（上接 D61 版）

1、加权平均净资产收益率 =P0/（E0＋NP÷2＋Ei×Mi÷M0－Ej×Mj÷M0±Ek×Mk÷M0）

其中：P0 分别对应于归属于公司普通股股东的净利润、扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润；NP 为归属于公司普通股股东的净利润；E0 为归属于公司普通股股东的期初净资产；Ei 为报告期发行新股或债转股等新增的、归属于公司普通股股东的净资产；Ej 为报告期回购或现金分红等减少的、归属于公司普通股股东的净资产；M0 为报告期月份数；Mi 为新增净资产次月起至报告期期末的累计月数；Mj 为减少净资产次月起至报告期期末的累计月数；Ek 为因其他交易或事项引起的净资产增减变动；Mk 为发生其他净资产增减变动次月起至报告期期末的累计月数。

报告期发生同一控制下企业合并的，计算扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率时，被合并方的净资产从合并日的次月起进行加权。计算比较期间的加权平均净资产收益率时，被合并方的净利润、净资产均从最终控制方实施控制的次月起进行加权；计算比较期间扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率时，被合并方的净资产不予加权计算（权重为零）。

2、基本每股收益 =P0÷S

S= S0＋S1＋Si×Mi÷M0－Sj×Mj÷M0－Sk

其中：P0 为归属于公司普通股股东的净利润或扣除非经常性损益后归属于普通股股东的净利润；S 为发行在外的普通股加权平均数；S0 为期初股份总数；S1 为报告期因公积金转增股本或股票股利分配等增加股份数；Si 为报告期因发行新股或债转股等增加股份数；Sj 为报告期因回购等减少股份数；Sk 为报告期缩股数；M0 报告期月份数；Mi 为增加股份次月起至报告期期末的累计月数；Mj 为减少股份次月起至报告期期末的累计月数。

3、公司存在稀释性潜在普通股的，应当分别调整归属于普通股股东的报告期净利润和发行在外普通股加权平均数，并据以计算稀释每股收益。

在发行可转换债券、股份期权、认股权证等稀释性潜在普通股情况下，稀释每股收益可参照如下公式计算：

稀释每股收益 =/（S0 ＋ S1 ＋ Si×Mi÷M0 － Sj×Mj÷M0－Sk＋认股权证、股份期权、可转换债券等增加的普通股加权平均数）

其中，P 为归属于公司普通股股东的净利润或扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润。公司在计算稀释每股收益时，应考虑所有稀释性潜在普通股的影响，直至稀释每股收益达到最小。

一、财务状况分析

（一）资产负债分析

1、资产结构分析

最近三年，公司资产的总体构成情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 12 月 31 日		2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产	483,595.58	68.95%	431,865.49	66.83%	321,873.63	59.29%
非流动资产	217,764.77	31.05%	214,320.65	33.17%	221,029.20	40.71%
资产合计	701,360.35	100.00%	646,186.14	100.00%	542,902.83	100.00%

最近三年，发行人资产规模逐年递增，从 2016 年末的 542,902.83 万元增长至 2018 年末的 701,360.35 万元。发行人资产逐年递增的主要受三方面因素影响：（1）发行人业务规模扩大，经营业绩的持续积累，且自 2016 年 10 月开始原纸价格大幅上涨，同时新增的供应链业务发展迅速，导致发行应收票据及应收账款余额大幅上涨；（2）2017 年 11 月发行人完成非公开发行股票，募集资金净额为 53,586.34 万元。

最近三年末，发行人流动资产占总资产的比重分别为 59.29%、66.83%和 68.95%，保持相对稳定。公司资产中流动资产占比相对较高，反映出公司资产的整体流动性较高，具有较强的变现能力。

