力度，存货周转速度提高，余额较上年减少了 2,498.65 万元；

因此，2018 年度随着原纸价格的企稳及管理效率的提升，公司营运资金的占用量减少，经营活动现金流与净利润的差额主要为资产减值准备、折旧等非付现支出，发行人 2018 年度实现经营活动现金流与扣非后归母净利润的变化情况基本一致。

（2）2017 年度公司经营活动现金流情况

2017 年度，公司经营活动现金流为负，低于扣非后归母净利润 35,561.36 万元，主要影响因素如下：

① 随着原纸价格大幅上涨及公司业务规模的迅速扩大，2017 年度公司营业收入较 2016 年增长了 418,770.01 万元，导致应收账款与应收票据的总额相应大幅增加，公司 2017 年末应收账款和应收票据净额较 2016 年末增长 85,664.70 万元，占用了大量的营运资金；

② 经营规模的扩大，应付款项也相应增加，但因公司对供应商应付款项的结算周期（平均一个月左右）短于对客户应收款项的结算周期（平均三个月左右），导致应付项目的增加额少于应收项目的增加额。公司 2017 年末应付账款和应付票据余额为 178,202.11 万元，较 2016 年末增加 40,995.27 万元，小于应收账款和应收票据的增加额 85,664.70 万元，导致经营活动现金流净额减少较大；

③ 因发行人销售规模增加以及原纸涨价的影响，存货的账面价值也有所上涨，发行人 2017 年末存货余额为 122,271.49 万元，较 2016 年末的 99,953.62 万元上涨了 22,317.87 万元。

综上，2017 年度公司经营性现金流量净额为负，低于扣非后归母净利润 35,561.36 万元，主要为上述三个因素综合影响所致。

(3) 2016 年度公司经营活动现金流情况

2016 年度，公司经营性现金流量净额高于扣非后归母净利润 27,549.30 万元，主要由于公司的营运资金对经营活动现金流的影响较小，经营活动现金流净额高于扣非后归母净利润的部分主要为非付现成本，营运资金对经营活动现金流的具体情况如下：

① 公司与客户及供应商的结算部分采用票据结算的方式，即收到客户的票据后将部分票据背书给供应商用于支付货款。2016 年度因票据贴现的融资成本较低，公司将大部分收到的票据进行贴现，而未进行背书，在支付货款时则自行开具了大量的银行票据，导致 2016 年末应付票据大幅增加，导致经营活动现金流出减少；

② 主要受销量以及原纸价格 10 月大幅上涨影响，公司收入大幅上涨，导致营运资金的需求增加，但应付票据的增加抵减了应收账款与存货增加所占用的营运资金。

综上，2016 年度至 2018 年度，公司扣非后归母净利润与经营活动净现金流量出现一定程度不匹配的情形，主要受到原纸价格波动、公司规模扩大以及

资金成本变动等因素的影响，是合理的。

2、经营活动现金流量净额大幅下降不会对公司持续经营产生不利影响

公司经营活动现金流量净额下降主要因纸价上涨及销售规模增加导致营运资金的需求增加导致，2018 年度以来，原纸价格保持相对平稳，公司的经营活动现金流量净额已由负转正，预期未来收入保持平稳时经营活动现金流量充足。且公司主要客户均为大型制造业企业，逾期不支付款项的风险较小，不会对公司持续经营产生不利影响。

（七）运营效率提升与毛利率和每股经营活动现金流量逐年下降，两者相悖的原因及其合理性。

1、运营效率提升与毛利率下降具备合理性

公司的运营效率的提升主要体现在应收账款周转率与存货周转率的逐年提升上。周转率=年初与年末余额的平均值/营业收入（或营业成本），随着原纸价格的上涨，应收账款与营业收入，存货与营业成本皆为同向变动，公司运营效率的提升可通过存货周转率与应收账款周转率得以体现，受原纸价格波动的影响有限。

然而毛利率=单位毛利/单位收入，公司自产产品的单位毛利相对固定，2016 年 10 月以来，原纸价格持续上涨，导致公司产品价格也相应提高，而产品价格上涨对单位毛利的影响程度有限，导致其增加幅度低于收入的增幅，从而体现为毛利率的下降。另外，公司拓展了贸易业务，该项业务的毛利率远低于制造类业务毛利，进一步拉低了公司的综合毛利率。

