

中国国际金融股份有限公司
关于
广东冠豪高新技术股份有限公司换股吸收
合并佛山华新包装股份有限公司并募集配
套资金暨关联交易之并购重组委审核意见
回复
之
专项核查意见



独立财务顾问

二〇二一年三月

中国国际金融股份有限公司

关于广东冠豪高新技术股份有限公司换股吸收合并佛山华新包装股份有限公司并募集配套资金暨关联交易之并购重组委审核意见回复 之专项核查意见

中国证券监督管理委员会：

经中国证监会并购重组委员会于 2021 年 3 月 11 日召开的 2021 年第 5 次并购重组委工作会议审核，广东冠豪高新技术股份有限公司（以下简称“冠豪高新”、“公司”、“上市公司”）吸收合并事项（以下简称“本次交易”、“本次重组”）获得有条件审核通过。中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”、“独立财务顾问”）作为本次交易的独立财务顾问，本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就审核意见所提问题进行了认真核查，对本次交易申请文件有关内容进行了必要的修改、补充说明或解释，具体内容请参见下文。

如无特别说明，本核查意见中的简称或名词的释义与《广东冠豪高新技术股份有限公司换股吸收合并佛山华新包装股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》（以下简称“报告书”）中相同。

目 录

1. 请申请人进一步补充说明被吸并方报告期内毛利率增长的原因以及未来业绩周期性波动的风险，请独立财务顾问核查并发表明确意见。3

1. 请申请人进一步补充说明被吸并方报告期内毛利率增长的原因以及未来业绩周期性波动的风险，请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

2018 年、2019 年及 2020 年 1-9 月，粤华包的毛利率分别为 8.87%、10.15% 及 19.31%，呈逐年增长趋势。报告期内粤华包毛利率增长的主要原因系行业层面限塑令影响、灰底白替代叠加新冠疫情带来的消费模式改变与升级促进需求增长，集中度提升推动行业形成有序竞争格局；公司层面粤华包进行经营策略调整，产能利用率和运营效率不断提升；产品层面报告期内浆价下行导致粤华包白卡纸单位成本下降，同时期单位售价相对稳定，单位成本降幅高于单位售价降幅。本次交易实现冠豪高新与粤华包的资源全面整合，协同效应显著，能够降低未来周期性波动对持续盈利能力的影响，提升存续公司未来的持续盈利能力。

一、被吸并方报告期内毛利率增长的原因分析

1、行业层面：限塑令影响、灰底白替代叠加新冠疫情带来的消费模式改变与升级促进需求增长，集中度提升推动行业形成有序竞争格局

（1）限塑令影响、灰底白替代叠加新冠疫情带来的消费模式改变与升级促进需求增长

1) “限塑令”替代效应带来需求增长

2020 年 1 月 19 日，国家发改委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，新限塑令系统性地对部分塑料制品的生产、销售、使用和回收处置等流程都作出了明确规定。2020 年 4 月 10 日，国家发改委发布《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录（征求意见稿）》；2020 年 9 月 1 日起正式施行的新固废法也增设了塑料制品的相关规定。

新限塑令规定，至 2020 年重点城市的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动禁止使用不可降解塑料袋；全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管；地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务禁止使用不可降解一次性塑料餐具。2022 年和 2025 年禁止范围逐步扩大至

全国，并推广使用环保布袋、纸袋等非塑制品作为替代产品。

考虑到成本、量产规模以及卫生标准等因素，食品级白卡纸成为塑料的主要替代品。“限塑令”增加了白卡纸纸盒和纸袋对餐饮外卖餐盒、塑料包装袋等塑料制品的替代需求，为白卡纸带来替代增量。

2) 白卡纸对于灰底白板纸的替代推动白卡纸需求高增长

白卡纸与灰底白板纸共同构成白纸板的两大细分子品类，二者下游需求重合度较高，区别在于白卡纸以木浆为主要原材料，与以废纸为主要原料的灰底白板纸相比档次更高、品质更优。近年来，白卡纸对于灰底白板纸的替代已逐步显现，其原因主要包括：①消费升级带来的替代效应，持续推动下游需求由灰底白板纸转向品质更优的白卡纸；②受进口废纸政策收紧、环保清查等因素影响，灰底白板纸厂成本承压、产量收缩；③富阳地区作为国内重要的灰底白板纸生产地，政策要求造纸产能（累计约 780 万吨）于 2018-2021 年逐步腾退完毕，进一步加快白卡纸对于灰底白板纸的替代速度。基于以上原因，灰底白板纸在白板纸中的消费量占比逐步减小，白卡纸占比则持续扩张，白卡纸占据白纸板消费量的比重已由 2009 年的 27%稳步提升至 70%左右，对于灰底白板纸的替代带来白卡纸需求快速增长。

