

投資者閱讀下文的討論及分析時應連同於二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日及二零零七年六月三十日，以及截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止年度及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月原集團的合併財務資料及盛世熱電的財務資料一併閱讀，全部分別載於本招股章程附錄一及附錄二的會計師報告。下文所載的財務資料亦包括原集團及盛世熱電於二零零六年十二月三十一日及截至二零零六年十二月三十一日止年度，以及截至二零零七年六月三十日止六個月的備考合併財務資料(猶如收購盛世熱電的控股權已於二零零六年一月一日完成)。本備考合併財務資料乃根據原集團及盛世熱電的財務資料編製，並載於本招股章程附錄三(統稱「財務資料」)。除財務資料外，於本節呈報的其餘財務資料乃摘錄自或源自未經審核管理賬目或其他記錄。本備考合併財務資料的編製基準載於本招股章程附錄三。投資者應細閱整份會計師報告，並不應僅依賴本節所載的資料。

概覽

本集團主要從事生產及銷售白面牛卡紙、輕塗白面牛卡紙及紙管原紙。本集團於截至二零零六年十二月三十一日止三個年度的收益及純利大幅增長，複合年增長率分別約為58.3%及234.6%。本公司股權持有人應佔本集團利潤由二零零四年的人民幣4,400,000元，增加至二零零六年的人人民幣49,900,000元，錄得逾10倍增幅。

根據中國造紙協會的資料：

- 截至二零零六年十二月三十一日止年度，本集團主要營運子公司昌樂陽光以產量計算為中國最大的白面牛卡紙生產商；
- 截至二零零六年十二月三十一日止年度，昌樂陽光以產量計算為中國三大紙管原紙生產商之一；及
- 於二零零七年六月三十日，昌樂陽光擁有中國最大的輕塗白面牛卡紙產能。

白面牛卡紙及輕塗白面牛卡紙各自為多種消費品(包括食品、飲品及電子產品)包裝箱的主要材料層。紙管原紙乃用以生產被廣泛應用於不同包裝及工業用途的耐用紡錘。董事相信，本集團的主要產品比同類的一般紙品屬較高等級，能取得較高的市價。本集團亦生產包裝箱、銅版紙及其他相關產品。

本集團在其造紙過程中，使用回收廢紙用於生產本集團的主要產品。本集團於國內以及從其他國家進口以取得廢紙供應。在此方面，董事認為本集團主要產品含高百分比的廢紙，屬環保產品。

本集團於其訂製設計及一體化的生產過程中(從採購原材料及處理廢物以至副產品再加工及含硫物質加工)中實施環保手段,並應用高環保標準。於二零零七年九月,昌樂陽光就其環保管理系統獲GB/T 24001-2004 idt ISO14001:2004認證,以及就其質量控制系統獲GB/T 2000 idt ISO9001:2000認證。

編製基準

編製原集團的合併收益表、合併權益變動表及合併現金流量表時,乃假設現時的集團架構(除以下所述收購盛世熱電控股權外)於截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止年度各年,以及截至二零零七年六月三十日止六個月,或於有關期間及截至二零零六年六月三十日止六個月已存在及維持不變。於二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日及二零零七年六月三十日的合併資產負債表乃以相同基準編製。所有集團內公司間的交易及結餘已於合併時撇銷。

在本集團於二零零四年七月三十一日出售所有其於彩虹包裝76.47%股本權益前,彩虹包裝的業績一直合併在本集團的財務報表內。於二零零六年二月十九日,本集團從其他股權持有人收購彩虹包裝88.89%股本權益。因此,彩虹包裝成為本集團的子公司,而自該日起,彩虹包裝的財務業績亦再次合併在本集團的財務報表內。

本集團於財務報表入賬的彩虹包裝股本權益的百分比如下:

- (a) 由二零零四年一月一日至二零零四年七月三十一日: 76.47%
- (b) 由二零零四年八月一日至二零零六年二月十八日: 無
- (c) 自二零零六年二月十九日: 88.89%

於二零零六年三月,本集團收購申易運輸51.24%股本權益,其財務業績已自收購當日起合併在本集團的財務報表內。於收購前,申易運輸是本集團關聯方,其業績並無在本集團的財務報表內入賬。

本公司於中國的其中一家子公司昌樂陽光擁有盛世熱電20%股本權益,直至二零零七年六月二十九日其增加擁有權至80%(餘下20%權益由盛泰藥業擁有)。原集團於有關期間的合併財務報表中,以權益會計法把盛世熱電入賬,而其財務業績於原集團的合併收益表中列為分佔聯營公司業績。就二零零七年六月二十九日後的期間,盛世熱電將於本集團的財務報表中綜合入賬。

合併財務及經營數據摘要

下列原集團的合併財務數據摘要乃摘錄自於二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日及二零零七年六月三十日,以及截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二

財務資料

月三十一日止年度及截至二零零七年六月三十日止六個月原集團的合併財務資料及盛世熱電財務資料，所有資料均載列於本招股章程附錄一的會計師報告中。

下列備考合併財務資料摘要包括原集團及盛世熱電截至二零零六年十二月三十一日止年度及截至二零零七年六月三十日止六個月的未經審核備考合併財務資料。未經審核備考合併財務資料乃由原集團及盛世熱電的財務資料編製而成，並載列於本招股章程附錄三的未經審核備考財務資料中。

投資者應把該等合併財務數據摘要與本招股章程附錄一、二及三，以及本節下列的討論一併閱讀。

原集團

下表載列原集團截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月的合併收益表，以及原集團於二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日及二零零七年六月三十日的資產負債表。

合併收益表數據摘要

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月	
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零六年	二零零七年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
				(未經審核)	
收益	244,686	447,277	613,367	274,438	581,880
銷售成本	(205,836)	(359,056)	(494,700)	(221,642)	(484,516)
毛利	38,850	88,221	118,667	52,796	97,364
其他收入	5,581	13,081	12,327	5,207	6,509
出售子公司的虧損	(249)	—	—	—	—
分佔聯營公司的業績	(296)	(438)	1,257	481	2,025
分銷開支	(19,856)	(33,074)	(41,524)	(19,784)	(31,626)
行政開支	(9,811)	(13,203)	(22,072)	(10,140)	(14,751)
融資成本	(7,246)	(12,028)	(12,563)	(6,680)	(14,238)
稅前利潤	6,973	42,559	56,092	21,880	45,283
所得稅開支	(2,493)	(914)	(5,932)	(6,260)	(694)
年度／期間利潤	4,480	41,645	50,160	15,620	44,589
以下各項應佔：					
本公司股權持有人	4,422	42,451	49,940	15,339	44,086
少數股東權益	58	(806)	220	281	503
	4,480	41,645	50,160	15,620	44,589
每股盈利 — 基本 (人民幣)	0.05	0.30	0.29	0.09	0.26

財務資料

合併資產負債表數據摘要

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零零四年 人民幣千元	二零零五年 人民幣千元	二零零六年 人民幣千元	二零零七年 人民幣千元
非流動資產				
物業、廠房及設備	152,106	222,722	446,215	722,054
預付租賃款項 — 非即期部分	16,048	16,722	39,679	79,941
於聯營公司的權益	5,577	8,889	18,246	—
商譽	—	200	554	19,246
遞延稅項資產	84	92	492	226
	173,815	248,625	505,186	821,467
流動資產				
預付租賃款項				
— 即期部分	341	341	934	1,860
存貨	41,411	62,241	105,086	154,832
貿易應收款項	40,957	49,035	64,262	135,447
應收票據	24,893	125,710	168,957	286,116
預付款項及其他應收款項	17,906	16,936	21,200	20,378
可收回所得稅	—	1,195	—	—
受限制銀行存款	85,239	34,075	64,572	77,012
銀行結餘及現金	8,376	23,068	11,913	237,799
	219,123	312,601	436,924	913,444
流動負債				
貿易應付款項	50,867	132,340	137,780	281,488
應付票據	29,035	13,000	66,998	55,797
其他應付款項	31,509	70,956	231,750	493,426
應付所得稅	1,895	—	952	4,625
應付股息	—	—	1,031	—
銀行借款 — 於一年內到期	223,723	162,661	323,328	492,243
其他借款	—	—	—	26,950
	337,029	378,957	761,839	1,354,529
流動負債淨額	(117,906)	(66,356)	(324,915)	(441,085)
資產總值減流動負債	55,909	182,269	180,271	380,382
資本及儲備				
繳入資本／股本	50,660	70,660	1	1
儲備	149	42,600	171,632	219,914
本公司股權持有人應佔權益	50,809	113,260	171,633	219,915
少數股東權益	—	12,109	8,638	33,668
權益總額	50,809	125,369	180,271	253,583
非流動負債				
借款 — 於一年後到期	5,100	56,900	—	120,400
遞延稅項負債	—	—	—	6,399
	5,100	56,900	—	126,799
	55,909	182,269	180,271	380,382

財務資料

備考合併集團(包括原集團及盛世熱電)

下表載列原集團及盛世熱電截至二零零六年十二月三十一日止年度及截至二零零七年六月三十日止六個月的備考合併收益表。

未經審核備考合併收益表數據摘要

	截至 二零零六年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元	截至 二零零七年 六月三十日 止六個月 人民幣千元
收益	613,367	581,880
銷售成本	(482,213)	(467,221)
毛利	131,154	114,659
其他收入	16,592	12,041
分銷開支	(41,524)	(31,626)
行政開支	(25,258)	(18,296)
融資成本	(17,960)	(18,128)
稅前利潤	63,004	58,650
所得稅開支	(7,818)	(5,963)
年度／期間利潤	55,186	52,687
以下各項應佔：		
本公司股權持有人	53,709	50,159
少數股東權益	1,477	2,528
	55,186	52,687

影響本集團經營業績及財務狀況的因素

本集團的銷售額及其持續締造利潤的能力過去一直而未來也將繼續會受多項因素影響，當中很多因素可能不在本集團控制範圍之內，包括下文載列的各項：

拓展中國的最終市場

本集團利潤增長主要由中國市場對以白面牛卡紙、輕塗白面牛卡紙及紙管原紙製造的紙盒包裝之產品需求增長所帶動。各行各業均需利用本集團產品作包裝用途，其中包括食品及飲品、電子及其他消費品。近年，隨著經濟急速增長，尤其是國內消費額增長強勁，推動中國的消費市場大幅擴張。根據中國國家統計局的資料，中國自一九九六年至二零零六年的國內生產總值按複合年增長率11.5%增長。同時，中國的人均收入水平及整體人口亦見飆升。

此外，隨著國內工業化水平不斷提高，使用現代化設備的情況越見普及，尤其是紡織、化纖、包裝、建築材料及造紙業，致使對紙管原紙的需求有所上升。紙管原紙具高環壓強度，

能承受此等設備的高旋轉速度。根據中國造紙協會的資料，中國紙管原紙的產量於二零零六年約為525,000噸，較二零零四年約235,000噸上升超過100%。

董事相信，上述趨勢將繼續為本集團未來增長的主要動力。然而，倘最終市場因周期性或其他原因對本集團主要產品的需求有所減少，或者增長步伐不及本集團所預期，使用本集團產品的公司(包括消費品供應鏈的公司及工業製造商)的產品需求量或會降低，可能導致本集團的銷量下跌，因而縮減銷售額及盈利能力。

環保產品越見普及

近年，國內及世界各地消費者及生產商對環保責任作業的意識日益提高。因此，市場湧現棄用塑膠及金屬包裝物料的趨勢，取而代之則選用紙材等可生物分解及可循環再用的包裝物料。另外，歐盟等地的法律鼓勵銷售環保產品。由於本集團產品在應用上大多數與消費品有關，故未來利潤增長將視乎本集團能否迎合市場轉變的趨勢，提供能符合消費者期望及遵從適用法律的產品。目前，本集團利用最少50%廢紙製造其主要產品白面牛卡紙及紙管原紙以及其最新推出的產品輕塗白面牛卡紙。此外，本集團白面牛卡紙及輕塗白面牛卡紙可支持水性油墨印刷，較用於傳統包裝產品的油性印刷更為環保。本集團亦於各生產工序施行環保工序。