（1）流动资产分析

最近三年，公司流动资产的构成情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 12 月 31 日		2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	79,774.57	16.50%	60,623.81	14.04%	58,004.45	18.02%
应收票据及应收账款	273,600.27	56.58%	234,140.61	54.22%	148,475.91	46.13%
预付款项	2,661.70	0.55%	9,334.52	2.16%	4,089.81	1.27%
其他应收款	4,470.83	0.92%	3,027.17	0.70%	8,543.12	2.65%
存货	119,626.45	24.74%	122,076.93	28.27%	99,831.13	31.02%
其他流动资产	3,461.75	0.72%	2,662.44	0.62%	2,929.21	0.91%
流动资产合计	483,595.58	100.00%	431,865.49	100.00%	321,873.63	100.00%

公司流动资产中货币资金、应收票据及应收账款、存货占比例较大，各报告期末，上述三项资产合计占公司流动资产的比例各期分别为 95.17%、96.52%和 97.81%。

（2）非流动资产分析

最近三年，公司非流动资产的构成情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 12 月 31 日		2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
可供出售金融资产	1,780.00	0.82%	900.00	0.42%	900.00	0.41%
长期股权投资	5,030.70	2.31%	4,879.07	2.28%	5,090.15	2.30%
投资性房地产	4,147.02	1.90%	–	–	–	–
固定资产	129,747.26	59.58%	132,496.91	61.82%	138,245.82	62.55%
在建工程	5,796.57	2.66%	4,508.78	2.10%	3,402.32	1.54%
无形资产	51,879.73	23.82%	51,895.93	24.21%	53,569.07	24.24%
商誉	1,722.65	0.79%	7,532.42	3.51%	8,334.42	3.77%
长期待摊费用	1,341.64	0.62%	916.63	0.43%	426.09	0.19%
递延所得税资产	9,130.95	4.19%	8,710.13	4.06%	9,602.48	4.34%
其他非流动资产	7,188.27	3.30%	2,480.76	1.16%	1,458.84	0.66%
非流动资产合计	217,764.77	100.00%	214,320.65	100.00%	221,029.20	100.00%

报告期各期末，公司非流动资产中固定资产、在建工程及无形资产所占比例较大，三项资产合计占公司非流动资产的比例分别为 88.32%、88.14%和 86.07%。最近三年，公司非流动资产总体保持平稳。

2、负债状况分析

报告期内，随着公司业务规模的扩大，负债规模也有所增加。报告期各期末，公司负债合计分别为 339,246.31 万元、369,192.30 万元和 398,971.92 万元。公司负债以流动负债为主，报告期内，公司流动负债占负债合计的比例分别为 74.05%、83.71%和 92.19%。

报告期内，公司负债的具体构成情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 12 月 31 日		2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债：						
短期借款	121,428.59	30.44%	103,326.50	27.99%	76,680.50	22.60%
应付票据及应付账款	216,142.53	54.17%	178,202.11	48.27%	137,206.83	40.44%
预收款项	2,960.66	0.74%	3,235.81	0.88%	5,621.45	1.66%
应付职工薪酬	3,925.50	0.98%	4,329.44	1.17%	2,790.55	0.82%
应交税费	7,069.47	1.77%	6,127.32	1.66%	4,079.91	1.20%
其他应付款	9,229.29	2.31%	6,185.12	1.68%	10,499.39	3.09%
一年内到期的非流动负债	7,000.00	1.75%	–	–	–	–
其他流动负债	37.48	0.01%	7,648.22	2.07%	14,332.81	4.22%
流动负债合计	367,793.52	92.19%	309,054.52	83.71%	251,211.44	74.05%
长期借款	24,500.00	6.14%	–	–	–	–
应付债券	–	–	–	–	29,903.72	8.81%
递延收益	487.18	0.12%	358.45	0.10%	978.49	0.29%
递延所得税负债	6,191.22	1.55%	6,479.33	1.76%	6,719.33	1.98%
其他非流动负债	–	–	53,300.00	14.44%	50,433.33	14.87%
非流动负债合计	31,178.40	7.81%	60,137.78	16.29%	88,034.87	25.95%
负债合计	398,971.92	100.00%	369,192.30	100.00%	339,246.31	100.00%

