

閣下應連同本招股章程附錄一會計師報告所載合併財務資料以及有關的隨附附註，一併閱讀以下有關本集團於往績期間的業務、經營業績及財務狀況的討論及分析。

以下討論及分析包含若干涉及重大風險和不確定因素的前瞻性陳述及資料。有關該等風險及不確定因素的其他資料，請參閱本招股章程「風險因素」一節。

概覽

本集團主要在中國從事生產及銷售紙板及相關下游紙製品及包裝產品。目前，本集團在福建省漳州長泰縣的官山工業區及岩溪工業區營運兩座生產廠房。官山生產廠房專門生產紙板，而岩溪生產廠房則生產瓦楞紙板及紙箱以及撲克牌。

本集團的紙板產品包括白面牛卡紙、牛卡紙及高強度瓦楞原紙。於往績期間，本集團的紙板產品銷量分別約為160,117噸、184,240噸及196,016噸。本集團逾90%的紙板產品乃銷往福建省。根據福建省紙業協會分別於二零一二年八月一日、二零一三年十一月二十日及二零一四年六月十一日發出的確認函，董事相信，於最後實際可行日期，本集團是福建省唯一的白面牛卡紙生產商。這讓本集團在福建省享有產品獨特性方面的優勢，從而帶動本集團其他紙板產品的需求。

本集團亦生產各類瓦楞紙板及紙箱及撲克牌產品。於往績期間，本集團的瓦楞紙板及紙箱銷量分別約為24,484,200平方米、26,385,019平方米及32,850,638平方米，而撲克牌產品的銷量分別約為114,618,000副、161,888,000副及167,822,000副。由於瓦楞紙板及紙箱為紙板產品的直接下游產品，故本集團的市場亦位於福建省。其撲克牌產品分類為自家品牌及客戶訂單。於往績期間，本集團的撲克牌產品的主要市場為福建省、廣東省及遼寧省及北京市。

於二零一一年及二零一二年，本集團的銷售有所增長，及於二零一三年略為下跌。於二零一一年及二零一二年，本集團的收益由約人民幣973,900,000元增加至人民幣1,046,500,000元，按年增長約7.45%，於二零一三年則輕微下跌至約人民幣1,024,600,000元，較上一年度下降約2.09%。透過更審慎控制成本，於往績期間，本集團的純利由約人民幣136,200,000元增加至人民幣142,700,000元。

影響本集團經營業績及財務狀況的主要因素

影響本集團經營業績及財務狀況的主要因素包括以下各項：

本地製造及貿易活動量

本集團產品的主要市場為福建省。於往績期間，福建省的銷量分別佔本集團總收益約94.08%、94.01%及93.02%，其中約88%、86%及86%分別來自銷售紙板及瓦楞紙板及紙箱。由於運輸成本為作出購買決定的重要影響因素之一，故本地經濟的發展與本集團產品的需求及從而與其業務表現息息相關。

近年，福建省的經濟發展獲得中央政府關注。於二零零九年五月六日，國務院頒佈《國務院關於支持福建省加快建設海峽西岸經濟區的若干意見》以推動福建省的發展。根據福建省統計局的資料，於二零一一年及二零一二年，福建省的出口貨品總值分別為人民幣5,996億元及人民幣6,175億元。於二零一一年及二零一二年，福建省規模以上工業企業的總輸出值分別為人民幣27,444億元及人民幣29,704億元。本地製造及貿易活動量增長帶動包裝用紙的需求增長，從而對本集團的業務表現、經營業績及財務狀況帶來正面影響。

原材料成本

本集團產品的主要原材料包括廢紙、紙漿及其他原紙。廢紙及紙漿為生產紙板的必要原材料，而其他原紙則用作生產瓦楞紙板及紙箱以及撲克牌。

財務資料

於往績期間，廢紙成本分別佔本集團總銷售成本的46.3%、43.0%及39.6%，而紙漿及其他原紙則合共分別佔本集團總銷售成本的22.8%、24.2%及25.2%。下表載列本集團主要原材料於往績期間的平均單位成本：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣／噸	人民幣／噸	人民幣／噸
廢紙	1,698	1,444	1,291
紙漿	4,442	4,341	4,569
原紙	4,292	4,010	3,628

鑒於廢紙於本集團成本架構中的重要性，本集團透過改善生產技術及產品配方而重點控制其成本，從而令本集團可以本地市場上較低質量的廢紙取代較高質量的廢紙及增加從海外進口的較高質量的廢紙供應。日後，本集團亦計劃提高其白紙板產品生產的產能。倘計劃得以落實，這將令本集團可進一步降低原紙的成本，並同時提高厚紙箱及撲克牌產品的質量。進一步詳情請參閱「未來計劃及所得款項用途」一節。由於廢紙、紙漿及其他原紙的價格可能受整體經濟狀況及市場不時對紙製品的需求所影響，故價格波動幅度並非本集團所能控制。倘本集團無法將原材料的上漲成本轉嫁予其客戶，本集團的溢利率將會受到影響。

產品種類

本集團的主要產品包括紙板、瓦楞紙板及紙箱及撲克牌。下表載列本集團的產品於往績期間的收益貢獻及毛利率：

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	收益貢獻	毛利率	收益貢獻	毛利率	收益貢獻	毛利率
	%	%	%	%	%	%
紙板	76.6	16.5	75.2	17.0	73.5	16.7
瓦楞紙板及紙箱	11.0	32.7	10.7	32.7	12.4	32.4
撲克牌	12.4	41.4	14.1	39.2	14.1	34.8
合計	100.0	21.4	100.0	21.8	100.0	21.2

銷售紙板產品為本集團的主要收益來源。目前，本集團供應基重介乎100克／平方米至220克／平方米的紙板產品。紙板為典型的工業產品，而由於運輸成本的考慮，其市場高度集中於當地。本集團主要以其產品架構而從其他當地製造商中脫穎而出。根據福建省紙業協會分別於二零一二年八月一日、二零一三年十一月二十日及二零一四年六月十一日發出的確認函，董事相信，於最後實際可行日期，本集團是福建省唯一的白面牛卡紙生產商。因此，能夠供應白面牛卡紙產品讓本集團於當地享有產品獨特性方面的競爭優勢。由於白面牛卡紙的客戶通常亦需要牛卡紙及高強度瓦楞原紙以生產厚紙箱，因此，此競爭優勢亦帶動了本集團其他紙板產品的需求。本集團的經營業績乃視乎其提供紙板產品以應付市場需求的能力。

另一方面，儘管收益貢獻相對較低，本集團的其他紙製品的毛利率相對較高，尤以撲克牌的毛利率最為可觀。為提高其市場佔有率，本集團擬集中發展優質撲克牌產品，方法為透過(1)提高白紙板產品的產能以增加其本身的撲克牌原紙供應；及(2)安裝額外的組裝及印刷機器以擴大生產規模以全面整合其生產鏈。此產品策略的轉變預期可於日後提高本集團的盈利能力。本集團發展優質撲克牌產品以取得更多市場份額的能力將影響其業務表現。

產量及效率

本集團的業務表現十分依賴其增加產量及維持其生產設施高使用率的能力。於往績期間，本集團於官山生產廠房分別生產約108,000噸、107,000噸及108,000噸箱紙板，使用率分別為99%、98%及99%，並生產約47,000噸、80,000噸及85,000噸的高強度瓦楞原紙，使用率分別為不適用、80%及85%。於同期，本集團亦於岩溪生產廠房生產約24,500,000平方米、26,000,000平方米及32,700,000平方米的瓦楞紙板及紙箱，使用率分別為40%、42%及53%，以及分別生產115,000,000副、158,600,000副及167,000,000副撲克牌，使用率分別為66%、91%及96%。本集團繼續擴大產能及維持其生產設施高使用率的能力將影響其未來收益增長，從而影響未來經營業績。

主要會計政策及估計

本集團的經審核財務資料已按照香港財務報告準則編製。本集團編製其財務資料時應用的會計處理方法、估計及假設可能對本集團的經營業績及財務狀況造成重大影響。部分會計政策要求管理層根據彼等的行業經驗作出假設及估計。該等假設及估計通常根據具不確定性的主觀判斷而作出。由於事實、情況及環境有變或因不同假設所致，實際結果可能不同。

下文為符合香港財務報告準則的主要會計政策概要以及影響該等主要會計政策應用的估計及假設。董事相信，以下主要會計政策、估計及假設涉及導致對本集團於下一個財政年度的資產及負債的賬面值作出大幅調整的重大風險，而彼等認為此對審閱本集團的財務資料而言甚為重要。本集團亦有其他重要會計政策，有關詳情載列於本招股章程附錄一會計師報告附註1。

綜合基準

財務資料(定義見本招股章程附錄一所載列的會計師報告)併入本公司及其組成本集團的附屬公司於往績期間的財務報表。

財務資料包括各合併實體自最早呈列日期或自合併實體首次受共同控制之日起(以較短期間為準)的業績及財務狀況。

本集團於往績期間的營運只包含敦信中國的營運。所有其他組成本集團的公司(包括本公司本身)皆為新成立公司，且除投資控股外並無任何業務。於往績期間概無進行業務合併。新成立公司自其各自成為本集團一部分的日期起，根據與反收購相似的原則按其資產及負債的賬面值入賬。任何賬面淨值與名義代價的差異(如有)轉撥至資本儲備。

集團內公司間所有交易、結餘及交易之未變現收益已在合併賬目時悉數撇銷。除非交易提供證據顯示所轉讓資產已減值，否則亦會撇銷未變現虧損。附屬公司之會計政策已於有需要時作出更改，以確保貫徹本集團採納之政策。

收益確認

收益按已收或應收代價的公平值計算，並於經濟利益將有可能流入本集團及收益能夠可靠計量時確認。銷售貨品所得收益乃於貨品擁有權之重大風險及回報轉移至買家及本集團對該等項目已無保留任何一般視為與擁有權相關之管理權或對已售貨品之實際控制權後方可確認。此一般指貨品已付運而客戶已接納貨品之時。

由於銷售合約的交付條款屬一般條款，在評估轉移擁有權的風險及回報的時間時需要管理層作出判斷。管理層認為，風險及回報於貨品交付至買家的指定地點或轉運方時被轉移。

應收款項減值

本集團的呆賬撥備政策基於對未收回應收款項的可收回性的持續評估及賬齡分析，以及管理層的判斷。評估該等應收款項之最終變現能力需要作出大量判斷，包括有關各客戶及關聯方之信譽及以往付款記錄的判斷。倘本集團客戶或其他債務人的財務狀況轉差，從而令彼等付款的能力受損，則須額外減值。

陳舊存貨撥備

管理層會於各報告期末審閱本集團的存貨賬齡分析，並就所認定不再適合銷售之陳舊及滯銷存貨項目作出撥備。管理層估計，該等存貨之可變現淨值主要以最近期之售價及現行市況為基準。

物業、廠房及設備之估計可用年期

於釐定物業、廠房及設備的可使用年期時，本集團須考慮多種因素，例如資產的預期用途、預期的實質耗損、資產的保養及維護，以及動用資產的法律或類似限制。資產的可使用年期乃按本集團於用途相近的類似資產的經驗而估計。倘物業、廠房及設備項目的估計可使用年期與過往的估計不同，則會修訂折舊費用。於各報告期末，可使用年期乃按情況改變進行審閱。

