

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
(修订稿)

保荐人（主承销商）

（福建省福州市湖东路 268 号）



二〇一九年四月

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分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

一、关于本次募投项目	4
二、关于毛利率	10
三、关于经营模式	20
四、关于偿债能力	23
五、关于前次募集资金使用	27

一、关于本次募投项目

申请人本次募投项目“环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目”实施主体为湖北合信智能包装科技有限公司，本次募投项目与申请人子公司湖北华艺同为生产预印瓦楞纸箱，前次募投项目武汉华艺于 2016 年 4 月停止建设。申请人 2016 年至 2018 年瓦楞纸板、纸箱的实际产能利用率在 67.67%至 79.31%之间，在产能未完全利用的情况下，申请人募集资金投建青岛合兴包装有限公司纸箱生产项目。本次募投项目预测毛利率高于现有毛利率。请申请人：（1）说明本次募投项目实施主体的未选择武汉华艺的原因及合理性，是否造成重复建设，前次募投停止建设的武汉华艺项目是否存在减值迹象。（2）结合报告期产品毛利率和同行业毛利率，进一步说明募投项目毛利率预测是否谨慎合理、本次募集资金是否超过项目实际需要量。（3）结合山东地区的市场需求和销售半径说明青岛合兴包装有限公司纸箱生产项目的必要性。

请保荐机构发表核查意见。

【回复】

一、发行人情况说明

（一）本次募投项目实施主体的未选择武汉华艺的原因及合理性，是否造成重复建设，前次募投停止建设的武汉华艺项目是否存在减值迹象

1、前次募投项目武汉华艺于 2016 年 4 月停止建设的情况说明

武汉为众多知名啤酒、饮料、乳制品等客户的聚集地，预印包装较普通瓦楞包装有着色彩丰富、印刷精美等特点，预计当地未来会有较大的预印需求，公司于 2014 年启动非公开发行，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。

2、未选择武汉华艺、湖北华艺继续建设的原因，及前次募投项目停止建设不存在减值迹象

(1) 未选择武汉华艺继续建设的原因及相关情况

本次计划建设的智能工厂，设计生产预印纸箱 20,000 万 m²，终端纸箱产品的产能较武汉华艺项目大幅增加，因此公司重新在湖北汉川为智能工厂项目购置土地，土地面积为 133,333 m²。而武汉华艺项目原取得地块在武汉东湖高新区，建设传统普通工厂，设计生产预印纸箱 6,000 万 m²，所取得的地块面积较小，仅为 39,694.63 m²，已不能满足智能工厂的需要。

同时，智能工厂项目需要购置设备与武汉华艺项目也有较大差异，如纸板线、模切机、打包机等；同时智能工厂对仓储、物流的场地规模、设计规划等普通工厂皆有较大区别，导致之前所取得的地块已不能满足智能工厂项目的建设需求。

由于宏观经济增速放缓，实体经济整体不景气，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，除之前已以自有资金投入取得土地外，该项目还没有其他建设投入，故不存在重复建设的情形。之后，为了避免土地闲置，公司在该土地上建设了厂房，并用于出租，租金可覆盖土地及厂房的摊销及折旧金额，且该土地为 2012 年取得，土地已有较大幅度增值，因此相关资产未出现减值迹象。

(2) 未选择湖北华艺继续建设的原因及相关情况

湖北华艺采用租赁厂房方式经营，厂房面积有限，仅为 29,977.28 平方米，且周边无可租用的闲置厂房，无法在现有工厂继续扩大生产；湖北华艺租赁的厂房为通用厂房，与智能工厂的规划存在较大差异，且租赁厂房较自建厂房在长期使用上存在较多不确定性，故湖北华艺的现有厂房无法满足智能工厂项目的需求。

湖北华艺 2018 年的产能利用率已达到 104.38%，产能已不能满足需求。同时，公司在湖北地区积累了大量的客户，亟需增加产能以满足市场需求，故不存在重复建设的情形。湖北华艺经济效益良好，相关经营性资产皆处于正常运

行状态，因此也不存在资产减值的迹象。

综上，在武汉华艺、湖北华艺的现有资产不适合用于本次募投项目，由于购置土地的需要，项目公司需要设立在当地，且新设一家公司作为购地主体，故在汉川市设立湖北合信作为本次募投的实施主体。

(二) 募投项目毛利率预测是否谨慎合理、本次募集资金是否超过项目实际需要量

1、募投项目毛利率预测谨慎合理

公司募投项目毛利率预测谨慎合理，具体分析如下：

(1) 对比报告期公司自产纸箱业务毛利情况

智能工程项目、青岛合兴项目与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%

本次募投智能工厂项目、青岛合兴项目预测单位毛利分别为 0.5737 元/m² 和 0.6183 元/m²，与合兴包装 2017 年度、2018 年度制造类纸箱单位毛利 0.5999 元/m² 和 0.6469 元/m² 整体相当，甚至略低。而募投项目预测毛利率却高于合兴包装制造类纸箱业务毛利率具体原因如下：

①受原纸涨价影响，公司 2017、2018 年毛利率相对较低

产品毛利率=单位毛利/单位收入，由于客户类型、产品类型的不同，纸箱产品的单位毛利会有所区别，但总体基本稳定在 0.50-0.65 元/平方米之间；纸箱产品的定价方式为成本加成，由于原纸在成本中占比最大，2017 年、2018 年受原纸价格快速上涨影响，自产纸箱的单位收入迅速上涨导致 2017、2018 年度公司毛利率相对较低。

而募投项目测算时，出于谨慎性，预测的单位毛利未高于现有产品单位平均

毛利，但预测单位收入与原纸采购成本时，剔除短期涨价因素影响，在当前原纸市场价格的基础上适度下调，导致募投项目的单位收入低于公司 2017、2018 年的平均单位收入，进而募投项目的毛利率相对较高。

②募投项目的产品类型不同

智能工厂项目主要生产预印三层纸箱，预印纸箱由于印刷精美，其毛利率通常高于普通瓦楞纸箱，且智能工厂采用智能化设备生产效率高于普通工厂，因此毛利率相对较高。青岛合兴项目主要生产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，故单位收入与单位毛利也相对较高，但毛利率低于智能工厂项目。