公司流动负债以短期借款、应付票据及应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主，合计占总负债的比例分别 67.27%、78.33%和 86.37%；发行人各年度主要受到应付票据及应付账款规模上升的影响，负债规模有所上涨。非流动负债主要为架桥合兴优先级合伙人享有固定收益的出资份额，计入其他非流动负债，该款项已于 2018 年结清；公司借入并购贷款，计入长期借款，用于支付部分收购对价。

（二）偿债能力分析

报告期内，公司的偿债能力指标如下所示：

项目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
流动比率（倍）	1.31	1.40	1.28
速动比率（倍）	0.99	1.00	0.88
资产负债率（母公司）	67.77%	60.03%	61.31%
资产负债率（合并）	56.89%	57.13%	62.49%
息税前利润（万元）	46,851.03	37,300.48	54,675.46
利息保障倍数（倍）	4.18	3.37	7.71

注：流动比率＝流动资产÷流动负债，速动比率＝（流动资产－存货）÷流动负债，资产负债率＝（负债总额÷资产总额）×100%，利息保障倍数＝（利润总额＋利息支出净额）÷利息支出净额

报告期各期末资产负债率水平和短期偿债指标存在一定波动。2017 年末资产负债率水平有所下降、短期偿债能力提升系因为 2017 年 11 月定增募集资金净额 5.36 亿元；公司合并资产负债率总体保持平稳，2017 年度，因此偿还 2.99 亿元债券，资产负债率（合并）有所下降。截至报告期末，公司资产负债率（合并）为 56.89%，不存在较大的长期偿债风险。

报告期内，公司息税前利润分别为 54,675.46 万元、37,300.48 万元和 46,851.03 万元，利息保障倍数分别为 7.71、3.37 和 4.18，表明公司具备偿还借款利息的能力。报告期内，公司在各银行的贷款都能按时还本付息，在各贷款银行有良好的信用，未发生借款逾期未还的情况，贷款偿还率和利息偿付率均为 100%。

发行人 2016 年度经营活动现金流情况良好，实现净流入 34,869.38 万元；2017 年，随着公司业务规模的进一步扩大及原纸大幅涨价的影响，营运资金需求增加，客户的信用期平均为 3 个月左右，而供应商结算账期平均为 1 个月左右相对较短导致了经营活动现金流为负；2018 年度，由于原纸价格企稳以及公司集中采购规模的扩大应付票据余额增加，对营运资金的追加投入金额大幅降低，从而形成经营活动现金的净流入，为 55,805.13 万元。截至 2018 年 12 月 31 日，银行授予公司的授信额度共为 29.56 亿元，未使用的授信额度为 6.74 亿元，公司在银行的资信情况良好。总体而言，公司拥有较强的偿债能力，能够确保正常运营。本次公开发行有助于公司解决快速增长的资金需求，从而提升盈利能力和优化财务结构。

（三）营运能力分析

报告期内，公司的资产周转率指标如下：

指标	2018 年度	2017 年度	2016 年度
应收账款周转率（次）	4.78	4.60	4.13
应收账款周转天数（天）	75.35	78.19	87.24
存货周转率（次）	8.79	6.74	5.18
存货周转天数（天）	40.95	53.38	69.47

报告期内，公司应收账款周转率分别为 4.13 次、4.60 次和 4.78 次，除 2016 年受收购合众创亚（亚洲）等公司的影响应收账款周转率较低外，应收账款周转率变动不大，总体处于合理水平。公司报告期内的应收账款基本随着公司销售收入规模的扩大而增加，随着"集团化、大客户"战略的实施，公司开拓了一批实力、信用较强的客户，应收账款周转率逐年提高。

报告期内，公司的存货周转率分别为 5.18 次、6.74 次和 8.79 次，略有波动，主要由于 2016 年 10 月开始，原纸价格大幅上涨，导致期末存货的金额占当年度成本比例较高，同时受收购合众创亚（亚洲）等公司的影响，拉低了当年的存货周转率。最近三年，尽管公司存货余额有着一定程度的增长，但公司通过合理制定采购、生产计划以及设定科学的安全库存量，对原材料、产成品实现了有效管理，存货周转率逐年提高。

