

# 信用等级公告

联合[2018] 932 号

联合资信评估有限公司通过对红豆集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持红豆集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“17 红豆 CP003”和“18 红豆 CP001”的信用等级为 A-1，“15 红豆 MTN001”、“16 红豆 MTN001”、“16 红豆 MTN002”、“16 红豆 MTN003”、“16 红豆 MTN004”、“17 红豆 MTN001”和“17 红豆 MTN002”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年六月十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层  
电话：(010) 85679696  
传真：(010) 85679228  
邮编：100022  
网址：www.lhratings.com

## 红豆集团有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定

### 债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
*15 红豆 MTN001	5 亿元	2018/06/12 <sup>1</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17 红豆 CP003	4 亿元	2018/07/17	A-1	A-1
18 红豆 CP001	8 亿元	2019/03/02	A-1	A-1
*16 红豆 MTN001	5 亿元	2019/03/24	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 红豆 MTN002	6 亿元	2019/04/22	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
*16 红豆 MTN003	5 亿元	2019/08/29	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 红豆 MTN004	5 亿元	2019/12/01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17 红豆 MTN001	5 亿元	2020/03/14	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17 红豆 MTN002	5 亿元	2020/08/10	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 11 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	68.56	86.78	111.06	103.05
资产总额(亿元)	299.78	377.78	433.88	432.34
所有者权益(亿元)	99.15	151.77	136.05	132.73
短期债务(亿元)	129.03	135.73	157.23	153.51
长期债务(亿元)	67.89	73.29	93.80	102.64
全部债务(亿元)	196.92	209.01	251.03	256.15
营业总收入(亿元)	168.42	167.25	170.40	45.39
利润总额(亿元)	7.19	12.54	8.04	1.83
EBITDA(亿元)	19.93	25.97	23.28	--
经营性净现金流(亿元)	12.56	3.92	3.07	-0.30
营业利润率(%)	15.81	16.20	17.85	17.99
净资产收益率(%)	4.84	6.46	4.02	--
资产负债率(%)	66.93	59.83	68.64	69.30
全部债务资本化比率(%)	66.51	57.93	64.85	65.87
流动比率(%)	150.53	165.63	145.51	150.42
经营现金流流动负债比(%)	9.47	2.64	1.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.88	8.05	10.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	2.86	1.84	--

注: 2018 年一季度财务数据未经审计; 应付短期融资券已计入短期债务及相关指标; 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及相关指标; 所有者权益中的永续中票未计入长期债务及相关指标。

<sup>1</sup>注: 存续期债券中标注\*的债券为永续中期票据, 所列兑付日为首次赎回权行权日。

### 评级观点

红豆集团有限公司(以下简称“公司”)作为一家多元化的控股集团公司,基本完成了以服装为核心业务,向轮胎、生物医药和房地产等行业多元化发展的整体布局,并实现了服装和轮胎板块两家子公司A股上市,生物医药板块子公司新三板上市。跟踪期内,公司持续推进服装业务线下渠道建设,红豆男装及家纺实体店(含加盟)分别达到1550家和1467家;公司营业收入稳步提升,现金类资产充裕。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到原材料及人工成本上升对公司利润空间造成的压缩、存货规模较大、债务规模增长快等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来,公司仍将保持多元化的业务格局,随着服装业务销售渠道的扩张、已完工轮胎项目带来产能的增长以及红豆杉产业的发展,公司收入水平将有望得到提升,公司未来发展前景良好。

公司存续期内共三期永续中票,均具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。其中,公司于2018年5月11日公告:将根据永续中票“15红豆MTN001”发行条款中相关规定提前赎回该期债券,赎回面额5亿元,赎回价格100元/百元面值,行权日2018年6月12日。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定,维持“17红豆CP003”和“18红豆CP001”的信用等级为A-1,维持“15红豆MTN001”、“16红豆MTN001”、“16红豆MTN002”、“16红豆MTN003”、“16红豆MTN004”、“17红豆MTN001”和“17红豆MTN002”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

## 分析师

方晓 刘丙江

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

## 优势

1. 公司是一家多元化的控股集团公司,目前已形成以纺织服装为主业,轮胎、房地产、生物医药为补充的经营格局,多元化经营有利于分散经营风险。
2. 公司纺织服装业务在行业地位、品牌和科研实力等方面具有综合竞争优势。跟踪期内公司加强线下连锁专卖体系网络建设,截至2018年3月底,公司男装自营店及加盟联营店达到1550家,红豆居家自营店及加盟联营店达到1467家,服装板块板块盈利能力稳步提升。
3. 公司货币资金充裕,持有的 HUGO BOSS AG、江苏银行股份有限公司以及无锡农村商业银行股份有限公司股权等可供出售金融资产流动性好,可为公司偿债能力提供有力支撑,公司整体资产质量较好。

## 关注

1. 纺织服装及橡胶轮胎行业竞争激烈,原材料和劳动力成本攀升,公司期间费用增长明显,利润规模有所下滑。
2. 跟踪期内,公司多个房地产项目开工,推升存货规模,占用大量运营资金。
3. 公司有息债务快速增长,债务负担较重,短期偿债压力大。
4. 公司存续期内共三期永续中票,具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。
5. 截至2018年3月底,公司对外担保10.12亿元,主要为对购买地产房屋的客户提供的银行按揭担保。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由红豆集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 红豆集团有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于红豆集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、主体概况

红豆集团有限公司（以下简称“红豆集团”或“公司”）前身为成立于1984年的无锡县针织内衣厂，2002年11月，公司正式改制为红豆集团有限公司，完成工商注册变更登记，由集体企业改为自然人控股的有限责任公司。从2003年8月开始，经过多次增资扩股及股权变更，截至2018年3月底，公司注册资本112361.35万元，股东为30位自然人，其中周耀庭出资38000万元，占注册资本的33.82%，其子周海江出资38050万元，占注册资本的33.864%，周鸣江等其余28位股东出资36311.35万元，占注册资本的32.316%。周耀庭与其子女周海江、周鸣江、周海燕及子女配偶顾萃、刘连红为一致行动人，出资总额90061万元，占比80.154%，为公司实际控制人。