憑藉本集團有效使用廢紙的豐富經驗，加上其一直依從高度環保生產標準，董事相信，本集團已穩佔優勢，於環保消費品興起之趨勢中繼續抓緊市場契機。另一方面，中國或其他國家日後可能實施新環保法規，遵守這些法規可能會大幅增加本集團的銷貨成本。同時，塑膠、金屬或其他形式的包裝物料之生產技術改良及／或生物分解能力的提高，可能減低市場對紙製產品的需求。

原材料成本

本集團使用的原材料主要為廢紙及木漿。鑒於全球市場的需求越為殷切，木漿的價格於過去數年大幅上漲。木漿的平均採購價由二零零四年每噸人民幣4,283元，增至二零零七年首六個月每噸人民幣5,483元，增幅為28.0%，並佔原集團截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止年度以及截至二零零七年六月三十日止六個月的銷貨成本總額分別22.3%、22.2%、20.4%及23.2%。此外，海外廢紙的平均採購價增加7.5%，由二零零四年的每噸人民幣1,396元增加至二零零七年首六個月的每噸人民幣1,501元，並佔相應期間銷貨成本總額分別10.9%、18.6%、16.1%及17.1%。再者，本土廢紙的平均採購價，由二零零四年的每噸人民幣1,291元，增加9.0%，至二零零七年首六個月的每噸人民幣1,407元，分別佔截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止年度及截至二零零七年六月三十日止六個月銷貨成本總額的37.6%、31.3%、27.3%及30.5%。

隨著整體經濟增長，加上市場對卡紙及紙品的需求受(其中包括)使用有機包裝及標籤產品(尤其是再造產品)公認的裨益所影響，本集團原材料的價格過往一直並預期將繼續波動。儘管本集團無法控制全球廢紙及木漿的價格，但本集團能夠通過(i)將價格的部分增幅轉嫁其客戶；(ii)利用集團自設廢紙收集站網絡以較低成本採購廢紙；(iii)改善生產效率；及(iv)規模經濟效益，舒緩價格波動帶來的影響。然而，倘日後本集團的成本不斷上漲，同時未能通過上述方法舒緩有關的影響，本集團的經營利潤率或會受到不利影響。

設備使用率

本集團的成本絕大部分固定不變。若本集團製造的單位數量增加，每單位產品的固定成本則會減少，故此本集團能夠維持高度的設備使用率，對其盈利能力構成正面影響。

估計產能是以有關產品每條生產線每日的最高總產量，乘以一年的最高生產日數計算。

本集團於截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止年度以及截至二零零七年六月三十日止六個月的設備使用率分別為89.1%、88.3%、91.5%及96.0%。目前，本集團具有五條生產線，當中2號生產線已於二零零六年年底進行試產並於二零零七年五月全面投產。此外，本集團亦正興建一條新生產線(6號生產線)，預期於二零零八年第三季投產。

出口市場

二零零七年前，本集團產品絕大多數於中國出售。然而，本集團一直專注提升中國以外的銷售額，尤其是中東、北美及亞洲市場，而出口佔原集團截至二零零七年六月三十日止六個月銷售額約10.0%。本集團通過擴大海外市場銷售額，擴闊其收益基礎，同時，外幣收益可作採購進口原材料之用，尤其是進口廢紙及木漿。

重大會計估計及判斷

本集團對經營業績及財務狀況的討論及分析乃以根據國際財務報告準則各自編製的原集團合併財務資料、盛世熱電財務資料及合併集團的備考財務資料為基準。本集團的經營業績及財務狀況容易受與編製其財務資料有關的會計方法、假設及估計影響。本集團根據其行業經驗及其認為合理的多項其他因素(包括對未來事項的行業期望)作出假設和估計。本集團管理層按持續基準評估該等估計。由於事實、環境及情況改變或由於假設有所不同，實際結果可能與該等估計有所不同。本集團採納的重大會計估計及判斷列述如下。

收益確認

於日常業務過程中銷售貨物的收益乃於符合下列所有標準時予以確認：

- 該等貨物所擁有權的重大風險及回報已轉讓予買家；
- 並無保留一般與擁有權有關的持續管理參與權或該等財產的實際控制權；
- 收益的數額能可靠計量；
- 與該項交易有關的經濟利益可能流入本集團；及
- 就該項交易產生或將產生的成本能可靠計量。

銷售貨品乃於交付貨品及所有權已易手後確認。

銷售電力於產生電力及傳送至客戶時確認。

銷售蒸汽於產生蒸汽及傳送至客戶時確認。

利息收入乃參照未償還本金額及適用實際利率按時間基準累算，實際利率乃將於金融資產預期可使用年期內的估計日後收取現金確切地折現至該資產的賬面淨值的利率。

投資的股息收入乃於股權持有人收取款項的權利獲確立時確認。

存貨

存貨乃按成本及可變現淨值兩者中的較低者入賬。成本包括直接材料、(如適用)直接勞工成本及使存貨達致現時位置及狀態所產生的經常開支。成本按加權平均法計算。可變現淨值指估計銷售價減所有完成所需估計成本及市場推廣、銷售及分銷將予產生的成本。

貿易及其他應收款項

貿易及其他應收款項於初步確認時按公允價值計算，其後使用實際利率法按扣除減值後的攤銷成本計算。倘有客觀證據證明資產出現減值，則就估計不可收回數額計提的適用撥備於損益內確認。已確認撥備乃根據資產賬面值與初步確認時按實際利率折算的估計未來現金流量現值的差額計算。當該項資產的可收回金額增加客觀地與該項減值獲確認後出現的資產

相關，則減值虧損可於其後期間撥回，惟於減值撥回日期該項資產的賬面值不得超出倘未確認該項減值原有的攤銷成本。

物業、廠房及設備

物業、廠房及設備(在建工程除外)按成本減其後累積折舊及累積減值虧損入賬。

折舊乃經計入估計剩餘價值，按物業、廠房及設備(在建工程除外)的估計可使用年期以直線法撇銷成本。

在建工程代表正在建造以用於生產或作自用的物業、廠房及設備。在建工程按成本減任何已確認減值虧損入賬。在建工程於完成後及可供用於擬定用途時重新分類為物業、廠房及設備的適當類別。此等資產的折舊基準與其他資產相同，乃於資產可供用於擬定用途時開始計提。

物業、廠房及設備乃於出售後或當預期繼續使用該資產將不會於日後產生經濟利益時取消確認。於取消確認該資產時產生的任何收益或虧損(以出售所得款項淨額與該項目的賬面值的差額計算)乃計入於該項目取消確認年度的合併收益表內。

收益表主要組成部分 — 原集團

銷售額

原集團銷售額為經扣除銷售相關稅項及折扣後銷售白面牛卡紙、紙管原紙、輕塗白面牛卡紙及專用紙品(例如包裝箱及銅版紙)所產生的收益總額。本集團銷售額受產品總銷量及產品組合影響，原因在於不同產品有不同的售價。於往績記錄期，原集團銷售額的複合年增長率為58.3%，由二零零四年的人民幣244,700,000元增至二零零六年的人人民幣613,400,000元。增長主要由以下因素推動：(i)鑑於消費者及工業市場快速增長，帶動對白面牛卡紙及紙管原紙的需求；(ii)原集團的產能因興建新生產線及提升現有生產線而有所提升；及(iii)原集團產品的平均售價有所提升，因其能把已增加的原材料成本轉嫁予其客戶，並因其最近增加生產較高價格的高級產品所致。

於截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度，原集團絕大部分產品均於國內銷售。於二零零七年初，原集團決意擴充中國以外的客戶基礎。於截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度，以及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，原集團銷售總額中分別100.0%、99.8%、99.5%、99.9%及90.0%為於國內的銷售額，而餘下的則為對海外客戶的銷售額。

財務資料

下表載列往績記錄期按產品類別及地區劃分的原集團銷售額及銷售百分比的明細分析：

(a) 按產品類別劃分銷售額

	截至二零零四年 十二月三十一日 止年度			截至二零零五年 十二月三十一日 止年度			截至二零零六年 十二月三十一日 止年度			截至二零零六年 六月三十日 止六個月(未經審核)			截至二零零七年 六月三十日 止六個月		
	人民幣 千元	毛利率 %		人民幣 千元	毛利率 %		人民幣 千元	毛利率 %		人民幣 千元	毛利率 %		人民幣 千元	毛利率 %	
白面牛卡紙	178,559	73.0	17.1	334,209	74.7	21.2	424,004	69.1	21.1	186,498	68.0	21.0	448,988	77.2	16.8
輕塗白面牛卡紙	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5,892	1.0	12.4
紙管原紙	46,203	18.9	14.0	107,139	24.0	15.9	123,804	20.2	19.6	59,256	21.6	17.6	66,054	11.4	25.1
專用紙品	19,924	8.1	10.1	5,929	1.3	3.6	65,559	10.7	7.9	28,684	10.4	11.3	60,946	10.4	7.8
總計	244,686	100.0	15.9	447,277	100.0	19.7	613,367	100.0	19.3	274,438	100.0	19.2	581,880	100.0	16.7

(b) 按地區劃分銷售額

	截至十二月三十一日止年度						截至六月三十日止六個月				
	二零零四年		二零零五年		二零零六年		二零零六年 (未經審核)		二零零七年		
	人民幣 千元	%	人民幣 千元	%	人民幣 千元	%	人民幣 千元	%	人民幣 千元	%	
國內	244,686	100.0	446,304	99.8	610,024	99.5	274,223	99.9	523,737	90.0	
出口	—	0.0	973	0.2	3,343	0.5	215	0.1	58,143	10.0	
總計	244,686	100.0	447,277	100.0	613,367	100.0	274,438	100.0	581,880	100.0	

下表載列於往績記錄期白面牛卡紙、輕塗白面牛卡紙及紙管原紙的銷售額、銷售量及平均售價：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月	
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零六年 (未經審核)	二零零七年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
銷售額					
白面牛卡紙	178,559	334,209	424,004	186,498	448,988
輕塗白面牛卡紙	—	—	—	—	5,892
紙管原紙	46,203	107,139	123,804	59,256	66,054
銷售量	噸	噸	噸	噸	噸
白面牛卡紙	51,304	93,964	117,982	52,966	126,215
輕塗白面牛卡紙	—	—	—	—	1,602
紙管原紙	21,276	48,818	55,247	27,415	28,689
每噸平均售價	人民幣	人民幣	人民幣	人民幣	人民幣
白面牛卡紙	3,480	3,557	3,594	3,521	3,557
輕塗白面牛卡紙	—	—	—	—	3,678
紙管原紙	2,172	2,195	2,241	2,161	2,302

由於專用紙品包括多種產品，且按不同標準及測定方法計算及出售，因此並無呈列專用紙品的平均售價。

銷售成本

原集團銷售成本包括關於生產及製造的原材料及間接成本，以及勞工成本。銷售成本於

財務資料

往績記錄期增加主要原因是產能及相關的原材料採購額、生產員工成本、折舊及公用服務開支增加而導致銷售額上升。

下表載列原集團於往績記錄期銷售成本的明細分析：

	截至十二月三十一日止年度						截至六月三十日止六個月			
	二零零四年		二零零五年		二零零六年		二零零六年 (未經審核)		二零零七年	
	人民幣 千元	%	人民幣 千元	%	人民幣 千元	%	人民幣 千元	%	人民幣 千元	%
本土廢紙	77,394	37.6%	112,313	31.3%	134,948	27.3%	86,655	39.1%	147,578	30.5%
海外廢紙	22,409	10.9%	66,704	18.6%	79,516	16.1%	33,024	14.9%	82,802	17.1%
木漿	45,922	22.3%	79,590	22.2%	100,986	20.4%	38,885	17.5%	112,539	23.2%
化學品及其他	36,888	17.9%	55,618	15.5%	81,507	16.4%	31,586	14.3%	43,710	9.0%
原材料成本小計	182,613	88.7%	314,225	87.6%	396,957	80.2%	190,150	85.5%	386,629	79.8%
勞工成本	3,983	1.9%	8,334	2.3%	10,396	2.1%	6,199	2.8%	9,858	2.0%
間接成本	19,240	9.4%	36,497	10.1%	87,347	17.7%	25,293	11.4%	88,029	18.2%
總計	205,836	100.0%	359,056	100.0%	494,700	100.0%	221,642	100.0%	484,516	100.0%

