

金红叶(APP) 简介

朱佳 厦门大学 2017 年 1 月 13 日

1. 发展历程

1.1 企业介绍

APP（中国）全称为金光纸业（中国）投资有限公司及其在中国大陆投资的公司。1992 年起，APP（中国）以长江三角洲、珠江三角洲为投资重点，先后斥巨资建立了以金东、宁波中华、宁波亚洲、金华盛、金红叶、海南金海、广西金桂等为代表的、具世界领先水平的大型浆纸业企业，以及大规模的现代化速生林区。

截至 2014 年底，APP（中国）拥有 20 多家全资和控股浆纸企业，并拥有 19 家林业公司，总资产约 1471 亿元人民币，年加工生产能力约 1100 万吨，2014 年在华销售额约 422 亿元人民币，APP（中国）累积环保投入已超过 93.35 亿元人民币。

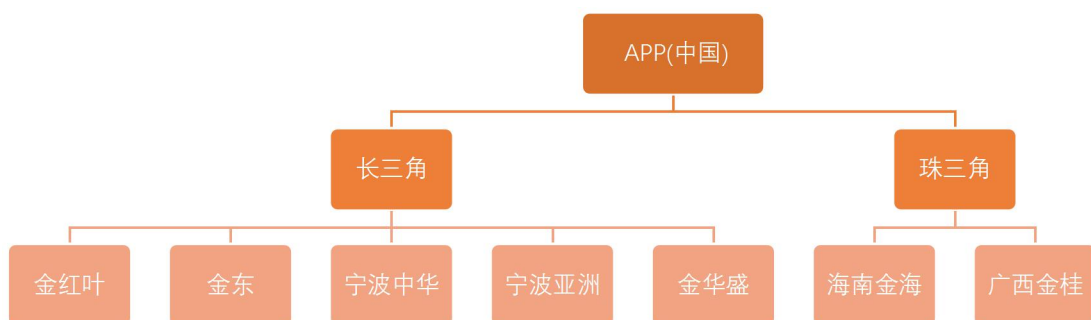


图 1：APP(中国)企业分布图

金红叶纸业集团有限公司（以下简称“金红叶”）是 APP（中国）于 1996 年投资建设的现代化大型生活用纸公司，成立于 1996 年 3 月。厂区位于风景优

美的苏州工业园区，1998 年 8 月开始投产，占地面积 1.14 平方公里，集团现有员工 13000 余人，总投资 16.907 亿美元。2006 年开始，公司先后在天津、沈阳、成都、武汉、福州、广东、海南、青岛等地设立加工基地，并设有遍布全国的营运销售网络，目前年产生活用纸原纸 80 万吨，成品加工年产 60 万吨。

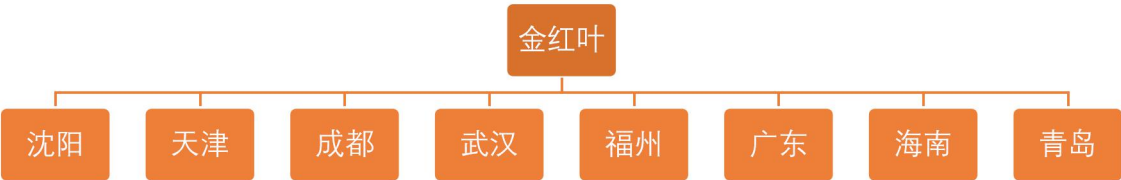


图 2：金红叶加工基地网络

金红叶是纸业龙头金光纸业下的六大运营主体，生活用纸相关业务基本是公司收入及毛利润的全部来源，公司实际控制人为印尼华侨黄志源先生。

1.2 业务介绍

公司业务包括生活用纸的原纸及成品纸的生产和销售，成品纸下设三大品牌，产品结构涵盖 11 种生活用纸类型，产品种类齐全。近三年生活用纸业务基本贡献公司全部收入及毛利润，中短期内公司收入结构不会发生重大变化，业务规模有望随着生活用纸产能的扩张保持稳定增长。

其优质产品分为一般消费品和商用消费品。其主要产品有：卷筒卫生纸、抽取式卫生纸、珍宝卷纸、盒装面纸、抽取式面巾纸、袖珍面纸、纸手帕、餐巾纸、厨房用纸、大型卷筒卫生纸、擦手纸和湿纸巾。其中，一般消费品中“唯洁雅”、“清风”和“真真”为其旗下品牌。