公司是一家多元化的控股集团公司，目前已形成以纺织服装为主业，轮胎、房地产、生物医药为补充的经营格局。公司内设企管部、品牌文化部、财务部、法务部、战略发展部、物联网事业部、行政部、人力资源部及安保部9个职能部门。截至2018年3月底，公司拥有全资及控股子公司12家，其中江苏红豆实业股份有限公司（证券简称：红豆股份，股票代码：600400，公司持股61.85%，6.54亿股已质押，质押比率58.44%）于2001年1月在上海证券交易所上市；江苏红豆杉生物科技股份有限公司（证券简称：红豆杉，股票代码：430383，公司持股82.49%，无股权质押）于2014年1月在新三板挂牌；江苏通用科技股份有限公司（证券简称：通用股份，股票代码：601500，

公司持股73.19%，其中1.022亿股已质押，质押比率19.21%）于2016年9月在上海证券交易所上市。

截至2017年底，公司（合并）资产总额433.88亿元，所有者权益合计136.05亿元（其中少数股东权益35.70亿元）；2017年，公司实现营业总收入170.40亿元，利润总额8.04亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额432.34亿元，所有者权益合计为132.73亿元（其中少数股东权益35.63亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入45.39亿元，利润总额1.83亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市锡山区东港镇港下兴港路；法定代表人：周海江。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年5月19日，公司存续期内债券共9期（见表1），所募集资金使用途径未发生变化，付息情况正常。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
*15 红豆 MTN001	5.00	5.00	2015/06/12	2018/06/12
17 红豆 CP003	4.00	4.00	2017/07/17	2018/07/17
18 红豆 CP001	8.00	8.00	2018/03/02	2019/03/02
*16 红豆 MTN001	5.00	5.00	2016/03/24	2019/03/24
16 红豆 MTN002	6.00	6.00	2016/04/22	2019/04/22
*16 红豆 MTN003	5.00	5.00	2016/08/29	2019/08/29
16 红豆 MTN004	5.00	5.00	2016/12/01	2019/12/01
17 红豆 MTN001	5.00	5.00	2017/03/14	2020/03/14
17 红豆 MTN002	5.00	5.00	2017/08/10	2020/08/10

资料来源：公司提供

注：存续期债券中标注\*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续期债券中，“15 红豆 MTN001”、“16 红豆 MTN001”和“16 红豆 MTN003”于

公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于上述三期永续中票的条款，可得出以下结论：

(1) 上述三期永续中票的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，上述三期永续中票与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 上述三期永续中票如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，上述三期永续中票公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3) 上述三期永续中票在除公司（合并范围）发生普通股份分红和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，公司下属上市公司红豆股份2016年、2017年分别分红1.64亿元、3.62亿元，通用股份同期分别分红1.70亿元、1.47亿元。公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，上述三期永续中票属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述三期永续中票在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

2018年5月11日，公司公告称将根据永续中票“15红豆MTN001”发行条款中相关规定提前赎回该期债券，赎回面额5亿元，赎回价格100元/百元面值，行权日2018年6月12日。

#### 四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国

际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增

长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口

的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发

展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 服装行业

#### (1) 行业概况

2017 年，中国服装行业运行总体呈低速平稳发展态势，据国家统计局数据，2017 年，中国服装行业规模以上企业累计完成服装产量 287.81 亿件，同比下降 2.62%；累计实现主营业务收入 21903.86 亿元，同比增长 1.06%，利润总额 1263.74 亿元，同比增长 2.95%；三费比例为 8.32%，比 2016 年同期上升 0.16 个百分点。

#### (2) 行业关注

近年来，服装行业整体盈利能力略有下降，企业分化进一步加剧。引起行业利润下滑的原因主要包括：成本费用持续上升、国内市场竞争压力大及国际市场需求持续低迷。

据国家统计局数据显示，2017 年中国规模以上服装企业累计成本费用达 20590.97 亿元，同比增长 0.93%，销售费用、管理费用和财务费用分别增长了 2.62%、0.95% 和 16.47%，服装行业成本费用仍处于较高水平，挤压了服装企业的利润空间。

根据国家统计局数据，2017 年中国社会消费品零售总额 366262 亿元，同比增长 10.2%，其中限额以上单位服装类商品零售额累计 10356 亿元，同比增长 8.0%。2013 年以来，服装类商品零售总额增速一直低于社会消费品零售总额的增速，内需支撑行业发展的动力不足。随着中国人均收入水平的提高，服装市场的消费群体对于消费质量和消费环境的要求都在快速转型，中国服装行业经过多年来相对

粗放快速发展，对于消费市场变化、目标消费者的研究敏感度不高，创新投入严重不足。同时，面对国际品牌的进入，中国自主品牌的竞争压力进一步增大。

服装出口方面，近年来中国服装出口低迷常态化，除了受国际经济形势影响、国际市场需求不足以外，中国原有的竞争力也在国际服装贸易格局重塑的过程中逐步弱化，出口份额正在被越南、孟加拉等为代表的后发国家挤占。根据中国海关数据，2017 年中国累计完成服装及衣着附件出口 1588.08 亿美元，同比下降 0.4%，出口竞争力弱化的局面未得到改善。

总体看，近年来服装行业受到国内外需求减弱、纺织原材料及人工成本普遍上涨等诸多因素的影响，整体运行情况放缓。未来服装行业仍面临诸多问题：生产继续趋冷、出口增长乏力、订单萎缩、亏损企业增亏加重等；同时，汇率问题、货币政策、中小企业融资、用工问题等，都是中国服装行业面临的现实问题。从长远看，中国巨大的市场内需已经成为国内服装行业平稳增长的主要动力来源，且随着城镇居民收入水平和生活质量的提高，大众对中高端纺织服装产品的需求增长将显著加快，品牌服装将越来越得到消费者的青睐。

#### (3) 行业发展

近年来，中国服装行业加快了结构调整和转型升级。其中，纺织服装 B2B 电子商务发展迅猛，在行业电商中占主体地位，家纺服装网络零售线上线下融合发展，传统品牌企业整合线下门店协同发展，网络品牌企业开辟线下门店速度加快。

受益于电商业务的快速发展，网络平台成为各大服装品牌去库存的又一渠道。近年来，随着智能手机终端 APP 应用的发展，服装移动端成交额已占到行业总体销售额的一半以上。服装电商作为电商第一大细分品类，近年来发展速度平稳，进入“成熟期”。伴随服装行业环境的进一步完善，企业围绕品牌发展和效益提升开展电子商务的能力将进一步加强。