公司整体的产品类型众多，各年度内产品结构也有所区别，而募投项目的产品结构相对单一，故公司整体制造业务毛利率与募投项目存在差异。

综上，公司募投项目预测的单位毛利与合兴包装 2017 年度、2018 年度平均单位毛利整体相当，甚至略低。毛利率较高主要是测算单位收入、成本时剔除了短期价格上涨因素所致，同时也受到募投项目的产品结构不同的影响。因此，公司本次募投项目毛利率的预测是谨慎合理的。

(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	32.40%	34.49%	29.45%
裕同科技	28.50%	31.54%	34.35%
新通联 ^注	20.91%	18.94%	20.31%
平均值	27.27%	28.32%	28.04%

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。

智能工厂项目的预测毛利率为 18.50%，青岛合兴项目的预测毛利率为 16.68%，皆低于同行业上市公司的平均水平。

2、本次募投项目资金未超过实际需求

(1) 智能工厂项目

智能工厂项目拟建设生产环保预印彩箱、彩盒等一站式环保纸制品包装产品的智能化工厂，建设内容包括购买土地、建设厂房、购置机器设备等。智能工厂

项目规划投资总额为 34,444.65 万元，募集资金投入金额为 33,512.00 万元，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。

该项目的具体投资构成、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	24,446.65	70.97%		-	23,514.00	70.17%
1.1	工程费用	10,307.11	29.92%	是	-	10,307.00	30.76%
1.2	工程建设其他费用	220.00	0.64%	是	-	-	-
1.3	土地购置费用	3,091.00	8.97%	是	-	3,091.00	9.22%
1.4	设备购置费用	10,116.50	29.37%	是	-	10,116.00	30.19%
1.5	预备费	712.04	2.07%	否	-	-	-
2	铺底流动资金	9,998.00	29.03%	否	-	9,998.00	29.83%
项目总投资（1+2）		34,444.65	100.00%		-	33,512.00	100.00%

（2）青岛合兴项目

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%。青岛合兴项目规划投资总额为 29,802.00 万元，募集资金投入金额为 26,063.00 万元，不存在超过项目实际需求的情形。

该项目具体投资构成、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%

（三）青岛合兴项目建设的必要性

青岛为中国沿海重要的工业城市，拥有众多大型知名企业及工业产业集群，对包装产品具有广泛需求，拥有海尔、海信、澳柯玛、喜盈门等全球知名企业。青岛合兴目前已拥有等大批优质客户，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，故公司亟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。公司在山东地区仅有青岛雄峰一个生产基地，拥有年产能 5,500 万平方米的预印瓦楞纸箱生产线，在山东区域缺乏普通瓦楞纸箱的产能，而青岛合兴的客户需求主要为普通瓦楞纸箱，主要用于电器电子类产品的包装。瓦楞纸箱的销售半径通常在 150 公里左右，青岛合兴项目建设后除服务青岛当地客户外，还可覆盖胶东半岛的烟台、潍坊、日照等区域。

综上，青岛合兴项目的建设具备必要性。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构执行了如下核查程序：

- 1、访谈发行人投资部负责人，了解终止原武汉华艺项目的原因，规划本次募投项目的原因及合理性；
- 2、查阅武汉华艺项目相关土地、厂房的账务记录、租赁合同等资料，了解相关区域的土地价值，确认相关资产价值；
- 3、查阅发行人及同行业上市公司的定期报告等相关的文件等资料，核查本次募投规划各项指标测算的合理性与谨慎性；
- 4、取得并查阅了本次募集资金投资项目的可行性研究报告，复核募投项目的投资规划、建设进度规划及各项测算指标；
- 5、访谈公司销售负责人，了解山东区域的目标客户情况，以及青岛合兴项目建成后的辐射区域，了解项目建设的必要性。

（二）核查结论

保荐机构认为：

- 1、本次募投项目因武汉华艺所拥有的土地面积较小，无法满足募投项目的

需求，而未选择该主体进行实施；前次募投停止建设的武汉华艺项目不存在减值迹象与重复建设的情形。

2、募投项目的毛利率结合历史数据，剔除短期价格波动的影响，测算依据谨慎合理，且募集资金未超过项目实际的需要；

3、青岛合兴包装有限公司纸箱生产项目有利于填补公司山东地区的产能空缺，该项目合理必要。

二、关于毛利率

报告期内，申请人的综合毛利率和主要产品毛利率逐年降低。申请人供应链服务 2018 年从 2.7%提升到 4.48%，供应链服务毛利从 3,183.51 万元增加到 12,720.74 万元。请申请人（1）结合供应链业务的收入占比、原纸张价格涨幅、公司产品调价幅度等相关因素，量化分析综合毛利率逐年下降的合理性，分析相关导致毛利率下降的因素是否会对申请人持续经营造成重大不利影响，本次募投项目效益测算时是否已经充分考虑上述因素。（2）结合全国供应链市场毛利率和同行业可比公司情况分析说明申请人 2018 年以贸易为主的供应链服务毛利率大幅增加的合理性。

请保荐机构发表核查意见。

【回复】

一、发行人情况说明

（一）综合毛利率逐年下降具备合理性，不会对公司持续经营造成重大不利影响，本次募投测算已充分考虑相关因素

1、综合毛利率逐年下降的原因

报告期内，公司分行业的收入及毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度			2017 年度			2016 年度		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
包装制造行业	932,657.55	76.66%	15.00%	761,131.67	87.01%	16.06%	433,158.54	94.99%	17.34%
供应链服务	283,955.22	23.34%	4.48%	113,649.57	12.99%	2.80%	22,852.69	5.01%	2.98%

项目	2018 年度			2017 年度			2016 年度		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
合计	1,216,612.76	100.00%	12.54%	874,781.24	100.00%	14.34%	456,011.23	100.00%	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。主要受到以下原因的影响：

(1) 毛利率较低的供应链服务业务的占比逐年增高

报告期内，公司包装制造行业的毛利率平均为 16.13%，供应链服务的毛利率平均为 3.42%。供应链服务业务毛利率低，但出于该业务所需投资少且能够达到行业整合目的的考虑，公司于 2016 年度开始大力发展该项业务。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，故拉低了公司的综合毛利率水平。