財務資料

經營業績

下表載列本集團於往績期間的節選財務資料。此概要乃摘錄自本招股章程附錄一所載的會計師報告，且應該與該會計師報告一併閱讀。

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
收益	973,879	1,046,504	1,024,623
銷售成本	(765,634)	(818,444)	(807,326)
毛利	208,245	228,060	217,297
其他收入	7,825	6,953	14,544
分銷成本	(10,387)	(6,107)	(5,897)
行政開支	(13,530)	(30,705)	(22,589)
融資成本	(10,672)	(10,860)	(12,315)
除所得稅前溢利	181,481	187,341	191,040
所得稅開支	(45,292)	(48,350)	(48,339)
年度溢利	136,189	138,991	142,701
年度除稅後其他全面收益			
其後可能重新分類至損益的項目：			
海外業務之匯兌差額	1	—	18
年度全面收益總額	136,190	138,991	142,719
本公司擁有人應佔每股盈利			
基本(人民幣分)	18	19	19

收益表的主要組成項目

下文為往績期間包括收益、銷售成本、毛利及毛利率、其他收入、分銷成本、行政開支、融資成本及所得稅開支在內的主要收益表組成項目的討論簡述。

收益

於往績期間，本集團的收益來自銷售(i)紙板及(ii)其他紙製品。收益指產品的發票價值減17%增值稅。下表載列於往績期間按產品劃分的收益及相關銷量及平均售價明細。

(i) 按產品劃分的收益

產品種類	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
(i) 紙板						
—白面牛卡紙	342,549	35.2	290,583	27.8	278,355	27.2
—牛卡紙	196,226	20.1	200,201	19.1	178,034	17.4
—高強度瓦楞原紙	206,915	21.3	295,739	28.3	296,448	28.9
小計—紙板	745,690	76.6	786,523	75.2	752,837	73.5
(ii) 其他紙製品						
—瓦楞紙板及紙箱	107,174	11.0	112,814	10.7	127,260	12.4
—撲克牌	121,015	12.4	147,167	14.1	144,526	14.1
小計—其他紙製品	228,189	23.4	259,981	24.8	271,786	26.5
總收益	973,879	100.0	1,046,504	100.0	1,024,623	100.0

(ii) 銷量及平均售價

產品種類	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	總銷量	平均售價 (附註)	總銷量	平均售價 (附註)	總銷量	平均售價 (附註)
	人民幣		人民幣		人民幣	
(i) 紙板(噸)						
—白面牛卡紙	65,280	5,247	59,904	4,851	62,780	4,434
—牛卡紙	43,698	4,491	46,453	4,310	46,989	3,789
—高強度瓦楞原紙	51,139	4,046	77,884	3,797	86,247	3,437
(ii) 其他紙製品						
—瓦楞紙板及紙箱 (平方米)	24,484,207	4.38	26,385,019	4.28	32,850,638	3.87
—撲克牌(副)	114,617,976	1.06	161,888,140	0.91	167,822,046	0.86

附註：平均售價指年內收益除以年內總銷量。

紙板

本集團來自紙板產品的收益貢獻分別佔於往績期間的總收益約76.6%、75.2%及73.5%。本集團的紙板產品的主要市場為中國福建省。有關本集團按地理位置劃分的收益明細詳情，請參閱「業務」一節內「銷售及營銷」分節。

於二零一一年及二零一二年，本集團的紙板銷售自人民幣745,700,000元增加至人民幣786,500,000元，及於二零一三年減少至約人民幣752,800,000元。於二零一一年及二零一二年的紙板產品收益增長的主要帶動因素為銷量增加，特別是經常性客戶及新客戶的需求增加而令高強度瓦楞原紙及牛卡紙的銷量增加。於二零一三年，就應付來自其他省份的供應商的價格壓力，本集團已進一步下調紙板產品的平均售價。由於本集團的紙板生產線（包括新收購的瓦楞原紙生產線）已接近其產能上限，本集團來自紙板銷售量增長的貢獻約11,775噸或6.4%被紙板產品的平均單位售價減少所抵銷。有關往績期間的業務量變動的進一步詳情，請參閱下文「各期間經營業績比較」分節。

於二零零六年至二零一一年，本集團將高強度瓦楞原紙的生產工作外包。於外包期間，東信主要使用一條年產能約50,000噸的生產線承接本集團的生產訂單。因此，於截至二零一一年十二月三十一日止年度，高強度瓦楞原紙產品的增長受到該分配產能的限制，從而令銷量的增長率低於白面牛卡紙及牛卡紙的增長率。自二零一二年起，本集團向東信租用整個生產設施，而高強度瓦楞原紙的產能提升令本集團可承接更多訂單。由於市場對其瓦楞原紙有明顯的需求，本集團已於二零一三年八月自東信收購該等生產設施。

於往績期間，本集團供應基重介乎100克／平方米至220克／平方米的紙板產品，而本集團的整體銷售對產量比率分別約為103.0%、98.8%及101.9%。本集團主要集中於基重分別為105克／平方米、135克／平方米、140克／平方米及170克／平方米的產品，於往績期間，產品輸出率大致維持穩定。該四類基重合共分別佔本集團於同期的紙板產品產量約77.1%、72.8%及72.9%。因此，由於銷量對產量比率較高，四類主要基重的產量亦較能反映其於同期的銷量。

其他紙製品

(i) 瓦楞紙板及紙箱

於往績期間，瓦楞紙板及紙箱的銷量分別佔本集團總收益約11.0%、10.7%及12.4%。由於瓦楞紙板及紙箱為紙板產品的直接下游產品，故本集團產品的主要市場亦為福建省。與紙板產品相似，瓦楞紙板及紙箱的需求與本地經濟的發展息息相關。本集團主要向其客戶銷售印刷瓦楞紙箱。本集團產品的主要客戶群包括不同行業的製造商及貿易公司、果園及食品加工廠。

於往績期間，本集團瓦楞紙板及紙箱銷售之複合年增長率約為9.0%，主要由銷量增長帶動。於往績期間錄得該增長是由於經常性客戶的訂單隨著本地經濟活動增長而增加以及發展新客戶。

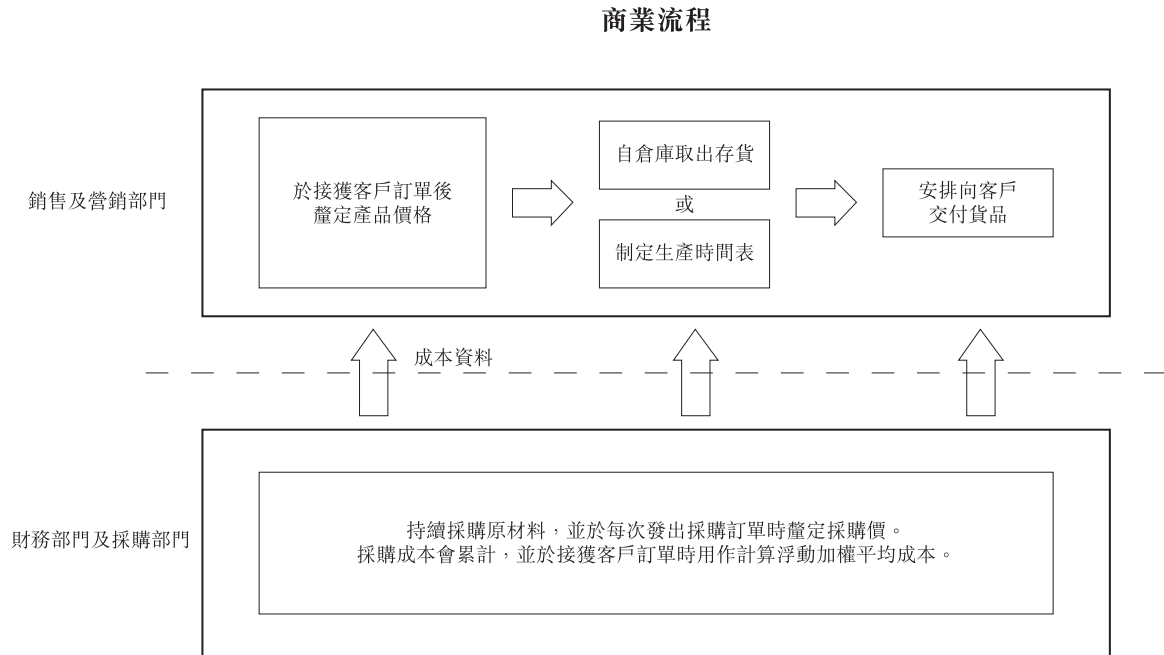
(ii) 撲克牌

於往績期間，撲克牌產品的銷售分別佔本集團總收益約12.4%、14.1%及14.1%。本集團的撲克牌產品分類為自家品牌及客戶訂單。本集團自家品牌的撲克牌直接售予零售客戶（例如本地雜貨商及文具店）或貿易公司，而客戶訂單的產品則一般為客戶作營銷及宣傳用途的禮品及紀念品。於往績期間，本集團的自家品牌撲克牌產品的主要市場為福建、廣東及遼寧省以及北京，而大部分客戶訂單則來自福建省。

於二零一一年及二零一二年，本集團的撲克牌產品銷售額由人民幣121,000,000元增加至人民幣147,200,000元，並於二零一三年維持相對穩定於約人民幣144,500,000元。撲克牌產品的銷售額增長主要由銷量增長帶動。鑒於客戶的訂單乃屬一次性，故自二零一二年起，本集團已專注於自家品牌產品以保持較具可持續性的發展，而自客戶訂單取得的收益則自此開始減少，分別佔本集團於往績期間的撲克牌銷售額約41.3%、11.8%及4.5%。考慮到本集團自家品牌產品的售價一般較其客戶訂購的產品售價低，故於二零一三年輕微的銷量增長被平均售價的進一步下跌所抵銷，導致年度收益輕微下降。

產品定價

下圖說明產品定價的商業流程：



本集團一般採用成本加成定價政策每月釐訂產品價格。接獲客戶訂單後，財務部門會根據浮動加權平均原材料成本及間接成本編製最新的成本資料，以供決定定價之用。銷售及營銷員工其後會標記目標毛利率，並與可得的产品市價作比較(如有)，以釐定售價。

在本集團訂有存貨政策以維持足以應付生產時間表的原材料水平的同時，亦持續發出原材料採購訂單。鑒於產品的生產週期短，即紙板僅需數小時生產，本集團的浮動平均成本資料一般會計及原材料價格的變動。隨著目標毛利率上升，在原材料價格於短期內並無急遽變動的情況下，本集團一般可以將生產成本轉嫁予其客戶。經參考過往的財務數據，本集團於往績期間並無經歷任何超支問題。

財務資料

銷售成本

本集團的銷售成本包括原材料成本、直接勞工成本、水電費、物業、廠房及設備折舊、外包成本／工廠租金，以及其他間接製造開支。下表載列往績期間主要成本組成部分的明細：

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
原材料成本	589,219	78.6	624,367	76.8	598,330	76.0
水電費	70,709	9.4	97,265	11.9	101,136	12.8
外包成本／工廠租金	31,252	4.2	20,160	2.5	12,952	1.6
直接勞工成本	13,571	1.8	14,306	1.8	15,301	1.9
折舊	13,622	1.8	17,804	2.2	23,009	2.9
其他	31,364	4.2	38,850	4.8	37,100	4.8
總生產成本	749,737	100.0	812,752	100.0	787,828	100.0
製成品變動	<u>15,897</u>		<u>5,692</u>		<u>19,498</u>	
總計	<u>765,634</u>		<u>818,444</u>		<u>807,326</u>	

(i) 原材料

本集團在生產過程中使用的原材料包括廢紙、紙漿、原紙及化學品，原材料成本對本集團的影響甚大，於往績期間分別佔本集團的總生產成本約78.6%、76.8%及76.0%。

廢紙佔本集團原材料成本的最大部分，於往績期間，其採購額分別約為人民幣364,700,000元、人民幣354,900,000元及人民幣312,600,000元，同時分別佔本集團同期總採購成本約51.0%、47.9%及43.1%。