## 2. 轮胎行业

### (1) 行业概况

轮胎产业属于资本密集、技术密集和劳动密集型产业。轮胎的种类繁多，其中子午线轮胎由于具有耐磨、高速、舒适、节油、安全等特点而受到广泛重视，是衡量一个国家轮胎工业技术现代化水平的标准，是轮胎工业发展的主流方向。中国从 20 世纪 60 年代开始研制子午线轮胎，经过“七五”至“九五”的发展，不断引进国外先进的子午线轮胎制造技术和设备，使国内子午线轮胎生产技术和装备水平得到迅速提高，从 2001 年起中国子午线轮胎进入快速发展阶段。

来自中国橡胶工业协会数据显示，2017 年全国汽车轮胎总产量约 6.53 亿条，同比增长 7.00%。其中，子午线轮胎 6.13 亿条，同比增长 8.5%；斜交胎 0.40 亿条，同比下降 11%；子午化率 93.8%。子午线轮胎产量中，全钢胎 1.31 亿条，同比增长 8.2%；半钢胎 4.82 亿条，同比增长 8.5%。

总体来看，2017 年中国汽车轮胎产量保持增长，子午线轮胎占比进一步提高，产业结构得到了进一步升级。

### (2) 行业关注

原材料价格上涨，压缩企业利润空间

2017 年，天然橡胶、炭黑等原材料价格波动明显，总体上仍为上升趋势。轮胎价格在成本推动下稳中有升，经中国橡胶工业协会统计，载重子午线轮胎和轿车子午线轮胎、轻卡斜交胎价格均有上涨，其中轿车子午线轮胎涨幅最高，达 10.4%，2017 年中国轮胎企业销售收入同比增长 13.25%。然而与此同时，利润同比下降 49.56%。

总体看，由于原材料价格暴涨暴跌和环保要求逐步提高，中国轮胎行业结构调整、控制成本的任务仍非常艰巨。

### (3) 行业发展

现今，绿色轮胎发展迅速，绿色轮胎的整体要求包括三方面：一是原材料绿色化，即原

材料无毒无害、符合欧盟 REACH 标准；二是生产过程绿色化，实现低能耗、低噪音、低粉尘、低烟气生产；三是产品绿色化，满足节油、安全、高耐磨、可翻新等要求。这其中，高性能的原材料对绿色轮胎意义重大。在多个国家和地区先后实施轮胎标签法以及中国节能减排目标提高后，轮胎高性能化将成必然趋势。

未来，控制成本、加强产品科技含量、增强对经济波动的抵抗能力，以及发展绿色、节能、高性能产品将成为行业发展的主要方向。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 112361.35 万元，股东为 30 位自然人，其中周耀庭出资 38000 万元，占注册资本的 33.82%，其子周海江出资 38050 万元，占注册资本的 33.864%，周鸣江等其余 28 位股东出资 36311.35 万元，占注册资本的 32.316%。周耀庭与其子女周海江、周鸣江、周海燕及子女配偶顾萃、刘连红为一致行动人，出资总额 90061 万元，占比 80.154%，为公司实际控制人。

### 2. 企业规模

公司拥有 12 家二级子公司（其中 2 家主板上市，1 家新三板挂牌），产业涉及纺织服装、橡胶轮胎、房地产和红豆杉生物医药等领域。

公司服装生产能力在同行业中处于领先地位，生产设备处于国内先进水平。公司拥有亚洲最大的西服生产车间，车间单层面积达 1.4 万平方米。公司引进的吊挂式西服生产线和全棉免烫衬衫生产线中，其核心设备分别引自德国、日本、美国、法国等发达国家。红豆服装设计中心以其 CAD 设计系统实现设计、放码、推档及排料的快速化和精确化，大大提高了公司服装设计水平和效率，增强了公司面对市场变化的反应能力。公司通过与法国“ESMOD”国际服装设计学院合作成立“红豆 ESMOD 国际培训中心”，培养设计

师，同时引进欧洲、香港、韩国的著名设计师，保证红豆服装的时尚型，并极大地提升了服装的设计效率。

### 3. 技术水平

公司通过加大研发投入、与科研院所合作研究等措施，不断提升核心技术优势。公司先后与青岛科技大学、江南大学、清华大学、江苏大学、江苏省农业科学研究院等合作，建立江苏省工程技术研究中心 2 个、无锡市工程技术研究中心 3 个；建立了省级博士后科研工作站；与江南大学合作创立“红豆学院”。

在全国同行业中，公司创造了包括“防辐射内衣行业标准”等独有的核心技术，保证了公司在全国服装行业中技术开发和新产品创新的领先地位。近年来公司每年专利申请均超过 100 件。

综合来看，公司服装业务生产规模大，主导产品竞争实力强，品牌优势明显，技术研发能力突出，在国内服装行业拥有较强的竞争实力。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制以及高级管理人员无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

跟踪期内，公司保持服装、轮胎、房地产、生物制药等板块在内的多元化经营格局，其中服装板块和轮胎板块是公司收入和利润的主要来源。

表 2 公司主营业务收入和毛利率构成 (单位: 亿元、%)

分板块	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
服装	104.53	62.68	16.74	107.39	63.15	18.81	30.75	67.97	18.84
轮胎	33.61	20.16	16.73	37.65	22.14	14.98	9.74	21.54	13.95
房地产	17.27	10.36	16.08	13.38	7.86	14.23	0.61	1.35	22.68
生物医药	1.04	0.62	51.51	1.34	0.79	41.84	0.23	0.51	48.72
其他	10.31	6.18	21.76	10.30	6.06	28.36	3.91	8.63	22.87
<b>合计</b>	<b>166.76</b>	<b>100.00</b>	<b>17.19</b>	<b>170.06</b>	<b>100.00</b>	<b>18.36</b>	<b>45.24</b>	<b>100.00</b>	<b>18.34</b>