1.3 公司事记

2012

- 3月 APP生活用纸事业部2012年全球MBOS大会于苏州召开
- 4月 金红叶苏州工厂获得加工贸易转型升级示范企业
- 5月 金红叶苏州工厂获得江苏开放型经济先进企业
- 8月 金红叶沈阳新民工厂一期首台机组投产
- 8月 金红叶纸业集团持续支持“联合国全球契约”及“CEO水之使命”
- 9月 “爱，永不停止”《第一财经日报》联合APP(中国)启动生活用纸校园捐赠计划
- 10月 中国纸业可持续发展论坛在武汉举行

2011

- 3月 金红叶纸业旗下品牌“清风”、“多丽森林家族”卡通系列全新上市
- 3月 金红叶纸业苏州抄纸厂九号机开机
- 5月 美国弗吉尼亚州长及其代表团来访金红叶纸业集团有限公司
- 7月 金红叶纸业企业形象识别系统(CIS)正式启用
- 7月 APP生活用纸事业部2011全球MBOS大会于金红叶纸业召开
- 12月 “清风”关爱青少年健康总动员广东捐赠15万元，惠及广州和深圳20所小学

2010

- 1月 举办金红叶湿纸巾厂奠基仪式
- 4月 举办“金红叶纸业集团有限公司”更名仪式
- 12月 协办“你用纸，我种树，纸让生活更美好”中国纸业可持续发展论坛2010
- 12月 获得中国环境标志(2型)产品认证

2009

- 6月 协办“立足中国，绿色承诺”中国纸业可持续发展论坛2009

2008

- 4月 荣获“环境保护重大贡献企业”称号
- 5月 通过PEFC-COC林产品监管链管理体系认证

2007

- 2月 通过OHSAS18001(职业健康安全体系)认证
- 3月 荣获“2006年度环保先进单位”称号

2006

- 12月 三大品牌“清风”、“唯洁雅”、“真真”获得“中华环境友好生活用纸企业”殊荣

2004

- 3月 “唯洁雅”“清风”品牌生活用纸被中国造纸协会生活用纸专业委员会评定为“2004年度中国生活用纸信得过产品”
- 4月 “唯洁雅”被28届世界遗产委员会苏州会务指挥部定为“第28届事遗会指定产品”

2002

- 2月 金红叶纸业通过ISO14001环境管理体系认证，成为国内首家生活用纸通过环境认证的企业

2000

- 2月 金红叶纸业通过ISO9001体系认证

1998

- 12月 加工厂开始投产，配合多条全自动流水线，实现月产生活用纸80万箱

1996

- 3月 金红叶纸业（苏州工业园区）有限公司成立

2. 价值分析

2.1 财务指标

表 1：主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	39.74	40.56	40.55	36.77
短期刚性债务	46.98	54.49	67.87	69.76
所有者权益	63.17	63.42	75.1	79.75
发行人合并数据及指标：				
流动资产	109.34	138.12	170	193.36
货币资金	56.22	71.62	69.12	63.09
流动负债	91.37	110.18	133.11	143.81
短期刚性债务	62.6	85.03	101.41	107.86
所有者权益	70.68	82.31	85.94	91.36
营业收入	70.5	81.28	95.37	24
净利润	1.41	1.77	2.11	0.48
经营性现金净流入量	1.97	18.39	5.74	4.43
EBITDA	7.35	8.85	9.62	-
资产负债率[%]	59.06	61.19	64.71	65.66
流动比率[%]	119.67	125.36	127.72	134.46
现金比率[%]	69.92	80.68	64.2	53.81
利息保障倍数[倍]	1.45	1.47	1.41	-
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	2.51	18.25	4.72	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-8.94	-10.48	-15.42	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.18	2.05	1.95	-
EBITDA/短期刚性债务	0.13	0.12	0.08	-

2.2 主要优势

- **行业地位较突出。**金红叶为我国领先的生活用纸制造企业，位于生活用纸第一梯队。具有设备、研发和规模等优势，供销渠道稳定，全国范围内有较为完善的销售网络。近年来其产能持续扩张，现阶段规模位于行业前列。公司产品拥有较高的品牌知名度，主要品牌“清风”具有较高的市场占有率。
- **获现能力较强。**金红叶销售现金回笼情况较好，经营性现金流情况总体较好，资产流动性较好，可为债务偿付提供基本保障。