於整段往績期間，本集團著重控制廢紙的單位成本，同期的平均單位成本分別約為每噸人民幣1,698元、每噸人民幣1,444元及每噸人民幣1,291元。本集團透過(1)改善其生產技術及產品配方，從而令本集團可以質量較低的廢紙取代質量較高的廢紙；及(2)使用從海外進口的優質廢紙以控制廢紙採購成本。

截至二零一二年十二月三十一日止兩個年度，本集團明顯依賴由關連供應商(即信源及洲豪貿易)供應的原材料。於二零一三年二月及二零一三年七月，本集團分別終止向信源及洲豪貿易發出採購訂單，以避免依賴關連供應商。

本集團向信源採購多種原材料(包括廢紙、紙漿、原紙及化學品)的總額分別約為人民幣324,400,000元、人民幣173,300,000元及人民幣10,200,000元，同時亦分別佔本集團同期總採購成本約45.4%、23.4%及1.4%。

本集團向洲豪貿易採購廢紙的總額分別約為人民幣59,000,000元、人民幣100,500,000元及人民幣40,000,000元，同時亦分別佔本集團同期總採購成本約8.3%、13.6%及5.5%。

有關該等關連供應商的背景及彼等過往與本集團交易的記錄的更多詳情，請參閱本招股章程「業務」章節。

(ii) 其他成本組成部分

本集團的成本架構中的第二大部分為有關蒸汽及水電消耗的水電費，於往績期間佔本集團總生產成本約9.4%、11.9%及12.8%。本集團過往為其紙板生產線向供應商採購蒸汽及電力。於二零一一年六月，本集團設於官山生產廠房的熱電聯產裝置開始全面營運。於二零一一年一月一日至二零一一年五月三十一日期間，在熱電聯產裝置開始營運前，本集團的蒸汽及電力成本分別約為人民幣17,800,000元及人民幣14,600,000元。使用聯產裝置讓本集團可以與外購供電相若的成本生產蒸汽及電力，從而節省採購蒸汽方面的成本。

為了增加紙板產品的種類，於二零一一年，本集團將高強度瓦楞原紙產品的生產工作外包予東信，並於二零一二年租用所有設施。於二零一三年八月，本集團自東信收購該等生產設施。於往績期間，本集團的外包成本／工廠租金分別佔本集團總生產成本約4.2%、2.5%及1.6%。外包成本根據預定單位價格按產量釐定，並會隨著產品產量而增加。於開始租用起，外包成本相較工廠租金有所減少，惟減幅被水電費及直接勞工成本增加所抵銷。

根據二零零六年至二零一一年間本集團生產高強度瓦楞原紙的外包安排，本集團向東信支付全包外包費用，因此，直接人工成本及水電費用由東信承擔。於二零一一年十二月與東信訂立租賃安排後，本集團支付固定的租金及承擔水電費用，其中截至二零一二年十二月三十一日止年度的煤炭（生產蒸汽所用）及電力成本分別為人民幣34,400,000元及人民幣200,000元，而於截至二零一三年十二月三十一日止年度則為人民幣36,500,000元及人民幣200,000元。

財務資料

下表載列於往績期間高強度瓦楞原紙的主要生產成本組成部分：

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
原材料成本	122,335	76.9	184,462	73.2	179,361	73.3
水電費	—	—	34,591	13.7	36,764	15.0
外包成本／工廠租金	31,252	19.6	20,160	8.0	12,952	5.3
直接勞工成本	—	—	1,277	0.5	1,698	0.7
其他	5,576	3.5	11,410	4.6	13,845	5.7
總生產成本	159,163	100.0	251,900	100.0	244,620	100.0
產量(噸)	46,994.99		79,654.21		84,658.01	
單位生產成本(人民幣)	3,387		3,162		2,890	
單位生產成本變動百分比	6.8%		-6.6%		-8.6%	

於更改本集團的高強度瓦楞原紙生產安排後，截至二零一二年十二月三十一日止年度的工廠租金及相關直接成本(包括水電費及直接勞工成本)總額高於截至二零一一年十二月三十一日止年度的外包成本，而單位生產成本則由人民幣3,387元下跌至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣3,162元。單位生產成本下跌乃由於期內每單位的原材料成本(特別是廢紙價格)有所減少。儘管租賃安排下的間接單位生產成本輕微上升，惟此讓本集團可爭取更多客戶訂單，從而提升本集團的盈利能力。

於二零一三年八月自東信收購高強度瓦楞原紙的生產設施使本集團能確保長遠可以相若的間接生產成本使用該設施。根據目前的模式，董事預期，高強度瓦楞原紙產量及成本架構日後將維持於與二零一三年相若的水平。

財務資料

(iii) 原材料的成本控制

下表載列於往績期間本集團主要原材料的平均單位採購成本：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣／噸	人民幣／噸	人民幣／噸
A. 整體			
廢紙	1,698	1,444	1,291
a. 中國	1,710	1,364	1,270
b. 香港	1,673	1,572	1,335
紙漿	4,442	4,341	4,569
a. 中國	4,474	4,359	4,569
b. 海外	4,327	3,875	—
原紙 ¹	4,292	4,010	3,628
B. 關連供應商			
廢紙 ³			
a. 信源(中國)	1,710	1,366	1,180
b. 洲豪貿易(香港)	1,691	1,581	1,400
紙漿 ²	4,474	4,560	—
原紙 ¹	3,492	3,298	—

附註：

1. 整體平均原紙成本為所有不同類型原紙(包括撲克原紙及由信源供應的高強度瓦楞原紙)的平均數。由於信源僅向本集團供應高強度瓦楞原紙，故關連供應商的平均原紙成本為高強度瓦楞原紙的平均單位採購成本。
2. 信源供應的紙漿乃來自中國。本集團於二零一二年二月終止向信源發出紙漿採購訂單。截至二零一二年十二月三十一日止年度，信源供應中國紙漿平均採購價指截至二零一二年一月三十一日止期間一個月的平均價格。同期所有中國紙漿的平均採購價為每噸人民幣4,560元。
3. 於二零一三年二月及二零一三年七月，本集團分別終止向信源及洲豪貿易發出原材料(包括廢紙、原紙及紙漿)採購訂單，以避免依賴關連供應商。

由於廢紙佔本集團原材料成本的最大部分，本集團非常重視廢紙的成本波動管理。為維持廢紙單位成本的穩定性，本集團的管理層定期於本地市場尋找質量較低的廢紙以取代質量較高的廢紙。同時，其亦利用紙漿及／或增加進口廢紙，藉此保持生產質量及節省成本之間的平衡。

財務資料

為控制原紙成本，本集團一般於福建省進行採購，藉此減低物流成本及運送所需時間。

毛利及毛利率

下表載列往績期間本集團產品的毛利率：

產品種類	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
(i) 紙板						
—白面牛卡紙	56,294	16.4	50,930	17.5	47,314	17.0
—牛卡紙	31,840	16.2	35,110	17.5	32,683	18.3
—高強度瓦楞原紙	<u>34,983</u>	16.9	<u>47,517</u>	16.1	<u>45,767</u>	15.4
小計—紙板	<u>123,117</u>	16.5	<u>133,557</u>	17.0	<u>125,764</u>	16.7
(ii) 其他紙製品						
—瓦楞紙板及紙箱	35,060	32.7	36,851	32.7	41,224	32.4
—撲克牌	<u>50,068</u>	41.4	<u>57,652</u>	39.2	<u>50,309</u>	34.8
小計—其他紙製品	<u>85,128</u>	37.3	<u>94,503</u>	36.3	<u>91,533</u>	33.7
總毛利	<u>208,245</u>	21.4	<u>228,060</u>	21.8	<u>217,297</u>	21.2

本集團的整體毛利由二零一一年約人民幣208,200,000元增加至二零一二年的人民幣228,100,000元，並輕微減少至二零一三年約人民幣217,300,000元。憑藉本集團採用成本加成定價政策並有效控制主要原材料(如廢紙、紙漿及原紙)成本，於往績期間，本集團可將原材料的上漲成本轉嫁予其客戶，並維持穩定的毛利率。

(i) 紙板

本集團紙板產品的毛利由二零一一年約人民幣123,100,000元增加至二零一二年的人民幣133,600,000元，並輕微減少至二零一三年約人民幣125,800,000元。同期，毛利率維持於相對穩定的水平，介乎約16.5%至17.0%，而毛利率相對穩定主要歸因於本集團控制廢紙成本的能力。

(ii) 瓦楞紙板及紙箱

本集團瓦楞紙板及紙箱的毛利由二零一一年的人民幣35,100,000元增加至二零一三年的人民幣41,200,000元，往績期間的複合年增長率約為8.4%。此增長亦主要歸因於銷量有所增長。於往績期間，毛利率維持於約32.4%至32.7%的相對穩定水平。

(iii) 撲克牌產品

本集團撲克牌產品的毛利由二零一一年的約人民幣50,100,000元增加至二零一二年的人民幣57,700,000元，並減少至二零一三年的人民幣50,300,000元。於二零一一年至二零一三年，本集團撲克牌產品的毛利率由約41.4%輕微下跌至34.8%。毛利率下跌是由於本集團將產品重心轉為毛利率較低的自家品牌撲克牌以換取較持續的發展。

(iv) 整體毛利的敏感度分析

下表載列於往績期間本集團毛利總額對主要產品及原材料價格變動的敏感度分析：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
(a) 情況 I：			
所有產品價格變動			
+15%	354,328	385,036	370,990
-15%	62,164	71,084	63,604
(b) 情況 II：			
廢紙價格變動			
+15%	155,107	175,293	169,289
-15%	261,385	280,827	265,305
(c) 情況 III：			
合併個案			
最佳情況 ¹	407,467	437,803	418,998
最壞情況 ²	9,025	18,317	15,596

附註：

1. 最佳情況乃自產品價格及廢紙價格同時分別上升及下跌15%而產生。
2. 最壞情況乃自產品價格及廢紙價格同時分別下跌及上升15%而產生。

財務資料

3. 於往績期間，除因本集團採取策略以減低對客戶訂單的依賴而令撲克牌售價於二零一一年至二零一二年間有所下跌外，本集團的產品及所購廢紙的全部價格波幅均介乎於15%內。敏感度分析的基準乃以往績期間的歷史波幅為基準，因而所採用的價格波幅為15%。

其他收入

其他收入包括銀行利息收入、匯兌收益、廢料銷售及雜項收入。下表載列於往績期間的其他收入明細：

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
銀行利息收入	585	7.5	656	9.4	1,097	7.5
匯兌收益	1,685	21.5	94	1.4	276	1.9
廢料銷售	4,891	62.5	5,526	79.4	9,094	62.6
租金收入	293	3.8	281	4.0	369	2.5
雜項收入	371	4.7	396	5.8	3,708	25.5
	<u>7,825</u>	<u>100.0</u>	<u>6,953</u>	<u>100.0</u>	<u>14,544</u>	<u>100.0</u>

分銷成本

下表載列本集團於往績期間的分銷成本：

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
員工成本	1,464	14.1	1,525	25.0	1,575	26.7
運輸成本	8,564	82.4	4,116	67.4	3,777	64.1
應酬開支	92	0.9	162	2.7	133	2.2
差旅開支	44	0.4	28	0.4	21	0.4
宣傳及推廣開支	40	0.4	20	0.3	89	1.5
折舊開支	177	1.7	244	4.0	291	4.9
其他	6	0.1	12	0.2	11	0.2
總計	<u>10,387</u>	<u>100.0</u>	<u>6,107</u>	<u>100.0</u>	<u>5,897</u>	<u>100.0</u>

運輸成本為本集團分銷成本架構中的最大部分，主要為本集團將產品交付予客戶的成本。於同期，相關成本佔本集團總收益約0.88%、0.39%及0.37%。於二零一一年之前，本集團聘用一名獨立第三方物流供應商，以向客戶付運紙板及瓦楞紙板及紙箱。運輸成本於往績期間下跌是由於本集團自二零一一年六月起增加使用本身的車隊而節省成本所致。