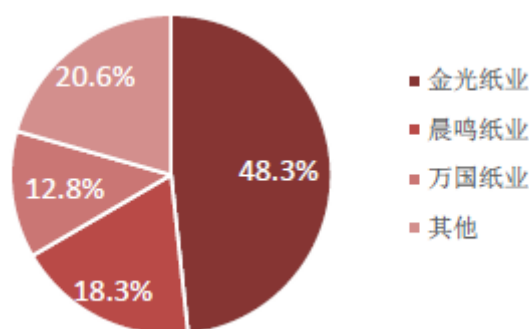
3) 新冠疫情带来的消费模式改变与升级促进白卡纸需求增长

2020 年的新冠肺炎疫情对人们的行为乃至生活方式都产生了重大影响，随之而来，人们的消费模式也发生了巨大变化。人们更加关注个人健康和卫生防疫，出门活动减少，宅家时间增多，更多的消费转到线上，外卖、快递等需求潜力进一步打开，由于可降解塑料产能不足以及价格大幅上涨，不少外卖商家和快递商家选择白卡纸作为替代，导致白卡纸需求大增，纸价上涨。

(2) 集中度提升推动行业形成有序竞争格局

由于环保要求日益严格、供给侧结构性改革、淘汰落后产能等原因，白卡纸产能逐步向环保设施齐备、生产量大、装备先进的大企业集中。白卡纸 2019 年总产能约 1,092 万吨，其中行业 CR4 金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”）312 万吨，山东博汇纸业股份有限公司（以下简称“博汇纸业”）

215 万吨，山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“晨鸣纸业”）200 万吨，万国纸业太阳白卡纸有限公司（以下简称“万国纸业”）140 万吨，产能集中度达 79.4%，议价权掌握在行业龙头手中。金光纸业收购博汇纸业后，两者合计市占率将近 50%，行业竞争优势增强。白卡纸集中度提升，对行业产能投放节奏、开工率等形成有效控制，产能协同性增强有利于稳定纸价，降低季节性波动，同时供给进一步集中，企业议价能力提升，白卡纸吨盈利向好。



图：金光纸业收购博汇纸业完成后白卡纸行业 CR3 集中度

数据来源：卓创资讯

（3）同行业可比公司盈利能力亦不断增强

粤华包主要从事高端白卡纸相关产品的制造销售，选取造纸行业中从事白卡纸相关业务的上市公司作为可比公司，其可比公司白卡纸营收情况如下：

单位：万元

证券代码	证券简称	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
600966.SH	博汇纸业	-	788,287.76	652,159.45
000488.SZ	晨鸣纸业	318,883.43	690,889.96	644,024.77
平均值		318,883.43	739,588.86	648,092.11
粤华包		242,341.72	326,569.31	294,822.54

注：博汇纸业 2020 年半年报未披露白卡纸营收数据

2019 年，博汇纸业白卡纸营业收入为 788,287.76 万元，较 2018 年同比增长 20.87%；晨鸣纸业白卡纸营业收入为 690,889.96 万元，较 2018 年同比增长 7.28%；同行业平均营收为 739,588.86 万元，较 2018 年同比增长 14.12%。2019 年，粤华包白卡纸营业收入为 326,569.31 万元，较 2018 年同比增长 10.77%，与同行业可比公司基本一致。

报告期内，可比公司白卡纸毛利率情况如下：

证券代码	证券简称	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
600966.SH	博汇纸业	-	15.81%	17.55%
000488.SZ	晨鸣纸业	22.64%	16.70%	16.23%
平均值		22.64%	16.26%	16.89%
粤华包		14.41%	7.22%	5.07%

注：博汇纸业 2020 年半年报未披露白卡纸毛利率数据

报告期内，同行业可比公司毛利率整体呈稳中有升趋势，粤华包与其变动趋势基本一致。2019 年博汇纸业白卡纸毛利率同比下降 1.74%，主要原因系新增产能项目于 2019 年下半年陆续试机投产，试机期间成本较高，造成毛利润下降。