- **股东支持。**公司股东金光纸业在国内行业市场地位显著、综合实力较强，可在资金、技术、原材料、经营及销售渠道多方面给予金红叶支持。

2.3 主要风险

- **市场竞争压力加大。**生活用纸属于快速消费品，其消费需求与居民日常生活紧密相关。近年来生活用纸行业面临阶段性产能过剩，随着新增产能逐步释放，金红叶仍面临较大的市场竞争压力，销售压力或将相应增加。
- **盈利水平下降风险。**金红叶盈利水平受纸浆价格变动及期间费用影响较大，销售费用开支压力增大。且随着行业环保及产品质量政策以及执行层面的趋严，公司面临的环保处理成本或将相应提高。
- **即期债务偿付压力大。**金红叶债务期限结构欠佳，短期刚性债务余额较大，面临较大的即期偿付压力。

3. 经营状况

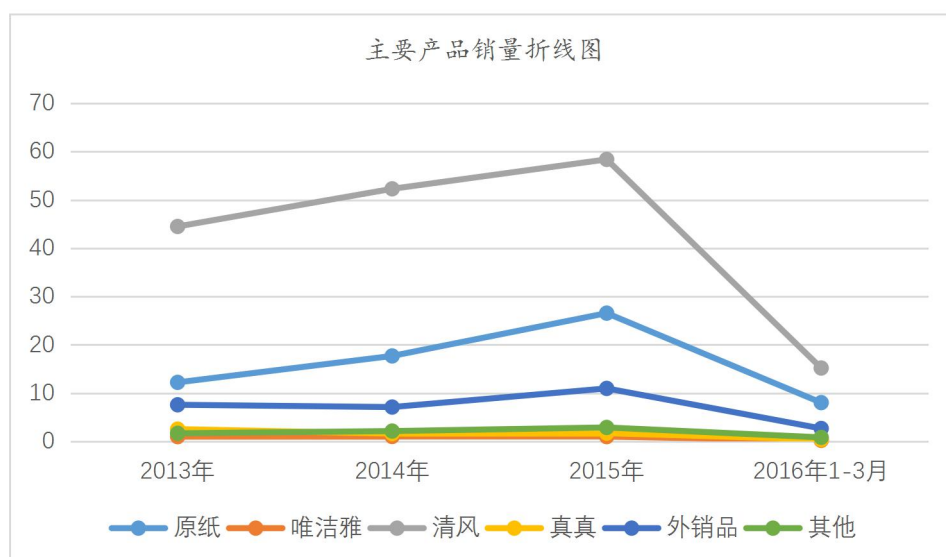
3.1 销售情况

金红叶持续推出一系列新产品，近年来陆续开发“哆啦A梦”、“绿茶”、“多丽森林精灵”和“原木纯品”等，强化了公司形象，并取得较好的市场效果。

品牌方面，该公司拥有“唯洁雅”、“清风”和“真真”三个主要品牌，其中“清风”依然保持较大的销售规模，是公司主要收入来源。销售渠道方面，公司已建立起较大的销售网络和完善的渠道体系。截至2015年末，金红叶在全国共设立销售分公司22家，营业所245家，拥有销售人员3270名。2015年金红叶销量同比增长17%至74.97万吨。

表 2：主要产品销量变化趋势(单位：万吨)

品牌	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
原纸	12.23	17.7	26.56	8.04
唯洁雅	1	1.03	1	0.23
清风	44.5	52.29	58.38	15.2
真真	2.55	1.63	1.72	0.4
外销品	7.59	7.12	10.98	2.69
其他	1.69	2.15	2.9	0.84
成品纸合计	57.33	64.22	74.97	19.37



销售区域上，金红叶产品销售仍然主要集中在华东地区和华南地区，主要为江苏、上海、浙江和广东等省份，这些地区总体经济较为发达，对生活用纸的需求量也较大，公司在这些地区具有较高的品牌认可度和市场占有率。2015年华东地区销量比重为31.84%，与华南地区销量比重合计接近50%，为公司主要市场。近年来，为了进一步扩大市场份额，金红叶加大了在中部和北部地区的营销力度，扩大当地营业网店并增加经销商的数量，使华东地区以外的大中城市销售量迅速增加，并进一步巩固了公司产品在全国的市场占有率。

表 3：成品纸各区域市场销售对比及变化趋势(单位：亿元，%)