員工成本主要指應付本集團銷售僱員的薪金。其直接隨着本集團的業務量而改變，於往績期間佔本集團總收益約0.15%、0.15%及0.15%。

財務資料

往績期間的應酬開支分別為人民幣92,000元、人民幣162,000元及人民幣133,000元。由於該等開支主要由本集團的銷售代表實地拜訪客戶時產生，故上述金額計入為分銷成本的一部分。

行政開支

下表載列本集團於往績期間的行政開支：

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
辦公室開支	1,455	10.8	1,667	5.4	1,083	4.8
員工成本	4,647	34.3	8,146	26.5	7,794	34.5
折舊開支	1,760	13.0	2,010	6.5	2,382	10.5
上市開支	—	0.0	5,944	19.4	2,018	8.9
相關增值稅及其他稅務費用	4,357	32.2	8,234	26.8	7,237	32.0
出售固定資產虧損	—	0.0	1,564	5.1	—	0.0
其他	1,311	9.7	3,140	10.3	2,075	9.3
合計	<u>13,530</u>	<u>100.0</u>	<u>30,705</u>	<u>100.0</u>	<u>22,589</u>	<u>100.0</u>

行政開支主要包括員工成本，於往績期間佔本集團總收益約1.39%、2.93%及2.20%。其由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣13,500,000元增加約人民幣17,200,000元或127.4%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣30,700,000元。此增加主要由於多項經常性一般行政開支增加約人民幣9,700,000元。該等經常性開支增加包括員工成本因整體薪酬上升而增加約人民幣3,500,000元；相關增值稅及其他稅務費用增加約人民幣3,900,000元，主要原因是(i)二零一二年的資本開支的轉入增值稅扣減減少及(ii)轉出增值稅因收益增加而上升；應付騰信的倉庫租金增加約人民幣500,000元，原因是訂立全年租約及辦公室行政、應酬及汽車開支增加約人民幣900,000元。此外，本集團產生若干一次性開支，包括出售固定資產虧損約人民幣1,600,000元及上市開支約人民幣5,900,000元，均已計入本集團於期內的收益表。

行政開支由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣30,700,000元減少約人民幣8,100,000元或26.4%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣22,600,000元。此減少主要由於多項一次性開支減少(包括出售固定資產虧損減少約人民幣1,600,000元及上市開支減少約人民幣3,900,000元)。此外，經常性一般行政開支於同年減少約人民幣2,600,000元，包括員工成本主要因行政部員工數目減少而減少約人民幣400,000元；相關增值稅及其他稅務費用主要因年內資本開支的轉入增值稅扣減增加而減少約人民幣1,000,000元；以及辦公室行政、應酬及汽車開支減少約人民幣1,100,000元。

財務資料

融資成本

融資成本主要包括須於五年內悉數償還的銀行貸款的利息。於往績期間，本集團的融資成本分別約為人民幣10,700,000元、人民幣10,900,000元及人民幣12,300,000元。

稅項

稅項指本集團已付企業所得稅的金額。本集團擁有在英屬處女群島及中國註冊成立的附屬公司。根據英屬處女群島法律，本集團毋須繳納任何所得稅或資本增值稅。於往績期間，由於本集團並無在香港產生任何應課稅溢利，故概無就香港利得稅作出任何撥備，而由於本集團在中國進行其主要營運活動，故須繳納中國企業所得稅。

根據企業所得稅法，所有中國公司的稅率統一為應課稅收入的25%，自二零零八年一月一日起生效。往績期間的適用稅率為25%。

下表載列往績期間適用於按法定稅率計算除所得稅前溢利的所得稅開支與按實際稅率計算的所得稅開支的對賬：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年 人民幣千元	二零一二年 人民幣千元	二零一三年 人民幣千元
除稅前溢利	181,481	187,341	191,040
按企業所得稅率計算的稅項	45,370	46,836	47,760
不可扣稅開支的影響	37	1,514	579
毋須課稅收入的影響	(115)	—	—
所得稅開支	45,292	48,350	48,339

董事確認，本集團已向中國相關稅務機關送交所有必需的報稅文件及已清償所有未繳稅項負債。彼等亦已確認，本集團與中國稅務機關之間並無任何爭議或潛在爭議。

各期間經營業績比較

截至二零一三年十二月三十一日止年度與截至二零一二年十二月三十一日止年度比較

收益

收益由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣1,046,500,000元減少約人民幣21,900,000元或2.1%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣1,024,600,000元，其中約人民幣33,700,000元或4.3%的收益減幅來自紙板產品，由其他紙製品收益增加約人民幣11,800,000元或4.5%所抵銷。

(i) 紙板

紙板產品的銷售收益由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣786,500,000元減少至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣752,800,000元，按年跌幅約為4.3%。

鑒於二零一三年的營商環境艱難，為應付來自其他供應商的價格壓力，本集團已進一步調低其紙板產品的平均售價。由於本集團所有的紙板生產線（包括新收購的瓦楞紙生產線）接近其產能上限，本集團紙板銷量增長貢獻約11,775噸或6.4%被紙板產品平均單位售價下跌所抵銷，以致整體紙製品銷量如前段所述般下降。

紙板產品的平均單位售價由截至二零一二年十二月三十一日止年度約每噸人民幣4,269元下跌至截至二零一三年十二月三十一日止年度的每噸人民幣3,841元，跌幅為每噸人民幣428元或10.0%，反映(1)前段所述的市場競爭；(2)來自高強度瓦楞紙的貢獻由42.3%輕微上升至43.9%，而該產品於本集團紙板產品中售價最低；及(3)廢紙的平均單位採購成本由截至二零一二年十二月三十一日止年度每噸人民幣1,444元減少約10.6%至截至二零一三年十二月三十一日止年度的每噸人民幣1,291元。

儘管年內本集團為福建省唯一的白面牛卡紙生產商，惟倘其售價遠高於向其他省份的供應商採購的總成本（包括產品價格及運輸成本），則本集團可能失去其價格競爭力。為應付來自其他省份的供應商的價格壓力，本集團已稍為調低其白面牛卡紙的售價以保持其於福建省的競爭力。

(ii) 瓦楞紙板及紙箱

瓦楞紙板及紙箱的銷售收益由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣112,800,000元增加至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣127,300,000元，按年增長率約為12.9%。瓦楞紙板及紙箱的平均單位售價由截至二零一二年十二月三十一

日止年度每平方米約人民幣4.28元下跌至截至二零一三年十二月三十一日止年度的每平方米人民幣3.87元。

本集團於期內的瓦楞紙板及紙箱銷售增長由銷量上升約6,466千平方米或24.5%所帶動，乃歸因於現有客戶的採購量增加，部分被該等產品的平均單位售價的跌幅影響所抵銷。

(iii) 撲克牌

撲克牌產品的銷售收益由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣147,200,000元輕微下跌至截至二零一三年十二月三十一日止年度的人民幣144,500,000元，按年跌幅約為1.8%。有關變動乃由銷量增長所導致，惟被撲克牌產品的平均單位售價下跌的影響所抵銷。撲克牌產品的銷量由約161,900,000副增加至167,800,000副，銷量按年增長約3.6%；而撲克牌產品的平均單位售價由截至二零一二年十二月三十一日止年度約每副人民幣0.91元下降約5.5%至截至二零一三年十二月三十一日止年度的每副人民幣0.86元。該平均售價的跌幅乃由於本集團自二零一二年起轉為集中於其自家品牌產品，從而令價格較高的客戶訂製撲克牌產品貢獻的收益進一步下降。

銷售成本

銷售成本由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣818,400,000元下跌約人民幣11,100,000元或1.4%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣807,300,000元，主要由於原材料成本減少。

原材料成本由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣624,400,000元減少至截至二零一三年十二月三十一日止年度的人民幣598,300,000元，即減少約人民幣26,100,000元或4.2%。該減少主要由於廢紙的平均單位採購成本有所下跌所致。

廢紙的平均單位採購成本由截至二零一二年十二月三十一日止年度約每噸人民幣1,444元下跌至截至二零一三年十二月三十一日止年度的每噸人民幣1,291元，即同期下跌約10.6%。此跌幅主要由國內廢紙及進口廢紙的平均單位採購成本下跌所帶動。於二零一二年至二零一三年，國內廢紙及進口廢紙的平均單位採購成本分別由約每噸人民幣1,364元下跌至每噸人民幣1,270元以及由約每噸人民幣1,572元下跌至每噸人民幣1,335元。

就原紙而言，平均單位採購成本於同期由約每噸人民幣4,010元下跌約9.5%至每噸人民幣3,628元。該跌幅與整體市況一致。有關本集團原材料的一般價格變動的進一步詳情，請參閱本招股章程「行業概覽」一節。

於二零一三年八月，本集團自東信收購原先租賃的生產設施（包括生產廠房、土地及相關生產機器），導致租金費用由二零一二年約人民幣20,200,000元減少至二零一三年約人民幣13,000,000元，惟被折舊由二零一二年約人民幣17,800,000元增加至二零一三年約人民幣23,000,000元所抵銷。

除廢紙成本、原紙成本變動及高強度瓦楞原紙的生產安排變動外，成本架構於同期概無其他重大變動。

毛利及毛利率

毛利由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣228,100,000元減少約人民幣10,800,000元或4.7%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣217,300,000元，而本集團的毛利率於同期則微跌約0.6%。毛利率維持相對穩定是由於本集團採用成本加成定價政策及嚴控成本。毛利率下跌則主要由於本集團產品的平均單位售價下跌所致。

(i) 紙板

紙板產品的毛利由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣133,600,000元減少至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣125,800,000元，跌幅約為人民幣7,800,000元或5.8%，而其毛利率則由截至二零一二年十二月三十一日止年度的17%輕微下跌至截至二零一三年十二月三十一日止年度的16.7%。毛利下跌由(1)收益微跌約4.3%；及(2)毛利率於同期微跌約0.3%所導致。毛利率輕微下跌則由於紙板產品的平均售價下跌約10.0%所致，部分由廢紙的平均採購成本下跌約10.6%所抵銷。

本集團於二零一三年八月自東信收購原先租賃的生產設施，導致租金費用由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣20,200,000元減少至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣13,000,000元，而折舊則由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣17,800,000元增加至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣23,000,000元。本集團高強度瓦楞原紙產品的毛利率由截至二零一二年十二月三十一日止年度約16.1%微跌至截至二零一三年十二月三十一日止年度約15.4%。毛利率下跌的影響部分被銷量增加抵銷，導致高強度瓦楞原紙產品的毛利貢獻減少約人民幣1,700,000元或3.6%。

(ii) 瓦楞紙板及紙箱

瓦楞紙板及紙箱的毛利由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣36,900,000元增加至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣41,200,000元，增幅

約為人民幣4,300,000元或11.7%，而其毛利率於截至二零一三年十二月三十一日止兩個年度維持相對穩定，介乎32.7%至32.4%之間。毛利增加主要由銷量增加約24.5%所帶動。

(iii) 撲克牌

撲克牌產品的毛利由截至二零一二年十二月三十一日止年度人民幣57,700,000元減少至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣50,300,000元，跌幅約為人民幣7,400,000元或12.8%，而其毛利率則由截至二零一二年十二月三十一日止年度的39.2%下跌至截至二零一三年十二月三十一日止年度的34.8%。毛利及毛利率均有所下跌乃由於撲克牌產品的平均單位售價下跌所致，而有關影響部分被銷量增加所抵銷。

其他收入

其他收入由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣7,000,000元增加約人民幣7,500,000元或107.1%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣14,500,000元，主要由於廢料銷售增加。