原材料

本土廢紙，以及在北美及南美、俄羅斯及加拿大採購的海外廢紙和木漿為原集團製造產品所用的主要原材料，於往績記錄期，該等廢紙及木漿佔原集團銷售成本的重大部分。於截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，原材料成本分別為人民幣182,600,000元、人民幣314,200,000元、人民幣397,000,000元、人民幣190,200,000元及人民幣386,600,000元，佔本集團在該等期間的銷售成本分別88.7%、87.6%、80.2%、85.8%及79.8%。

財務資料

於往績記錄期，本土廢紙、海外廢紙及木漿的平均購買價如下：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月	
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零六年 (未經審核)	二零零七年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
採購額					
本土廢紙	81,039	113,444	140,339	85,488	156,384
海外廢紙	22,405	72,145	88,425	37,421	89,013
木漿	56,102	83,034	109,293	33,323	101,024
採購量	噸	噸	噸	噸	噸
本土廢紙	62,756	92,471	107,834	70,135	111,182
海外廢紙	16,054	51,326	65,260	29,305	59,319
木漿	13,098	20,816	22,826	7,752	18,426
每噸平均採購價	人民幣	人民幣	人民幣	人民幣	人民幣
本土廢紙	1,291	1,227	1,301	1,219	1,407
海外廢紙	1,396	1,406	1,355	1,277	1,501
木漿	4,283	3,989	4,788	4,299	5,483

勞工成本

原集團的勞工成本包括員工成本及關於直接或間接參與其產品的製造、裝嵌、測試及質量控制的僱員的其他開支。於二零零四年、二零零五年、二零零六年及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，勞工成本分別佔原集團的銷售成本1.9%、2.3%、2.1%、2.8%及2.0%。

間接成本

原集團有關生產及製造的間接成本包括折舊開支、公用服務開支、其他工廠間接費用及相關開支。於二零零四年、二零零五年、二零零六年及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，間接成本分別佔原集團的銷售成本9.4%、10.1%、17.7%、11.4%及18.2%。

毛利及毛利率

基於上文所述，原集團的毛利由二零零四年的人民幣38,900,000元增加至二零零六年的人民幣118,700,000元，並由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣52,800,000元上升至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣97,400,000元。二零零四年、二零零五年、二零零六年及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月的毛利率分別為15.9%、19.7%、19.3%、19.2%及16.7%。

財務資料

以下為於往績記錄期毛利及毛利率(按產品劃分)的明細分析概要：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月	
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零六年	二零零七年
	(未經審核)				
白面牛卡紙					
毛利(人民幣千元)	30,394	70,992	89,312	39,120	75,346
毛利率(%)	17.1	21.2	21.1	21.0	16.8
輕塗白面牛卡紙					
毛利(人民幣千元)	—	—	—	—	733
毛利率(%)	—	—	—	—	12.4
紙管原紙					
毛利(人民幣千元)	6,451	17,014	24,204	10,426	16,555
毛利率(%)	14.0	15.9	19.6	17.6	25.1
專用紙品					
毛利(人民幣千元)	2,005	215	5,151	3,250	4,730
毛利率(%)	10.1	3.6	7.9	11.3	7.8
總計					
毛利(人民幣千元)	38,850	88,221	118,667	52,796	97,364
毛利率(%)	15.9	19.7	19.3	19.2	16.7

毛利率由二零零四年的15.9%上升至二零零五年的19.7%，主要是由於白面牛卡紙的毛利率大幅上升所致。白面牛卡紙的毛利率得以上升，主要是由於原集團調節其生產過程，減少使用海外廢紙，使原材料成本降至最低。毛利率由二零零五年的19.7%下降至二零零六年的19.3%，主要由於毛利率較低的其他專用紙品的銷售額大幅上升所致。該毛利率的減幅，部分因紙管原紙的毛利率自二零零五年至二零零六年的升幅而有所抵銷。紙管原紙的毛利率上升是由於製造白面牛卡紙所剩餘的漿渣用作生產紙管原紙所致。由於紙管原紙的產量自二零零五年至二零零六年間上升，而其後於截至二零零七年六月三十日止六個月的產量亦有所增加，故原集團可以零成本使用該等剩餘的漿渣，從而達致最佳的規模經濟效益。

毛利率由截至二零零六年六月三十日止六個月的19.2%，下降至截至二零零七年六月三十日止六個月的16.7%，主要由於二號生產線剛投入生產，其於二零零七年年初並未達致最高運作水平。

就專用紙品的毛利率而言，此類別包括由包裝箱及銅版紙以至其他相關產品等不同紙品。就此而言，上述各種紙品的毛利率均有所不同。專用紙品的整體毛利率按期內售出的不同產品的生產組合而出現波動。

原集團的毛利及毛利率受多項因素影響，包括產品組合、產品售價及銷售成本，尤其是原材料成本。

其他收入

其他收入主要包括滙兌收益淨額、出售剩餘柴油及廢棄材料收益、負商譽收入、利息收入及政府補貼。於二零零四年至二零零六年，廢棄材料主要包括從廢紙中回收但原集團不能使用的材料，例如木漿及若干種類的紙張。此外，昌樂陽光大量採購柴油，以享有較便宜的購買價，再將剩餘的柴油出售予申易運輸。截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止年度，出售剩餘柴油的金額分別為人民幣1,200,000元、人民幣870,000元及人民幣200,000元。

分銷開支

分銷售成本主要包括運輸成本(鐵路、陸路及海路)、原集團銷售及營銷員工的差旅及相關開支、員工薪金成本以及相關開支、廣告、銷售辦公室租金及公用服務，以及折舊。於截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度，以及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，分銷開支分別約為人民幣19,900,000元、人民幣33,100,000元、人民幣41,500,000元、人民幣19,800,000元及人民幣31,600,000元。截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，原集團的分銷開支佔銷售額的百分比分別為8.1%、7.4%、6.8%、7.2%及5.4%。

行政開支

行政開支主要包括行政人員薪金及相關開支、固定行政資產折舊、差旅開支、專業費用、辦公室設備及消耗品、存貨減值及壞賬撥備開支。於截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，原集團的行政開支為分別為人民幣9,800,000元、人民幣13,200,000元、人民幣22,100,000元、人民幣10,100,000元及人民幣14,800,000元。截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，行政開支佔原集團銷售額的百分比分別為4.0%、3.0%、3.6%、3.7%及2.5%。

融資成本

融資成本主要包括銀行借貸利息減資本化利息及票據貼現開支。於截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，原集團的融資成本分別約為人民幣7,200,000元、人民幣12,000,000元、人民幣12,600,000元、人民幣6,700,000元及人民幣14,200,000元。

所得稅開支

原集團就有關期間的所得稅開支主要包括本公司及其子公司的中國企業所得稅，該稅項乃按於有關期間適用於有關公司的稅率33.0%計算。

本公司子公司昌樂世紀陽光紙業有限公司於二零零六年六月轉為外商投資企業。根據山東國家稅務局於二零零六年七月發出的批文，其自首個獲利年度起計兩年內獲豁免繳納中國

財務資料

所得稅，其後三年所得稅率獲減免50%。昌樂陽光首個獲利年度為二零零六年，因此於該年獲豁免所得稅。二零零四年及二零零五年，該子公司適用所得稅稅率為33%。

根據山東省民政廳的批准，昌樂彩虹包裝製品有限公司於二零零四年獲指定為一家福利企業，可永久享有所得稅豁免。

於二零零七年三月十六日，中國全國人民代表大會採納新企業所得稅法，對大部分內資企業及外資企業實施25%的劃一所得稅率。此項新法案將於二零零八年一月一日生效。該法案擬對現行優惠稅務政策給予不同的過渡期及措施，包括對現時享有較低所得稅率的外資企業給予長達五年的寬限期及繼續施行固定期限稅務優惠待遇，直至該等固定期限屆滿為止。

截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度內，原集團的實際稅率分別為35.7%、2.1%及10.5%；而截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月的實際稅率則分別為28.8%及1.5%。

經營業績 — 原集團

截至二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日止三個年度及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，原集團收益表項目佔收益的百分比載於下表：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月	
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零六年	
				(未經審核)	二零零七年
收益	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
銷售成本	84.1	80.3	80.7	80.8	83.3
毛利	15.9	19.7	19.3	19.2	16.7
其他收入	2.2	3.0	2.0	1.9	1.1
出售子公司虧損	0.1	—	—	—	—
分佔聯營公司的業績	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
分銷開支	8.1	7.4	6.8	7.2	5.4
行政開支	4.0	3.0	3.6	3.7	2.5
融資成本	3.0	2.7	2.0	2.4	2.4
稅前利潤	2.8	9.5	9.1	8.0	7.8
所得稅開支	1.0	0.2	1.0	2.3	0.1
年度／期間利潤	1.8	9.3	8.1	5.7	7.7

截至二零零七年六月三十日止六個月與截至二零零六年六月三十日止六個月的比較

銷售額

銷售額由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣274,400,000元大幅上升至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣581,900,000元，主要由白面牛卡紙的銷售增長所帶動，其次為專用紙品及紙管原紙的銷售額增長。

財務資料

白面牛卡紙的銷售額由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣186,500,000元增長逾一倍至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣449,000,000元，理由在於(i)中國及海外的市場需求上升，(ii)原集團最新的二號生產線於二零零七年五月開始全面投產以致生產量提升；及(iii)平均售價由截至二零零六年六月三十日止六個月的每噸人民幣3,521元上升至截至二零零七年六月三十日止六個月的每噸人民幣3,557元，售價上升是由於市況向好及二號生產線所生產價格較高的較高級別產品的產量增加。二號生產線的估計產能為每年180,000噸，而其生產白面牛卡紙及輕塗白面牛卡紙。原集團於截至二零零七年六月三十日止六個月開始生產輕塗白面牛卡紙，期內，該等產品的銷售額為人民幣5,900,000元。

紙管原紙的銷售額由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣59,300,000元上升11.5%至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣66,100,000元，銷售額上升是因為市場需求增加。紙管原紙銷售額的增幅少於白面牛卡紙銷售額的增幅，因為原集團於期內並無提升紙管原紙的產能。

專用紙品的銷售額由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣28,700,000元增加逾一倍至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣60,900,000元，主要因包裝箱及銅版紙的銷售額增加所致。

銷售成本

銷售成本由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣221,600,000元大幅上升至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣484,500,000元。期內，銷售成本的增幅大於銷售額的增幅，主要因為間接成本由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣25,300,000元大幅增加至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣88,000,000元，此乃因為原集團提升其新二號生產線的產量，以及原集團整體產量增加導致公用服務開支上升。原材料成本亦因為產量增加及本土廢紙、海外廢紙及木漿的平均採購價增加而於比較期間上升人民幣196,500,000元。

毛利

原集團的毛利由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣52,800,000元上升84.5%至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣97,400,000元，同期，毛利率則由19.2%下跌至16.7%。

其他收入

其他收入由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣5,200,000元增加至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣6,500,000元。其他收入增加主要因滙兌收益淨額增加人民幣2,400,000元所致。

分銷開支

分銷開支由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣19,800,000元上升59.6%至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣31,600,000元。分銷開支增加主要因為銷售量上升