二、盈利状况分析

报告期内，公司简要利润表如下：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
营业收入	1,216,612.76	39.08%	874,781.24	91.83%	456,011.23
营业利润	35,550.41	36.20%	26,101.31	79.05%	14,577.92
利润总额	35,635.39	35.86%	26,229.28	−44.88%	47,588.36
净利润	28,537.03	50.15%	19,006.31	−56.72%	43,913.44
归属于母公司所有者的净利润	23,305.52	64.49%	14,168.01	−66.00%	41,668.34

报告期内，公司营业收入随着公司销量的稳步增长、产品市场价格的不断提高、新增了供应链服务业务以及收购事项的完成，实现逐年增长，营业利润与净利润也随着公司业务规模的扩大逐年上涨。2016-2018 年度，公司营业收入复合增长率为 63.34%；2016 年归属于母公司股东的净利润较高，主要由于收购合众创亚（亚洲）及东南亚 4 家公司的交易价格低于收购资产的公允价值，将合并成本小于收购资产可辨认净资产公允价值的部分确认为营业外收入 3.08 亿元。

（一）公司营业总收入结构分析

1、营业收入结构分析

报告期内，公司营业收入构成情况如下表：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	1,121,394.25	92.17%	829,930.67	94.87%	438,521.38	96.16%
其他业务收入	95,218.51	7.83%	44,850.57	5.13%	17,489.86	3.84%
营业总收入	1,216,612.76	100.00%	874,781.24	100.00%	456,011.23	100.00%

报告期内，公司的营业总收入主要来源于主营业务，主营业务收入占比一直保持在 90%以上，表明公司主营业务突出。

2、营业收入变动分析

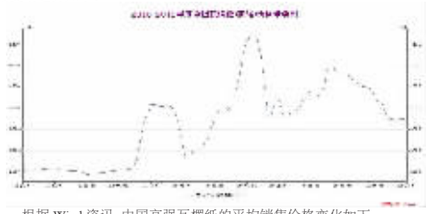
报告期内，公司的营业收入均维持增长趋势，公司营业收入分别为 456,011.23 万元、874,781.24 万元和 1,216,612.76 万元，2017 年度、2018 年度分别同比增长 91.83%和 39.08%。公司营业收入持续增长的主要原因为：

①公司在报告期内继续实施"集团化、大客户"的经营发展战略，积极着手全国布局，通过自建及外延式收购，目前已经在全国多个主要省市完成了产业布局，能够配合下游客户特别是大型客户形成协同发展，在建产能逐步释放，公司自产产品销量逐年增加，从而进一步提升了区域竞争力和市场份额，取得了良好的经营效果；最近三年，公司自产产品对外销售情况如下：

单位：万平方米

产品	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	销量	变动	销量	变动	销量	变动
瓦楞纸板	68,462	35.93%	50,367	32.40%	38,041	59.21%
瓦楞纸箱	145,920	2.95%	141,745	32.55%	106,933	7.09%

②报告期内，原纸市场年平均价格持续上涨，导致终端产品价格上涨。2016 年 10 月末开始，受市场因素影响，原纸市场价格大幅上涨，导致 2017 年度纸板以及原纸价格大幅上涨。2016 年至今，以高强瓦楞纸为例，原纸价格变动趋势如下：



根据 Wind 资讯，中国高强瓦楞纸的平均销售价格变化如下：

单位：元 / 吨

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

2016 年至 2017 年，受原纸价格波动影响，发行人调整了终端产品的销售价格，公司主要产品瓦楞纸箱、纸板的平均销售单价亦有大幅增长；2018 年度，原纸价格波动较 2017 年有所降低，导致纸箱价格增长较小，而纸板价格略有下降。具体如下：

单位：元 / 平方米

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	平均单价	变动	平均单价	变动	平均单价	变动
瓦楞纸箱	4.44	11.00%	4.00	23.62%	3.24	7.60%
瓦楞纸板	2.58	−8.25%	2.81	33.41%	2.11	9.82%