(2) 受原纸涨价影响，单位毛利相对稳定的情况下，单位收入和成本增加导致包装制造行业毛利率下降

①报告期，公司包装制造行业单位毛利整体较稳定

报告期内，公司纸箱产品单位毛利分别为 0.5347 元/平方米、0.5999 元/平方米和 0.6469 元/平方米，呈略有增长趋势；纸板产品单位毛利分别为 0.1879 元/平方米、0.2984 元/平方米和 0.1739 元/平方米，除 2017 年单位毛利较高以外，保持相对稳定。2017 年纸板产品单位毛利较高的主要原因为：2016 年末纸价大幅上涨，导致市场原纸、纸板供应紧张，公司因占据规模优势，销售价格的调整幅度高于销售成本的调整幅度，导致纸板产品单位毛利有所上涨。

报告期内，公司包装制造行业产品单位毛利情况如下：

单位：元/平方米

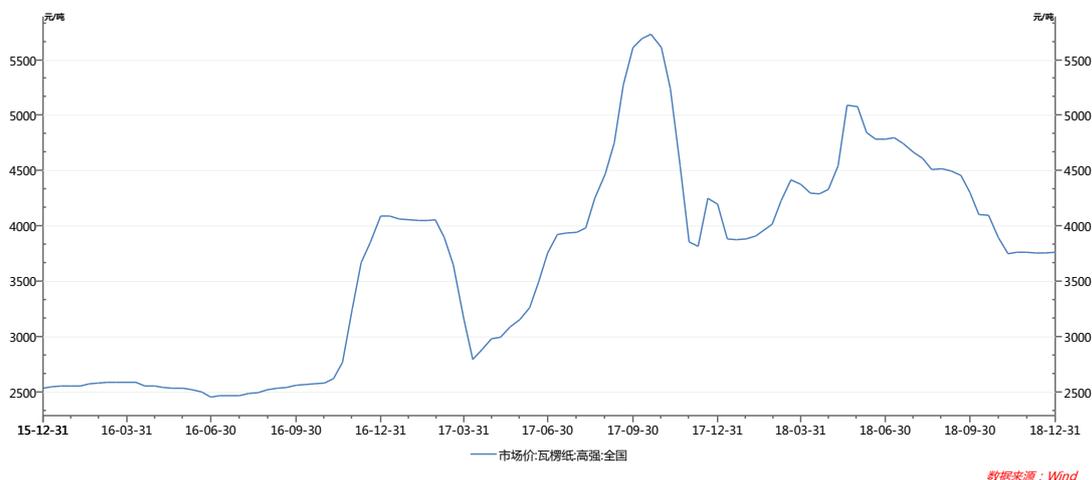
产品类别	项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度
		金额	增长率	金额	增长率	金额
纸箱	单位收入	4.4440	11.00%	4.0038	23.62%	3.2388
	单位成本	3.7971	11.55%	3.4038	25.87%	2.7042
	单位毛利	0.6469	7.82%	0.5999	12.21%	0.5347
	毛利率	14.56%	-0.42 个百分点	14.98%	-1.53 个百分点	16.51%
纸板	单位收入	2.5809	-8.25%	2.8131	33.41%	2.1086
	单位成本	2.4071	-4.28%	2.5147	30.93%	1.9207
	单位毛利	0.1739	-41.74%	0.2984	58.83%	0.1879

产品类别	项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度
		金额	增长率	金额	增长率	金额
	毛利率	6.74%	-3.87 个百分点	10.61%	1.70 个百分点	8.91%

②受原纸涨价影响，单位收入和成本增加导致包装制造行业毛利率下降

报告期内，公司包装制造行业产品毛利率分别为 17.34%、16.06%和 15.00%，在单位毛利相对稳定的情况下，毛利率下降主要是受原纸价格上涨影响。2016 年 10 月起，原纸受环保政策以及供求关系影响价格大幅上涨，上涨幅度超过 50%，导致尽管产品单位毛利相对稳定，但毛利率有所下降。2016 年至今，以高强瓦楞纸为例，原纸价格变动趋势如下：

2016-2018年度全国瓦楞纸(高强)价格走势



中国高强瓦楞纸的平均销售价格变化如下：

单位：元/吨

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	平均价格	变动	平均价格	变动	平均价格	变动
瓦楞原纸	4,295.08	5.51%	4,070.70	52.00%	2,678.14	4.69%

将公司产品毛利率变动因素根据销售价格以及销售成本分解如下：

产品	项目	2018 年度	2017 年度
纸箱	平均销售价格变动引起的该业务毛利率变动(1)	9.39%	20.08%
	平均销售成本变动引起的该业务毛利率变动(2)	-9.82%	-21.60%
	毛利率同比变动 (3)	-0.43%	-1.52%

产品	项目	2018 年度	2017 年度
	单位毛利的变动	0.0470	0.0652
纸板	平均销售价格变动引起的该业务毛利率变动(1)	-7.70%	29.87%
	平均销售成本变动引起的该业务毛利率变动(2)	3.82%	-28.17%
	毛利率同比变动 (3)	-3.87%	1.70%
	单位毛利的变动	-0.1245	0.1105

注: (1)= $\frac{P_1 - C_1}{P_1} - \frac{P_0 - C_1}{P_0}$; (2)= $\frac{C_0 - C_1}{P_0}$; P 表示平均销售价格; C 表示平均销售成本;

下标 0 表示上年或上年同期; 下标 1 表示当年或当期; (3) 2017 年度同比变动为相比 2016 年度的变动情况。

从上述分解可以看出, 报告期公司包装制造行业毛利率下降主要由原纸涨价所致, 即单位毛利固定的情况下, 单位收入和单位成本的增加会导致毛利率下降; 同时因纸箱和纸板产品因面向客户不同, 其中纸箱主要面向终端客户, 纸板主要面向同行业包材厂商, 不同客户的调价时滞有所不同, 导致毛利率变动幅度会有所差异。