導致運輸成本增加人民幣10,200,000元。儘管因原集團的產品付運量增加而導致運輸成本上升，惟原集團因大量購買貨艙而可支付較低付運費用，故抵銷了運輸成本的部分升幅。期內，折舊及薪酬開支各上升人民幣400,000元。分銷開支佔銷售額的百份比於截至二零零七年六月三十日止六個月為5.4%，而截至二零零六年六月三十日止六個月則為7.2%。

行政開支

行政開支由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣10,100,000元上升46.5%至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣14,800,000元，主要因為原集團擴充管理層及行政人員以支持其增長導致薪酬及相關開支上升人民幣1,900,000元，以及折舊增加人民幣800,000元。行政開支佔銷售額的百份比於截至二零零七年六月三十日止六個月為2.5%，而截至二零零六年六月三十日止六個月則為3.7%。該跌幅反映原集團的規模經濟效應增加。

分佔一家聯營公司業績

原集團應佔盛世熱電(原集團的一家聯營公司)的業績，由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣500,000元大幅攀升至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣2,000,000元。分佔聯營公司業績上升反映盛世熱電的利潤增加，主要因為原集團產量增加，需要盛世熱電向原集團出售額外電力及蒸汽，以致盛世熱電規模經濟效應增加。

融資成本

融資成本由截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣6,700,000元上升至截至二零零七年六月三十日止六個月的人民幣14,200,000元。增加主要反映原集團因收購盛世熱電的控股權所借取的額外銀行貸款。

所得稅開支

原集團於截至二零零七年六月三十日止六個月的稅前利潤為人民幣45,300,000元，較截至二零零六年六月三十日止六個月的人民幣21,900,000元增加106.8%。然而，同期所得稅開支由人民幣6,300,000元下降至人民幣700,000元，而實際稅率由28.8%減至1.5%。所得稅開支及實際稅率減少主要由於昌樂陽光於二零零六年(其首個獲利年度)可獲豁免所得稅所致。由於稅項豁免僅可於二零零六年財政年度完結時生效，因此截至二零零六年六月三十日止六個月並無確認稅項豁免，而截至二零零七年六月三十日止六個月期間的業績已包括該稅項豁免的影響。

年度利潤及原集團股權持有人應佔利潤

由於以上討論的因素，截至二零零七年六月三十日止六個月的利潤及同期原集團股權持

有人應佔利潤分別增加人民幣29,000,000元及人民幣28,800,000元，至人民幣44,600,000元及人民幣44,100,000元。

二零零六年與二零零五年的比較

銷售額

銷售額由二零零五年的人民幣447,300,000元，增加至二零零六年的人民幣613,400,000元，增幅為37.1%，主要由白面牛卡紙、紙管原紙及專用紙品的銷售額大幅增長所帶動。

白面牛卡紙的銷售額由二零零五年的人民幣334,200,000元增加至二零零六年的人民幣424,000,000元，增幅為26.9%；而紙管原紙的銷售額則由二零零五年的人民幣107,100,000元上升15.6%至二零零六年的人民幣123,800,000元。白面牛卡紙及紙管原紙品銷售額增加的主要原因如下：(i)原集團在中國的銷售及營銷網絡擴充，及(ii)中國對該等產品的整體市場需求有所增加，該增加與原集團的產量由二零零五年約144,817噸，大幅增加至二零零六年約180,668噸一致。

專用紙品的銷售額由二零零五年的人民幣5,900,000元，急增至二零零六年的人民幣65,600,000元，飆升10.2倍。銷售額增加的主要原因如下：(i)於二零零六年二月收購製造包裝箱的子公司貢獻人民幣27,500,000元的銷售額；及(ii)原集團的昆山設施於二零零五年末開始生產銅版紙產品，於二零零六年貢獻人民幣24,100,000元的銷售額。

銷售成本

銷售成本由二零零五年的人民幣359,100,000元增加至二零零六年的人民幣494,700,000元，增幅為37.8%。增幅與同期銷售額的升幅吻合，並由以下因素帶動：由於原材料有較高的平均購買價及產量增加，原材料成本增加人民幣82,700,000元；由於產量上升，間接成本增加人民幣50,800,000元；以及由於原集團招聘更多工人支持製造營運，勞工成本增加人民幣2,100,000元。

毛利

原集團的毛利由二零零五年的人民幣88,200,000元，增加34.6%至二零零六年的人民幣118,700,000元，而毛利率則由二零零五年的19.7%輕微下調至二零零六年的19.3%。

其他收入

其他收入由二零零五年的人民幣13,100,000元，下降至二零零六年的人民幣12,300,000元，下滑6.1%。輕微減少的主要原因是由於根據中國法律計算該等政府補助的方式有所改變，導致政府補助金減少人民幣8,100,000元，然而，滙兌收益淨額增加人民幣3,900,000元、收購申易運輸51.24%股本權益折讓人民幣1,900,000元及獲得利息收入人民幣1,700,000元，抵銷了政府補助金的部分減幅。該等補助金乃由當地市政府酌情發放，以鼓勵本集團發展和提升業務。

分銷開支

分銷開支由二零零五年的人民幣33,100,000元增加至二零零六年的人人民幣41,500,000元，增幅為25.4%。增加的主要原因是銷售量增加及銷售及營銷員工的數目增加，有關增幅與原集團同期的銷售額增幅一致。分銷開支增加主要反映以下因素：運輸成本增加人民幣3,800,000元、差旅及應酬開支增加人民幣2,800,000元，以及薪金增加人民幣1,000,000元。於二零零六年，分銷開支佔銷售額的百分比為6.8%，而二零零五年則為7.4%。

行政開支

二零零六年的行政開支為人民幣22,100,000元，而二零零五年則為人民幣13,200,000元。該增長率大幅高於原集團銷售額的增長率，主要由於(i)因原集團招聘更多管理層及行政人員以支持其擴充，導致員工成本增加人民幣3,000,000元，(ii)於二零零六年發行可換股債券的專業收費及開支增加人民幣1,700,000元；及(iii)折舊開支增加人民幣900,000元。行政開支佔銷售額的百分比，於二零零六年及二零零五年分別為3.6%及3.0%。

分佔一家聯營公司業績

二零零六年，盛世熱電(誠如「歷史及發展」所述，於原集團收購該公司控股權前為原集團的聯營公司)首度獲得利潤，因此，於二零零六年，分佔聯營公司利潤人民幣1,300,000元，而於二零零五年則為分佔聯營公司虧損人民幣400,000元。

融資成本

二零零六年的融資成本為人民幣12,600,000元，即總融資成本人民幣17,000,000元減資本化利息人民幣4,400,000元。二零零五年的融資成本為人民幣12,000,000元。融資成本增加反映原集團增加銀行借貸，為擴充其產能及日常營運提供資金。

所得稅開支

二零零六年，原集團的稅前利潤為人民幣56,100,000元，較二零零五年人民幣42,600,000元增加31.7%。然而，所得稅開支增加逾五倍，由二零零五年人民幣900,000元增至二零零六年人民幣5,900,000元；實際稅率亦急升，由二零零五年的2.1%升至二零零六年的10.5%。所得稅開支增加，主要由於(i)稅前利潤增加人民幣13,500,000元，及(ii)原集團於二零零五年的稅項因該年度購買國產設備獲得稅務優惠而減少人民幣13,800,000元所致。相反，原集團於二零零六年因一家子公司於其首個獲利年度後首兩個年度獲豁免所得稅，而享有人民幣14,000,000元的稅務減免。

本公司的中國法律顧問已確認，儘管管轄中國境內外企業的規則及規例(「規例」)有所不

同，惟符合有關規定的中國境內外企業，一般均可享有購買國產設備的所得稅優惠。

總括而言，適用於中國境內企業的規則和規例為一九九九年七月一日起生效的《技術改造國產設備投資抵免企業所得稅暫行辦法》(財稅字(1999)290號)和《技術改造國產設備投資抵免企業所得稅審核管理辦法》(國稅發(2000)13號)，根據該等規則及規例，符合規定的技術改造項目均可享有類似稅項抵免。

適用於中國外資企業的規則為一九九九年七月一日起生效的《外商投資企業和外國企業購買國產設備投資抵免企業所得稅有關問題的通知》(財稅字[2000]49號)和《外商投資企業和外國企業購買國產設備投資抵免企業所得稅管理辦法》(國稅發(2000)90號)，根據該等規則，屬《外商投資產業指導目錄》(除《外商投資項目不予免稅的進口商品目錄》外)鼓勵投資項目的投資均可享有類似的所得稅抵免。

誠如本公司中國法律顧問確認，自一九九九年生效的規例目前仍然有效。於最後可行日期，概無董事或本公司中國法律顧問知悉任何由中國政府頒佈並將導致規例終止生效的新規例、通知或公佈。因此，只要規例仍然有效，且本集團購買國產設備，本集團將可享有有關稅項優惠。誠如本公司中國法律顧問所確認，地方稅務機關批准的稅項優惠屬合法及有效。

年度利潤及原集團股權持有人應佔利潤

基於上文所述的因素，原集團二零零六年的年度利潤及股權持有人應佔利潤分別增加人民幣8,500,000元及人民幣7,500,000元，增至人民幣50,200,000元及人民幣49,900,000元。

二零零五年與二零零四年的比較

銷售額

銷售額由二零零四年的人民幣244,700,000元，增加82.8%至二零零五年的人民幣447,300,000元。增加的主要原因是白面牛卡紙的銷售額增加人民幣155,700,000元，增幅87.2%；以及紙管原紙銷售額增加人民幣60,900,000元，增幅131.9%，惟專用紙品的銷售額減少人民幣14,000,000元，抵銷了上述兩種產品銷售額的部分增幅。

白面牛卡紙銷售額增加的主要原因如下：(i)二零零四年六月新生產線(一號生產線的估計最高年產能約為110,000噸)投產，致令二零零五年原集團的白面牛卡紙銷售額大幅增加；

及(ii)由於市況理想及原集團產品具有較高等級，平均售價由二零零四年的每噸人民幣3,480元增至二零零五年的每噸人民幣3,557元。

紙管原紙銷售額增加的主要原因如下：(i)二零零四年年中三號生產線用於生產紙管原紙，致令原集團二零零五年的紙管原紙品銷售額大幅增加；及(ii)市場逐漸增加應用紙管原紙品，例如在消費者市場，紙管原紙取代傳統的金屬罐頭及塑膠容器作為食物及飲品的包裝，以及原集團同時增加生產可作該等用途的優質紙管原紙。

專用紙品銷售額減少的主要原因是於二零零四年年末出售製造包裝箱的子公司，致令包裝箱的銷售額減少人民幣9,500,000元。

銷售成本

銷售成本由二零零四年的人民幣205,800,000元增加至二零零五年的人民幣359,100,000元，增幅為74.5%。銷售成本增加主要反映以下因素：由於購買更多原材料，令原材料成本增加人民幣131,600,000元；由於產量提升，原集團的間接成本增加人民幣17,300,000元；及由於原集團聘用更多工人支持其製造營運，令勞工成本增加人民幣4,400,000元。

相比二零零四年，二零零五年銷售成本的增長率比銷售額的增長率低，原因是增加產能及產量而獲得更佳規模經濟效益，以及原集團於二零零五年調整各類原材料的使用，或使用替代原材料以增加成本效益。

毛利

基於上文所論述的因素，原集團的毛利由二零零四年的人民幣38,900,000元，增加126.7%至二零零五年的人民幣88,200,000元，而毛利率則由二零零四年的15.9%上升至二零零五年的19.7%。

其他收入

其他收入由二零零四年的人民幣5,600,000元，上升至二零零五年的人民幣13,100,000元，急增133.9%。增加的主要原因是政府補助金增加人民幣7,000,000元。當地市政府可酌情發放該等補助金，以鼓勵本集團發展及提升業務。