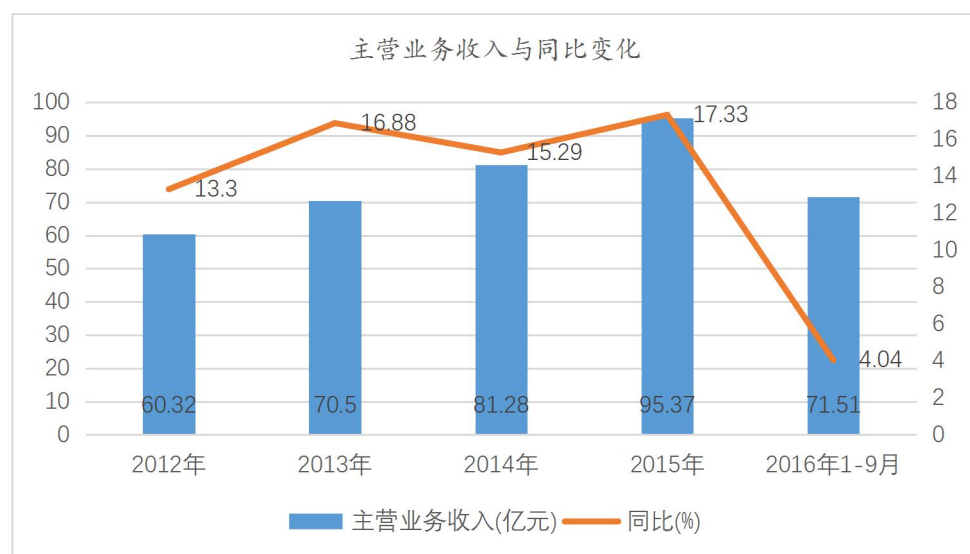
销售地区	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月		
	销售 额	占 比	销售 额	占 比	销售 额	占 比	销售 额	占 比	
内 销	华东	21.86	35.05	22.22	32.53	24.13	31.84	5.93	30.59
	华南	9.19	14.74	11.13	16.3	13.19	17.41	3.51	18.11
	闽赣	3.21	5.15	3.69	5.41	4.47	5.9	1.23	6.35
	华北	4.04	6.48	4.01	5.86	4.02	5.31	0.97	5.02
	鲁豫	3.61	5.79	4.32	6.32	4.6	6.07	1.24	6.42
	东北	3.31	5.32	3.61	5.29	3.34	4.41	0.88	4.55
	华中	6.52	10.46	7.66	11.22	8.02	10.58	1.98	10.22
	西北	1.46	2.34	2.52	3.69	2.66	3.52	0.72	3.74
	西南	3.01	4.82	3.15	4.62	3.92	5.17	1	5.16
外销	6.14	9.85	5.98	8.76	7.42	9.8	1.91	9.86	
合计	62.35	100	68.29	100	75.78	100	19.37	100	

3.2 盈利能力

随着公司生产规模的扩大及销售网络的拓展，公司收入继续增长。2015 年公司实现主营业务收入为 95.37 亿元，同比增长 17.33%。2016 年 1 至 9 月，公司主营业务收入 71.51 亿元，同比增长 4.04%。

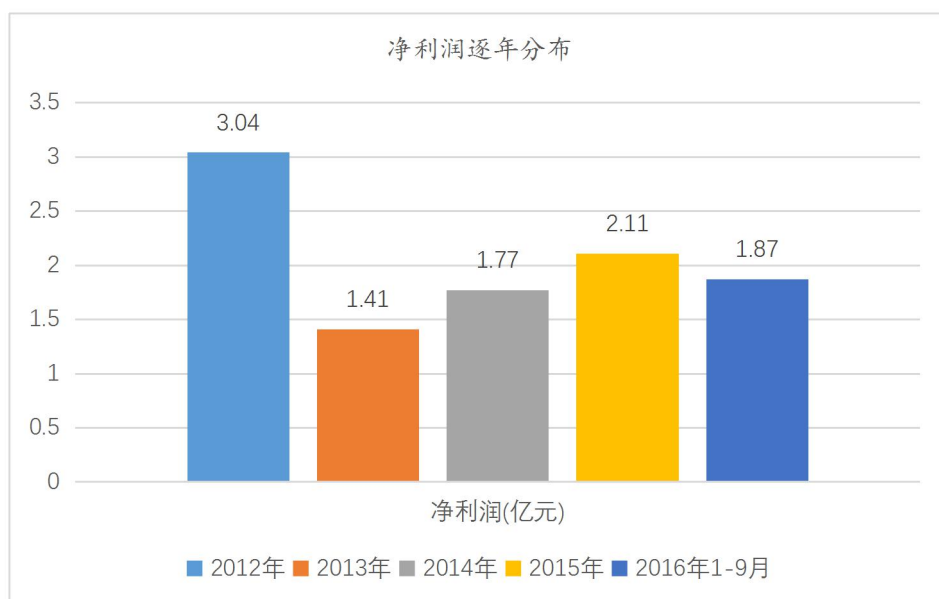
表 4：主营业务收入与同比变化

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
主营业务收入(亿元)	60.32	70.5	81.28	95.37	71.51
同比(%)	13.3	16.88	15.29	17.33	4.04