报告期内，同行业可比公司平均毛利率高于粤华包，主要原因系：1）晨鸣纸业自身拥有纸浆生产线，博汇纸业亦在加快林、浆、纸一体化步伐，优势相对明显；2）博汇纸业、晨鸣纸业与粤华包所处区位不同，粤华包生产基地位于珠海，人工成本和能源成本相对较高。

2、公司层面：经营策略调整，产能利用率和运营效率提升

2017 -2018 年粤华包受台风、“3•4”生产安全事故等影响，产能利用率和销量处于较低水平，2019 年起，粤华包加强了市场开拓和经营管理，启动了营销体系的深化改革，优化“价值营销体系”和激励机制，加快新产品的研发推广力度，销量大幅提升。

报告期内，粤华包纸业板块销售量、生产量、库存量具体情况如下：

单位：万吨

项目	2020 年	2019 年	2018 年
销售量	58.01	52.14	48.31
生产量	57.70	50.02	51.30
库存量	2.92	4.33	4.82
产销率	100.54%	104.24%	94.17%

2019 年，粤华包纸业板块完成销售量 52.14 万吨，同比增长 7.93%，成品库存下降 10.16%，产销率由 94.17%提升至 104.24%；2020 年，粤华包纸业板块完

成销售量 58.01 万吨,同比增长 11.26%,成品库存下降 32.56%,产销率为 100.54%,整体呈上升趋势。

报告期内,粤华包坚持贯彻“满负荷、高周转、调结构”的经营策略,运营效率不断提升,粤华包近两年及一期资产周转能力指标如下:

项目	2020 年度	2020 年 1-9 月	2019 年度	2018 年度
应收账款及票据周转率	5.78	5.40	4.09	3.48
存货周转率	6.23	3.76	4.20	3.28

注:2020 年 1-9 月相关周转率已经简单年化处理;2018 年相关周转率的计算中,存货平均余额、应收账款(含应收票据)平均余额均为 2018 年 12 月 31 日余额。上述财务指标的计算公式为:

应收账款及票据周转率=营业收入/((期初应收账款及票据余额+期末应收账款及票据余额)×0.5)

存货周转率=营业成本/((期初存货余额+期末存货余额)×0.5)

报告期内,粤华包应收账款及票据周转率和存货周转率逐年上升,资产周转能力不断提升。

3、产品层面:浆价下行导致单位成本下降,单位售价相对稳定,单位成本降幅高于单位售价降幅

在经历 2017 年行业景气高点后,白卡纸价格一路下行,最低达到 5,000 元/吨。随着行业库存逐渐清理,2019 年白卡纸价格经历一波小幅反弹。2020 年上半年受疫情影响,白卡纸价格有所下滑,随着下半年疫情缓解,白卡纸价格向上趋势显现。

浆价方面,2018 年,木浆价格基本处于白卡纸价格上方,产品价格与原材料价格持平甚至倒挂;2019 年木浆价格大幅下降,白卡纸价格有所上升;2020 年以来,受疫情影响,白卡纸价格有所下滑,但随着疫情缓解,白卡纸价格逐渐回升,同时一直保持高于木浆价格的走势。



图：白卡纸与木浆价格趋势

报告期内，粤华包主要从事高端白卡纸相关产品的制造销售，其白卡纸业务单位售价与单位成本的具体构成如下：

单位：元/吨

年度	2020 年	相比 2019 年 变动	2020 年 1-9 月	相比 2019 年 变动	2019 年	相比 2018 年 变动	2018 年
单位售价	5,775.00	-7.23%	5,801.24	-6.81%	6,224.85	-0.34%	6,246.18
单位成本	4,630.05	-18.51%	4,583.63	-19.32%	5,681.46	-5.10%	5,986.93
直接材料	3,584.39	-20.97%	3,533.93	-22.09%	4,535.70	-7.17%	4,885.89
直接人工	69.64	16.94%	64.16	7.74%	59.55	-12.68%	68.2
制造费用	976.02	-10.14%	985.54	-9.27%	1,086.21	5.17%	1,032.84

在单位售价端，粤华包白卡纸定价较浆价下降有所延后，2019 年单位成本下降 5.10%，单位售价仅下降 0.34%，基本保持稳定；2020 年 1-9 月单位成本大幅下降 19.32%，单位售价开始降价，但仅下降 6.81%；2020 年全年单位成本下降 18.51%，单位售价仅下降 7.23%。即在浆价下降的大背景下，粤华包白卡纸售价前期保持稳定后期降价延后，且下降幅度远低于成本降幅。