2、导致毛利率下降的因素不会对申请人持续经营造成重大不利影响

报告期内, 公司综合毛利率下降主要是由于低毛利的供应链服务收入占比提升以及原纸价格上涨使得单位成本和单位收入上涨所致。而公司包装制造行业收入的绝对金额在增长, 且主要产品纸箱单位毛利亦呈略有增长趋势, 纸板产品除 2017 年较高以外, 保持相对稳定。因此, 公司毛利率的下降并非公司盈利能力出现不利变化所致, 若未来经营环境未出现重大变化, 毛利率下降的因素不会对公司未来持续经营造成重大不利影响。

3、募投项目测算已考虑上述因素

本次募投项目剔除了短期纸价波动的对毛利率的影响, 根据历史经验假设未来纸价相对稳定情况下的毛利水平, 同时纸价的波动对单位毛利的影响较小, 因此对募投项目整体的未来现金流水平影响较小, 详见“问题一”、“(二)”之回复。

(二) 申请人 2018 年以贸易为主的供应链服务毛利率大幅增加的合理性

1、关于公司供应链服务业务的说明

公司的供应链服务业务实质为纸箱、纸板、缓冲包材及原纸等产品的贸易业务。根据客户对象的不同，主要分为两大类：

(1) 针对同行业公司的贸易：公司向同行业公司主要提供原材料或半成品（原纸、纸板等产品）的贸易，同行业公司将从合兴包装采购的原纸、纸板等加工成产成品纸箱后对其终端客户进行销售。该类贸易由于终端客户资源属于同行业公司，公司仅依赖采购规模优势赚取差价，因此毛利率较低；

(2) 针对终端客户的贸易：公司直接向终端客户提供产成品（纸箱、缓冲包材等其他包材）的贸易。该类贸易由于终端客户资源属于公司，因此毛利率较高。针对终端客户的贸易根据终端客户的等级和规模又可以进一步细分针对集团客户的贸易和针对普通客户的贸易。

① 集团客户主要指国内外知名的大型优质制造业客户，该类客户供应商名录管理严苛、门槛高，中小型企业难以进入，而此类客户包材需求丰富而且区域布局较广，对于超出主要包材厂商供货半径、或特殊的包材需求，难以得到满足，而若选用中小型包材厂商的产品可能存在品质与时效性缺乏监管等问题，这些问题已成为了这些客户的包装痛点。公司作为包装行业的龙头企业，能够解决这些集团客户的痛点。因此，公司针对集团客户供应链服务业务的毛利率相对较高。

② 普通客户也属于公司的终端客户资源，但供应商供货门槛比较低，存在中小型包材厂商的竞争，故毛利率较集团客户低，但通常会高于对同行业公司的贸易。

以上供应链服务业务类型比较如下：

供应链业务类型	销售对象	销售内容	毛利率水平	毛利率分析
同行业公司	同行业公司	原纸、纸板等	较低	仅提供原材料或半成品贸易，终端客户资源不属于公司，毛利率较低
终端客户	集团客户	纸箱、缓冲包材等其他包材	较高	客户资源属于公司，供应商名录管理严苛、门槛高，毛利率较高

供应链业务类型	销售对象	销售内容	毛利率水平	毛利率分析
	普通客户	纸箱、缓冲包材等其他包材	中等	客户资源属于公司，门槛低，毛利率中等

2、公司供应链服务业务不涉及类金融业务

如上所述，公司的供应链服务业务实为贸易业务，包括向同行业公司的贸易和向终端客户的贸易。向同行业公司的贸易内容为原纸、纸板等，即向上游造纸厂或包材厂商采购原纸、纸板，销售给同行业公司；向终端客户的贸易内容为纸箱、缓冲包材等其他包材，即向同行业包材厂商采购纸箱、缓冲包材等其他包材，销售给终端客户。

合兴包装主营中高档瓦楞纸箱（板）的制造业务。基于中国的瓦楞包装行业过于分散，导致市场竞争激烈，随着公司业务规模不断扩大，进行行业整合的需求日益增强。因此，近年公司在瓦楞纸箱（板）制造业务基础上发展供应链业务，将各类中小型包材厂商的产能整合至公司供应体系内，便可扩大客户范围，将原有产能无法覆盖的中小型客户纳入供应体系。因此，公司的供应链服务业务是有真实商品交易背景的。公司供应链服务业务基于采购或销售的贸易行为给予供应商、客户正常合理的商业账期，并形成经营性往来，销售定价时均需合理考虑采购成本、服务成本及回款周期等因素，以确保该业务能够实现一定的毛利和经济效益。公司供应链服务业务的销售信用政策与制造类业务一致，因此，虽然近两年公司供应链业务规模占比增加，但公司整体的应收账款周转天数基本保持稳定，2017 年度-2018 年度公司应收账款周转天数分别为 78.19 天和 75.35 天。

公司发展供应链服务业务目的在于降低生产成本、整合行业产能、服务终端客户，而非提供融资服务。该业务为大宗商品贸易行业较为常见的业务模式，是提高用户粘性的有效方法。随着公司包装制造业务规模的不断扩张，及行业整合能力的不断增强，公司通过发展供应链服务业务，可以进一步提升市场占有率及行业竞争力。

而供应链金融指向核心客户提供融资和其他结算、理财服务，同时向这些客户的供应商提供贷款及时收达的便利，或者向其分销商提供预付款代付及存货融资服务。

综上，公司供应链服务业务为基于真实包材交易背景的贸易业务，而非供应链金融业务。公司相关业务资金来源于股东投资、银行借款等，且公司未在本相关业务中向客户、供应商提供借款、担保，或通过其他第三方为客户、供应商提供资金服务。故公司供应链服务业务不属于供应链金融业务。