分銷成本

分銷成本由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣6,100,000元減少約人民幣200,000元或3.3%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣5,900,000元。分銷成本減少主要由於截至二零一三年十二月三十一日止年度內添置本集團本身的車隊以減少使用第三方物流供應商運送產品。

行政開支

行政開支由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣30,700,000元減少約人民幣8,100,000元或26.4%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣22,600,000元。此減少主要由於若干一次性開支減少（包括出售固定資產虧損減少約人民幣1,600,000元及上市開支減少約人民幣3,900,000元）。此外，經常性一般行政開支於同年減少約人民幣2,600,000元，包括員工成本主要因行政部員工數目減少而減少約人民幣400,000元；相關增值稅及其他稅務費用主要因年內資本開支的轉入增值稅扣減增加而減少約人民幣1,000,000元；以及辦公室行政、應酬及汽車開支減少約人民幣1,100,000元。

融資成本

融資成本主要包括須於五年內全數償還的銀行貸款的利息。其由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣10,900,000元增加約人民幣1,400,000元或12.8%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣12,300,000元。

所得稅開支

所得稅開支由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣48,400,000元減少約人民幣100,000元或0.2%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣48,300,000元，主要由於不可扣稅開支項目減少所致。

本集團的實際稅率維持穩定，由截至二零一二年十二月三十一日止年度約25.8%輕微下跌約0.5%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約25.3%。

年內溢利

年內溢利因上述原因而由截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣139,000,000元增加約人民幣3,700,000元或2.7%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約人民幣142,700,000元。

截至二零一二年十二月三十一日止年度與截至二零一一年十二月三十一日止年度比較

收益

收益由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣973,900,000元增加約人民幣72,600,000元或7.5%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣1,046,500,000元，其中約人民幣40,800,000元或5.5%的收益增長來自紙板及約人民幣31,800,000元或13.9%的收益增長來自其他紙製品。

(i) 紙板

紙板產品的銷售收益由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣745,700,000元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣786,500,000元，按年增長約5.5%。

本集團紙板產品的收益增長主要由銷量帶動。由於本集團本身的白面牛卡紙及牛卡紙生產線已接近其產能上限，本集團約24,124噸或15.0%的紙板銷量增長主要由於高強度瓦楞原紙的銷量於租用東信的生產設施後增加約26,745噸。由於年內經濟有所放緩以及交投氣氛變得審慎，故少部分升幅被白面牛卡紙銷量減少約5,376噸所抵銷。

鑒於營商環境艱難及其本身的生產線接近產能上限，管理層亦透過專注於服務訂單數量龐大及信譽良好的客戶，並終止與採購量較少或信譽欠佳的客戶的業務關係，從而優化本集團的客戶組合。管理層相信，此客戶戰略的調整可改善本集團的收入質素。

紙板產品的平均單位售價由截至二零一一年十二月三十一日止年度約每噸人民幣4,657元下跌至截至二零一二年十二月三十一日止年度的每噸人民幣4,269元，跌幅為每噸人民幣388元或8.3%，由(1)本集團的紙板產品中售價最低的高強度瓦楞原紙的貢獻百分比由31.9%上升至42.3%；及(2)廢紙的平均單位採購成本由截至二零一一年十二月三十一日止年度每噸人民幣1,698元減少約15.0%至截至二零一二年十二月三十一日止年度的每噸人民幣1,444元；及(3)經營環境嚴峻所導致，此反映於二零一二年的市場價格整體下跌。

(ii) 瓦楞紙板及紙箱

瓦楞紙板及紙箱的銷售收益由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣107,200,000元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣112,800,000元，按年增長約5.2%。瓦楞紙板及紙箱的平均單位售價維持穩定，僅由截至二零一一年十二月三十一日止年度每平方米約人民幣4.38元微降至截至二零一二年十二月三十一日止年度的每平方米人民幣4.28元。

本集團瓦楞紙板及紙箱產品的期內銷售增長由銷量上升約1,901千平方米或7.8%所帶動，乃歸因於經常性客戶的採購量增加。

(iii) 撲克牌

撲克牌產品的銷售收益由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣121,000,000元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣147,200,000元，按年增長約21.7%。本集團的撲克牌銷售增加主要由於銷量由約114,600,000副增加至161,900,000副，銷量按年增長約41.3%。該增長是由於本集團改變策略以減少依賴客戶訂單，從而令自家品牌產品的銷售大幅增加。儘管毛利率較低，但管理層認為集中發展自家品牌市場分部可於日後達到更持續的增長。

本集團自家品牌撲克牌產品的銷售增加乃由於新添四名新客戶(為貿易公司)。於截至二零一二年十二月三十一日止年度，彼等向本集團採購的總額約達人民幣44,400,000元。憑藉該等新客戶的銷售網絡，本集團的自家品牌撲克牌銷售於期內大幅增加。

由於本集團自家品牌產品的售價較客戶訂單的售價為低，故撲克牌產品的平均單位售價由截至二零一一年十二月三十一日止年度約每副人民幣1.06元下降約14.2%至截至二零一二年十二月三十一日止年度的每副人民幣0.91元。

銷售成本

銷售成本由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣765,600,000元增加約人民幣52,800,000元或6.9%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣818,400,000元。此增幅與本集團的收益增長約7.5%相符，主要由銷量增加令原材料消耗量增加帶動。

原材料成本由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣589,200,000元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣624,400,000元，即增加約人民幣35,200,000元或6.0%及佔同年銷售成本增幅約66.7%。該增加主要由於廢紙、紙漿以及原紙的消耗量有所增加所致。特別是生產所用的廢紙數量由截至二零一一年十二月三十一日止年度約209,000噸增加約34,000噸或16.3%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約243,000噸，此與本集團的紙板銷量於同期增長15.1%相符。

廢紙的平均單位採購成本由截至二零一一年十二月三十一日止年度約每噸人民幣1,698元下跌至截至二零一二年十二月三十一日止年度的每噸人民幣1,444元，即同期下跌約15.0%。此跌幅主要由國內廢紙的平均單位採購成本於同期由約每噸人民幣1,710元下跌至每噸人民幣1,364元所帶動。

就原紙而言，平均單位採購成本於同期由約每噸人民幣4,292元下跌約6.6%至每噸人民幣4,010元。該跌幅與整體市況一致。有關本集團原材料一般價格變動的更多資料，請參閱本招股章程「行業概覽」一節。

自二零一二年一月起，本集團將高強度瓦楞原紙的生產安排自外包轉為租賃生產設施，導致截至二零一一年十二月三十一日止年度的外包收費約人民幣31,300,000元轉為截至二零一二年十二月三十一日止年度的租金費用約人民幣20,200,000元，或同期減少約人民幣11,100,000元的付款。於該轉變後，本集團承擔直接勞工成本及水電費，兩項費用均包括於外包安排內。因此，該轉變並無導致高強度瓦楞原紙的生產成本架構出現任何重大改變。

除廢紙成本及高強度瓦楞原紙的生產安排變動外，成本架構於同期概無重大變動。

毛利及毛利率

毛利由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣208,200,000元增加約人民幣19,900,000元或9.6%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣228,100,000元，而本集團的毛利率則上升約0.4%。自本集團採用成本加成定價政策後，毛利率維持相對穩定，而毛利增加主要是由於銷量增加。

(i) 紙板

紙板產品的毛利由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣123,100,000元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣133,600,000元，升幅約為人民幣10,500,000元或8.5%，而其毛利率則由截至二零一一年十二月三十一日止年度的16.5%輕微上升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的17.0%。該毛利增加由(1)收益增長約5.5%；及(2)同期毛利率因廢紙平均單位採購成本下跌約15.0%而輕微上升約0.5%所帶動，其影響部分被紙板產品的平均售價下跌約8.3%所抵銷。

自二零一二年一月起，本集團將高強度瓦楞原紙的生產由外包安排轉為設施租賃安排，與外包安排相比，租賃安排為本集團的生產計劃提供更大的彈性。訂立租賃安排並無構成重大不利財務影響。本集團高強度瓦楞原紙的毛利率由截至二零一一年十二月三十一日止年度約16.9%微跌至截至二零一二年十二月三十一日止年度約16.1%。由於租賃安排令本集團可增加產量，故毛利率的跌幅影響被銷量增加所抵銷，從而令高強度瓦楞原紙產品的毛利貢獻增加約人民幣12,500,000元或35.8%。

(ii) 瓦楞紙板及紙箱

瓦楞紙板及紙箱的毛利由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣35,100,000元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣36,900,000元，增幅為約人民幣1,800,000元或5.1%，而其毛利率於截至二零一二年十二月三十一日止兩個年度維持穩定，為32.7%。毛利增加主要由銷量增加約7.8%所帶動。

(iii) 撲克牌

撲克牌產品的毛利由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣50,100,000元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣57,700,000元，增幅為約人民幣7,600,000元或15.2%，而其毛利率則由截至二零一一年十二月三十一日止年度的41.4%輕微下跌至截至二零一二年十二月三十一日止年度的39.2%。毛利增加而毛利率下跌乃由於如上文所述本集團轉為專注於自家品牌的產品而令撲克牌產品銷量增加而平均售價則下跌。

其他收入

其他收入由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣7,800,000元減少約人民幣800,000元或10.3%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣7,000,000元，主要由於匯兌收益減少。

分銷成本

分銷成本由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣10,400,000元減少約人民幣4,300,000元或41.3%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣6,100,000元。分銷成本減少主要由於二零一二年年度內增加利用本集團本身的車隊而非第三方物流供應商運送產品。

行政開支

行政開支由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣13,500,000元增加約人民幣17,200,000元或127.4%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣30,700,000元。此增加主要由於多項經常性一般行政開支增加約人民幣9,700,000元所致。該等經常性開支增加包括員工成本因整體薪酬上升而增加約人民幣3,500,000元；相關增值稅及其他稅務費用增加約人民幣3,900,000元，主要原因是(i)期內資本開支的轉入增值稅扣減減少及(ii)轉出增值稅因收益增加而上升；應付騰信的倉庫租金增加約人民幣500,000元，原因是訂立全年租約及辦公室行政、應酬及汽車開支增加約人民幣900,000元。此外，本集團產生若干一次性開支，包括出售固定資產虧損約人民幣1,600,000元及上市開支約人民幣5,900,000元，均已計入本集團於期內的收益表。

融資成本

融資成本主要包括須於五年內全數償還的銀行貸款的利息。融資成本維持相對穩定，由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣10,700,000元增加約人民幣200,000元或1.9%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣10,900,000元。

所得稅開支

所得稅開支由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣45,300,000元增加約人民幣3,100,000元或6.8%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣48,400,000元，主要由於本集團的溢利增加所致。本集團的實際稅率維持穩定，由截至二零一一年十二月三十一日止年度約25.0%輕微上升約0.8%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約25.8%。

年內溢利

年內溢利因上述原因而由截至二零一一年十二月三十一日止年度約人民幣136,200,000元增加約人民幣2,800,000元或2.1%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約人民幣139,000,000元。