因此，运营效率的提升与毛利率的下降并不矛盾。

2、运营效率提升与每股经营活动现金流量下降具备合理性

相较于 2016 年度，公司 2017 年度经营活动现金流有所下降，且为净流出 22,865.56 万元，主要由于：受原纸大幅涨价、业务规模扩大的影响，公司 2017 年度营业收入较 2016 年增长了 91.83%，导致营运资金需求规模相应增加，虽然运营效率的提升加快了应收账款的回收速度与存货的转化速度，所形成的现金流部分补充了公司经营活动的资金需求，但仍不足以弥补营运资金增长所占用的现金流，故而形成每股经营活动现金流下降的情形。

2018 年度，公司每股经营活动现金流由负转正，实现净流入 55,805.13 万元，主要由于：原纸价格企稳，同时运营效率的提升加快了应收账款的回收速度与存货的转化速度，减少了对运营资金的占用，形成每股经营活动现金流的上涨。

综上，公司运营效率提升与毛利率和每股经营活动现金流量逐年下降并存的情形具备合理性。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构与会计师执行了以下核查程序：

1、访谈公司财务负责人及管理人员，查阅公司最近三年的财务报告，并取得相关数据进行分析性复核；

2、查阅同行业上市公司定期报告，对比毛利率变动的趋势、坏账准备的计提政策及账龄情况；

3、查阅公司的会计政策、销售管理制度等内部政策，了解实际执行情况；

4、对主要客户通过函证，抽查凭证、发票、收货单据等方式执行了销售收入真实性测试；对主要客户的应收账款执行了回款测试，核对银行流水与入账凭证。

（二）核查结论

保荐机构与会计师认为：

1、公司毛利率逐年下降具备合理性，与同行业上市公司裕同科技的毛利率变动趋势一致；

2、公司的毛利率变动与净资产收益率变动不一致与公司实际经营情况相符，具有合理性；

3、主要客户销售具备真实性，应收账款金额的增长规模与营业收入的增长规模相适应，增长符合公司实际经营情况；

4、公司主要客户的应收账款期后回款主要集中在期后六个月内，期后收款及时，与客户的信用账期保持一致，报告期内应收账款坏账准备计提充分谨

慎，计提政策与同行业上市公司基本一致；

5、公司的存货余额虽增幅较大，但其增长规模与公司的业务增长规模相适应，存货跌价准备的计提充分谨慎；

6、公司的扣非后归母净利润与经营活动净现金流量不匹配具备合理性；

7、运营效率提升与毛利率和每股经营活动现金流量逐年下降并存的情形具备合理性。

七、关于财务状况

自 2016 年 10 月申请人主要原材料价格大幅上涨，营业收入、净利润持续大幅增加。请申请人

(1) 分析说明与同行业上市公司对比情况；

(2) 逐一量化分析说明影响申请人营业收入、净利润持续大幅增加的主要因素。

请保荐机构、会计师说明核查过程，并发表核查意见。

一、发行人情况说明

(一) 同行业上市公司营业收入、净利润情况比较

报告期内，同行业上市公司营业收入和净利润（扣非后归母）情况如下所示：

单位：万元

| 公司 | 科目 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 | |
|-------------------|----------|--------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | | 金额/比例 | 同比变动 | 金额/比例 | 同比变动 | 金额/比例 | 同比变动 |
| 美盈森 ^注 | 营业收入 | 232,860.17 | 16.15% | 285,741.93 | 28.75% | 221,927.64 | 10.06% |
| | 扣非后归母净利润 | 28,514.21 | 15.77% | 33,350.52 | 120.11% | 15,152.02 | -3.52% |
| 裕同科技 ^注 | 营业收入 | 545,465.47 | 20.57% | 694,774.07 | 25.36% | 554,236.26 | 29.20% |
| | 扣非后归母净利润 | 47,329.56 | -12.30% | 82,743.27 | -2.83% | 85,150.66 | 33.11% |
| 新通联 ^注 | 营业收入 | 49,043.69 | 14.35% | 59,853.99 | 24.19% | 48,195.55 | -4.16% |
| | 扣非后归母净利润 | 3,037.12 | 97.14% | 1,921.02 | -6.56% | 2,055.92 | -34.65% |
| 合兴包装 | 营业收入 | 1,216,612.76 | 39.08% | 874,781.24 | 91.83% | 456,011.23 | 59.87% |

| 公司 | 科目 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 | |
|----|----------|-----------|--------|-----------|--------|----------|---------|
| | | 金额/比例 | 同比变动 | 金额/比例 | 同比变动 | 金额/比例 | 同比变动 |
| | 扣非后归母净利润 | 21,383.21 | 68.43% | 12,695.80 | 73.44% | 7,320.08 | -33.42% |