3、2018年供应链服务毛利率大幅增加的原因及合理性

(1) 公司供应链服务业务毛利率和同行业公司比较

根据公开披露的信息，同行业上市公司美盈森、裕同科技和新通联未开展或未单独披露供应链服务业务收入及毛利率情况，因此公司无法与它们在供应链服务业务情况直接对比。

公司近年发展供应链服务业务的原因：我国瓦楞包装行业呈现“散而小”的特点，行业企业数量众多，但具备一定规模以上的企业较少，行业集中度较低，多数企业缺乏核心竞争力。2015年及之前公司主要发展制造类业务，未开展供应链服务业务。通过20多年的经营，公司已发展成瓦楞包装制造行业的龙头企业，基于上述行业特点，公司发现了行业整合的机遇，通过不断整合上下游资源，建立了健全、完善的采购渠道和销售渠道，积累了众多的供应商和客户资源，并具备采购和销售规模优势，因此公司具备发展供应链服务业务的条件和能力，并于2016年度开始发展供应链业务，初期的服务对象主要为同行业公司和普通终端客户，随着公司供应链业务的不断完善，于2017年、2018年逐渐向集团终端客户延伸。

除同行业公司外，国内从事供应链业务的上市公司较多，剔除从事物流、供应链金融及大宗商品贸易等供应链公司，与公司供应链服务业务较为可比的主要有怡亚通、上海雅士、普路通、建发股份（浆纸贸易）等。

报告期内，公司供应链服务业务与相关上市公司供应链业务的毛利率比较如下：

项目	2018年度	2017年度	2016年度
怡亚通	6.62%	6.51%	6.58%
上海雅士	5.71%	6.53%	8.71%
普路通 ^{注1}	-	6.47%	6.22%
建发股份（浆纸）	2.88% ^{注2}	3.23%	3.26%
平均值	5.07%	5.69%	6.19%

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
合兴包装	4.48%	2.80%	2.98%

注 1：部分上市公司尚未公布 2018 年年报

注 2：2018 年建发股份年报中未就浆纸贸易进行单独披露，故选取供应链运营业务整体毛利

数据来源：相关上市公司定期报告

公司的供应链服务业务毛利率未超过相关上市公司的供应链业务毛利率平均水平，处于合理水平。

(2) 2018 年供应链服务毛利率大幅增加的原因及合理性

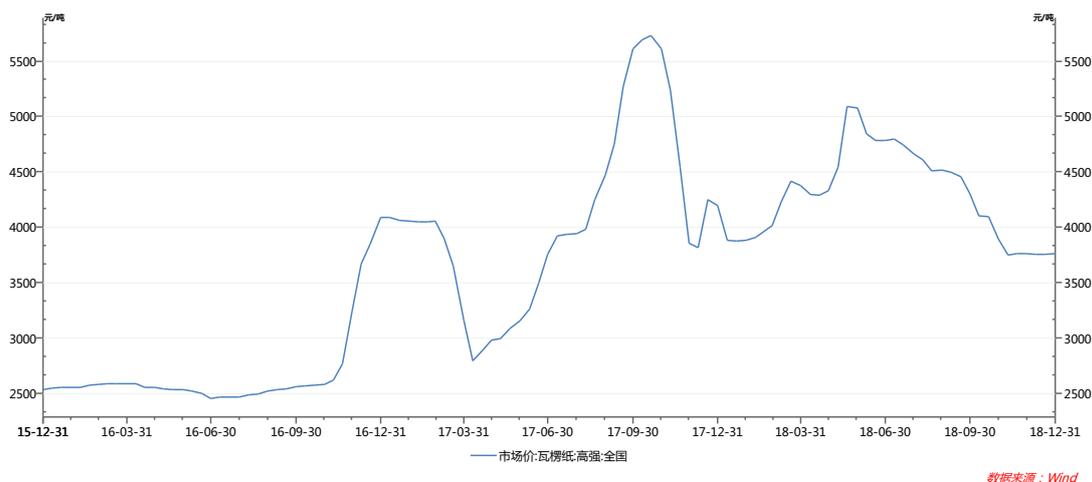
报告期，公司供应链服务业务按类型统计的营业收入和毛利率水平变化情况如下：

客户类型	2018 年度			2017 年度			2016 年度			
	营业收入		毛利率	营业收入		毛利率	营业收入		毛利率	
	金额	占比		金额	占比		金额	占比		
终端客户	集团客户	70,239.97	24.74%	8.92%	13,231.87	11.64%	7.51%	-	-	-
客户	普通客户	65,747.00	23.15%	3.09%	51,764.43	45.55%	2.32%	10,743.63	47.01%	3.14%
	同行业公司	147,968.24	52.11%	2.99%	48,653.27	42.81%	2.03%	12,109.06	52.99%	2.84%
	合计	283,955.22	100.00%	4.48%	113,649.57	100.00%	2.80%	22,852.69	100.00%	2.98%

报告期，公司供应链服务业务包括向同行业公司贸易、向普通客户贸易以及向集团客户贸易三小类。向同行业公司贸易的毛利率分别为 2.84%、2.03%和 2.99%；向普通客户贸易的毛利率分别为 3.14%、2.32%和 3.09%；2016 年公司尚未向集团客户提供贸易服务，2017、2018 年向集团客户贸易的毛利率分别为 7.51%和 8.92%。公司向同行业公司贸易、向普通客户贸易的毛利率较低，向集团客户贸易的毛利率较高，原因分析见上述“1、关于公司供应链业务的说明”。

① 2017 年，公司向同行业公司贸易及向普通客户贸易的毛利率较 2016 年有所下降，主要是因为 2017 年原纸价格大幅上涨，降低了贸易差价的水平。

2016-2018年度全国瓦楞纸(高强)价格走势



② 2018年,公司的供应链服务业务收入较2017年增长了149.85%,毛利率较上年增长了1.68个百分点,增长的主要原因为2017年受原纸价格大幅上涨供应链服务业务整体毛利率水平较低,2018年公司毛利率较高的集团客户供应链业务实现较大幅度增长,以及随着供应链业务规模的增大,规模效应导致平均采购成本下降。具体分析如下:

A、如上分析,2017年原纸价格大幅上涨,导致当年供应链服务业务总体毛利率水平较2016年度低(公司供应链服务2016年度整体毛利率水平为2.98%,2017年为2.80%),集团客户亦如此。