分銷開支

分銷開支由二零零四年的人民幣19,900,000元增加至二零零五年的人民幣33,100,000元，增幅為66.3%。增幅大致與原集團同期的銷售額增幅一致，主要原因是運輸成本以及差旅及應酬開支分別增加人民幣12,300,000元及人民幣800,000元。二零零四年，分銷開支佔銷售額的百分比為8.1%，而於二零零五年則為7.4%。分銷開支佔銷售額的百分比減少，反映原集團

的規模經濟效益增加。尤其因分銷量增加，原集團能以鐵路及海路付運較高比重的產品，每噸成本比原集團過往依賴以卡車付運更為經濟。

行政開支

二零零四年的行政開支為人民幣9,800,000元，而於二零零五年則為人民幣13,200,000元。行政開支增加，反映二零零五年原集團擴充行政部門支持其業務擴展。行政開支佔銷售額的百分比由二零零四年的4.0%，下降至二零零五年的3.0%。減少反映原集團的規模經濟效益增加。

分佔一家聯營公司業績

於二零零五年，分佔原集團的聯營公司盛世熱電的虧損為人民幣400,000元，而於二零零四年，則分佔該聯營公司虧損人民幣300,000元。該聯營公司僅於二零零五年開始商業銷售電力及蒸汽，故於二零零四年及二零零五年均錄得虧損。

融資成本

於二零零五年，原集團的融資成本為人民幣12,000,000元，較二零零四年人民幣7,200,000元增加66.7%。增加大致與二零零五年的銀行借貸增加一致。

所得稅開支

所得稅開支由二零零四年的人民幣2,500,000元減少人民幣1,600,000元，至二零零五年為人民幣900,000元，減幅達64.0%。原集團於二零零四年及二零零五年的稅前利潤分別為人民幣7,000,000元及人民幣42,600,000元，而實際稅率由二零零四年的35.7%減至二零零五年的2.1%。所得稅開支及實際稅率減少的主要原因是於二零零五年購買國產設備而根據適用稅務法規獲得抵銷約人民幣13,800,000元的稅項開支。於二零零四年並無該等抵銷。

根據財政部與國家稅務總局聯合頒佈的《技術改造國產設備投資抵免企業所得稅暫行辦法》，凡投資於符合國家產業政策的技術改造項目的企業，其項目所需國產設備投資的40%可從本公司的企業所得稅中扣除。有關投資額可將有關項目期間內多年的購買金額合併計算，然後與某一納稅年度的本公司企業所得稅中扣除。每年可抵免的企業所得稅稅額，不得超過獲授抵免當年的企業所得稅與前一年的企業所得稅的差額。如果該差額少於可抵免投資金額，餘額可用作抵免其後年度的企業所得稅，但抵免的期限最長不得超過五年。

企業申請抵免企業所得稅，應在技術改造項目獲批准後兩個月內遞交申請，經當地主管稅務機關逐級上報省級稅務機關審核，也可直接報省級稅務機關審核。省級稅務機關在接到

申請後一個月內做出准予或不准予享受抵免企業所得稅的決定，通知當地主管稅務機關，並同時將核准文件抄送企業。

有關納稅年度終結後十日內，企業應將實施技術改造項目實際購買的國產設備的名稱、產地、規格、型號、數量、單價等情況報當地主管稅務機關，填報《技術改造國產設備投資抵免企業所得稅審核表》，並附送購置設備的增值稅專用發票（發票聯複印件）。企業報送年度企業所得稅納稅申報表時，應在納稅申報表備註欄中註明本年度申請抵免的企業所得稅額，並附送《技術改造國產設備投資抵免企業所得稅明細表》。

根據山東省經濟貿易委員會於二零零五年十二月十三日及二零零五年十二月十九日所頒發的兩份符合國家產業政策的技術改造確認書（編號分別為（魯）經貿投[2005]229號及（魯）經貿投[2005]240號），昌樂陽光的兩項項目（即分別為年產能達80,000噸的白面牛卡紙生產線及每日產能達200噸的廢紙漿生產線）已確認符合國家產業政策，而該兩個項目下國產設備的相關投資額預算合共為人民幣35,460,000元，並已確認符合企業所得稅抵免的資格。根據昌樂縣地方稅務局於二零零五年十二月二十五日所頒發的批准文件樂地稅發[2005]62號，昌樂陽光申請國產設備投資的40%可從企業所得稅中扣除已獲批准。因此，合共人民幣13,838,460元的稅款已自本集團的企業所得稅中扣除，扣除稅款屬實際總投資額人民幣35,273,327元的40%（即人民幣14,109,331元）範圍之內。由於昌樂陽光於二零零六年轉制為外商投資企業，故人民幣270,871元的差額將不能與本集團其後的企業所得稅抵銷。

年度利潤及原集團股權持有人應佔利潤

基於上文所述的因素，二零零五年年度利潤及原集團股權持有人應佔利潤分別增加約人民幣37,200,000元及人民幣38,000,000元，增至人民幣41,600,000元及人民幣42,500,000元。

財務資料

經營業績 — 備考合併集團(包括原集團及盛世熱電)

下表顯示截至二零零六年十二月三十一日止年度及截至二零零七年六月三十日止六個月合併集團收益表項目佔收益的百分比：

	截至二零零六年 十二月三十一日 止年度	截至二零零七年 六月三十日 止六個月
收益	100.0	100.0
銷售成本	78.6	80.3
毛利	21.4	19.7
其他收入	2.7	2.0
分銷開支	6.8	5.4
行政開支	4.1	3.1
融資成本	2.9	3.1
稅前利潤	10.3	10.1
所得稅開支	1.3	1.0
年度／期間利潤	9.0	9.1

截至二零零七年六月三十日止六個月及截至二零零六年十二月三十一日止年度備考經營業績的討論

盛世熱電於二零零三年十月創立，於其時昌樂陽光持有其30%股本權益。由於盛世熱電股東的額外注資，昌樂陽光的股本權益於二零零五年八月調整至20%。其後，昌樂陽光於二零零七年六月向盛世熱電的其中一名其他股權持有人收購盛世熱電額外60%股本權益。因此，昌樂陽光現時持有盛世熱電80%股本權益。詳情見「歷史及發展」。

本節所包括的原集團及盛世熱電於二零零六年十二月三十一日的備考合併財務資料，以及截至二零零六年十二月三十一日止年度及截至二零零七年六月三十日止六個月的備考合併業績，列示原集團及盛世熱電的經營業績，猶如收購盛世熱電的控股權已於二零零六年一月一日已完成。備考合併財務資料乃根據原集團的合併財務資料及盛世熱電的財務資料編製。

盛世熱電主要從事生產及銷售電力及蒸汽。盛世熱電發電廠於二零零四年動工興建，並於二零零五年投產。其銷售額於二零零五年及二零零六年以及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月分別為人民幣44,400,000元、人民幣84,000,000元、人民幣33,300,000元及人民幣87,100,000元。於二零零五年及二零零六年，以及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，分別85.6%、82.4%、84.9%及82.8%的電力及分別61.3%、68.9%、73.1%及67.0%的蒸汽銷售予原集團。餘下的電力及蒸汽主要售予盛世熱電的股東盛泰藥業。盛世熱電的銷售成本包括原材料、勞工成本及與其發電廠營運相關的間接成本。於二零零五年及二零零六年，以及截至二零零六年及二零零七年六月三十日止六個月，銷售成本分別為人民幣41,200,000元、人民幣67,600,000元、人民幣27,400,000元以及人民幣64,400,000元，分別產生毛利人民幣3,200,000元、人民幣16,500,000元、人民幣5,900,000元及人民幣22,700,000元。因盛世

熱電大部分的銷售額為向原集團的銷售，原集團經營業績及合併集團備考業績的主要分別為二零零六年銷售成本佔銷售額的百分比由原集團的80.7%下降至備考合併集團的78.6%，以及於截至二零零七年六月三十日止六個月則由83.3%下降至80.3%，而毛利及年度／期間利潤佔銷售額的百分比則因此上升。銷售成本佔銷售額的百分比下降是由於盛世熱電的毛利抵銷合併集團的銷售成本所致。

截至二零零七年六月三十日止六個月，合併集團的備考合併銷售總額為人民幣581,900,000元，與原集團的銷售額相同。備考合併銷售成本及毛利分別為人民幣467,200,000元及人民幣114,700,000元。備考合併分銷及行政開支共為人民幣49,900,000元，當中盛世熱電佔人民幣3,500,000元。備考合併融資成本總額為人民幣18,100,000元，當中盛世熱電佔人民幣3,900,000元，其中包括盛世熱電為其營運融資的銀行貸款利息。備考合併稅前利潤為人民幣58,700,000元，當中盛世熱電佔人民幣15,400,000元。盛世熱電須按33%的所得稅率繳稅，而截至二零零七年六月三十日止六個月，其佔合併集團備考合併所得稅總額人民幣5,900,000元當中的人民幣5,300,000元。在合併集團應佔合併純利人民幣50,200,000元中，盛世熱電貢獻當中的人民幣10,100,000元。

截至二零零六年十二月三十一日止年度，合併集團的備考合併銷售總額為人民幣613,400,000元，與原集團的銷售額相同。備考合併銷售成本及毛利分別為人民幣482,200,000元及人民幣131,200,000元。備考合併分銷及行政開支共為人民幣66,800,000元，當中盛世熱電佔人民幣3,200,000元。盛世熱電佔備考合併融資成本總額人民幣18,000,000元當中的人民幣5,400,000元，其中包括盛世熱電為其營運融資的銀行貸款利息。備考合併稅前利潤為人民幣63,000,000元，當中盛世熱電佔人民幣8,200,000元。截至二零零六年十二月三十一日止年度，盛世熱電佔合併集團備考合併所得稅總額人民幣7,800,000元當中的人民幣1,900,000元。在合併集團應佔合併純利人民幣53,700,000元中，盛世熱電貢獻當中的人民幣6,300,000元。

流動資金及資本資源

本集團依賴經營所得的現金、銀行借貸及其供應商的貿易信貸為其營運提供資金。由於本集團擴充產能，本集團主要將該等資金撥支應付已增加的營運資金需求，並用於資本開支以購買及改良生產設施及設備。

原集團

流動負債淨額

原集團於二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日及二零零七年六月三十日錄得流動負債淨額。於二零零四年十二月三十一日、二零零五年十二月三十一日及二零零六年十二月三十一日及於二零零七年六月三十日，流動負債超逾流動資產的部分分別為人民

財務資料

幣117,900,000元、人民幣66,400,000元、人民幣324,900,000元及人民幣441,100,000元，當中應付直接控股公司的款項人民幣102,600,000元已於二零零七年十月二十九日撥充本公司資本，而餘額將於上市時撥充資本。

原集團錄得流動負債淨額，因為原集團的營運並未產生充足現金流，以滿足購買及改良生產設施及設備的資本開支需求。原集團主要依賴股東貸款及銀行借貸為該等資本開支提供資金，而銀行借貸主要由國內的商業銀行提供，並須每年重續。因此，即使大部分該等借貸一般每年展期，大部分銀行借貸均歸類為流動負債，並須於一年內償還。

於二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日及二零零七年六月三十日，原集團的流動比率(流動資產除以流動負債)分別為0.65、0.82、0.57及0.67。於二零零四年、二零零五年及二零零六年十二月三十一日及二零零七年六月三十日，原集團經扣除存貨後的流動資產除以流動負債(或速動比率)分別為0.53、0.66、0.44及0.56。於二零零七年，由於原集團透過增加繳入資本代替動用銀行借貸，藉此為營運資金需求及資本開支提供資金，因此原集團的流動比率及速動比率均有所增加。於二零零六年，流動比率及速動比率降低，反映原集團銀行借貸水平較二零零四年及二零零五年的銀行借貸水平為高，當中大部分歸類為流動負債，並須於一年內償還。

