

光大证券股份有限公司

关于对上海证券交易所《关于对河南银鸽实业投资股份有限公司 2017 年年度报告的事后审核问询函》的回复意见

上海证券交易所：

贵所上证公函【2018】0535 号《关于对河南银鸽实业投资股份有限公司 2017 年年度报告的事后审核问询函》（以下简称“问询函”）已收悉。

光大证券股份有限公司（以下简称“本保荐机构”）对问询函所涉及需保荐机构发表意见的有关问题逐项进行了核查和落实，并出具回复意见如下。

一、关于公司主营业务

3. 主要子公司经营亏损。年报披露，公司主要控股子公司共 6 家，除河南银鸽工贸有限公司报告期净利润为 2858.60 万元外，其他子公司均为微利或大幅亏损状态，其中，漯河银鸽特种纸有限公司 2016 年、2017 年净利润分别为-6398.02 万元、-4807.80 万元，漯河银鸽生活纸产有限公司 2016 年、2017 年净利润分别为-1.20 亿元、-6850.72 万元。请你公司：（1）结合各造纸子公司主营业务，主要产品收入、成本、产销量、市场占有率等情况，补充披露造纸子公司连续多年大幅亏损的原因；（2）分析说明上述子公司是否具备持续盈利能力；（3）结合生活纸产品价格、成本价格、市场需求的变动情况，分析说明在生活纸子公司仍存在大幅亏损的情况下，公司筹划非公开发行募集资金投入生活纸项目是否审慎，是否进行了合理的市场评估。请保荐机构发表意见。

回复：

1、对报告期内发行人生活用纸销售情况的分析

报告期内，河南银鸽实业投资股份有限公司（以下简称“银鸽投资”或“发行人”）控股子公司漯河银鸽生活纸产有限公司（以下简称“银鸽生活纸产”）2016 年、2017 年净利润分别为-1.20 亿元、-6,850.72 万元。本保荐机构结合发行人生活纸的具体销售情况，对其生活纸产品的销售价格、销售成本及市场需求分析如下：

（1）生活纸销售价格

从产品知名度来看，公司产品市场占有率较低，品牌知名度不高，银鸽生活纸仅为区域性品牌，与其他公司相比，营销力度不够，产品议价能力较弱，品牌价值不高，产品售价低于同行业其他龙头企业。报告期内，发行人的生活纸销售主要以原纸为主，因此，生活用纸销售价格较同比上市公司低 10%以上。2015 年至 2017 年，发行人生活纸原纸销售量占其生活纸销售总量的比例分别为 74.94%、71.22%和 74.79%，发行人相关产品品牌知名度和附加值较低，发行人在售价方面不具有明显优势。

报告期内生活用纸销售价格对比

单位：元/吨

同行业上市公司	2015 年度	2016 年度	2017 年度
恒安国际	8,523.68	7,953.07	7,223.13
维达国际	7,913.45	8,254.99	8,591.83
中顺洁柔	11,764.91	11,635.12	10,104.26
银鸽投资	6,864.23	6,604.14	7,267.55

注：数据通过上市公司年报相关数据估算，与实际售价可能有差异。

2016 年以来，特别是 2017 年度，受国家供给侧结构性改革、行业去产能的影响，造纸行业产业集中度越来越高，原纸价格经历了多次上涨，对发行人提升主业经营业绩构成重大利好，发行人产品销售价格上升较为明显，2015 年至 2017 年，发行人生活纸的平均销售价格分别为 6,864.23 元、6,604.14 元和 7,267.55 元。截止目前，生活纸的销售价格仍处于上升趋势。

(2) 生活纸成本价格

发行人所属行业为传统造纸制造行业，生产工艺较为成熟，生产管理较为完善，成本控制较为严格，材料单耗与同行业其他公司持平；从产业链条上来看，发行人的生产环节较为单一，生产用原材料浆和废纸均为向外部采购，并非自产，生产的产品多为原纸，下游客户仍为生产加工企业，并非面向终端用户，整个供产销环节非全产业链生产，发行人的产品为下游客户生产用原材料。