资料来源：公司提供

注：“其他”主要为电、气、机械收入、彩印包装、塑料制品、煤、酒等销售收入。

2017 年，公司主营业务收入 170.06 亿元，毛利率 18.36%，均较上年略有上升。其中，公司服装板块收入 107.39 亿元，在主营业务收入中依然占据主导地位，受益于连锁专卖体系的逐步转型成功，毛利率持续上升至 18.81%；轮胎板块收入 37.65 亿元，同比有所增长，受原材料价格上涨影响，该板块毛利率 14.98%，略有下降；房地产板块在 2016 年集中交付并确认收入较多，2017 年收入 13.38 亿元，同比有所下降；生物医药板块占比较小，对公司整体收入影响不大。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 45.24 亿元，同比增长 7.92%；毛利率 18.34%，保持稳定。从板块构成来看，纺织服装板块保持平稳向好发展态势，仍是公司收入最多的板块；橡胶轮胎板块实现收入 9.74 亿元，毛利率 13.95%，较上年略有下降；房地产及生物医药板块收入规模较小，毛利率均出现了回升。

### 2. 服装板块

公司是中国大型纺织服装生产企业之一，目前该业务板块主要由下属子公司红豆股份、

无锡红豆居家服饰有限公司等生产实体来经营。

公司服装板块主要原材料包括印花布、棉布以及毛、绒等，2017年各主要原材料的采购均价未出现同比大幅波动情况（详见表3）。跟

踪期内，公司原材料采购模式、结算方式等无重大变化，2017年红豆股份向前五名服装原材料供应商采购的金额为2.71亿元，占服装业务采购总额的13.98%，采购集中度不高。

表3 公司服装板块原材料供应情况

主要原材料		采购量			采购均价		
名称	2017年占成本比重	2016年	2017年	2018年1-3月	2016年	2017年	2018年1-3月
印花布(万米)(元/米)	12.76%	9528	8079	2400	14.40	13.77	14.03
棉布(吨)(元/公斤)	14.16%	43269	50732	9457	22.50	24.33	24.75
毛、绒(吨)(元/公斤)	8.09%	2850	2766	599	258.00	255.00	255.00
纱线(吨)(元/公斤)	5.20%	20604	18118	3377	26.00	25.00	30.00
西服面料(万米)(元/米)	6.16%	853	872	258	60.35	61.60	59.07
涤纶丝(吨)(万元/吨)	2.97%	28584	24237	7199	1.07	1.07	1.07
衬衫面料(万米)(元/米)	1.51%	427	685	191	20.04	19.25	16.56

资料来源：公司提供

公司服装板块主要产品包括衬衫、西服、西裤以及家纺产品等。跟踪期内，公司保持年产衬衫350万件、西裤300万件、西服110万套、羽绒服370万件、内衣2200万件、文胸

700万件和家纺800万套的产能规模。2017年公司衬衫、内衣的产销量均出现较明显增长，羽绒服产销量明显下降，其他产品产销量同比变化不大。

表4 近年公司服装产品产能和产销量

产品	衬衫			西裤			西服			羽绒服		
	产能(万件)	产量(万件)	销量(万件)	产能(万件)	产量(万件)	销量(万件)	产能(万套)	产量(万套)	销量(万套)	产能(万件)	产量(万件)	销量(万件)
2016年	350	284.58	281.91	300	476.05	472.77	110	133.17	132.59	370	359.84	354.87
2017年	350	456.70	448.43	300	494.97	486.21	110	127.74	126.32	370	274.02	270.90
2018年1-3月	350	127.55	124.02	300	152.98	150.78	110	31.19	30.77	370	72.74	72.03
产品	内衣			文胸			家纺					
	产能(万件)	产量(万件)	销量(万件)	产能(万件)	产量(万件)	销量(万件)	产能(万套)	产量(万套)	销量(万套)			
2016年	2200	5151.02	5092.81	700	1425.01	1417.31	800	1587.98	1572.74			
2017年	2200	6039.47	5712.73	700	1306.17	1244.52	800	1346.47	1329.24			
2018年1-3月	2200	1125.83	1149.93	700	751.51	741.52	800	399.94	392.86			

资料来源：公司提供

注：产能为公司自有产能部分，不足部分由外部协议单位解决。

从销售渠道看，公司目前主要是经销商批发和连锁专卖两条渠道。其中，经销商网络覆盖全国28个省、市、自治区；连锁专卖方面，

近年来，公司开始实施战略转型，积极推行连锁专卖体系网络建设，在商场、商业中心通过自营、特许加盟的方式建立品牌专柜、专卖店，

已形成红豆男装、红豆居家连锁专卖体系。截至 2018 年 3 月底，公司拥有男装自营店 224 家、加盟联营店 1326 家，较 2016 年底分别减少 21 家、增加 21 家，门店面积 26.35 万平方米，同比略有增长；红豆居家（含家纺）自营店 327 家、加盟联营店 1140 家，较 2016 年底分别增加 106 家和 400 家，门店面积 11.74 万平方米，同比增长 52.46%。区域分布方面，公司品牌零售自营店和加盟店主要分布于华东、中南地区。

2017 年，公司品牌零售自营店和加盟店收入占公司服装板块收入的比重为 54.60%，同比增加 7.54 个百分点，营销转型初见成效。

跟踪期内，公司服装业稳步发展，主导产品竞争力强，品牌知名度高，未来随着销售网

络的不断完善，公司将逐步完成向品牌运营商的转变。

### 3. 轮胎板块

通用股份以生产经营全钢载重子午线轮胎为主，是公司轮胎板块的核心载体。

公司生产轮胎的主要原材料有：天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂，其中占成本比重最高的是天然橡胶，达 40% 左右。2017 年以来，天然橡胶价格出现明显回升，公司原材料采购价格随之上升。

跟踪期内，公司轮胎板块采购模式、结算方式等未发生重大变化。

表 5 近年公司主要轮胎原材料采购情况

主要原材料 名称	采购量（吨）			采购价格（元/吨）		
	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
天然橡胶	85110.09	89609.22	32037.24	9380.29	11984.85	10358.92
钢帘线	36334.51	41500.08	8918.57	7391.74	8303.20	9013.66
炭黑	48133.25	52587.22	11792.2	4646.79	6441.86	8266.14

资料来源：公司提供

从生产能力看，跟踪期内，公司保持年产全钢子午线轮胎 350 万套、斜交胎 150 万套、摩托车轮胎 600 万套、内胎 500 万套的生产能力。

从产销情况看，全钢子午线轮胎已成为公司最主要的轮胎产品，产品附加值较高，2017 年平均市场价格为 1098.96 元/条，同比增长 12.94%；产量 350.57 万条，销量 347 万条，同比基本保持稳定；2018 年 1~3 月平均市场价格上升至 1139.44 元/条。