現金流

下表載列往績記錄期原集團綜合現金流量表的概要：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月	
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零六年	二零零七年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	(未經審核) 人民幣千元	人民幣千元
經營活動所得的淨現金	852	400	36,336	58,339	60,347
投資活動所用的淨現金	(143,414)	(2,832)	(242,094)	(95,551)	(173,552)
融資活動所得的淨現金	131,814	17,124	194,603	32,910	339,091
現金及現金等價物的(減少)／增加淨額	(10,748)	14,692	(11,155)	(4,302)	225,886

經營活動所得的淨現金

原集團的經營活動所得或所用的淨現金反映原集團的年度或期間利潤(視乎情況而定)，並經非現金項目(例如折舊及攤銷)及營運資金變動的影響(例如存貨、貿易及其他應收款項及貿易及其他應付款項的增減)而作出調整。

於二零零四年的經營活動所得淨現金為人民幣900,000元，而稅前利潤則為人民幣7,000,000元。人民幣6,100,000元的差額主要因存貨增加人民幣27,900,000元、貿易應收款項增加人民幣26,500,000元、應收票據增加人民幣21,800,000元以及預付款項及其他應收款項增加人民幣1,000,000元所致。部分差額因貿易應付款項增加人民幣43,300,000元、應付票據增加人

人民幣13,300,000元、其他應付款項增加人民幣5,400,000元，以及融資成本作出人民幣7,200,000元的調整及物業、廠房及設備計提折舊人民幣3,100,000元而抵銷。

於二零零五年的經營活動所得淨現金為人民幣400,000元，而稅前利潤則為人民幣42,600,000元。人民幣42,200,000元的差額主要因貿易應付款項增加人民幣81,500,000元、融資成本作出人民幣12,000,000元的調整，以及物業、廠房及設備的折舊調整人民幣9,800,000元。此差額因應收票據增加人民幣100,800,000元、貿易應收款項增加人民幣8,200,000元、存貨增加人民幣20,800,000元，以及應付票據減少人民幣16,000,000元而抵銷。

於二零零六年的經營活動所得淨現金為人民幣36,300,000元，而稅前利潤則為人民幣56,100,000元。人民幣19,800,000元的差額主要因應付票據增加人民幣54,000,000元、物業、廠房及設備的折舊調整人民幣13,100,000元，以及融資成本調整人民幣12,600,000元。部分差額因應收票據增加人民幣42,600,000元、存貨增加人民幣40,200,000元、其他應付款項減少人民幣4,400,000元及已付所得稅人民幣4,200,000元而抵銷。

截至二零零七年六月三十日止六個月的經營活動所得淨現金為人民幣60,300,000元，而稅前利潤則為人民幣45,300,000元，人民幣15,000,000元的差額主要因其他應付款項增加人民幣50,500,000元及貿易應付款項增加人民幣94,500,000元、融資成本調整人民幣14,200,000元，以及物業、廠房及設備的折舊調整人民幣12,600,000元。部分差額因應收票據增加人民幣53,100,000元、貿易應收款項增加人民幣42,900,000元、存貨增加人民幣38,100,000元及應付票據減少人民幣18,200,000元而抵銷。

投資活動所用的淨現金

原集團的投資活動主要包括購置物業、廠房及設備、收購土地使用權付款、額外投資於聯營公司及收購子公司及受限制銀行存款。

於二零零四年、二零零五年及二零零六年，原集團投資活動所用的淨現金分別為人民幣143,400,000元、人民幣2,800,000元及人民幣242,100,000元。截至二零零七年六月三十日止六個月，原集團投資活動所用的淨現金為人民幣173,600,000元，而於截至二零零六年六月三十日止六個月則為人民幣95,600,000元。

於二零零四年至二零零五年間，原集團投資活動所用的淨現金減少人民幣140,600,000元的主要原因是於二零零五年存入受限制銀行賬戶的現金減少人民幣51,200,000元，而於二零零四年該等存款則增加人民幣60,700,000元；以及於二零零五年購置物業、廠房及設備減少人民幣50,100,000元，而於二零零四年則為人民幣64,800,000元。該等購買為新生產設施的資本開支。

於二零零五年至二零零六年間，原集團投資活動所用的淨現金急增人民幣239,300,000元，主要原因如下：(i)於二零零六年主要就擴充二號生產線生產設施的資本開支增加人民幣169,300,000元，而於二零零五年該等購買則增加人民幣50,100,000元；(ii)為收購土地使用權而增加人民幣21,600,000元；(iii)為收購聯營公司及子公司權益的資金增加人民幣19,500,000元；

及(iv)於二零零六年存入受限制銀行賬戶的現金增加人民幣30,500,000元，而於二零零五年該等存款則減少人民幣51,200,000。

於截至二零零六年六月三十日止六個月至截至二零零七年六月三十日止六個月，投資活動所用的淨現金增加人民幣78,000,000元，主要因於截至二零零七年六月三十日止六個月為收購子公司的資金增加人民幣91,400,000元，而於二零零六年同期該等投資則增加人民幣5,100,000元。然而，存入受限制銀行賬戶的現金於截至二零零七年六月三十日止六個月增加人民幣5,400,000元，而於二零零六年同期該等存款則增加人民幣32,900,000元。

融資活動所得淨現金

原集團的融資活動主要包括獲得及償還銀行借貸、投資者及子公司的少數股東的注資。

於二零零四年、二零零五年及二零零六年，原集團錄得融資活動淨現金流入分別人民幣131,800,000元、人民幣17,100,000元及人民幣194,600,000元。截至二零零七年六月三十日止六個月，原集團融資活動的淨現金流入為人民幣339,100,000元，而截至二零零六年六月三十日止六個月則為人民幣32,900,000元。

於二零零四年至二零零五年間，原集團融資活動的淨現金流入減少人民幣114,700,000元，主要原因是於二零零五年，來自銀行借貸的現金流入減少人民幣6,000,000元，及償還銀行借貸增加人民幣117,500,000元。

於二零零五年至二零零六年間，原集團融資活動的淨現金流入增加人民幣177,500,000元，主要原因如下：(i)來自銀行借貸的現金流入增加人民幣229,300,000元；及(ii)子公司少數股東注資增加人民幣66,600,000元。部分增幅因償還銀行借貸增加人民幣116,300,000元及股權持有人注資減少人民幣20,000,000元而抵銷。

於截至二零零六年六月三十日止六個月至截至二零零七年六月三十日止六個月期間，原集團融資活動的淨現金流入增加人民幣306,200,000元，主要由於(i)來自銀行借貸的現金流入增加人民幣166,200,000元，(ii)直接控股公司墊款增加人民幣157,100,000元及(iii)部分升幅因增加償還銀行借貸人民幣26,700,000元而抵銷。

財務資料

存貨

原集團的存貨由二零零四年十二月三十一日的人民幣41,400,000元增至二零零五年十二月三十一日的人民幣62,200,000元，主要原因是二零零五年原集團需要儲存更多原材料支持業務擴充。原集團的存貨由二零零五年十二月三十一日的人民幣62,200,000元增至二零零六年十二月三十一日的人民幣105,100,000元，主要原因是原集團於二零零六年年末為新生產線儲存更多原材料，新生產線的年產能為180,000噸，並於二零零七年一月投產。原集團的存貨由二零零六年十二月三十一日的人民幣105,100,000元增至二零零七年六月三十日的人民幣154,800,000元，主要因製成品的價值增加，有關增幅與業務的增長一致。

	於十二月三十一日			於二零零七年
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	六月三十日
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
原材料	30,739	44,945	72,375	96,836
製成品	10,672	17,296	32,711	57,996
	<u>41,411</u>	<u>62,241</u>	<u>105,086</u>	<u>154,832</u>

貿易應收款項

原集團的貿易應收款項由二零零四年十二月三十一日的人民幣41,000,000元增至二零零五年十二月三十一日的人民幣49,000,000元、由二零零五年十二月三十一日的人民幣49,000,000元增至二零零六年十二月三十一日的人民幣64,300,000元，以及由二零零六年十二月三十一日的人民幣64,300,000元增加至二零零七年六月三十日的人民幣135,400,000元，主要因業務擴充所致。

原集團貿易應收款項的賬齡分析如下：

	於十二月三十一日			於二零零七年
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	六月三十日
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
0至30日	24,693	35,696	49,617	100,837
31至90日	10,480	9,475	11,242	29,462
91至365日	5,044	3,762	2,930	5,148
一年以上	740	102	473	—
	<u>40,957</u>	<u>49,035</u>	<u>64,262</u>	<u>135,447</u>

本集團一般向其客戶授予數天的寬限期，此解釋本集團於往績記錄期的貿易應收款項週轉日數較信貸期超出30日的原因，而本集團於二零零七年六月三十日的大部分貿易應收款項結餘的賬齡均超過30日。

於最後可行日期，原集團已從其客戶收回所有於二零零七年六月三十日尚未償還的貿易應收款項。

上文載列本集團所實施的信貸政策。

應收票據

本集團的應收票據包括背書予第三方的票據及貼現予銀行的票據。根據國際財務報告準則，即使本集團已收取貼現票據及背書票據的現金款項，其於到期日前仍被視為尚未清償。就此而言，儘管本集團已藉將票據背書或貼現以即時取得現金款項，本集團的資產負債表仍將其列為應收票據。於二零零四年十二月三十一日、二零零五年十二月三十一日、二零零六年十二月三十一日及二零零七年六月三十日，應收票據結餘中包括貼現予銀行及背書予第三方的票據分別約人民幣16,500,000元、人民幣112,000,000元、人民幣145,500,000元及人民幣255,810,000元。於二零零七年六月三十日後，本集團已收取所有未於二零零七年六月三十日尚償還的應收票據。有關詳情，請參閱本招股章程附錄一本集團會計師報告附註21。

貿易應付款項

本集團的貿易應付款項由二零零四年十二月三十一日的人民幣50,900,000元增至二零零五年十二月三十一日的人民幣132,300,000元、由二零零五年十二月三十一日的人民幣132,300,000元增至二零零六年十二月三十一日的人民幣137,800,000元，及由二零零六年十二月三十一日的人民幣137,800,000元增至二零零七年六月三十日的人民幣281,500,000元，主要因於該等年度間業務整體增長所致。

原集團貿易應付款項的賬齡分析如下：

	於十二月三十一日			於二零零七年 六月三十日 人民幣千元
	二零零四年 人民幣千元	二零零五年 人民幣千元	二零零六年 人民幣千元	
0至90日	39,201	122,409	129,899	262,508
91至365日	9,617	9,083	6,987	17,975
一年以上	2,049	848	894	1,005
	50,867	132,340	137,780	281,488
	50,867	132,340	137,780	281,488

其他應付款項

原集團的其他應付款項由二零零四年十二月三十一日的人民幣31,500,000元增至二零零五年十二月三十一日的人民幣71,000,000元，主要由於建設工程、機器及設備的應付款項增加所致。其他應付款項由二零零五年十二月三十一日的人民幣71,000,000元進一步增至二零零六年十二月三十一日的人民幣231,800,000元，並由二零零六年十二月三十一日的人民幣231,800,000元再增至二零零七年六月三十日的人民幣493,400,000元，主要由於建設工程、機器及設備的應付款項增加，以及應付直接控股公司款項增加所致。其他應付款項由二零零六年十二月三十一日的人民幣13,200,000元增至二零零七年六月三十日的人民幣61,800,000元，主要由於應付濰坊投資款項增加人民幣41,900,000元，該款項為購買盛世熱電代價的剩下結餘，且已於二零零七年六月三十日後清償。

本集團於二零零七年六月三十日後已悉數清償應付其他關連人士款項。應付直接控股公司的款項人民幣102,600,000元已於二零零七年十月二十九日撥充本公司資本，而餘額將於上市時撥充資本。