在单位成本端，①直接材料方面，白卡纸的主要成本为直接材料，占比在 80%左右，直接材料主要为木浆，占比约在 75%，由于期初库存木浆为浆价较高时采购，价格较高，随着木浆价格的回落，其直接材料下降幅度较为显著，2019 年直接材料下降 7.17%，2020 年 1-9 月直接材料大幅下降 22.09%，2020 年全年直接材料大幅下降 20.97%。②直接人工方面，2019 年直接人工下降 12.68%，主要原因系粤华包生产效益未及预期，内部奖励相对下降；2020 年 1-9 月及 2020

年全年直接人工有所上升，主要由于 2020 年支付较多员工离职补偿金，同时为激励员工生产积极性，增加了内部奖励力度。③制造费用方面，2019 年白卡纸制造费用上升 5.17%，主要原因系白卡纸 2018 年产能不足，制造费用偏低，同期对比的基数较低，2019 年随着产能恢复，同时维修费用上升、污水处理费用外包，导致制造费用升高，因此同比上涨，2020 年 1-9 月及 2020 年全年白卡纸的制造费用均有所下降，主要由于 2020 年产量增加，单位制造费用下降。

整体而言，报告期内浆价下行导致粤华包白卡纸单位成本下降，同时期单位售价相对稳定，单位成本降幅高于单位售价降幅，因此其毛利率逐年提升。

二、协同效应显著，能够降低未来周期性波动风险

1、发挥协同效应，有效降低生产成本

政策协同上，自 2016 年以来，国资委连续开展全国改革十项试点、“双百行动”、区域性国资国企综合改革、“科改示范行动”等专项行动，进一步加快了国企改革步伐。冠豪高新作为“科改示范企业”中的代表企业，重组完成后粤华包并入冠豪高新，可以享受国企改革试点企业政策红利，用好中长期股权激励工具，构建有效激励机制，激发企业发展潜力、释放活力、提升效率效益，也符合国企深化改革的总体方向。

业务范围协同上，冠豪高新与粤华包均位于广东省，贴近消费市场，本次换股吸收合并将整合双方在造纸行业的业务与产品，通过研发能力的提升和覆盖区域、客户人群的优势互补，在销售、研发、质量控制等方面发挥协同效应，结合在造纸化工和印刷产业的丰富经验，延伸产业链，扩大市场份额。

本次换股吸收合并完成后，冠豪高新将在原有主营业务热敏纸、热升华转印纸、不干胶、无碳复写纸等高端特种纸生产的基础上，增加高档涂布白卡纸、造纸化工品、彩色印刷品的研发、生产制造和销售业务，存续公司将坚持“纸、膜为基材的涂布新材料及相关产业”的战略定位，持续强化“涂布技术”这一核心竞争力，以高端白卡纸和特种纸产业两条发展主航道，通过“科改示范行动”综合改革措施，向高端精密涂布和环保新材料方向发展。

生产基地及原材料协同上，两家上市公司的主要生产基地均位于广东，生产

原材料亦重叠，合并后有利于双方在采购、生产及物流供应链渠道等方面最大化发挥规模效应和协同效应，降低生产成本，提升盈利能力。合并后两家公司共享重要原辅材料供应商资源，进一步开拓双方的采购渠道，减少单一供应商比例，提升双方公司的议价能力。此外，双方整合采购原材料或重要业务的需求进行集中采购和合并招标，采购规模的扩大有利于采购单价的降低，从而降低整体的采购成本。通过整合 2 家上市公司，优化中国纸业华南产业布局，扩大南方基地规模，使优势板块产生“1+1>2”的效果，进而进一步增强上市公司的核心竞争力。

2、强强联合符合未来行业发展趋势

特种纸和高端白卡纸属于技术及资本密集行业，壁垒较高。改革开放以来，在国民经济快速发展的带动下，造纸产业取得了长足的发展。目前我国已成为全球纸和纸板最大生产国，造纸工业也开始由数量主导型进入上质量、上档次、上水平的新发展阶段。中小落后产能正在加速出清，头部企业并购整合加剧，行业集中度进一步提高。

部分资金实力偏弱且生产规模较小的中小型企业，因产能落后，改造成本高，无法满足日益趋严的国家环保标准，逐步面临被淘汰。产业资源向头部企业、向区位优势地区转移的趋势非常明显，例如山鹰纸业先后收购了联盛纸业和北欧纸业，金光对博汇从产品价格战发展到公司控制权收购，行业集中度进一步提高，行业议价水平得到进一步提升。本次换股吸收合并能提升存续公司的营收规模和产能规模，符合未来行业的发展趋势。