③2016 年下半年开始，公司通过供应链运营的方式拓展了销售渠道，扩大了业务规模。供应链服务业务作为公司的增量业务，在公司保持原有包装制造业务快速增长的同时，带来了新的业绩增长点。

（二）毛利及毛利率分析

1、毛利构成分析

（1）按行业分类

报告期内，按行业分类，各类业务对公司毛利贡献情况如下：

单位：万元

产品类别	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	毛利	比重	毛利	比重	毛利	比重
包装制造行业	139,859.92	91.66%	122,223.13	97.46%	75,123.19	99.10%
供应链服务	12,720.74	8.34%	3,183.51	2.54%	681.66	0.90%
合计	152,580.66	100.00%	125,406.63	100.00%	75,804.85	100.00%

最近三年，公司的主要利润来源于包装制造行业，报告期内，其贡献的毛利占公司毛利总额超过 90%。供应链服务业务作为公司进行产业整合的手段，其本身盈利性较低，但其作为公司的增量业务，也为公司提供的新的利润增长点，2017 年以及 2018 年分别为公司贡献毛利 3,183.51 万元和 12,720.74 万元。

（2）按产品分类

报告期内，按产品分类，公司各类产品对公司毛利贡献情况如下：

单位：万元

产品类别	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	毛利	比重	毛利	比重	毛利	比重
纸箱	102,855.83	67.41%	86,366.77	68.87%	56,946.04	75.12%
纸板	13,164.30	8.63%	15,612.33	12.45%	7,147.52	9.43%
缓冲包材	2,903.30	1.90%	1,789.69	1.43%	1,657.69	2.19%
其他	33,657.22	22.06%	21,637.83	17.25%	10,053.59	13.26%
合计	152,580.66	100.00%	125,406.63	100.00%	75,804.85	100.00%

最近三年，公司的主要利润来源于瓦楞纸箱与纸板，毛利水平逐年上涨，报告期内，合计毛利占毛利总额的比例均超过 75%，为公司的核心产品。缓冲包材作为公司的配套销售的产品，在报告期内利润贡献比例相对较低。

公司其他收入主要包括销售公司生产废料废纸的收入与原纸贸易收入，因生产废料无需分摊相关生产成本，毛利较高，导致其他产品的整体毛利金额较大。

2、毛利率分析

报告期内，公司营业收入综合毛利率分别为 16.62%、14.34%和 12.54%，呈下降趋势，具体分析如下：

（1）按行业分类的毛利率分析

报告期内，公司按行业分类的毛利率情况如下：

单位：%

行业	2018 年度			2017 年度			2016 年度		
	收入占比	毛利率	毛利贡献率	收入占比	毛利率	毛利贡献率	收入占比	毛利率	毛利贡献率
包装制造行业	76.66	15.00	91.66	87.01	16.06	97.46	94.99	17.34	99.10
供应链服务	23.34	4.48	8.34	12.99	2.80	2.54	5.01	2.98	0.90
合计	100.00	12.54	100.00	100.00	14.34	100.00	100.00	16.62	100.00

报告期内，公司毛利率逐年降低，主要由于供应链服务业务的收入占比逐年提高，而此类业务的毛利水平较低所致。公司主要的收入与利润来源为包装制造行业，报告期内，包装制造行业毛利率也略有下降，主要是受到原纸涨价的因素影响。（2）包装制造行业主要产品毛利率分析

报告期内，公司包装制造行业主要产品的毛利率具体分析如下：

①纸箱产品

报告期内，包装制造行业纸箱产品的毛利率分别为 16.51%、14.98%和 14.56%，逐年下降。纸箱的主要材料成本为原纸成本，2016 年第四季度开始原纸大幅涨价，由于公司的纸箱客户多为集团化的终端客户，价格传导上存在一定的时滞，导致 2016 年至 2018 年的平均单位成本上涨的幅度略高于平均单位价格，从而毛利率出现下降的趋势。但从单位毛利上看，2016 年因受原纸涨价的影响单位毛利较 2015 年有所下降；2017 年至 2018 年产品销售价格逐步调整到位，单位毛利有所回升。虽然单位毛利逐年上升，但由于单位收入的增幅大于单位毛利的增幅，导致毛利率逐年降低。