注：截至本回复出具之日，同行业上市公司尚未公布 2018 年年度报告，故同行业上市公司对比数据采用 2018 年 1-9 月数据作为趋势分析使用。

报告期内，受原纸涨价等因素的影响，同行业上市公司的营业收入皆有不同幅度的增长，由于合兴包装 2016 年 6 月收购了合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司，业务规模迅速扩大，同时供应链业务发展较快，公司营业收入增长幅度高于同行业上市公司的收入增幅。

由于净利润的影响因素较多，且受到各家公司的经营策略的影响较大，因此报告期内同行业上市公司的扣非后归母净利润水平变动不一，但公司与美盈森的变动趋势基本相符，2016 年净利润较上年有所下降，2017 及 2018 年皆较上年同期有所增长。

（二）公司营业收入、净利润持续大幅增加的主要原因

1、收入增长的主要原因

报告期内，公司分行业的收入的情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 | |
|--------|--------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 |
| 包装制造行业 | 932,657.55 | 76.66% | 761,131.67 | 87.01% | 433,158.54 | 94.99% |
| 供应链服务 | 283,955.22 | 23.34% | 113,649.57 | 12.99% | 22,852.69 | 5.01% |
| 合计 | 1,216,612.76 | 100.00% | 874,781.24 | 100.00% | 456,011.23 | 100.00% |

（1）包装制造行业收入增加

①自产产品销量增加

公司通过完成对合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司的收购，以及进一步加大市场开拓，包装制造行业销量有较大幅度上涨。最近三年，公司自产产品对外销售情况及与上年同期对比情况如下：

单位：万平方米

| 产品 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 |
|----|---------|------|---------|------|---------|
| | 销量 | 同比变动 | 销量 | 同比变动 | 销量 |

| 产品 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 |
|------|------------|--------|------------|--------|------------|
| | 销量 | 同比变动 | 销量 | 同比变动 | 销量 |
| 瓦楞纸板 | 68,462.26 | 35.93% | 50,366.80 | 32.40% | 38,041.03 |
| 瓦楞纸箱 | 145,920.16 | 2.95% | 141,745.11 | 32.55% | 106,933.34 |

公司销量的增加也促进了公司净利润的增长。

②原纸价格上涨推动纸板、纸箱价格上涨

2016 年 10 月末开始，受市场因素影响，原纸市场价格大幅上涨，导致 2017 年度纸板以及原纸价格大幅上涨。根据 Wind 资讯，中国高强瓦楞纸的平均销售价格 2017 年度较 2016 年度增长了 52%，2018 年度较 2017 年度增长了 5.51%。受原纸价格波动影响，公司调整了终端产品的销售价格，由于纸箱主要面对终端客户，调价存在一定时滞，因此 2017 年度与 2018 年度，公司主要产品瓦楞纸箱的平均销售单价分别增长 23.62%与 11.00%；而瓦楞纸板产品主要面对同行业包材厂商，通常无长期协议，对产品敏感程度较高，价格随原材料价格变化较快，因此 2017 年度瓦楞纸板的平均销售单价较 2016 年度增长了 33.41%，而 2018 年度较上年下降了 8.25%。具体变动情况如下：

单位：元/平方米

| 项目 | 2018 年度 | | 2017 年度 | | 2016 年度 |
|------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | 平均单价 | 变动 | 平均单价 | 变动 | 平均单价 |
| 瓦楞纸箱 | 4.4440 | 11.00% | 4.0038 | 23.62% | 3.2388 |
| 瓦楞纸板 | 2.5809 | -8.25% | 2.8131 | 33.41% | 2.1086 |