2017 年，通用股份实现营业总收入 37.65 亿元，同比增长 12.03%，利润总额 1.70 亿元，同比下降 13.59%。

跟踪期内，公司轮胎产品售价随原材料价格持续上升，但利润空间受到一定挤压。

### 4. 房地产板块

公司房地产业务板块以红豆股份和江苏红豆国际发展有限公司（以下简称“红豆国际”）为业务载体，具备二级房地产开发资质，经过多年的发展，地产板块已初具规模。

表 6 公司房产项目开发情况（单位：亿元、万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
完成投资	10.60	19.42	3.28
新开工面积	4.78	36.95	7.82
竣工面积	21.68	28.74	0.00
销售面积	22.25	28.17	0.52
销售收入	17.27	13.38	0.61
净利润	0.26	0.06	-0.12

资料来源：公司提供

2017 年，公司房地产板块实现收入 13.38 亿元，净利润 0.06 亿元，较上年均出现一定下降。

截至 2018 年 3 月底，公司在建房产项目包括红豆国际商务城等，总投资 87.68 亿元，已投资 50.13 亿元，已收预售款 17.13 亿元。

公司目前土地储备规模有所收缩，权益面积合计 10.60 万平方米，已全额支付土地出让金 16.68 亿元。2018 年公司房地产板块预计回流资金 23.95 亿元。

总体看，公司房地产板块收入规模经历了 2016 年的增长明显后，于 2017 年有一定收缩，目前公司拿地速度放缓，但在建房产项目仍较多，公司仍承受一定资金压力。同时，随着近几年国家陆续出台紧缩性政策限制房地产价格过快增长，公司房地产业务发展可能面临一定的不确定性。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司在建房产项目情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	规划建设期	总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	资金来源		规划建设面积	预计售价	截至 2018 年 3 月底预售收入	预计销售收入
				自筹	贷款				
红豆国际商务城	2009.12-2021.12	24.25	12.73	14.25	10.00	68.07	住宅：4000 商业：7000	0.15	27.71
锡东新城项目 A（香江豪庭项目）	2013.4-2018.12	7.50	5.72	4.70	2.80	16.64	住宅：9500 商业：15000	8.64	11.18
红豆美墅三期	2014.7-2021.12	10.23	5.80	7.23	3.00	15.75	住宅：10000	1.95	11.24
天邑华府（天一地块）	2017.5-2021.6	26.50	16.96	14.50	12.00	13.70	住宅高层：20000 住宅多层：24000 商业：35000	2.08	30.00
昆达二期地块	2017.3-2019.3	6.20	2.30	3.20	3.00	9.34	住宅：10000 商业：14500	3.23	7.50
扬州万花城市广场（杭集地块）	2017.9-2019.12	5.00	1.68	2.50	2.50	8.45	住宅：9000 商业：15000	1.08	4.00
2016G72 南京禄口地块	2017.10-2019.6	8.00	4.94	5.00	3.00	6.56	住宅：23000 商业：25000	0.00	8.70
<b>合计</b>		<b>87.68</b>	<b>50.13</b>	<b>51.38</b>	<b>36.30</b>	<b>138.51</b>	--	<b>17.13</b>	<b>100.33</b>

资料来源：公司提供

表 8 截至 2018 年 3 月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

名称	地区	获得时间	获得价格	权益面积	已交出让金	兴建项目性质
锡东新城商业地块	无锡	2010.11	1.08	1.80	1.08	商业、办公
2017G03 南京禄口地块	南京	2017.3	15.60	8.80	15.60	居住、商业
<b>合计</b>			<b>16.68</b>	<b>10.60</b>	<b>16.68</b>	--

资料来源：公司提供

表 9 公司房地产项目 2018 年预计资金回流情况

（单位：万元）

项目名称	预计回笼资金
扬州万花城市广场（杭集地块）	2.50
昆达二期地块	3.50
天邑华府（天一地块）	6.50
锡东新城项目--住宅部分	6.50
红豆美墅	3.50
2016G72 南京禄口地块	1.45
<b>合计</b>	<b>23.95</b>

资料来源：公司提供

## 5. 生物医药板块

公司生物医药业务板块主要依托红豆杉公司为业务载体，其下设江苏红豆杉药业有限公司、江苏红豆杉生态旅游发展有限公司和江苏红豆杉健康科技有限公司。目前主要包括苗木培育和生物制药两大业务。

公司以红豆杉人工繁殖与培育为基础，着力发展红豆杉在绿化、制药及保健领域的产业

化引用，充分发掘红豆杉的综合利用价值，形成了红豆杉绿化、药用级保健功能产品为一体的综合产品开发体系，发展前景良好。

截至 2018 年 3 月底，公司已打造了原料药销售和制剂销售两大营销网络，建立原料药销售客户 115 家，制剂药则采用代理销售模式，全国代理商、区域代理商共 86 家。公司建有 27 万平方米的培育大棚，拥有盆景 20 万盆。目前在全国开设了 15 家红豆杉盆景专卖店。

总体看，2017 年该板块收入有一定增长，毛利率出现一定下滑，由于在主营业务收入中占比小，对公司整体盈利能力影响不大。

#### 6. 其他业务板块

公司小贷业务由无锡市阿福农贷股份有限公司（以下简称“农贷股份”，公司直接持股 25%，通过子公司间接持股 50%）负责经营。截至 2017 年底，农贷股份经审计资产总额 42484.88 万元，所有者权益 26829.11 万元，2017 年度实现营业收入 3439.96 万元，利润总额 2254.71 万元。截至 2018 年 3 月底农贷股份的敞口余额为 0.55 亿元，全部为短期贷款，无不良信贷情况发生。

#### 7. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数 4.62 次，同比略有增长，存货周转次数以及总资产周转次数分别为 1.18 次和 0.42 次，较上年均略有下滑。总体来看，公司经营效率一般。