B、2016年及2017年为公司供应链业务发展初期,主要针对同行业公司 and 普通客户,合计占比100%和88.36%,2017年开始发展集团客户贸易业务,占比11.64%。由于针对同行业公司 and 普通客户的供应链业务毛利率较低,导致2016年及2017年公司供应链业务整体毛利率较低。公司通过20多年的经营,积累了大批国内外知名的大型优质制造业客户(集团客户)。随着供应链服务日趋完善,公司整合了全国各区域大量的包材生产资源,可更好地为集团客户提供包装整体解决方案,因此公司的供应链服务业务逐步向集团客户延伸。2018年,公司供应链业务向集团客户延伸力度加大,同时2018年完成对合众创亚的内部整合后,合众创亚(亚洲)贡献了大量的集团客户,公司集团客户供应链收入占比由2017年的11.64%提升至24.74%,导致公司2018年的供应链服务业务收入与毛利率实现增长。

C、随着供应链服务业务规模的增加,公司的采购议价权也相应提升,随着规模效应的实现,公司的采购成本有所降低,也一定程度上提升了毛利率。

综上，随着公司供应链业务的日趋完善，优质客户数量的不断增加，同时规模效应导致平均采购成本下降。未来公司供应链服务业务仍将保持快速增长，毛利率仍将趋于合理稳定。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构执行了如下程序：

- 1、检查了发行人最近三年的定期报告，分析导致发行人毛利率下降的原因；
- 2、访谈了发行人管理层，了解公司业务变化情况；
- 3、查阅同行业上市公司的定期报告，比较同行业上市公司的毛利率；
- 4、查阅市场公开信息，了解原纸价格的市场情况；
- 5、取得并查阅了本次募集资金投资项目的可行性研究报告，复核募投项目盈利预测测算过程；
- 6、访谈了发行人管理层，了解发行人供应链业务的内容和实质，是否涉及类金融业务；
- 7、分析发行人报告期供应链服务业务收入和毛利率变动的原因及合理性；
- 8、查阅发行人供应链服务业务的客户清单，复核供应链服务业务的收入与毛利计算过程，抽取并复核部分客户的销售与采购合同；
- 9、查阅相关上市公司中，供应链业务的毛利率情况，进行对比分析。

（二）核查结论

经核查，保荐机构认为：

- 1、发行人毛利率下降与公司收入结构变化、原纸价格上涨以及公司调价的情况一致，因单位毛利保持相对稳定，该项变化不会对发行人持续经营造成重大不利影响；
- 2、本次募投项目效益测算时已充分考虑公司毛利率变动的情况；
- 3、发行人 2018 年的供应链服务业务的营业收入与毛利率增加，主要由于受原纸价格上涨影响，2017 年供应链服务业务整体毛利率较低，发行人供应链服务业务逐步向集团客户延伸，以及规模效应降低了采购成本，符合发行人实际经营的情况。
- 4、截至本回复出具之日，发行人供应链服务主要为基于真实包材交易背景

的贸易业务，而非供应链金融业务。发行人相关业务资金来源于股东投资、银行借款等，且发行人未在相关业务中向客户、供应商提供借款、担保，或通过其他第三方为客户、供应商提供资金服务。故发行人供应链服务业务不属于供应链金融业务。

三、关于经营模式

申请人子公司众多，各级子公司共 130 家，43 家一级子公司中盈利状况较好的仅有 9 家。报告期内子公司数量变化较大，2017 年新设 40 家二级和三级子公司，2018 年度新设 3 家一级子公司、26 家二级和三级子公司，减少了 11 家二级和三级子公司。请申请人（1）结合自身经营模式说明大量新设和减少子公司的必要性、合理性；（2）结合可比公司情况说明子公司较多且数量变动是否符合行业特点。

请保荐机构发表核查意见。

一、发行人情况说明

（一）结合自身经营模式说明大量新设和减少子公司的必要性、合理性

公司的主要产品为纸箱、纸板，由于瓦楞纸箱、纸板体积大、重量轻，单位运输成本较高，受制于经济效益，瓦楞纸箱（板）的销售半径通常在 150KM 左右，包装行业的企业会根据客户的分布成立相应的公司，以设立工厂或建立贸易渠道以满足客户的需求，因而包装行业企业的子公司较多。近年公司在全国布局生产基地，并通过供应链业务整合行业资源，因而新设公司较多。同时由于近两年宏观经济环境不景气，部分客户由于资金、市场发生变化等原因减少了业务规模，导致部分区域订单不及预期，公司对下属子公司进行业务梳理，注销或转让了部分未开展业务、业务较少的子公司。

综上所述，合兴包装子公司较多以及报告期新设和减少子公司为公司业务模式决定的，存在合理性以及必要性。

（二）结合可比公司情况说明子公司较多且数量变动是否符合行业特点

截至 2018 年 12 月 31 日，同行业上市公司所拥有的子公司情况比较如下：

公司	一级子公司数量	二级及以下子公司
美盈森	29	未披露
裕同科技	32	未披露
合兴包装	43	88

数据来源：上市公司定期报告

1、同行业一级子公司数量均较多，二级及以下子公司由于可比上市公司未公开披露，无法直接对比

由于存在销售服务半径，包装行业经营模式决定了行业公司子公司较多，截至 2018 年末，公司共有一级子公司 43 家，同行业上市公司美盈森、裕同科技拥有一级子公司数量分别为 29 家和 32 家。公司一级子公司数量较美盈森、裕同科技略多是因为其业务布局更广、经营规模更大导致，公司 2018 年度营业收入 121.66 亿元，而美盈森、裕同科技的营业收入分别为 32.49 亿元和 85.78 亿元。截至 2018 年末，公司二级及以下子公司共 88 家，由于美盈森、裕同科技未公开披露二级及以下子公司的数量，故针对二级及以下子公司的数量无法直接对比。

2、2017 年度、2018 年度公司新增下属子公司较同行业多的原因

2017 年，公司新增二级和三级子公司 40 家，同行业上市公司美盈森、裕同科技新增的子公司家数分别为 7 家和 6 家；2018 年，公司新增下属子公司（含二级及以下子公司）29 家，同行业上市公司美盈森、裕同科技新增的子公司家数分别为 2 家和 13 家。具体如下：