②纸板产品

报告期内，包装制造行业纸板产品的毛利率分别为 8.91%、10.61%和 6.74%，纸板相对于纸箱加工环节较为简单，故毛利率水平整体低于纸箱。由于纸板主要材料成本为原纸成本，受 2016 年第四季度开始的原纸价格大幅上涨影响，2016 年毛利率较低；但由于纸板的主要客户为同行业的包材厂家，价格调整相对纸箱的终端客户更迅速，故 2017 年度单位毛利与毛利率上涨较大；2018 年度因原纸价格波动较 2017 年度有所减少，单位毛利略有下降。

3、同行业毛利率比较分析

证券简称	毛利率		
	2018 年度	2017 年度	2016 年度
美盈森注	32.22%	34.49%	29.45%
裕同科技注	27.21%	31.54%	34.35%
新通联注	20.91%	18.94%	20.31%
可比公司均值	26.78%	28.32%	28.04%
合兴包装	12.54%	14.34%	16.62%

数据来源：上市公司定期报告

注：因同行业上市公司年度报告尚未公告，同行业上市公司数据为 2018 年前三季度数据。

报告期内，公司毛利率低于同行业可比上市公司，主要是由于发行人的产品类型、客户结构以及经营模式与同行业可比上市公司有所差异所致。新联通的业务规模较小，公司与其可比性不强。其余差异情况具体如下：

（1）公司的客户全面涵盖食品、快消、电子产品等多个行业，且发行人有部分毛利率较低的供应链服务业务；

（2）美盈森的电子行业客户占比大，因电子行业产品贵重且多为易碎产品，对包装抗压性能、防潮性能要求高，但对于价格并不敏感，其毛利率较高；

（3）裕同科技的产品主要为胶印产品，其外观精致、工艺复杂，通常用于高价值产品的包装。报告期内，裕同科技主要产品为手机盒、酒盒等，价格较高，毛利率亦较高。

（三）主要期间费用分析

报告期内，公司的期间费用情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
营业收入	1,216,612.76	874,781.24	456,011.23
期间费用	106,791.37	94,109.32	59,238.75
其中：销售费用	48,144.20	38,620.77	24,993.53
管理费用	35,025.88	33,008.30	22,106.67
研发费用	11,720.41	9,849.89	4,066.99
财务费用	11,900.88	12,630.36	8,071.55
期间费用率	8.78%	10.76%	12.99%
其中：销售费用率	3.96%	4.41%	5.48%
管理费用率	2.88%	3.77%	4.85%
研发费用率	0.96%	1.13%	0.89%
财务费用率	0.98%	1.44%	1.77%

报告期内，公司期间费用呈逐年递增的趋势，主要是销售费用和管理费用增长较快。销售费用及管理费用的增长主要是由于公司加强了对重点区域与重点客户的市场开发以及整个集团管理运营规模的扩大，而公司财务费用增长幅度相对较小。虽然公司期间费用逐年上涨，但上涨幅度小于收入增加幅度，期间费用率逐年下降。

（四）同行业可比上市公司对比分析

公司属于包装行业，为便于比较说明，选取业务接近的可比上市公司进行了对比，相关对比情况如下所示：

1、偿债能力

（1）流动比率

证券简称	流动比率（倍）		
	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
美盈森注	2.30	2.76	4.42
裕同科技注	1.61	2.01	2.34
新通联注	2.83	2.68	3.56
可比公司均值	2.25	2.48	3.44
合兴包装	1.31	1.40	1.28

数据来源：上市公司定期报告

注：因同行业上市公司年度报告尚未公告，同行业上市公司数据为 2018 年 9 月 30 日数据。

（2）速动比率

证券简称	速动比率（倍）		
	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
美盈森注	1.85	2.29	3.90
裕同科技注	1.36	1.77	2.15
新通联注	2.17	2.03	2.70
可比公司均值	1.79	2.03	2.92
合兴包装	0.99	1.00	0.88