从 2012 年至 2015 年，主营毛利率逐年下降。2015 年及 2016 年 1 至 9 月，金红叶主营毛利率分别为 26.74%和 27.73%，这一年间有回温上升的趋势，但总体变化程度较小。而净利润在 2012 年至 2013 年减少尤其明显。

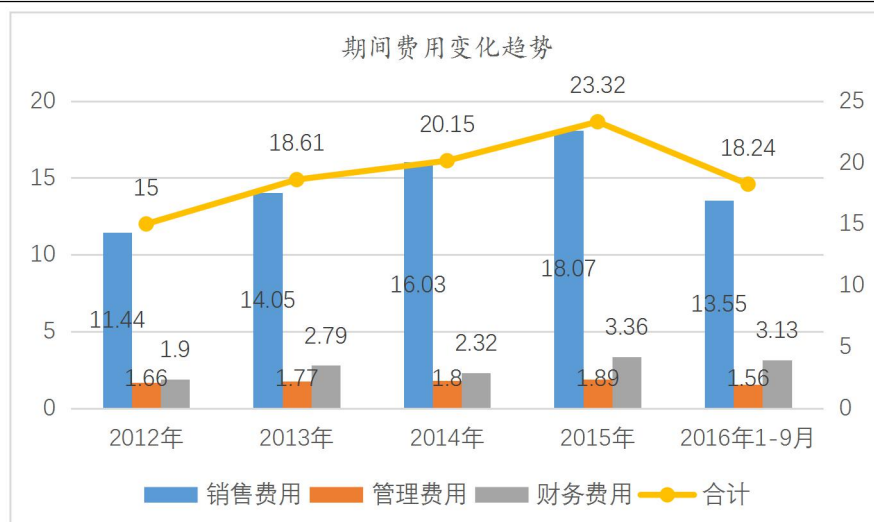




从 2012 年至 2015 年，期间费用逐年上升。2015 年金红叶期间费用为 23.32 亿元，其中销售费用占比 77.48%，仍是公司期间费用的主要构成。2015 年公司进一步拓展销售渠道，销售费用同比增长 12.67%至 18.07 亿元；随着公司债务增多，财务费用同比大幅增长 44.60%至 3.36 亿元；管理费用同比增长 5.35%至 1.89 亿元。由 2016 年 1 至 9 月的数据可以大概预测，2016 年的管理费用将与 2015 年相当，而财务费用会高于 2015 年。

表 5：期间费用变化趋势

期间费用(亿元)	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
销售费用	11.44	14.05	16.03	18.07	13.55
管理费用	1.66	1.77	1.8	1.89	1.56
财务费用	1.9	2.79	2.32	3.36	3.13
合计	15	18.61	20.15	23.32	18.24



4. 过往履约情况

根据中国银行征信系统信息（2016年5月24日的《企业基本信用报告》）、审计报告披露信息、金红叶所提供的其他信息显示，公司未结清信贷信息中无不良贷款记录。

截至2016年3月末公司已发行尚未到期债券如下表所示，目前这些债券付息情况均正常。

表 6：截至 2016 年 3 月末金红叶已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
14 金红叶 CP001	8	365 天	7.2	2014 年 1 月	已到期兑付
14 金红叶 PPN001	8	3 年	7.8	2014 年 8 月	正常
15 金红叶 CP001	7	365 天	6.5	2015 年 1 月	已到期兑付
15 金红叶 CP002	8	365 天	6.17	2015 年 3 月	已到期兑付
15 金红叶 SCP001	2	270 天	4.8	2015 年 9 月	正常
15 金红叶 SCP002	3	270 天	4	2015 年 10 月	正常
15 金红叶 PPN001	7	3 年	7.3	2015 年 6 月	正常
16 金红叶 SCP001	5	270 天	4.29	2016 年 1 月	正常
16 金红叶	7	2 年	6.8	2016 年 1 月	正常
16 金红叶 CP001	8	365 天	4.79	2016 年 3 月	正常
合计	63	-	-	-	-

5. 结论简述

金红叶于 2012 年至 2016 年 9 月期间，发展态势较好，但公司销售费用开支压力仍存在，总体盈利水平一般。随着业务扩张，公司经营活动现金流状况尚可，现金回笼情况较好，可以为到期债务偿付提供一定保障。