#### 8. 未来发展

未来，公司将继续走多元化发展之路，在

立足做精做强纺织服装主业的前提下，稳步发展轮胎、红豆杉药业和房地产等业务，不断提高自身实力。

公司拟发起设立无锡锡商银行股份有限公司（暂定名，以下简称“锡商银行”），注册资本 30 亿元。公司及其他发起人已成立了筹建工作组，完成了拟设锡商银行的股东入股意向、股权结构及注册资本募集方案；拟定了内控体系、控制关联交易制度和风险管理体系；制定了差异化市场定位和特色化业务模式；确定了符合监管要求的营业场所。截至 2018 年 3 月底，筹建工作组已上报了《锡商银行申报材料》，包括申请书、可行性研究报告、筹建方案、发起人基本情况及相关承诺和声明等材料。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目（除房地产项目外）已累计完成投资 7.29 亿元，未来两年投资规模较小。

西港基础建设工程一期第二批项目为柬埔寨太湖国际经济合作区基建项目，计划总投资 5.50 亿元，其中自有资金为 1.98 亿元，其他资金来源为中国进出口银行提供的美元项目贷款，按进度逐步到位。截至 2018 年 3 月底已投资 5.93 亿元。目前项目已形成了 4 平方公里核心区规模，完成道路、排污、通电等基础设施建设，区内道路基本贯通。

600 万条摩托车胎及力车胎项目为通用股份技改项目，致力于在原有产能基础上进行升级。该项目计划总投资 1.62 亿元，拟申请项目贷款 1.00 亿元，剩余为企业自有资金投入。截至 2018 年 3 月底已投资 1.36 亿元，完成进度 84.20%。

表 10 截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目投资进展情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	资金筹措方案		截至 2018 年 3 月底 累计投资	2018 年 4-12 月拟投资	2019 年拟 投资
		贷款	自筹			
西港基础建设工程一期第二批项目	5.50	3.52	1.98	5.93	--	--
600 万条摩托车胎及力车胎项目	1.62	1.00	0.62	1.36	0.26	--
合计	7.12	4.52	2.60	7.29	0.26	--

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

公司 2017 年财务数据已经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

合并范围方面，跟踪期内公司投资设立子公司 17 家，注销子公司 2 家，对外股权转让 1 家，由于相关子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 433.88 亿元，所有者权益合计 136.05 亿元（其中少数股东权益 35.70 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 170.40 亿元，利润总额 8.04 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 432.34 亿元，所有者权益合计为 132.73 亿元（其中少数股东权益 35.63 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 45.39 亿元，利润总额 1.83 亿元。

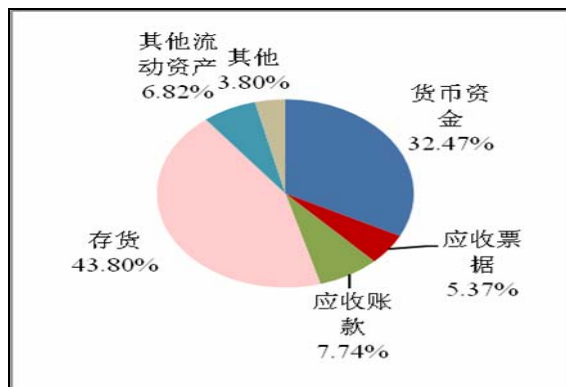
### 1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 433.88 亿元，同比增长 14.85%。从构成来看，流动资产占 67.64%，公司资产以流动资产为主。

#### 流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 293.49 亿元，同比增长 19.47%，流动资产以货币资金和存货为主。

图 1 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 95.31 亿元，同比增长 38.18%。公司货币资金主要为银行存款，其中使用受限的货币资金为 31.50 亿元，主要是各类保证金，受限制部分占货币资金总额的 33.05%。

截至 2017 年底，公司应收账款 22.71 亿元，同比变化不大。从账龄来看，账龄在 1 年以内的占比为 92.25%，应收账款账龄短；从集中度来看，前五名债务人所欠款项合计占 2.85%，集中度不高。2017 年公司对应收账款累计提取坏账准备 1.55 亿元，计提比例为 6.55%，计提较充分。

截至 2017 年底，公司存货账面余额 129.45 亿元，主要由库存商品 39.13 亿元、开发成本 74.24 亿元以及开发产品 6.89 亿元等构成。累计计提存货跌价准备 0.90 亿元，主要为对库存商品计提的减值，2017 年公司存货账面价值 128.55 亿元，同比增长 20.27%。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 20.02 亿元，同比增长 18.51%。公司其他流动资产主要为理财产品等。

#### 非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 140.39 亿元，同比有所增长，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 38.63%）和固定资产（占 28.18%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 54.23 亿元，同比变化不大。公司可供出售金融资产主要包括持有的中国民生投资有限公司 2.00% 股权、江苏民营投资控股有限公司 10.42% 股权、苏银金融租赁股份有限公司 8.33% 股权等按成本计量的可供出售权益工具合计 29.39 亿元；按公允价值计量的可供出售权益工具 24.84 亿元，主要为持有的 HUGO BOSS AG 11.53 亿元、江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）5.32 亿元和无锡农村商业银行股份有限公司（以下简称“无锡银行”）5.83 亿元的股权。2017 年公司按成本计量的可供出售权益工具获得现金分红 1.53 亿

元，按公允价值计量的可供出售权益工具获得现金分红 0.68 亿元。公司可供出售金融资产无使用受限情况。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 4.15 亿元，同比增长 43.86%，公司长期股权投资主要为对贵州红桥矿业集团有限公司投资 1.50 亿元、对无锡金瑞众合投资企业（有限合伙）投资 0.65 亿元及对宁波大榭五口金股权投资合伙企业投资 0.50 亿元等。2017 年公司长期股权投资确认投资收益 0.33 亿元。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 14.75 亿元，同比增长 54.34%。公司投资性房地产主要为房屋建筑物 9.95 亿元和土地使用权 4.80 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值为 73.40 亿元，累计计提折旧 33.83 亿元，固定资产账面价值为 39.57 亿元，同比变化不大，主要为房屋、建筑物 23.04 亿元和机器设备 11.80 亿元。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 2.40 亿元，同比增长 158.48%，为预付设备和工程款。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 432.34 亿元，流动资产占 67.78%，资产规模和结构较 2017 年底变动不大。

截至 2018 年 3 月底，公司资产中使用受限部分合计 87.89 亿元，占公司资产总额的 20.33%，主要为受限货币资金 33.83 亿元以及用于银行借款抵押的存货 30.70 亿元、投资性房地产 9.44 亿元、固定资产 8.15 亿元。