財務資料

其他應付款項的賬齡分析如下：

	於十二月三十一日			於二零零七年
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	六月三十日
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
來自客戶墊款	3,038	4,880	5,153	13,514
建設工程、機器及 設備的應付款項	20,729	48,191	103,938	143,098
應付一名董事款項	—	10	—	—
應付直接控股公司款項	—	—	105,355	262,611
應付其他關連人士款項	653	8,524	4,089	12,411
其他	7,089	9,351	13,215	61,792
	<u>31,509</u>	<u>70,956</u>	<u>231,750</u>	<u>493,426</u>

其他借款

	於十二月三十一日			於二零零七年
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	六月三十日
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
向以下各方借款				
— 盛泰藥業 (附註i)	—	—	—	8,000
— 濰坊投資 (附註ii)	—	—	—	18,950
	<u>—</u>	<u>—</u>	<u>—</u>	<u>26,950</u>

於二零零七年六月三十日，該等貸款為無抵押並須按要求償還，並按年利率介乎6.14%至7.46%計息。

- (i) 向盛泰藥業所借的借款已於二零零七年六月三十日後償還。
- (ii) 自二零零七年六月二十九日，濰坊投資不再為盛世熱電的控股股東，根據日期為二零零七年七月九日的貸款轉讓協議（「該協議」）所協定，盛世熱電欠負濰坊投資的人民幣18,950,000元貸款的權利和利益已轉讓予昌樂陽光，代價為人民幣18,950,000元，於該協議日期起生效。

於二零零七年七月九日，向濰坊投資所借的借款的還款到期日獲延長，並須於二零零七年七月九日起計三年內償還有關款項。利息將以該期間銀行貸款利率計算。

主要財務比率

	截至十二月三十一日止年度			截至
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	六月三十日
				止六個月
				二零零七年
貿易應收款項週轉(日)	61.1	40.0	38.2	42.5
貿易應付款項週轉(日)	90.2	134.5	101.7	106.0
存貨週轉(日)	73.4	63.3	77.5	58.3
資本負債比率	58.2%	39.1%	34.3%	36.9%

貿易應收款項週轉是以有關年度年末的貿易應收款項除該年度的收益，再乘以365日計算。貿易應付款項週轉是以有關年度年末的貿易應付款項除以該年的銷售成本，再乘以365日計算。除本招股章程所述者外，本集團與供應商並無任何重大糾紛。

財務資料

存貨週轉是以有關年度年末的存貨，再除以該年的銷售成本，再乘以365日計算。

資本負債比率是以有關年度年末的借款總額除以資產總值，再乘以100%計算。

貿易應收款項週轉日

原集團的信貸條款視乎顧客的購買量、購買的穩定程度、信用狀況及與該顧客的過往交易記錄而定。根據原集團的信貸政策，原集團將顧客分類為甲類、乙類及丙類。一般而言，甲類顧客可享有約30日的信貸期，乙類顧客必須於交付時付款，丙類顧客必須事先付款。

下表載列於往績記錄期本集團的甲類、乙類及丙類客戶的百分比。

	截至十二月三十一日止年度			截至
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零七年 六月三十日 止六個月
	(%)	(%)	(%)	(%)
甲類	51.0	45.0	58.0	52.0
乙類	42.0	39.0	35.0	38.0
丙類	7.0	16.0	7.0	10.0
	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>

除信貸期外，原集團的顧客受限於信貸額度，倘彼等於信貸期結束前已達到信貸額度，則必須結清賬目後，本集團方會交付其他產品。信貸額度乃根據與每月平均訂單數量相關的方程式釐定。

二零零四年、二零零五年及二零零六年，原集團的貿易應收款項週轉日分別為61.1日、40.0日及38.2日。二零零四年的貿易應收款項週轉日較二零零五年高，乃由於本集團開始銷售一種新白面牛卡紙產品，並就此給予其顧客更優惠的信貸條款，其包括在適當信貸期外另授出7至14日的信貸期。

於截至二零零七年六月三十日止六個月，原集團的貿易應收款項週轉日為42.5日。貿易應收款項週轉日較截至二零零六年十二月三十一日止年度增加，主要由於本集團開始銷售一種新輕塗產品，並就此給予其顧客更優惠的信貸條款所致。

貿易應付款項週轉日

供應商提供的信貸期一般於90日內。於二零零四年、二零零五年及二零零六年，原集團的貿易應付款項週轉日分別為90.2日、134.5日及101.7日。原集團大部分貿易應付款項的信貸期均超過一般所提供的90日，此乃由於本集團與其供應商維持良好關係，該等供應商並無堅持須於信貸期內嚴格遵守付款規定，且本集團與其供應商之間亦無發生任何糾紛。本集團並無因在一般信貸期過後付款而面臨任何處罰或類似罰款。二零零四年至二零零五年間貿

易應付款項週轉日增加，主要因原集團增加使用信用狀支付購買進口原材料，因而延長了付款的時間所致。二零零五年至二零零六年間貿易應付款項週轉日減少，主要因原集團調整其生產過程的進口及本土原材料的比重，而此舉減少了使用信用狀所致。

於截至二零零七年六月三十日止六個月，原集團的貿易應付款項週轉日為106.0日。貿易應付款項週轉日較截至二零零六年十二月三十一日止年度減少主要因原集團決定為促進其業務擴充，縮短其向供應商支付款項的期間所致。

存貨週轉日

原集團對原材料及製成品採取嚴格存貨控制政策，以優化其營運及減少浪費。其對全部存貨按月進行實地盤點。原集團的政策是根據市況、訂單、生產計劃及原材料價格評估其存貨水平。

於二零零四年、二零零五年及二零零六年，原集團的存貨週轉日分別為73.4日、63.3日及77.5日。二零零四年至二零零五年間的存貨週轉日減少是因為原集團努力維持低存貨水平所致。二零零五年至二零零六年間存貨週轉日增加主要是由於原集團於二零零六年年末為新生產線儲存較多原材料，該新生產線於二零零七年一月投產。

於截至二零零七年六月三十日止六個月，原集團的存貨週轉日為58.3日。存貨週轉日較截至二零零六年十二月三十一日止年度減少，主要因原集團的業務整體增長，以及引入一種新的輕塗白面牛卡紙產品所致。

資本負債比率

原集團的資本負債比率由二零零四年十二月三十一日的58.2%減至二零零五年十二月三十一日的39.1%。減少主要原因是原集團於二零零五年提高其實繳資本人民幣20,000,000元，以及減少借款人民幣9,300,000元。

原集團的資本負債比率由二零零五年十二月三十一日的39.1%輕微下調至二零零六年十二月三十一日的34.3%。減少的主要原因是原集團擬維持健康的資本負債比率，從而為擴充產能提供部分資金。

資本負債比率於二零零七年六月三十日進一步增加至36.9%，主要因增加銀行借款所致。

資本開支

本集團維持及提升其銷售額及利潤的能力依賴持續的資本開支。資本開支用於購買土地、物業、廠房及設備。於二零零四年、二零零五年、二零零六年及截至二零零七年六月三十日止六個月，原集團購買土地使用權的開支合計分別為人民幣7,600,000元、人民幣1,000,000元、

財務資料

人民幣22,600,000元及人民幣13,000,000元；而原集團購買固定資產的開支分別為人民幣64,800,000元、人民幣50,100,000元、人民幣169,300,000元及人民幣67,500,000元。

營運資金

於二零零七年十月三十一日，本集團的流動負債淨額約為人民幣489,600,000元。

經計及本集團可用的財務資源，包括內部產生的資金、可用銀行融通額及全球發售的估計所得款項淨額後，董事認為，本集團擁有充足營運資金應付目前所需，即本招股章程日期起計最少十二個月所需。

備考合併集團

現金流量

截至二零零七年六月三十日止六個月，合併集團的經營活動備考淨現金流入約為人民幣52,800,000元。截至二零零七年六月三十日止六個月，合併集團的投資活動備考淨現金流出約為人民幣93,700,000元，當中盛世熱電約佔人民幣11,500,000元。截至二零零七年六月三十日止六個月，合併集團的融資活動備考淨現金流入約為人民幣356,300,000元，當中盛世熱電約佔人民幣17,200,000元。

截至二零零六年十二月三十一日止年度，合併集團的經營活動備考淨現金流入約為人民幣52,100,000元，當中盛世熱電約佔人民幣12,800,000元。截至二零零六年十二月三十一日止年度，合併集團的投資活動備考淨現金流出約為人民幣316,700,000元，當中盛世熱電約佔人民幣82,700,000元。截至二零零六年十二月三十一日止年度，合併集團的融資活動備考淨現金流入約為人民幣255,300,000元，當中盛世熱電約佔人民幣71,800,000元。

債項

借款及銀行融通額

於二零零七年十月三十一日營業時間結束時，即於本招股章程付印前為確定此債務聲明的最後可行日期，本集團擁有的債項總額人民幣716,200,000元載列如下：

	有抵押	無抵押	總計
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
短期銀行借款	333,658	178,581	512,239
長期銀行借款即期部分	—	—	—
應付直接控股公司款項	—	159,926	159,926
其他借款	—	25,399	25,399
長期銀行借款的非即期部分	5,000	13,600	18,600
總計	<u>338,658</u>	<u>377,506</u>	<u>716,164</u>

財務資料

於二零零七年十月三十一日，本集團銀行借貸以本集團若干資產作抵押。包括於本集團無抵押銀行借款在內的人民幣48,181,000元獲盛泰藥業、山東省企業信用擔保有限責任公司及濰坊市信用擔保公司提供擔保。盛泰藥業就本集團無抵押銀行借貸人民幣4,650,000元提供的擔保其後於二零零七年十一月解除。

除本招股章程已披露者外，於二零零七年十月三十一日營業時間結束時，本集團並沒有任何尚未行使的已發行債務證券、尚未行使或已授權或已按其他方式設立但未發行的債務證券、尚欠的定期貸款、其他屬於借貸性質的借貸或債務（包括銀行透支、正常商業票據以外的承兌負債、承兌信貸、租購承擔、按揭和押記、重大或有負債或擔保）。

於二零零七年十月三十一日，本集團的信貸融通額共為人民幣1,031,500,000元，當中人民幣511,600,000元並未動用。

或然負債

於各結算日期，本集團具有以下或然負債：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零七年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
就以下公司所獲授的銀行融通額 給予銀行的擔保：				
一 關聯方				
濰坊盛泰藥業有限公司（「盛泰藥業」）	60,100	58,100	59,800	33,900
一 第三方				
壽光市聖龍鋼結構有限公司（「聖龍」）	5,000	8,000	8,000	—
山東賽維綠色科技有限公司（「賽維」）	—	1,500	—	—
山東裕源集團有限公司（「裕源」）	—	5,000	—	—
山東金河紡織集團有限公司	—	4,000	—	—
濰坊永昌食品工業有限公司	—	3,820	—	—
	65,100	80,420	67,800	33,900

為獲取銀行借貸，中國若干銀行一般會要求第三方作出擔保。因此，本集團與上述關連人士及第三方作出交叉擔保。

給予濰坊盛泰藥業有限公司的擔保人民幣33,900,000元已於二零零七年六月三十日後解除。本集團於最後可行日期並無重大或然負債。

財務資料

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零七年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
其他人士就本集團獲授的銀行融通額而作出的擔保：				
一 關聯方				
盛泰藥業(附註i)	44,273	47,973	49,745	40,969
上海造紙機械電控技術研究所(「上海研究所」)	6,000	—	—	—
彩虹包裝	1,000	—	—	—
盛世熱電(附註iv)	—	—	20,000	—
一 第三方				
聖龍(附註i)	13,000	8,000	16,000	16,000
裕源(附註i)	10,000	10,000	10,000	10,000
濰坊永昌食品工業有限公司(附註i)	—	8,000	—	—
山東省企業信用擔保有限責任公司(附註ii)	—	—	—	15,000
濰坊市信用擔保公司(附註ii)	—	—	—	23,000
濰坊投資(附註iii)	—	—	—	31,200
	74,273	73,973	95,745	136,169