公司	2018 年新增的各级下属子公司	2017 年新增的各级下属子公司
美盈森	2	7
裕同科技	13	6
合兴包装	29	40

数据来源：上市公司定期报告

近两年，公司新增下属子公司较同行业多的原因如下：

公司通过在全国布局新生产基地或设立供应链公司方式大力拓展业务规模，导致公司营业收入较同行业实现较大幅度增长，具体如下：

公司	2018 年度		2017 年度	
	营业收入	增长率	营业收入	增长率
美盈森	324,894.55	13.70%	285,741.93	28.75%
裕同科技	857,824.38	23.47%	694,774.07	25.36%
合兴包装	1,216,612.76	39.08%	874,781.24	91.83%

数据来源：上市公司定期报告

由于公司全国业务布局的力度大于同行业公司，特别是近两年公司大力发展供应链业务，由于存在销售服务半径，新增的供应链公司较多，导致公司 2018 年新增下属子公司（含二级及以下子公司）多于同行业上市公司。

3、2018 年度注销及处置下属子公司较同行业多的原因

2018 年度，公司注销及处置的下属二级和三级子公司 11 家，公开披露信息未查询到同行业上市公司美盈森、裕同科技 2018 年度有注销及处置子公司的情形。公司 2018 年度注销及处置下属子公司的原因为：

公司近年因全国范围大力布局生产基地或供应链公司需要，新设了较多子公司。同时由于近两年国内外经济环境有较大变化，部分客户由于资金、市场发生变化等原因减少了业务规模，导致部分区域订单不及预期，公司对下属子公司进行业务梳理，注销或转让了部分业务不及预期的子公司。

综上，公司一级子公司较多是具有销售服务半径的行业特性以及公司经营规模较大导致的，符合行业特点。公司 2017 年、2018 年新增子公司较多，主要是公司加速布局全国生产基地和供应链公司所致；2018 年减少子公司较多，主要由于国内外经济环境有较大变化、部分区域公司订单不及预期，公司集中梳理处置所致。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

- 1、访谈了发行人业务、财务及法务部门相关人员，了解发行人的业务模式、新设以及注销子公司的原因与管理制度；
- 2、查阅了公司财务报表，复核公司合并范围的变化情况。

（二）核查结论

保荐机构认为：

1、由于存在销售服务半径，包装行业经营模式决定了行业公司子公司较多，由于发行人的业务规模较大，因此拥有子公司的数量大于同行业上市公司所披露的子公司数量。

2、发行人全国业务布局的力度大于同行业公司，特别是近两年公司大力发展供应链业务，由于存在销售服务半径，新增的供应链公司较多；同时，由于近两年国内外经济环境有较大变化，部分客户由于资金、市场发生变化等原因减少了业务规模，导致部分区域订单不及预期，发行人对下属子公司进行业务梳理，注销或转让了部分业务不及预期的子公司，导致处置的子公司数量较同行业多。

四、关于偿债能力

2016年、2017年和2018年末公司货币资金分别为58,004.45万元、60,623.81万元和79,774.57万元。而公司负债合计分别为339,246.31万元、369,192.30万元和398,971.92万元，其中以流动负债为主，公司面临较大的偿债压力，目前公司可用授信额度仅6.74亿元。请申请人补充说明未来是否存在较大的债券兑付风险，是否有相应的应对措施。请保荐机构、申请人律师、会计师同时发表核查意见。

一、发行人情况说明

（一）合兴包装未来债券兑付风险较小

1、虽然公司的流动负债较大，但公司有足够流动资产用于偿还负债

公司主要产品是中高档瓦楞纸箱（板），主要原材料包括瓦楞原纸、箱板纸、其他原纸等。因原纸采购成本占公司成本比重较大，公司的经营活动会产生较大的应付票据及应付账款，同时公司也借入了短期借款用于支付货款以及其他经营活动，所以流动负债金额较大。但另一方面公司的产品销售也产生了较大的应收款项，相关应收款项收回后能够偿付公司的流动负债。报告期内，公司的营运资金分别为70,662.19万元、122,810.97万元和115,802.06万元，均保持于较高水平。

报告期内，公司的主要流动资产、负债情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018年 12月31日	2017年 12月31日	2016年 12月31日
应收票据及应收账款	273,600.27	234,140.61	148,475.91
存货	119,626.45	122,076.93	99,831.13
货币资金	79,774.57	60,623.81	58,004.45
流动资产总额	483,595.58	431,865.49	321,873.63
应付票据及应付账款	216,142.53	178,202.11	137,206.83
短期借款	121,428.59	103,326.50	76,680.50
流动负债总额	367,793.52	309,054.52	251,211.44
营运资金	115,802.06	122,810.97	70,662.19

同时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，且公司严格执行信用政策，应收账款无法回收的风险较小，公司各期实际发生的应收账款坏账的金额均较低。

2、公司的债务具有较高保障

报告期内，公司的偿债指标如下：

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
流动比率（倍）	1.31	1.40	1.28
速动比率（倍）	0.99	1.00	0.88
息税前利润（万元）	46,851.03	37,300.48	54,675.46
利息保障倍数（倍）	4.18	3.37	7.71
资产负债率（合并）	56.89%	57.13%	62.49%

报告期内，公司的流动比率均大于1，速动比率也保持于较高水平。公司息税前利润分别为54,675.46万元、37,300.48万元和46,851.03万元，利息保障倍数分别为7.71、3.37和4.18，表明公司具备偿还借款利息的能力。

3、公司的信用良好

公司在各银行的贷款都能按时还本付息，在各贷款银行有良好的信用，未发生借款逾期未还的情况，贷款偿还率和利息偿付率均为100%。

公司于2012年公开发行3亿元公司债券并按时还本付息。公司向中国银行间交易商协会申请注册并于2017年9月6日取得《接受注册通知书》（中市协

注[2017]SCP284 号），前述《接受注册通知书》项下超短期融资券注册金额为 15 亿元，额度有效期二年，公司已在注册额度内发行两期超短期融资券，并均按时兑付本息。公司成立至今未发生过债券偿付违约的情形。

截至本回复出具之日，公司不存在尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁案件及重大行政处罚案件。公司已聘请中诚信对本次债券进行信用评级，中诚信出具了《评级报告》，评定发行人的主体长期信用等级为 AA 级，本次债券信用等级为 AA 级，评级展望为稳定。