財務資料

合併財務狀況報表及財務比率節選數據

下表載列摘錄自本招股章程附錄一所載會計師報告的本集團合併財務狀況表的資料：

	於十二月三十一日		
	二零一一年 人民幣千元	二零一二年 人民幣千元	二零一三年 人民幣千元
資產及負債			
非流動資產			
物業、廠房及設備	171,997	172,056	308,997
投資物業	1,061	842	4,789
預付土地租賃款項	13,444	16,914	22,179
土地使用權以及物業、廠房及設備的按金	<u>7,320</u>	<u>4,440</u>	<u>1,815</u>
	<u>193,822</u>	<u>194,252</u>	<u>337,780</u>
流動資產			
存貨	84,341	71,992	44,109
應收貿易款項及票據	190,026	265,513	228,533
預付款項及其他應收款項	111	2,508	2,756
應收董事款項	2,265	—	—
已抵押銀行存款	14,170	10,600	9,380
現金及現金等價物	<u>15,497</u>	<u>259,057</u>	<u>173,944</u>
	<u>306,410</u>	<u>609,670</u>	<u>458,722</u>
流動負債			
應付貿易款項及票據	96,823	216,281	115,612
應計費用及其他應付款項	8,697	7,305	9,908
銀行借貸	110,372	149,103	103,000
應付董事款項	27	698	293
應付股東款項	19	5,685	2,355
即期稅項負債	<u>11,555</u>	<u>15,120</u>	<u>12,885</u>
	<u>227,493</u>	<u>394,192</u>	<u>244,053</u>
淨流動資產	<u>78,917</u>	<u>215,478</u>	<u>214,669</u>
總資產減流動負債	<u>272,739</u>	<u>409,730</u>	<u>552,449</u>
非流動負債			
銀行借貸	<u>2,000</u>	<u>—</u>	<u>—</u>
資產淨值	<u>270,739</u>	<u>409,730</u>	<u>552,449</u>
權益			
本公司擁有人應佔權益			
股本	—	—	—
儲備	<u>270,739</u>	<u>409,730</u>	<u>552,449</u>
總權益	<u>270,739</u>	<u>409,730</u>	<u>552,449</u>

財務資料

於往績期間的年度結算日，本集團的淨流動資產分別約為人民幣78,900,000元、人民幣215,500,000元及人民幣214,700,000元。

本集團的流動資產主要包括現金及現金等價物、已抵押銀行存款、應收票據、應收貿易款項及存貨，而本集團的流動負債則主要包括應付貿易款項及票據、銀行借貸及即期稅項負債。

淨流動資產由二零一一年十二月三十一日的人民幣78,900,000元增加至二零一二年十二月三十一日的人民幣215,500,000元。增加的人民幣136,600,000元主要來自本集團因應嚴峻的貿易環境而放寬其信貸條款，從而令應收貿易款項及票據增加人民幣75,500,000元，以及主要因資本開支減少及年內並無派息而令現金及現金等價物增加人民幣243,600,000元所致，部分被應收貿易款項及票據結算減慢而令現金流量收緊，從而令應付貿易款項及票據增加人民幣119,500,000元所抵銷。

淨流動資產由二零一二年十二月三十一日的人民幣215,500,000元減少至二零一三年十二月三十一日的人民幣214,700,000元。減少的人民幣800,000元主要由於(1)現金及現金等加物因向東信收購生產設施減少人民幣85,200,000元；(2)應收貿易款項及票據因平均售價下跌導致收益下跌而減少人民幣37,000,000元；及(3)存貨因銷量上升而減少人民幣27,900,000元；部分減幅被以下因素所抵銷：(a)應付貿易款項及票據因二零一三年第四季採購量下跌而減少人民幣100,700,000元；(b)銀行借款減少人民幣46,100,000元；及(c)即期稅項負債減少人民幣2,200,000元。

應收貿易款項及票據

應收貿易款項及票據主要指應收客戶款項結餘(扣除獲授予信貸期的客戶的減值虧損)。根據本集團的信貸政策，本集團根據採購量、客戶的聲譽及信譽向客戶提供不同的信貸期。紙板產品客戶獲授予的信貸期介乎交付產品後30天至120天；瓦楞紙箱客戶獲授予的信貸期介乎交付產品後30天至120天；而撲克牌客戶獲授予的信貸期則介乎交付產品後30天至90天。

下表載列於往績期間內各資產負債表日期本集團的應收貿易款項及票據結餘：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
應收貿易款項，淨額	134,195	265,513	228,533
應收票據	55,831	—	—
合計	<u>190,026</u>	<u>265,513</u>	<u>228,533</u>

財務資料

下表載列於往績期間內各資產負債表日期，根據相關到期日劃分的應收貿易款項及票據(扣除減值虧損)賬齡分析：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
應收貿易款項及票據			
(扣除減值虧損)			
0-30天	99,251	117,973	109,753
31-60天	40,327	93,380	73,840
61-90天	11,829	43,530	32,916
91-180天	38,619	10,630	12,024
	190,026	265,513	228,533

應收貿易款項及票據由二零一一年十二月三十一日約人民幣190,000,000元增加人民幣75,500,000元或39.7%至二零一二年十二月三十一日約人民幣265,500,000元。鑒於紙板產品的經營環境嚴峻，特別是市價於二零一二年整體下滑，本集團已放寬有關應收貿易款項之限制，並於截至二零一二年十二月三十一日止年度延長授予其11名主要客戶(包括其五大客戶)的信貸期，其中兩名由60天延長至120天，而另外九名由90天延長至120天，以挽留該等優質客戶，因此於二零一二年十二月三十一日的應收貿易款項及票據相應增加。於截至二零一二年十二月三十一日止年度，來自信貸期獲延長之11名主要客戶之收益貢獻為人民幣335,700,000元，且其所有於二零一二年十二月三十一日到期的應付款項其後於二零一三年結清。

應收貿易款項及票據由二零一二年十二月三十一日約人民幣265,500,000元減少人民幣37,000,000元或13.9%至二零一三年十二月三十一日約人民幣228,500,000元。該減少主要由於本集團因應持續艱難的營商環境而調低平均售價導致收益減少，營商環境困難反映於二零一三年市價整體下跌。

於二零一三年，本集團繼續向若干優質客戶維持寬鬆的貿易信貸政策。除了於二零一二年信貸期獲延長至120天的11名主要客戶外，另有11名優質客戶獲延長信貸期，截至二零一三年十二月三十一日止年度，其中五名由30日延長至45日，四名由45日延長至60日，兩名則由60日延長至90日。截至二零一三年十二月三十一日止年度，該11名獲延長信貸期的客戶所貢獻收益達人民幣88,600,000元。

於二零一三年十二月三十一日賬齡介乎91天至180天的應收款項涉及6名紙板客戶及1名瓦楞紙板及紙箱客戶。所有該等客戶已經與本集團進行貿易往來超過2年。於往績期間，本集團不曾因該等客戶而遇到任何收款問題。於二零一四年三月三十一日，全部該等應收款項已於其後結清。

財務資料

於二零一二年及二零一三年十二月三十一日，已逾期但未減值的應收貿易款項及票據與獨立客戶有關，彼等過往與本集團的交易記錄良好。除以下所述者外，根據本集團的評估，由於信貸質素並無重大變動及結餘仍被視為可全數收回，因此毋須就該等結餘作出減值撥備。

於往績期間，本集團的減值撥備分別為約人民幣453,000元、人民幣453,000元及人民幣453,000元。該等減值虧損為按個別基準評估及就預期不可收回的結欠應收款項而計提的撥備。

於最後實際可行日期，截至二零一三年十二月三十一日所有應收貿易款項及票據經已結清。

下表載列本集團於往績期間的應收貿易款項及票據周轉天數：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
應收貿易款項及票據周轉天數(附註)	59.3	79.4	88.0

附註：應收貿易款項及票據周轉天數相等於年初與年末應收貿易款項及票據的平均數除以該年度的收益，然後乘以365天。

於往績期間，應收貿易款項及票據周轉天數分別為約59.3天、79.4天及88.0天。於截至二零一三年十二月三十一日止兩個年度，應收貿易款項及票據周轉天數有所增加主要由於如上述授予本集團的客戶的平均信貸期獲延長。

存貨

本集團的存貨包括原材料及製成品。存貨以成本及可變現淨值兩者之較低者列賬。於二零一三年，存貨下跌主要由於二零一三年下半年廢紙的平均採購價格出現波動，有見及此，管理層嚴格控制原材料的存貨水平，加上二零一三年的銷售量增加，進一步使製成品水平下跌。下表載列本集團於往績期間的存貨期末結餘：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
原材料	33,788	27,132	18,747
製成品	50,553	44,860	25,362
總計	84,341	71,992	44,109

財務資料

下表載列本集團於往績期間的存貨周轉天數：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
存貨周轉天數（附註）	39.6	34.9	26.2

附註：存貨周轉天數相等於年初與年末存貨的平均數除以該年度的銷售成本，然後乘以365天。

存貨周轉天數由截至二零一一年十二月三十一日止年度約39.6天下降11.9%至截至二零一二年十二月三十一日止年度約34.9天，並進一步下降24.9%至截至二零一三年十二月三十一日止年度約26.2天。截至二零一三年十二月三十一日止三個年度的存貨周轉天數下降與業務量增長相符，亦由於自二零一二年起本集團加緊控制存貨水平以應付紙板產品的整體市價下跌而導致的嚴峻貿易環境所致。

截至最後實際可行日期，本集團於二零一三年十二月三十一日已動用所有存貨。

預付款項及其他應收款項

本集團的預付款項及其他應收款項主要包括預付款項。於二零一二年及二零一三年十二月三十一日，預付款項分別約為人民幣2,000,000元及人民幣2,600,000元，主要為就籌備上市預付的法律及專業開支。於二零一一年十二月三十一日，概無未付的預付款項結餘。有關就籌備上市預付的法律及專業開支的其他詳情，請參閱下文「上市開支」分節。

應付貿易款項及票據

本集團的應付貿易款項及票據主要包括應付原材料採購款項及應付供應商款項，有關供應商一般向本集團提供約30至180天的信貸期。於二零一三年，應付貿易款項及票據減少主要是由於該年度第四季的採購量減少。下表載列於往績期間根據發票日期劃分的應付貿易款項及票據的賬齡分析：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
應付貿易款項及票據			
0-30天	68,590	72,805	71,543
31-60天	19,300	36,179	6,988
61-90天	3,591	51,950	11,047
超過90天	5,342	55,347	26,034
	96,823	216,281	115,612

財務資料

下表載列本集團於往績期間的應付貿易款項及票據周轉天數：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
應付貿易款項及票據周轉天數(附註)	59.2	69.8	75.0

附註：應付貿易款項及票據周轉天數相等於年初與年末應付貿易款項及票據的平均數除以該年度的銷售成本，然後乘以365天。

應付貿易款項及票據周轉天數由截至二零一一年十二月三十一日止年度約59.2天上升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的69.8天，並上升至截至二零一三年十二月三十一日止年度的75.0天。於二零一一年至二零一二年上升10.6天主要由於本集團自二零一二年一月起延長授予其客戶的信貸期。因此本集團收回應收貿易款項及票據以清償其應付貿易款項的過程減慢，從而令應付貿易款項及票據周轉天數於截至二零一二年十二月三十一日止年度有所上升。

於二零一三年，由於本集團繼續延長若干優質客戶的信貸期，並放寬另外11名客戶的信貸期，本集團收取用以清償其應付貿易款項的應收貿易款項的速度減慢，導致截至二零一三年十二月三十一日止年度的應付貿易款項及票據周轉天數延長5.2日。

由於本集團的應付貿易款項周轉天數因應收貿易款項及票據周轉天數增加而有所增加，其營運資金周期保持相對穩定，由截至二零一一年十二月三十一日止年度約39.7天微升約4.8天至截至二零一二年十二月三十一日止年度約44.5天，並於截至二零一三年十二月三十一日止年度微跌39.2天。於最後實際可行日期，約人民幣93,500,000元(即截至二零一三年十二月三十一日約80.9%的應付貿易款項及票據)經已結清。

銀行借貸

下表載列本集團於往績期間的銀行借貸分析：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
有抵押銀行貸款	112,372	149,103	103,000
無抵押銀行貸款	—	—	—
	112,372	149,103	103,000
應償還銀行貸款：			
— 一年內	110,372	149,103	103,000
— 一年後但於五年內	2,000	—	—
	112,372	149,103	103,000