附註： (i) 為取得中國銀行發放的銀行借款，若干銀行一般要求第三方作出擔保。因此，根據董事提供的資料，本集團於有關日與下列第三方及關聯方分別作出交叉擔保：

- (a) 盛泰藥業；
- (b) 聖龍；
- (c) 賽維；
- (d) 裕源及金河；及
- (e) 永昌食品。

截至本招股章程刊發日期，由盛泰藥業、聖龍及裕源作出分別人民幣40,969,000元、人民幣16,000,000元及人民幣10,000,000元的擔保已解除。

- (ii) 該等公司於一般業務過程中為本集團的銀行借款向銀行提供擔保，並按協議向本集團收取已協定的利息。本集團概無就此等擔保向有關公司抵押資產。
- (iii) 濰坊投資曾是盛世熱電的股權持有人，並為盛世熱電收購固定資產而獲得的銀行借款向銀行提供擔保，該項擔保經已於最後可行日期解除。
- (iv) 盛世熱電為本集團和盛泰藥業的銀行借款向若干銀行授出分別人民幣20,000,000元及人民幣10,000,000元的擔保。本集團和盛泰藥業是盛世熱電的股權持有人。

財務資料

合同責任

資本承擔	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零零四年	二零零五年	二零零六年	二零零七年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
已訂約但未撥備 — 收購物業、 廠房及設備	20,687	77,382	51,470	124,648
	<u>20,687</u>	<u>77,382</u>	<u>51,470</u>	<u>124,648</u>

資產負債表以外交易

於最後可行日期，本集團概無訂立任何重大資產負債表以外交易。

關於市場風險的數量及性質披露

本集團於其一般業務過程中承受主要關於利率及外匯波動的市場風險，以及原材料價格風險。本集團的風險管理策略旨在減低該等風險對本集團財務表現的不利影響。

利率風險

本集團因銀行借貸而面對利率風險，該等銀行借貸用於營運資金、有關本集團擴充的資本開支及其他用途。利率上調會增加現有債項及新增債項的成本。於往績記錄期，銀行貸款的實際年利率分別約為5.98%、6.16%、6.75%及6.94%。於二零零七年六月三十日，本集團並無訂立任何種類的利率協議或衍生交易，以對沖任何利率變動。

外匯波動風險

於二零零七年，本集團大幅增加其出口，而本集團的產品已出口往中東、北美及亞洲。該等出口佔本集團截至二零零七年六月三十日止六個月銷售額的10.0%，並主要以美元列值。此外，本集團進口廢紙及本漿作為原材料。於往績記錄期，以美元列值的採購分別佔本集團採購總額約25.2%、28.4%、42.1%及41.6%。然而，本集團並無就其外匯風險實施任何正式政策。於往績記錄期，本集團並無訂立任何安排以對沖其外匯風險。倘本集團出口的價值未完全抵銷其進口的價值，本集團則承受與其進出口相關的外匯波動風險。因此，人民幣兌其他貨幣的滙兌出現重大波動，將令本集團面對滙率風險，可能有利於或不利於本集團的財務狀況及經營業績。有關本集團面對的外匯波動風險的進一步詳情，請參閱本招股章程「風險因素」一節。

於二零零七年六月三十日，本集團並無正式對沖政策，亦無訂立任何安排以對沖其貨幣風險。

價格風險

本集團面對原材料價格波動的風險，於往績記錄期，原材料價格佔本集團的銷售成本分別約88.7%、87.6%、80.2%及79.8%。本集團按市價進行採購，但市價可能會波動，而且不受本集團控制。因此，本集團的原材料、元件及零部件的價格波動可能會對其經營業績造成重大影響。尤其是近年廢紙及木漿的價格經歷波動。為減少該等價格波動造成的影響，本集團不時向若干供應商預付款項，以確保該等原材料及元件的定價。因此，本集團於往績記錄期向供應商預付的款項分別為人民幣900,000元、人民幣2,100,000元、人民幣3,500,000元及人民幣3,900,000元。預付款項的時間及款額由本集團參考該等原材料及元件的市況及管理層經驗釐定。於二零零七年六月三十日，本集團並無訂立任何期貨合同對沖任何原材料價格變動。

通脹

中國近年並無經歷重大通脹或通縮情況。根據中國國家統計局的資料，於二零零四年、二零零五年及二零零六年，中國國家整體通脹率(以一般消費物價指數代表)分別約為3.9%、1.8%及1.5%。近年的通脹及通縮對本集團業務並無重大影響。

股息及股息政策

董事認為，本集團日後宣派任何股息的金額，將視乎(其中包括)本集團的經營業績、現金流量及財務狀況、營運及資金需求、按照香港公認會計原則計算的可供分派利潤金額、適用法律及法規以及所有其他相關因素而定。

在不抵觸上文的情況下，董事有意宣派及建議派付股息，有關總額將不少於全球發售後整個財政年度本公司純利的15%。此意向並不保證或聲明或表示本公司必定或將會以此方式宣派及派付股息，亦不保證或聲明或表示本公司必須宣派及派付任何股息。股份的現金股息(如有)將以港元派付。

可供分派儲備

於最後可行日期，本公司並無可供分派予股東的儲備。

上市規則規定須予作出的披露

董事確認，彼等並不知悉存在任何情況可導致須根據上市規則第13.11條至13.19條作出披露。

物業權益

本集團物業權益的詳情載於本招股章程附錄五。世邦魏理仕有限公司已對本集團物業權益於二零零七年九月三十日的價值進行估值。世邦魏理仕有限公司所發出的估值概要及估值證書載於本招股章程附錄五。

下文載列(i)本集團物業權益於二零零七年六月三十日的賬面淨值與該等權益於二零零七年九月三十日的賬面淨值的對賬表；及(ii)本集團物業權益的賬面淨值與該等物業權益於二零零七年九月三十日的估值的對賬表：

	(人民幣千元)
本集團物業權益於二零零七年六月三十日的 賬面淨值 — 樓宇及預付租賃款項	239,198
截至二零零七年九月三十日止三個月的變動 — 折舊及攤銷	<u>(1,812)</u>
於二零零七年九月三十日的賬面淨值	237,386
於二零零七年九月三十日的估值盈餘	<u>9,214</u>
於二零零七年九月三十日的估值	<u><u>246,600</u></u>

財務資料

截至二零零七年十二月三十一日止年度的利潤預測

本公司股權持有人應佔	不少於人民幣132,000,000元
合併利潤預測 (附註1及2)	(約135,500,000港元)
未經審核備考每股盈利預測 (附註3)	不少於人民幣0.33元 (約0.34港元)
未經審核每股盈利預測 — 備考全面攤薄 (附註4)	不少於人民幣0.22元 (約0.23港元)

附註：

- (1) 編製上述截至二零零七年十二月三十一日止年度的利潤預測所依據的基準及假設，並已於本招股章程附錄四概述。
- (2) 董事已根據本集團截至二零零七年六月三十日止六個月的經審核合併業績、本集團截至二零零七年九月三十日止三個月的未經審核合併管理賬目以及本集團截至二零零七年十二月三十一日止三個月的合併業績預測，並按現存集團架構於截至二零零七年十二月三十一日止整個財政年度一直存在的基礎，編製截至二零零七年十二月三十一日止年度本公司股權持有人應佔合併利潤預測。編製該預測所採納的會計政策，在各重大方面與本招股章程附錄一所載會計師報告C節附註1所載本集團目前所採納者相符。
- (3) 未經審核備考每股盈利預測根據截至二零零七年十二月三十一日止年度本公司股權持有人應佔合併利潤預測除以合共400,000,000股已發行股份計算，並假設全球發售已於二零零七年一月一日完成(惟不計及超額配股權)。
- (4) 未經審核備考每股全面攤薄盈利預測是以截至二零零七年十二月三十一日止年度本公司股權持有人應佔合併利潤預測計算，並就本招股章程附錄三未經審核備考財務報表B節附註3所述的以股份為基礎的付款開支進行調整，及假設全年共有414,400,000股已發行股份(已就根據首次公開發售前購股權計劃有條件授出的購股權可能發行14,400,000股股份的影響進行調整(不計及超額配股權))。

未經審核備考有形資產淨值報表

以下為根據上市規則第4.29條編製的未經審核備考有形資產淨值報表，僅供說明之用，以說明全球發售如何影響本招股章程附錄一會計師報告所示的本集團於二零零七年六月三十日的合併有形資產淨值，並已作下列調整：

	於二零零七年 六月三十日 本公司股權 持有人應佔 經調整有形 資產淨值 (附註1)			全球發售 估計所得 款項淨值 (附註2)	未經審核備 考經調整 有形資產淨值 人民幣百萬元 (附註3)	未經審核備 考經調整 每股有形 資產淨值 (附註3)	
	人民幣百萬元 (附註1)	人民幣百萬元 (附註2)	人民幣百萬元 (附註3)	人民幣 (附註4)	港元 (附註5)		
按發售價每股發售股份5.75港元 (即最低發售價) 計算	200.7	498.0	698.7	1.75	1.80		
按發售價每股發售股份7.45港元 (即最高發售價) 計算	200.7	656.2	856.9	2.14	2.20		

本報表僅供說明之用，由於其性質使然，或未必能真實公平反映本集團於全球發售後的財務狀況。

附註：

- (1) 於二零零七年六月三十日本公司股權持有人應佔經審核合併有形資產淨值，乃根據於二零零七年六月三十

財務資料

日本公司股權持有人應佔經審核合併資產淨值人民幣219,900,000元(摘自本招股章程附錄一的會計師報告),連同於二零零七年六月三十日的商譽調整人民幣19,200,000元計算。

- (2) 全球發售估計所得款項淨額乃按發售價每股股份5.75港元及每股股份7.45港元計算,經扣除包銷費用及本公司應付的其他相關開支,並不計及因行使超額配股權而可能發行的任何股份。
- (3) 本集團的未經審核備考經調整有形資產淨值並無作出調整以反映二零零七年六月三十日後本集團的任何貿易業績或其他交易(包括將應付直接控股公司的款項撥充資本)。
- (4) 未經審核備考經調整每股有形資產淨值,乃經作出上一段所述的調整後得出,並假設於二零零七年六月三十日共有400,000,000股已發行股份,惟不計及因行使超額配股權而可能發行的任何股份或本公司根據本招股章程附錄七「股東於二零零七年十一月十九日通過的書面決議案」一段所載的授權而可能發行或回購的股份。
- (5) 於二零零七年六月三十日的未經審核備考經調整每股有形資產淨值乃按人民幣0.9744元兌1港元的匯率換算為港元。概不表示人民幣金額已按或可能已按或可能按該匯率換算為港元,反之亦然。
- (6) 本集團於二零零七年九月三十日的物業權益已由獨立物業估值師世邦魏理仕有限公司估值。有關估值的詳情載於本招股章程附錄五。本集團將不會於其截至二零零七年十二月三十一日止年度的財務報表中計入重估盈餘。本集團的會計政策為分別根據國際會計準則第17及16號,按成本減累計攤銷呈列土地的預付租賃款項,以及按成本減累計折舊及任何減值虧損呈列樓宇,而非按重估金額呈列。本集團於二零零七年九月三十日進行的減值審閱工作並無顯示需要就其預付租賃款項及樓宇確認任何減值虧損。於二零零七年九月三十日,本集團的預付租賃款項及樓宇的未經審核賬面淨值約人民幣237,400,000元。誠如本招股章程附錄五本集團物業權益的估值所載,本集團有關資產的重估盈餘約為人民幣9,200,000元,而該重估盈餘並未計入上述本集團有形資產淨值。倘將重估盈餘計入本集團截至二零零七年十二月三十一日止年度的財務報表中,則將產生額外折舊費用每年約人民幣400,000元。

無重大不利變動

董事概不知悉由二零零七年六月三十日(即本集團最近期經審核財務報表的結算日)起,本集團的財務狀況或經營狀況或前景出現任何重大不利變動。