总体看，跟踪期内公司资产规模保持增长，以流动资产为主，货币资金充裕，同时存货占比较大。公司整体资产质量较好。

## 2. 负债和所有者权益结构

### 负债

截至 2017 年底，公司负债合计 297.83 亿元，同比增长 31.77%。负债中流动负债占 67.72%，公司负债以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 201.69 亿元，同比增长 35.98%，其中主要以短期借款（占 29.01%）、一年内到期的非流动负债（占 18.79%）和应付短期融资券（占 18.84%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 58.52 亿元，同比增长 41.99%，短期借款以保证借款和质押借款为主；应付账款 17.43 亿元，同比增长 17.01%，账龄全部在 1 年以内。

截至 2017 年底，公司应付短期融资券 38.00 亿元，同比增长 76.74%；一年内到期的非流动负债 37.89 亿元，同比有所增长，主要为一年内到期的长期借款和非公开定向债务融资工具等。

截至 2017 年底，公司非流动负债 96.14 亿元，同比增长 23.74%。从构成上看，主要包含长期借款 50.76 亿元和应付债券 41.97 亿元等。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 299.61 亿元，其中流动负债占 65.02%，负债结构较 2016 年底变化不大。公司一年内到期的非流动负债由 2017 年底的 37.89 亿元下降至 27.09 亿元，主要系偿还部分长期借款所致，应付债券由 41.97 亿元增长至 52.42 亿元，主要系公司于 2018 年 1 月发行可交换债“18 红豆 EB”（额度 10 亿元，期限 3 年）所致。

表 11 截至 2018 年 6 月 9 日公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	剩余期限	债券余额 (亿元)
*15 红豆 MTN001	2018-06-12	0.01	5.00
17 红豆 CP003	2018-07-17	0.10	4.00
17 红豆 SCP003	2018-09-01	0.23	8.00
18 红豆 SCP001	2018-10-01	0.31	5.00
18 红豆 SCP002	2018-12-02	0.48	7.00
18 红豆 SCP003	2018-12-20	0.53	5.00
18 红豆 CP001	2019-03-02	0.73	8.00
*16 红豆 MTN001	2019-03-24	0.79	5.00
16 红豆 MTN002	2019-04-22	0.87	6.00
*16 红豆 MTN003	2019-08-29	1.22	5.00
16 红豆 MTN004	2019-12-01	1.48	5.00
17 红豆 MTN001	2020-03-14	1.76	5.00
17 红豆 MTN002	2020-08-10	2.17	5.00



15 红豆债	2020-08-20	2.20	10.00
18 红豆 EB	2021-01-25	2.63	10.00
17 红豆 01	2022-10-31	2.40	10.00
合计	--	--	103.00

资料来源：Wind 资讯

注：存续期债券中标注\*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务为 251.03 亿元，同比增长 20.10%，其中短期债务占 62.63%。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.64%、64.85% 和 40.81%，同比分别增加 8.82、6.92 和 8.24 个百分点，公司债务负担加重。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 256.15 亿元，其中短期债务占 59.93%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.30%、65.87% 和 43.61%。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模有所增长，公司债务负担较重。

#### 所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 136.05 亿元（含少数股东权益 35.70 亿元），同比下降 10.35%，主要系公司增持红豆股份股票并冲减资本公积所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 11.04%）、资本公积（占 0.83%）、未分配利润（占 65.17%）及少数股东权益（占 26.24%）构成。

截至 2017 年底，公司其他综合收益 7.32 亿元，较 2016 年底的 13.71 亿元下降明显，其中当期可供出售金融资产公允价值变动损失 7.66 亿元，主要系江苏银行、无锡银行股价下跌以及公司卖出部分江苏银行股票所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 132.73 亿元（含少数股东权益 35.63 亿元），较 2017 年底变动不大。

整体看，跟踪期内公司所有者权益规模有所下降，未分配利润占比高，权益稳定性一般。

### 3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入、营业成本保持稳定，2017 年分别为 170.40 亿元和 138.83 亿元。

2017 年，公司期间费用为 27.71 亿元，同比增长 27.69%，占同期营业总收入的 16.26%。公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 9.51 亿元、9.74 亿元和 8.47 亿元，同比均出现较明显增长，主要系职工薪酬和利息支出增加所致。

2017 年公司投资收益 5.74 亿元，主要为可供出售金融资产持有期间的投资收益 2.37 亿元以及处置部分江苏银行股票获得的投资收益 2.67 亿元。

2017 年，公司利润总额为 8.04 亿元，同比下降 35.91%。从盈利指标看，2017 年公司营业利润率 17.85%，同比增加 1.65 个百分点，总资产收益率和净资产收益率分别为 3.81% 和 4.02%，同比分别减少 0.94 和 2.43 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 45.39 亿元，同比增长 8.02%，利润总额 1.83 亿元，同比下降 4.19%，同期公司营业利润率为 17.99%。

总体看，2017 年公司收入保持稳定，费用增长压缩了利润空间。

### 4. 现金流分析

从经营活动来看，2017 年公司经营活动现金流入 201.99 亿元，经营活动现金流出 198.92 亿元，同期公司经营活动现金净流量 3.07 亿元，同比有一定下滑。从收入实现质量看，2017 年公司现金收入比为 116.26%，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动现金流入 60.31 亿元，同比增长 86.81%，主要系公司收回对外投资所致；同期公司投资活动现金流出 80.03 亿元，同比增长 33.84%，主要为公司对江苏民营投资控股有限公司、农银二号无锡股权投资中心（有限合伙）等可供出售金融资

产以及贵州红桥矿业集团有限公司、宁波大榭五口金股权投资合伙企业、无锡金瑞众合投资企业（有限合伙）等长期股权投资增资所致；公司投资活动现金净流出 19.72 亿元，相较上年的 27.51 亿元有所收缩。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款和发行债券收到的现金，现金流出主要为偿还债务支付的现金，2017 年分别为 200.46 亿元和 168.61 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 31.85 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 59.03 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，公司经营活动产生的现金流量净额为 -0.30 亿元；投资活动现金净流出 4.67 亿元；筹资活动现金净流出 4.11 亿元。