財務資料

銀行借貸因於二零一二年增加從香港進口廢紙而由二零一一年十二月三十一日約人民幣112,400,000元增加人民幣36,700,000元至二零一二年十二月三十一日約人民幣149,100,000元。於二零一一年十二月三十一日的銀行借貸主要包括貿易融資額度，此乃由於二零一一年透過洲豪貿易從香港大量進口廢紙，而此一般須以如信用狀及信託收據貸款等貿易融資結清款項。

由於本集團利用更多其內部資源（如手頭現金及現金等價物）而非透過取得外部融資以支持營運，故銀行借款由二零一二年十二月三十一日約人民幣149,100,000元下跌人民幣46,100,000元至二零一三年十二月三十一日約人民幣103,000,000元。

下表載列往績期間本集團借貸的實際利率範圍：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
即期			
浮息借貸	3.28%–7.54%	3.40%–8.10%	3.40%–8.10%
定息借貸	<u>6.06%–8.98%</u>	<u>5.20%–7.80%</u>	<u>4.30%–7.80%</u>

本集團提取上述全數銀行貸款乃作營運資金用途。大部分貸款是一年期短期貸款，並由本集團若干固定資產或若干個人擔保（包括由主要股東鄭先生提供的擔保）作抵押。截至二零一二年十二月三十一日，所有有關個人擔保均已解除。有關抵押及擔保的詳情，請參閱本招股章程附錄一會計師報告附註31。

本集團的貸款協議載有中國商業銀行貸款常見的標準條款、條件及契諾。該等契約主要包括本集團進行若干交易（如出售重大資產、合併或整合及清盤或結束業務等）時必須取得貸款方的事先同意或通知貸款方的規定。

本公司確認，本集團一直遵守銀行融資的所有契約。

流動資金、財務資源及資本架構

本集團過往主要以營運所產生的現金、銀行借貸及其股東注資應付其營運資金及其他資本需求。本集團現金的主要用途包括支付向供應商作出採購的款項及各項營運開支。於往績期間，本集團的主要現金來源及用途概無重大變動。

財務資料

下表載列本集團於往績期間的現金流量淨額概要：

現金流量

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
於年初的現金及現金等價物	224,673	15,497	259,057
經營活動所產生的現金淨額	44,861	234,351	139,752
投資活動所用的現金淨額	(105,160)	(18,136)	(167,328)
融資活動(所用)／所產生的現金淨額	(148,878)	27,345	(57,555)
現金及現金等價物(減少)／增加淨額	(209,177)	243,560	(85,131)
外匯匯率變動影響	1	—	18
於年末的現金及現金等價物	15,497	259,057	173,944

來自經營活動的現金流量

於截至二零一三年十二月三十一日止年度，經營活動產生的現金淨額為人民幣139,800,000元，主要來自(1)營運資金變動前經營溢利人民幣227,500,000元；(2)存貨因銷量增加及加緊控制存貨水平以應付嚴峻貿易環境而減少人民幣27,900,000元；及(3)應收貿易款項及票據因收益下跌而減少人民幣37,000,000元，惟部分被二零一三年第四季減少採購而導致應收貿易款項及票據減少人民幣100,700,000元及已付稅項人民幣50,600,000元所抵銷。

於截至二零一二年十二月三十一日止年度，經營活動所產生的現金淨額為人民幣234,400,000元，主要來自營運資金變動前經營溢利人民幣218,000,000元及應付貿易款項及票據增加人民幣119,500,000元，惟部分被應收貿易款項及票據增加人民幣75,500,000元及已付稅項人民幣44,800,000元所抵銷。此乃由於截至二零一二年十二月三十一日止年度延長本集團客戶的信貸期，減慢本集團收取應收貿易款項以清償應付貿易款項的過程。

於截至二零一一年十二月三十一日止年度，經營活動所產生的現金淨額為人民幣44,900,000元，主要來自營運資金變動前經營溢利人民幣205,400,000元，惟部分被年內銷量增加導致應收貿易款項及票據增加人民幣63,900,000元、因利用從客戶收取的應收票據清償應付貿易款項而令應付貿易款項及票據減少人民幣54,700,000元及已付稅項人民幣41,700,000元所抵銷。

來自投資活動的現金流量

於截至二零一三年十二月三十一日止年度，投資活動所用的現金淨額為人民幣167,300,000元，主要來自購置物業、廠房及設備人民幣162,100,000元及收購土地租賃款項人民幣5,700,000元，其中約人民幣129,800,000元就收購瓦楞原紙生產設施而支付予東信。

於截至二零一二年十二月三十一日止年度，投資活動所用的現金淨額為人民幣18,100,000元，主要來自購置物業、廠房及設備人民幣22,100,000元，惟部分被已抵押銀行存款減少人民幣3,600,000元所抵銷。

於截至二零一一年十二月三十一日止年度，投資活動所用的現金淨額約為人民幣105,200,000元，主要由於購置物業、廠房及設備人民幣87,000,000元及已抵押銀行存款增加人民幣11,400,000元。

來自融資活動的現金流量

於截至二零一三年十二月三十一日止年度，融資活動所用的現金淨額約為人民幣57,600,000元，主要來自銀行借貸還款人民幣186,100,000元及利息付款人民幣11,500,000元，部分被新增銀行借貸所得資金人民幣140,000,000元所抵銷。

於截至二零一二年十二月三十一日止年度，融資活動所產生的現金淨額約為人民幣27,300,000元，主要來自新增銀行借貸人民幣317,500,000元，部分被銀行借貸還款人民幣280,800,000元所抵銷。

於截至二零一一年十二月三十一日止年度，融資活動所用的現金淨額約為人民幣148,900,000元，主要由於銀行借貸還款人民幣318,100,000元、於截至二零一零年十二月三十一日止年度宣派的股息付款人民幣90,000,000元及已付利息人民幣8,700,000元，部分被新增銀行借貸所得資金人民幣267,900,000元所抵銷。

財務資料

淨流動資產

下表載列有關本集團於二零一四年四月三十日的流動資產、流動負債及淨流動資產的資料：

	人民幣千元
流動資產	
存貨	59,698
應收貿易款項及票據	216,353
預付款項及其他應收款項	2,983
已抵押銀行存款	8,520
現金及現金等價物	<u>299,591</u>
	<u>587,145</u>
流動負債	
應付貿易款項及票據	194,465
應計款項及其他應付款項	6,186
銀行借貸	104,242
即期稅項負債	<u>4,052</u>
	<u>308,945</u>
淨流動資產	<u><u>278,200</u></u>

於二零一四年四月三十日，本集團的淨流動資產由二零一三年十二月三十一日約人民幣214,700,000元增加至約人民幣278,200,000元。淨流動資產的增加歸因於(1)現金及現金等價物因結清截至二零一三年十二月三十一日止年度未結清的應收貿易款項及票據而增加；(2)存貨增加，部分被應收貿易款項及票據減少所抵銷；(3)應計費用及其他應付款項、應付貿易款項及票據以及即期稅項負債減少；及(4)分別應付董事及股東的款項因本集團已按計劃償還於二零一四年三月到期的款項而減少。

財務資料

主要財務比率

下表載列本集團於往績期間的主要財務比率：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
流動比率 ⁽¹⁾	1.3	1.5	1.9
速動比率 ⁽²⁾	1.0	1.4	1.7
資產負債比率 ⁽³⁾	41.5%	36.4%	18.6%
債務對權益比率 ⁽⁴⁾	35.8%	(26.8)%	(12.8)%

	截至十二月三十一日年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
利息償付 ⁽⁵⁾	22.0	21.0	17.7
權益回報 ⁽⁶⁾	55.0%	40.9%	29.7%
資產回報 ⁽⁷⁾	25.9%	21.3%	17.8%
除息稅前純利率 ⁽⁸⁾	19.5%	18.8%	19.8%
純利率 ⁽⁹⁾	14.0%	13.3%	13.9%

(1) 流動比率指流動資產除以流動負債。

(2) 速動比率指流動資產(扣除存貨)除以流動負債。

(3) 資產負債比率指總借款除以總權益。

(4) 債務對權益比率乃以債務淨額除以總權益計算。

(5) 利息償付指除利息及稅項前溢利除以年內錄得的利息。

(6) 權益回報乃以年內溢利除以年初及年末總權益平均數加於年內已宣派但未支付的股息計算。

(7) 資產回報乃以年內溢利除以年內的年初及年末總資產平均數。

(8) 除息稅前純利率按除息稅前純利除以收益計算。

(9) 純利率按年內溢利除以收益計算。

流動比率

於二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，本集團的流動比率分別約為1.3、1.5及1.9。於往績期間的流動比率上升主要由於同期業務表現穩定，令現金及現金等價物、應付貿易款項及票據及銀行借款方面的財務狀況有所改善。

速動比率

於二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，本集團的速動比率分別約為1.0、1.4及1.7。於往績期間，由於存貨相對其他流動資產項目而言僅佔總流動資產的較少部分，以及流動比率的變動會對速動比率造成直接影響，故速動比率於往績期間與流動比率相若。

資產負債比率

於二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，本集團的資產負債比率分別約為41.5%、36.4%及18.6%。資產負債比率改善主要由於往績期間的純利增加，令同期儲備(特別是本集團的業務發展及營運的保留盈利)增加。

債務對權益比率

於二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，本集團的債務對權益比率分別約為35.8%、(26.8)%及(12.8)%。比率於二零一二年及二零一三年十二月三十一日為負數，主要由於本集團保留較多的現金結餘及減少使用債務融資以支持其營運。

利息償付

於往績期間，本集團的利息償付分別約為22.0、21.0及17.7。比率於截至二零一二年十二月三十一日止兩個年度維持穩定。於二零一三年，利息償付下降主要由於與往年相比，年內使用若干利率較高的有期貸款。

權益回報

截至二零一三年十二月三十一日止三個年度，本集團的權益回報約為55.0%、40.9%及29.7%。權益回報減少由於本集團的盈利增長放緩所致。

資產回報

截至二零一三年十二月三十一日止三個年度，本集團的資產回報約為25.9%、21.3%及17.8%。資產回報的減幅與權益回報相符。由於本集團將若干比例的借貸用於為其經營提供資金，該兩個表現比率(即權益回報及資產回報)之間的差別反映本集團於同期利用其資本以達致業務增長的成效。

財務資料

除息稅前純利率

於往績期間，除息稅前純利率分別約為19.5%、18.8%及19.8%。除息稅前純利率得以保持穩定主要是由於在往績期間本集團採用成本加成政策、有效控制上文「毛利率」一段所述的主要原材料成本，以及本集團的支出架構並無重大變動。

純利率

於往績期間，純利率分別約為14.0%、13.3%及13.9%。基於上文「毛利率」及「除息稅前純利率」兩段所述因素，純利率於往績期間亦保持穩定。

資本承擔

於往績期間的年度結算日，本集團有以下並無在本集團的合併財務資料中撥備的資本承擔：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
購置物業、廠房及設備及 預付土地租賃款項	30,806	11,010	1,765

除在此所披露者外，本集團並無任何其他重大資本承擔。

資本開支

資本開支主要與興建生產廠房以及購買設備及機器以及預付土地租賃款項有關。於過往，本集團以內部現金資源及銀行借貸為其資本開支撥資。下表載列本集團於往績期間的資本開支：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
預付土地租賃款項	—	900	5,700
物業、廠房及設備	65,185	2,408	162,130
在建工程	21,806	19,683	—
	<u>86,991</u>	<u>22,991</u>	<u>167,830</u>

財務資料

資本開支由截至二零一二年十二月三十一日止年度的約人民幣23,000,000元大幅增加至截至二零一三年十二月三十一日止年度的約人民幣167,800,000元，主要歸因於二零一三年八月收購包括來自東信的生產廠房、土地及生產機器的生產設施，總現金代價為人民幣129,840,000元。