报告期内发行人与同行业上市公司生活纸单位销售成本情况如下：

单位：元/吨

同行业上市公司	2015 年度	2016 年度	2017 年度
---------	---------	---------	---------

恒安国际	5,489.25	4,938.86	4,846.72
维达国际	5,484.02	5,605.14	6,048.65
中顺洁柔	7,997.79	7,455.78	6,575.85
银鸽投资	6,499.70	6,208.70	6,825.01

注：数据通过上市公司年报相关数据估算，与实际销售成本可能有差异。

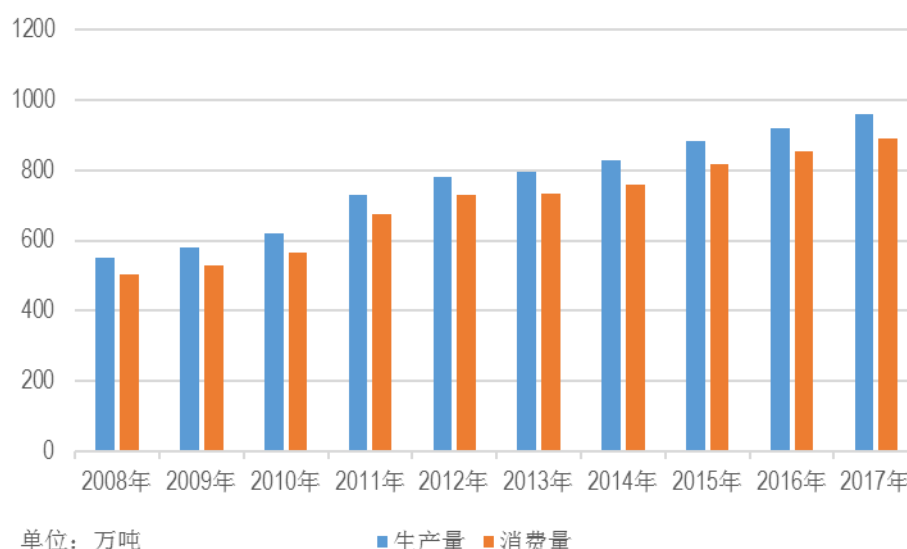
2015 年至 2017 年，发行人生活纸产品销售成本分别为 6,499.70 元、6,208.70 元和 6,825.01 元，销售成本随着原材料价格的上涨而提升。

从生产规模来看，公司整体规模较小，远远低于行业龙头公司，导致规模效益不明显，发行人的产品销售成本高于恒安国际和维达国际，产品成本较高。2015 年和 2016 年，发行人的产品销售成本低于中顺洁柔，主要是发行人产品销售以生活纸原纸为主，而中顺洁柔主要是以销售卷纸和非卷纸类等深加工产品为主；随着中顺洁柔 2017 年调整产品结构，加速重点单品、新品推广，其销售成本逐渐低于发行人。

截止目前，发行人所需原材料价格仍处于上升的趋势。由于销售价格的上涨幅度大于销售成本的幅度，发行人产品的毛利率上升，盈利能力增强。

（3）市场需求

2017 年生活用纸生产量 960 万吨，较上年增长 4.35%；消费量 890 万吨，较上年增长 4.22%。2008-2017 年生产量年均增长率 6.38%，消费量年均增长率 6.55%。



近年来，随着我国国民收入和生活质量的不断提高，市场对高档卷筒卫生

纸、盒抽纸、软抽纸、面巾纸、手帕纸、超柔保湿纸巾纸、厨房用纸等高档生活用纸的需求量不断增加，对生活用纸的品种和质量提出了更高的要求，同时受益于人口城镇化率提高、消费升级以及二胎政策等影响，生活用纸生产量和消费量增长稳定，生活用纸具有很大的潜在市场和发展空间。