数据来源：上市公司定期报告

注：因同行业上市公司年度报告尚未公告，同行业上市公司数据为 2018 年 9 月 30 日数据。

（3）资产负债率

证券简称	资产负债率（合并）		
	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
美盈森注	27.74%	24.88%	16.03%
裕同科技注	46.83%	44.11%	42.61%
新通联注	23.35%	24.52%	18.58%
可比公司均值	32.64%	31.17%	25.74%
合兴包装	56.89%	57.13%	62.49%

数据来源：上市公司定期报告

注：因同行业上市公司年度报告尚未公告，同行业上市公司数据为 2018 年 9 月 30 日数据。

整体而言，公司于报告期内偿债能力低于同行业可比上市公司，主要是由于公司处于迅速扩张期，通过银行借款、发行公司债券等方式以满足公司建设发展的营运资金的需求，因而资产负债率高于同行业可比上市公司，而流动比率、速动比率等低于同行业上市公司。

2、资产周转能力

（1）应收账款周转率

证券简称	应收账款周转率（次）		
	2018 年度	2017 年度	2016 年度
美盈森注	3.46	3.70	3.80
裕同科技注	2.35	2.27	2.39
新通联注	3.85	4.30	4.52
可比公司均值	3.22	3.42	3.57
合兴包装	4.78	4.60	4.13

数据来源：上市公司定期报告

注：因同行业上市公司年度报告尚未公告，同行业上市公司数据为 2018 年 9 月 30 日数据。

报告期内，由于公司对应收账款的严格管理，公司应收账款周转率高于同行业可比上市公司。

（2）存货周转率

证券简称	存货周转率（次）		
	2018 年度	2017 年度	2016 年度
美盈森注	3.03	3.60	4.17
裕同科技注	6.27	8.35	10.32
新通联注	4.33	4.28	4.30
可比公司均值	4.54	5.41	6.26
合兴包装	8.79	6.74	5.18

数据来源：上市公司定期报告

注：因同行业上市公司年度报告尚未公告，同行业上市公司数据为 2018 年 9 月 30 日数据。

报告期内，公司存货周转率高于美盈森与新通联，低于裕同科技，但与同行业可比上市公司平均水平基本相符。

三、现金流量分析

报告期内，公司的现金流量情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
经营活动产生的现金流量净额	55,805.13	−22,865.56	34,869.38
投资活动产生的现金流量净额	−25,307.01	−15,567.94	−44,638.74
筹资活动产生的现金流量净额	−24,510.10	37,882.89	27,386.48
现金及现金等价物净增加额	5,566.63	−365.54	17,785.44

（一）经营活动产生的现金流量分析

报告期内，受纸价波动以及公司业务模式增加的原因，经营活动产生的现金流量净额存在较大的波动。

报告期内，净利润与经营活动现金流量的比较情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
净利润	28,537.03	19,006.31	43,913.44
加：资产减值准备	7,518.03	3,069.77	1,285.25
固定资产折旧	17,926.99	15,594.75	13,570.74
无形资产摊销	1,375.13	1,378.57	982.19
长期待摊费用摊销	409.25	251.89	–
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以"－"号填列）	218.63	−45.71	146.99
固定资产报废损失（收益以"－"号填列）	307.18	347.57	112.08
财务费用（收益以"－"号填列）	10,682.59	12,118.42	9,045.93
投资损失（收益以"－"号填列）	−573.11	−432.84	−2,555.96
递延所得税资产减少（增加以"－"号填列）	−420.81	892.35	−1,772.16
递延所得税负债增加（减少以"－"号填列）	−288.12	−239.99	−283.38
存货的减少（增加以"－"号填列）	2,476.38	−22,317.87	−38,781.74
经营性应收项目的减少（增加以"－"号填列）	−39,360.21	−88,194.64	−27,551.00
经营性应付项目的增加（减少以"－"号填列）	26,996.18	35,705.85	67,535.99
其他	–	–	−30,778.99
经营活动产生的现金流量净额	55,805.13	−22,865.56	34,869.38