3、本次交易有利于降低未来周期性波动风险

白卡纸属于较为高档的包装用纸，主要应用于日常消费紧密相关的行业，因此造纸行业景气度基本跟随宏观经济周期波动，具有较强的周期性特征。

本次换股吸收合并完成后，冠豪高新和粤华包将实现资源全面整合，业务协同效应及规模效应将得到充分释放。业务方面，未来存续公司将以高端白卡纸和特种纸产业两条发展主航道，进一步提升存续公司的市场竞争力；资产方面，冠豪高新将承继及承接粤华包的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，提升整体资产的运营及管理水平；财务方面，本次吸收合并将解决粤

华包 B 股融资效率低的历史遗留问题，优化存续公司资金配置结构，提升财务效率并降低财务风险。

整体来看，本次交易一方面顺应行业发展趋势，能够实现规模效应。另一方面可以充分利用整合后上市公司的融资平台作用，以扩充自身的资金实力，抓住有利时机扩大产能，进一步完善产业链布局，提高产能及销售规模，以增加利润总额，实现做强做大的同时减少周期性波动对持续盈利影响，进而提高存续公司在行业景气期的收益，并提升其未来的持续盈利能力。

三、关于周期性波动风险披露的说明

针对周期性波动风险，已在重组报告书“第十二章 风险因素”之“二、与合并后的存续公司相关的风险”之“（二）市场风险”之“1、市场波动风险”及“3、经济周期波动风险”及“（三）业务与经营风险”之“2、原材料价格波动风险”中履行了信息披露程序。具体披露内容如下：

1、市场波动风险

国内大型造纸企业经过多年发展已具备了一定的规模优势和资金实力，进一步扩大企业规模、提高技术水平和提升产品档次成为行业趋势；同时，国外知名造纸企业也将生产基地直接设立在中国，凭借其规模、技术等方面的优势直接参与国内市场竞争。国内外造纸市场的竞争态势及相应产生的市场波动，可能会对存续公司未来经营业绩产生一定影响。

2、经济周期波动风险

造纸行业发展的速度通常与宏观经济周期的波动保持着相当的一致性。国家宏观经济周期的波动必将改变纸产品的市场需求量，进而直接影响造纸企业的收入和利润。存续公司业绩存在受经济周期波动影响的风险。

3、原材料价格风险

合并双方产品主要原材料是木浆、煤炭、化工料等，部分原材料依赖进口，受国际经济形势、进口政策以及市场供需等因素影响较大。尽管合并双方采取集中采购、密切与供应商沟通协商、加大国内原材料替代等措施来降低风险，同时

通过木浆期货套期保值的手段，减轻原材料价格及汇率波动带来的成本压力，但是如果未来存续公司产品主要原材料价格产生大幅波动而存续公司不能适时采取有效应对措施，仍会加重存续公司的采购成本，对存续公司的经营业绩造成不利影响。

四、补充披露情况

上述相关内容，已在修订后的重组报告书“第九章 管理层讨论与分析”之“二、本次交易前被吸并方财务状况和经营成果的讨论与分析”之“（二）经营成果分析”中进行补充披露。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：报告期内粤华包毛利率增长的主要原因系行业层面限塑令影响、灰底白替代叠加新冠疫情带来的消费模式改变与升级促进需求增长，集中度提升推动行业形成有序竞争格局；公司层面粤华包进行经营策略调整，产能利用率和运营效率不断提升；产品层面报告期内浆价下行导致粤华包白卡纸单位成本下降，同时期单位售价相对稳定，单位成本降幅高于单位售价降幅。本次交易实现冠豪高新与粤华包的资源全面整合，协同效应显著，能够降低未来周期性波动对持续盈利能力的影响，提升存续公司未来的持续盈利能力。针对周期性波动风险已在重组报告书相关章节进行了信息披露。

（以下无正文，为《中国国际金融股份有限公司关于广东冠豪高新技术股份有限公司换股吸收合并佛山华新包装股份有限公司并募集配套资金暨关联交易之并购重组委审核意见回复之专项核查意见》之签章页）

独立财务顾问主办人：

吴 丹

谭 笑

中国国际金融股份有限公司

年 月 日