生活用纸市场仍是全球增速最快的品种，据造纸业协会统计数据，2017 年国内人均消费量为 6.4kg/人.年（13.9 亿人），河南省地处中原，人口众多，随着内陆地区经济水平快速提升，生活纸的消费潜力和市场容量还有很大增长空间。当前，仅河南省内年消费量不少于 60 万吨，预计未来 5 年内，每年增速不低于 5%。

2、发行人筹划本次非公开发行募集资金投入生活纸项目的审慎性及合理的市场评估情况

发行人本次非公开发行募集资金主要投入生活纸项目，包括：①年产 12 万吨高档生活用纸及生活纸技术改造项目；②年产 4.5 万吨卫生用品材料用纸项目。

（1）年产 12 万吨高档生活用纸及生活纸技术改造项目

①本项目分为两个部分：一、新增年产 12 万吨生活用纸；二、原有生活用纸改造部分，对纸机靴式压榨进行改造，对纸机真空系统进行改造，新增生活用纸原纸 1.5 万吨/年。

②本项目有以下特点：

一是本项目为“扩建+技改”项目，是在公司原有生活纸项目基础上进行的扩建，可利用部分原有资源，包括原有土地、供电、供热、真空系统、产品存储、废水处理、生活福利设施、消防设置机构及人员等；同时，通过生活纸技术改造项目，发行人既可提高原有生产设备的生产能力，亦可改善原有的生产技术，从而提高公司产品品质。

二是本项目加大了生活纸深加工工序的投入，与原有生活纸项目相比，延伸了产品线，增加了产品的附加价值。

三是本项目的建设形成了规模经济效益，降低了单位成本。发行人已有 12 万吨生活用纸原纸和后加工系列产品的市场份额，本项目扩建年产 12 万吨高档生活用纸原纸、年产 5 万吨生活用纸后加工系列产品，是集团公司调整产品结构、优化资源配置，发挥技术优势，配置优秀装备，形成多品种、多规格的纸和纸制品的综合性生产企业，形成多品种的规模经济优势。

③经具有甲级资质、在造纸行业权威的设计院进行可行性研究，本项目所得税前财务内部收益率 13.07%，测算依据如下：

财务评价基础数据与参数选取：计算期 15.5 年，其中建设期 1.5 年，生产期 14 年。项目投产后第一年生产负荷达到设计能力的 80%，第二年生产负荷达到设计能力的 100%。

产品成本费用估算：计算期内年平均增量总成本费用为 104,227 万元。

销售收入及税金估算：生产期内平均增量销售收入每年为 113,491 万元；生产期内增值税平均每年增量约为 3,915 万元；生产期内销售税金附加平均增量每年为 470 万元。

利润估算：生产期内平均增量利润总额 8,794 万元。计算期内平均每年缴纳增量所得税额为 1,124 万元。

（2）年产 4.5 万吨卫生用品材料用纸项目

①本项目设计生产卫生材料衬纸产能 4.5 万吨/年，定量范围 12~18g/m²。新建三条年产 1.5 万/吨，幅宽 2850mm，车速 1300m/min 卫生纸机生产线。

本项目产品属于高档卫生用品材料用纸，属于薄页纸，能够有效提升发行人产品品质，提高产品销售价格；同时，本项目能够充分利用银鸽生活纸产现有的公共资源，形成规模效应，有效降低生产成本。

②从现行造纸行业的发展趋势来看，卫生用品材料用纸行业具有良好的发展前景。随着国民经济的发展，中高档纸品市场将呈现较大的增长而低档产品将逐步衰减的趋势，生产高档的生活用纸原纸及其深加工的生活用纸系列产品有着良好的市场前景和效益。

本项目建成投产后，实现了规模效益和产品集中度；通过统筹安排、科学合理地选择国内外先进设备，达到建设周期短、质量优良和投资效益性价比高的综合效果。通过技经分析测算均表明该项目具有较好的经济效益。