最近三年，发行人经营活动现金流量与扣非后归母净利润存在一定程度不匹配的情形，具体情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
扣非后归母净利润①	21,383.21	12,695.80	7,320.08
经营活动产生的现金流量净额②	55,805.13	−22,865.56	34,869.38
差额③=②−①	34,421.92	−35,561.36	27,549.30

1、2018 年度，发行人经营活动现金流情况

2018 年度，公司经营活动现金流高于扣非后归母净利润 34,421.92 万元，由 2017 年度的净流出转为净流入，主要原因如下：

（1）2018 年度原纸价格企稳，公司进一步加强应收账款的管理力度，应收账款与应收票据的增加额为 39,459.66 万元，较 2017 年度的增加额 85,664.70 万元有所减少；

（2）公司于 2018 年将合众创亚（亚洲）所属的 14 家工厂纳入集中采购体系，以及原纸贸易业务的快速增长进一步增加了集中采购规模，而集中采购公司主要采用票据付款，导致 2018 年末应付票据较 2017 年末增加了 38,743.72 万元；

（3）公司进一步加强了对存货的管理力度，存货周转速度提高，余额较上年减少了 2,498.65 万元。

因此，2018 年度随着原纸价格的企稳及管理效率的提升，公司营运资金的占用量减少，经营活动现金流与净利润的差额主要为资产减值准备、折旧等非付现支出，发行人 2018 年度实现经营活动现金流与扣非后归母净利润的变化情况基本一致。

2、2017 年度，发行人经营活动现金流情况

2017 年度，公司经营活动现金流为负，低于扣非后归母净利润 35,561.36 万元，主要影响因素如下：

（1）随着原纸价格大幅上涨及公司业务规模的迅速扩大，2017 年度公司营业收入较 2016 年增长了 418,770.01 万元，导致应收账款与应收票据的总额相应大幅增加，公司 2017 年末应收账款和应收票据净额较 2016 年末增长 85,664.70 万元，占用了大量的营运资金；

（2）经营规模的扩大，应付款项也相应增加，但因公司对供应商应付款项的结算周期（平均一个月左右）短于对客户应收款项的结算周期（平均三个月左右），导致应付项目的增加额少于应收项目的增加额。公司 2017 年末应付账款和应付票据余额为 178,202.11 万元，较 2016 年末增加 40,995.27 万元，小于应收账款和应收票据的增加额 85,664.70 万元，导致经营活动现金流净额减少较大；

（3）因发行人销售规模增加以及原纸涨价的影响，存货余额也有所上涨，发行人 2017 年末存货余额为 122,271.49 万元，较 2016 年末的 99,953.62 万元上涨了 22,317.87 万元。

综上，2017 年度公司经营性现金流量净额为负，低于扣非后归母净利润 35,561.36 万元，主要为上述三个因素综合影响所致。

3、2016 年度，公司经营活动现金流情况

2016 年度，受销量以及原纸价格 10 月大幅上涨影响，公司收入大幅上涨，导致营运资金的需求增加，但公司通过增加票据支付的手段保障经营性现金流。具体如下：

（1）公司与客户及供应商的结算部分采用票据结算的方式，即收到客户的票据后将部分票据背书给供应商用于支付货款。2016 年度因票据贴现的融资成本较低，公司将大部分收到的票据进行贴现，而未进行背书，在支付货款时则自行开具了大量的银行票据，导致 2016 年末应付票据大幅增加，较 2015 年末增长了 40,200.92 万元，导致经营活动现金流出减少；

（2）主要受销量以及原纸价格 10 月大幅上涨影响，公司收入大幅上涨，导致营运资金的需求增加，但应付票据的增加抵减了应收账款与存货增加所占用的营运资金。

综上，2016 年度至 2018 年度，公司扣非后归母净利润与经营活动净现金流量出现一定程度不匹配的情形，主要受到原纸价格波动、公司规模扩大以及营业成本变动等因素的影响，符合公司实际经营情况。

（二）投资活动产生的现金流量分析

报告期内，公司投资活动产生的现金流量