综上所述，公司债券兑付风险较低。

（二）公司偿债风险的应对措施

1、公司盈利能力和发展前景良好，现金流预期良好

合兴包装已成为国内瓦楞纸箱龙头企业，近年来营收规模的不断扩大，实现经营业绩的稳定增长，虽然业务的增长在前期占用较多营运资金，但目前经营活动现金流已趋稳。报告期内，公司扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为 7,320.08 万元、12,695.80 万元和 21,383.21 万元，最近一年公司经营活动也产生了 55,805.13 万元的现金净流入，未来现金流量稳健。

未来随着募投项目的实施，公司将进一步补充产能缺口，扩大销售规模，优化产品结构，提升生产经营效率，稳步提升的经营业绩和盈利能力将产生持续稳定的现金流，公司能够进一步保障偿债能力，控制偿债风险。

2、随着公司规模的扩大，公司授信额度也将进一步提升

公司向银行取得授信额度通常以年度为单位，即在上年年度报告出具后，可与银行进行当年度银行授信额度的商定。现有银行授信额度为基于 2017 年年报（重述前）所获取的授信额度，2017 年末，公司总资产为 476,467.12 万元（重述前）。由于 2018 年公司完成对合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司的整合，公司规模有较大增长，2018 年末公司总资产为 701,360.35 万元，因此公司的融资能力及可取得授信额度也将进一步提升。

同时，作为上市公司，公司经营情况良好，运作规范，盈利能力较强，具有较为丰富的融资工具和较强的再融资能力，可通过资本市场进行直接的股权和债务融资。

3、现金及易变现资产偿债保障

公司财务政策较为稳健，注重对流动性的管理，在现金流量不足且无法及时获得外部融资的情况下，公司可通过及时变现部分流动资产作为偿债资金的补充来源。

4、制定并严格执行资金管理计划

公司将指定资金管理中心负责募集资金及偿债资金的归集、管理工作，负责协调本次债券本息的偿付工作。公司其他相关部门配合资金管理中心在本次债券兑付日所在年度的财务预算中落实本次债券本息的兑付资金，确保本次债券本息如期偿付。另外，公司将做好财务规划，合理安排好筹资和投资计划，同时加强对应收款项的管理，增强资产的流动性，保证公司在兑付日前能够获得充足的资金用于向债券持有人清偿全部到期应付的本息。

发行人偿债能力良好，并制定了相应债券偿付风险应对措施，未来债券到期兑付风险较小。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

保荐机构、发行人律师与会计师执行的核查程序如下：

- 1、访谈了发行人销售、财务部门人员，了解发行人的客户情况、销售模式、行业特点、主要客户情况、应收账款管理制度等；
- 2、查阅了报告期内发行人与主要客户签订的合同、销售订单；
- 3、报告期内各期对主要客户的交易发生额和应收账款余额执行函证测试程序；
- 4、核查了发行人最近三年的定期报告，分析了发行人债券偿付指标；
- 5、查阅了发行人报告期的授信合同，并访谈资金管理中心负责人，了解银行授信的取得情况。

（二）核查结论

保荐机构、发行人律师与会计师认为：

- 1、发行人的偿债能力良好，不存在较大的债券兑付风险；
- 2、发行人有足够的应对措施以保障债券兑付的风险。

五、关于前次募集资金使用

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。

(1) 请申请人结合市场环境变化、实施进度等因素，进一步说明该募投项目的实施是否存在重大变化，是否可能导致项目投资收益不达预期。请保荐机构、会计师说明核查过程，发表核查意见。

(2) 根据申请文件，申请人对前次募投项目进行了部分调整，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，因此，在实际执行过程中前次募投项目单条生产线投入金额与部分项目工期与原规划存在一定差异。前述调整是否会影响相关产线的涉及效能，是否会对前次募投项目效益的实现造成不利影响。请保荐机构核查并发表意见。

一、发行人情况说明

(一) 募投项目实施未发生重大变化

客户需要对包装端的智能化改造的整体市场需求并没有发生变化，部分客户受到厂房建设、设计需求变更等因素的影响导致实施进度有所延后，如原计划于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。

同时2018年受到贸易战、资金紧张等外部环境的影响，导致部分目标客户暂时延缓了智能包装项目的建设规划；但随着未来宏观经济环境的复苏，此类客户的需求预计将得以释放。

因此公司将继续大力推进智能包装项目，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。

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。

（二）前募项目的部分调整对项目整体效益的影响

智能包装项目通过向用户提供包括包装方案设计、包装材料选取、供应商遴选，包装环节自动化改造、产品包装等一整套系统服务，进而深化与客户的合作，即为客户铺设智能包装生产线，提高客户粘性，最终通过增加对客户包装产品的销量回收投资成本，实现项目效益。

根据客户的实际需求，公司对部分产线进行了调整或采取分期实施的方式，但依旧可达到与客户在包装方面深度合作、加深客户粘性的目的。公司在与客户签订智能包装项目协议的同时，根据实际投资金额与客户约定了包装物的最低采购额，即最低采购额与设备投入额直接挂钩，通过智能包装项目实现的收入金额不受到生产线是否按规划将各工序完全建设的限制。若日后追加投资则相应增加最低采购额。因此，公司可通过增加合作客户与生产线数量的方式，以实现该项目的足额投资，从而实现项目的整体效益。因此，对前募项目的部分调整，对项目整体效益不会造成不利影响。

二、中介机构核查情况

保荐机构与发行人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 2018 年度出具的《前次募集资金使用情况报告》。

（二）核查结论

保荐机构与发行人会计师认为：

1、前次募集资金投资项目的实施不存在重大变化，不会导致项目投资收益不达预期；

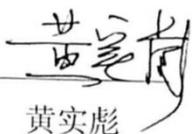
2、前次募集资金投资项目的调整不会对前次募投项目效益的实现造成不利影响。

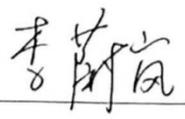
（本页无正文，为厦门合兴包装印刷股份有限公司《<关于请做好合兴包装可转债发审委会议准备工作的函>有关问题的回复》之盖章页）



(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

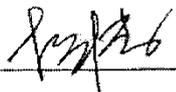

李蔚岚



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4月26日