③本项目建成后，所得税前内部收益率为 16.84%，测算依据如下：

市场需求预测：目前全国卫生材料用纸的市场总需求约有 12 万吨左右，市场规模年增长率在 10%以上。

产品、主要原材料及动力供应：产品及原材料、燃料价格以近期当地市场价格（不含税价）为基础，并预测到生产期。

人工成本：项目总定员 297 人。

收入、成本费用、利润：年平均新增销售收入 39,885.75 万元，年均总成本费用 36,098.09 万元，年平均新增利润总额 3,671.01 万元，年平均新增净利润 2,753.26 万元，年平均新增所得税 917.75 万元，年平均新增增值税 1,458.13 万元。

上述项目均地处河南省漯河市，以高档生活用纸和卫生用品材料用纸为主题，产品预计销售价格及成本预计支出符合当地实际水平，内部收益率计算合理。

（3）募投项目新增产能与其现有经营规模、未来公司产品市场容量及管理层的管理能力等匹配情况

生活用纸新增 12 万吨项目和卫生用品材料用纸 4.5 万吨项目实施后，能进一步增强银鸽在河南省及周边省市的龙头地位，依靠成本优势和运距优势抢占中小生产厂家和外来原纸的市场。为了进一步消化产能，发行人正在和将要采取以下措施：

①加大市场营销力度。自从实际控制人变化以来，发行人加强了产品营销的力度，首先加强了产品的市场宣传，主动寻找客户；其次通过冠名体育赛事等方式提高产品知名度。

②优化产品结构。发行人原生活纸项目主要为生产生活纸原纸，工艺流程中生活纸深加工的产能不足；本次生活纸募投项目中延伸了生活纸的产业链，加大了生活纸深加工的产能投资。

③引进市场销售的人才。发行人从优秀的同行公司中高薪引进市场人才，现已陆续到位。并且，发行人将进一步补充市场营销人员。

④市场销售的激励机制。自从实际控制人变更以来，发行人也在改变过去国企大锅饭和旱涝保收的销售激励机制，将建立以业绩为导向的竞争性激励机制。

⑤建立下游配套产业园。发行人拟通过产业优势，建设下游配套产业园，引进下游的制品深加工企业入园，形成稳定的合作关系，以此也带动产品销售。

综上所述，2016 年，造纸行业复苏，纸品消费增长，行业前景看好。特别是进入 2017 年以来，造纸行业进入新的发展周期，受国内经济整体形势稳中向好和国家供给侧改革提质增效及造纸行业去产能的影响，行业集中度越来越高，造纸行业产品销售价格大幅提升。同时，发行人产品结构调整、降本增效等措施效果逐步显现。发行人的盈利能力增强，其持续盈利能力不存在重大不确定性。

生活用纸市场仍是全球增速最快的品种，市场容量且增长空间巨大，广阔的市场空间完全能够消化发行人的新增产能。发行人拟通过技术升级改造、加强生产管理、增加产品品种、提高产品品牌影响力、保持环保治理优势及地区优势、强化市场导向和创新供销机制、用足用活国家政策等措施来消化新增产能。

本保荐机构认为：发行人本次非公开发行主要为适应国家政策和行业要求、市场自身需求，应对企业发展的挑战与机遇，加快行业装备升级、技术改造；为进一步整合行业资源，继续做大做强公司主营业务，进一步推动公司主业发展，增强公司资金实力，在造纸行业基本面改善及公司毛利率提高的情况下，调整企业产品结构，提升产品品质，实现规模效应，增加市场竞争力；进一步优化公司资产负债结构，提升盈利能力。

发行人经过慎重研究、多方认证和仔细分析，全面考虑本次募投项目的建设及投资情况，并经公司董事会及股东大会审议通过，最终确定本次非公开发行的融资额度，本次融资规模能够满足发行人拟投资项目的需要。

（以下无正文）

（本页无正文，为《光大证券股份有限公司关于对上海证券交易所<关于对河南银鸽实业投资股份有限公司 2017 年年度报告的事后审核问询函>的回复意见》之盖章页）