(2) 供应链服务业务收入增加

公司将供应链服务业务作为行业整合的重要手段，2017 年进一步增加了供应链服务业务的开发力度，2017 年度及 2018 年度，供应链服务收入分别较上年同期增长了 90,796.88 万元和 170,305.65 万元，涨幅分别为 397.31% 和 149.85%。

2、净利润增长的主要原因

(1) 毛利总额逐年增长

①包装制造业务毛利总额逐年增长

报告期内，公司收入规模与销售价格的的增长，带来了营业收入的快速增

长。同时随着纸价企稳，价格传导逐步实现，公司自产纸箱单位毛利也逐年增长，每平方米分别为 0.5347 元、0.5999 元、0.6469 元，伴随销售规模的扩大，使得包装制造业务实现的毛利总额也逐年增长，分别为 75,123.19 万元、122,223.13 万元和 139,859.92 万元。

②供应链业务作为增量业务贡献毛利

供应链服务业务作为公司的增量业务，在公司保持原有包装制造业务快速增长的同时，贡献毛利分别为 3,183.51 万元和 12,720.74 万元，也为公司净利润的增长做出了贡献。

③期间费用增幅较低

报告期内，公司的期间费用情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
|----------|--------------|------------|------------|
| 营业收入 | 1,216,612.76 | 874,781.24 | 456,011.23 |
| 期间费用 | 106,791.37 | 93,947.44 | 59,238.74 |
| 其中：销售费用 | 48,144.20 | 38,620.77 | 24,993.53 |
| 管理费用 | 35,025.88 | 33,008.30 | 22,106.67 |
| 研发费用 | 11,720.41 | 9,849.89 | 4,066.99 |
| 财务费用 | 11,900.88 | 12,630.36 | 8,071.55 |
| 期间费用率 | 8.78% | 10.74% | 12.99% |
| 其中：销售费用率 | 3.96% | 4.41% | 5.48% |
| 管理费用率 | 2.88% | 3.77% | 4.85% |
| 研发费用率 | 0.96% | 1.13% | 0.89% |
| 财务费用率 | 0.98% | 1.44% | 1.77% |

报告期内，公司期间费用虽逐年递增，主要是由于公司加强了对重点区域与重点客户的市场开发以及整个集团管理运营规模的扩大，但其增长幅度低于营业收入的增长幅度，故而提升了净利润的增长水平。

综上，销售规模的扩大、售价的提升、自产纸箱单位毛利的增长以及供应链业务发展，提升了公司的营业收入与毛利总额，辅以期间费用的控制，最终实现了公司净利润的逐年提升。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构与会计师执行了以下核查程序：

1、查阅同行业上市公司定期报告，对比分析同行业上市公司营业收入、净利润与发行人的变动趋势；

2、分析发行人的财务报表与经营数据，访谈公司财务负责人了解公司营业收入、净利润持续大幅增加的主要原因。

（二）核查结论

保荐机构与会计师认为：

1、报告期内，同行业上市公司的营业收入皆逐年增长，与发行人变动趋势一致；发行人的净利润变动趋势与美盈森基本相符；

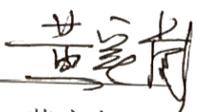
2、营业收入、净利润持续大幅增加具备合理性。

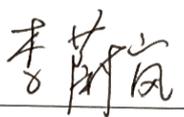
（本页无正文，为厦门合兴包装印刷股份有限公司《<关于请做好合兴包装可转债发审委会议准备工作的函>有关问题的回复》之盖章页）

厦门合兴包装印刷股份有限公司
XIAMEN HEXING PACKAGING PRINTING CO., LTD.
2019年3月14日

(本页无正文，为兴业证券股份有限公司《<关于请做好合兴包装可转债发审委会议准备工作的函>有关问题的回复》之签章页)

保荐代表人：


黄实彪


李蔚岚



2019年 2月 14日

声明

本人已认真阅读厦门合兴包装印刷股份有限公司公开发行可转换公司债券相关的《<关于请做好合兴包装可转债发审委会议准备工作的函>有关问题的回复》（以下简称“本次回复”）的全部内容，了解本次回复涉及问题的核查过程、本公司的内核和风险控制流程，确认本公司按照勤勉尽责原则履行核查程序，本次回复不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对上述文件的真实性、准确性、完整性、及时性承担相应法律责任。

董事长：


杨华辉



保荐机构：兴业证券股份有限公司

2019年3月14日