資本開支管理

本集團就截至二零一四年十二月三十一日止年度預定資本開支約8,500,000港元，主要與擴充產能有關。董事計劃以本集團內部產生資金、銀行借款及股份發售所得款項淨額為將來資金開支提供資金。更多詳情請參閱本招股章程中「未來計劃及所得款項用途」一節。本集團實際資本開支或因不同因素(包括未來現金流量、經營業績及財務狀況、全球經濟變動、本集團按可接納條款取得融資以及香港及中國的監管環境以及其他因素)而與上述金額不同。

經營承擔

本集團作為承租人

於往績期間，本集團根據多項經營租賃於香港租賃辦公室及於中國租賃生產設施及倉庫。該等租賃的初步年期為一至五年。

下表載列本集團根據不可撤銷經營租賃於所示日期的未來最低租賃款項總額：

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
於一年內	900	21,329	90
第二至第五年(包括首尾兩年)	<u>3,150</u>	<u>42,570</u>	<u>55</u>
	<u>4,050</u>	<u>63,899</u>	<u>145</u>

由於本集團於二零一三年八月終止向東信租用生產設施及收購該等生產設施，未來最低租賃款項於二零一三年十二月三十一日大幅下跌。有關詳情請參閱附錄一一會計師報告內「經營租賃安排」一段。

財務資料

關連方交易

於往績期間，本集團與關連方訂立若干交易。於最後實際可行日期，本集團終止與關連方的所有交易。

下表載列本集團於往績期間訂立的重大關連方交易：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
自下列者採購原材料			
— 信源	324,377	173,307	10,221
— 洲豪貿易	<u>58,998</u>	<u>100,537</u>	<u>39,964</u>
	<u>383,375</u>	<u>273,844</u>	<u>50,185</u>
代表本集團支付預付款項			
— 香港敦信	<u>2,910</u>	<u>—</u>	<u>—</u>
向以下者支付租金			
— 騰信	<u>450</u>	<u>900</u>	<u>675</u>

下表載列於各所示日期的關連方結餘：

(i) 應收關連方款項

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
非貿易性質			
應收一名董事款項			
— 鄭先生	<u>2,265</u>	<u>—</u>	<u>—</u>

財務資料

(ii) 應付關連方款項

	於十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
貿易性質			
應付貿易款項及票據			
— 信源	38,750	54,019	—
— 洲豪貿易	23,818	43,760	—
	<u>62,568</u>	<u>97,779</u>	<u>—</u>
非貿易性質			
應付一名董事款項			
— 鄭先生	27	698	293
應付股東款項			
— 龔先生	—	5,631	2,355
— 陳女士	19	54	—
	<u>19</u>	<u>5,685</u>	<u>2,355</u>
	<u>62,615</u>	<u>104,162</u>	<u>2,648</u>

所有應付董事及股東的款項已於二零一四年三月一日清償。有關更多詳情，請參閱本招股章程「業務」一節及附錄一會計師報告的附註11、21、23、27、31及33。

董事已確認上述的關連方交易均以正常商業條款進行，屬公平合理，並符合股東的整體利益。董事亦相信該等關連方交易以及應付以及應收關連方款項並無扭曲本集團於往績期間的經營業績。

資產負債表以外的承擔及安排

於最後實際可行日期，本集團並無訂立任何資產負債表以外交易。

董事對本集團營運資金的充足性的意見

董事認為，考慮到本集團可動用的財務資源，其中包括內部產生資金、可動用銀行融資及股份發售的估計所得款項淨額，倘無不可預見的情況，本集團可動用的營運資金

足以應付本集團目前及自本招股章程日期起計至少未來12個月的需求。此外，董事已確認本集團於截至本招股章程日期並無任何籌集大額外部債務融資的計劃。根據上述本集團可動用的財務資源，獨家保薦人與本公司的申報會計師均同意董事的意見。

債務聲明

於二零一四年四月三十日(即確定本集團債務的最後實際可行日期)，本集團的未償還銀行貸款為人民幣104,200,000元，有關款項按4.53%至7.80%的息率計息、於一年內償還及以本集團總賬面值為人民幣145,200,000元的資產(包括樓宇、廠房及機器、發電站設備、投資物業、預付土地租賃款項、存貨及已抵押銀行存款)作抵押。截至二零一四年四月三十日，本集團亦已自中國多間銀行取得銀行融資約人民幣120,800,000元，其中尚有約人民幣16,600,000元仍未動用。

除上文所述者及於日常業務過程中產生的一般應付貿易及其他款項外，於二零一四年四月三十日營業時間結束時，本集團概無其他未償還的按揭、抵押、債券或其他借貸資本、銀行透支或貸款、其他類似債務、融資租賃或租購承擔、承兌負債或承兌信貸、擔保或其他重大或然負債。

董事確認，本集團的債務及或然負債自二零一四年四月三十日起並無重大變動。

或然負債

於往績期間各年度結算日，本集團及本公司概無重大或然負債。

免責聲明

除上文所述者及集團內公司間負債外，於二零一四年四月三十日，本集團並無任何尚未償還的按揭、抵押、債券、借貸資本、銀行透支、貸款、債務證券或其他類似債務、融資租賃或租購承擔、承兌負債或承兌信貸，其他擔保或其他未償還的重大或然負債。

股息政策

於往績期間，本集團曾分別宣派及支付股息零元、零元及零元。於二零一四年一月一日至最後實際可行日期止期間，本公司並無向其股東宣派或支付任何股息。股份發售完成後，股東將有權收取本公司不時宣派的股息。

目前，本公司並無奉行任何固定派息比率。董事會將不時檢討本公司的股息政策，並會考慮到本集團的營運、盈利、資本需要、整財務狀況及其他有關因素。考慮到上述

財務資料

因素，本公司現時的意向為根據本公司於各財政年度的盈利能力、財務狀況、現金需求和可供分派儲備水平，釐定向股東宣派的股息金額。本公司的股息將以中期及／或末期股息的形式派付。此外，就財務年度支付的任何末期股息須經股東批准。

鑒於未來計劃的資本需求，本公司並無打算於可見將來向股東派付任何股息。董事將不時檢討本集團的盈利能力及現金流量，以考慮向股東作出任何股息分派。

就本集團附屬公司於二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日的所賺取的溢利應佔之暫時差異而言，由於本集團能夠控制撥回該等暫時差異之時間，及暫時差異在可預見將來將不會撥回，故本集團已決定不會就來自其海外附屬公司的股息的應付預扣稅作出遞延稅項撥備。

上市開支

董事估計，上市開支總額將達約人民幣33,100,000元。根據香港會計準則第32號，在權益交易的交易成本屬於原應不會出現但與權益交易直接相關的增額成本的情況下，權益交易的交易成本會以扣減權益的方式入賬。完全直接因根據股份發售發行股份而產生的上市開支(包括包銷佣金約人民幣18,600,000元)將於股份發售完成時以扣減權益的方式入賬。其餘的成本人民幣14,500,000元主要包括獨家保薦人、法律顧問及申報會計師的費用，乃視作與最後實際可行日期已發行的股份及根據資本化發行及股份發售將予發行的股份上市有關。因此，該等成本乃參考根據股份發售將會發行的股份數目相對於將會上市的股份總數的比率而分配，並會分別自股份溢價和損益扣除。董事認為，上述會計處理方式符合香港會計準則第32號的規定。根據每股發售股份1.4港元的發售價計算，下表載列上市開支在已經或將會在全面收益表確認為開支的款額與已經或將會在財務狀況表確認為預付款項的款額之間的分配情況：

	於往績期間	直至完成 股份發售	總額
	人民幣百萬元	人民幣百萬元	人民幣百萬元
已經或將會在全面收益表確認為 開支的上市開支	8.0	6.5	14.5
已經或將會確認為預付款項的上市 開支(於上市後以股份溢價抵銷)	<u>2.6</u>	<u>16.0</u>	<u>18.6</u>
合計	<u>10.6</u>	<u>22.5</u>	<u>33.1</u>

附註：於往績期間，在全面收益表確認為上市開支為人民幣8,000,000元，已經反映於列入行政開支的專業費用和上市開支。

可供分派儲備

於最後實際可行日期，本公司概無可供分派予股東的可供分派儲備。

未經審核備考經調整有形資產淨值

以下根據上市規則第4.29條編製的本集團未經審核備考經調整合併有形資產淨值僅供說明用途，載列以說明股份發售對本集團於二零一三年十二月三十一日的合併有形資產淨值的影響，猶如股份發售已於二零一三年十二月三十一日完成。未經審核備考經調整合併有形資產淨值僅為說明而編製，由於其假設性質，或未能真實反映於二零一三年十二月三十一日或股份發售完成後任何未來日期本公司權益持有人應佔的本集團合併有形資產淨值。其根據本招股章程附錄一會計師報告所載於二零一三年十二月三十一日本公司擁有人應佔本集團經審核合併有形資產淨值編製，並已作出以下調整：

	於二零一三年 十二月三十一日		未經審核 備考經調整	
	本公司擁有人 應佔經審核 合併有形 資產淨值	股份發售 估計所得 款項淨額	未經審核 備考經調整 合併有形 資產淨值	未經審核 備考經調整 合併每股有形 資產淨值
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣 港元等額
根據每股發售股份 發售價 1.4 港元	552,449	255,508	807,957	0.81 1.03

有關市場風險的量化及質化披露

本集團於其日常業務過程中面臨各種市場風險，包括信貸、流動資金及利率風險。

信貸風險

本集團的信貸風險主要產生自抵押銀行存款、現金及現金等價物、應收貿易款項及票據、其他應收款項以及應收一名董事款項。該等結餘的賬面值為本集團就金融資產面對的最大風險。有關進一步詳情，請參閱附錄一一會計師報告內附註34。

流動資金風險

流動資金風險指沒有可供動用之資金應付到期負債之風險，其乃產生自資產及負債的金額及年期錯配。本集團透過銀行融資、銀行借款以及現金及現金等價物(分別產生自融資活動及經營活動)維持足夠現金以應付其流動資金需要。有關進一步詳情，請參閱附錄一一會計師報告附註34。

利率風險

本集團的利率風險主要產生自計息銀行借款。浮息銀行借款使本集團面對現金流量利率風險。有關進一步詳情，請參閱附錄一—會計師報告附註34。

物業權益及物業估值

本集團的物業於二零一四年三月三十一日由中證評估有限公司重新估值為人民幣191,200,000元。估值詳情已概述於本招股章程附錄三。

根據上市規則第5.07條的規定，本集團於二零一三年十二月三十一日的物業權益的經審核賬面淨值與該等物業權益於二零一四年三月三十一日的估值的對賬報表載列如下：

	人民幣千元
本集團物業權益於二零一三年十二月三十一日的賬面淨值	
— 樓宇	86,359
— 預付土地租賃款項	22,179
— 投資物業	<u>4,789</u>
於二零一三年十二月三十一日的賬面淨值(經審核)	113,327
於二零一四年一月一日至二零一四年三月三十一日的期內變動	
減：期內攤銷(未經審核)	(133)
期內折舊(未經審核)	<u>(1,919)</u>
於二零一四年三月三十一日的賬面淨值(未經審核)	111,275
於二零一四年三月三十一日的估值盈餘(未經審核)	<u>79,925</u>
附錄三所載於二零一四年三月三十一日的估值	<u><u>191,200</u></u>

根據上市規則第13.13條至第13.19條須予披露的事項

董事確認，截至最後實際可行日期，即使本集團須遵守上市規則第13.13條至第13.19條，亦不會出現須根據該等規則作出披露的情況。

並無重大不利變動

董事確認，除本招股章程所披露者外，本集團的財務或貿易狀況或前景自二零一三年十二月三十一日起至本招股章程日期止並無重大不利變動，且自二零一三年十二月三十一日起至本招股章程日期止亦無發生可對載列於本招股章程附錄一的會計師報告內呈列的資料造成重大影響的事件。