总体看，2017 年公司经营活动净现金流出下降，投资活动现金缺口有所收缩，但公司对外融资需求仍较大。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 145.51% 和 81.78%，同比分别减少 20.12 和 11.79 个百分点；截至 2018 年 3 月底分别为 150.42% 和 82.67%。总体看，公司短期偿债压力大。

从长期偿债指标看，2017 年公司 EBITDA 为 23.28 亿元。EBITDA 利息倍数为 1.84 倍，全部债务/EBITDA 为 10.78 倍。EBITDA 对债务本息的保障能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保 10.12 亿元，担保比率为 7.62%。主要为公司为购买地产房屋的客户提供的银行按揭担保 9.68 亿元，此担保为阶段性担保，担保期限至为业务办妥房地产权证和房屋抵押登记为止。

截至 2018 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额度为 173.40 亿元，尚未使用额度为 48.49 亿元，公司间接融资渠道畅通；子公司红豆股份和通用股份为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

#### 6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10320205002879202），截至 2018 年 5 月 18 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中包含 41 笔关注类贷款以及 1 笔欠息记录，根据上海浦东发展银行无锡分行出具的说明，该欠息记录系银行系统于 2015 年 11 月 21 日（周六）自动发起贷款利息扣款未处理成功所产生，2015 年 11 月 23 日（周一）银行方面手动扣息成功，公司未实质性欠息。公司过往债务履约情况良好。

#### 7. 抗风险能力

基于对公司所属行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平、行业地位等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力强。

### 十、存续债券偿还能力分析

截至 2018 年 6 月 9 日，公司一年内到期的存续期债券合计 53.00 亿元。截至 2017 年底公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）对一年内到期的存续债券保障程度高；截至 2018 年 6 月 9 日，公司存续债券余额合计 103.00 亿元，2017 年公司经营活动现金流入量对全部应付债券余额的保障程度高。

表 12 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	53.00
现金类资产（剔除使用受限货币资金）/ 一年内到期债券余额	1.50
经营活动现金流入量/应付债券余额	1.96
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.03
EBITDA/应付债券余额	0.23

资料来源：联合资信整理

### 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体

长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，维持“17红豆CP003”和“18红豆CP001”的信用等级为A-1，并维持“15红豆MTN001”、“16红豆MTN001”、“16红豆MTN002”、“16红豆MTN003”、“16红豆MTN004”、“17红豆MTN001”和“17红豆MTN002”的信用等级为AA<sup>+</sup>。

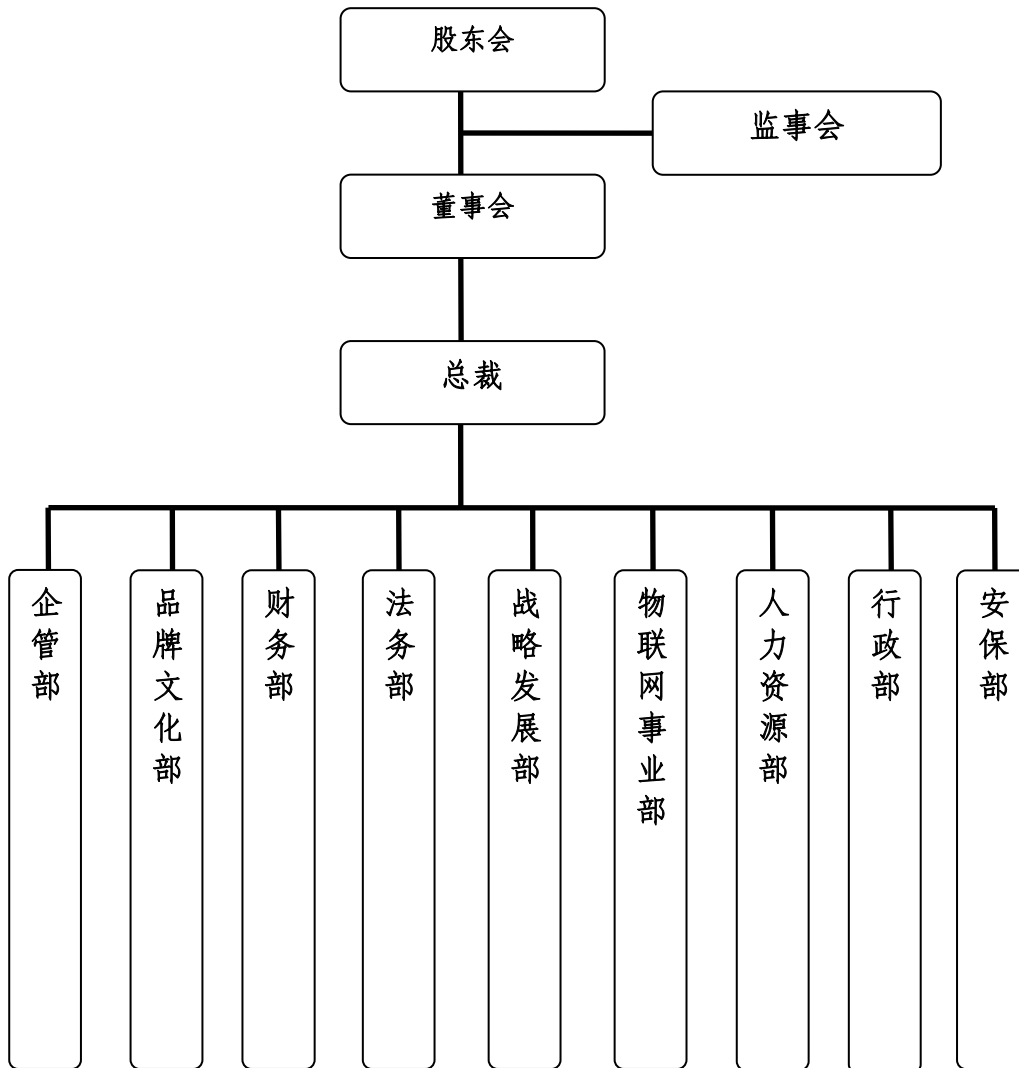
## 附件 1-1 公司股权结构明细

单位：万元、%

股东名字	出资额	持股比例
周耀庭	38000.00	33.82
周海江	38050.00	33.864
周鸣江	6720.00	5.981
龚新度	3234.00	2.878
周海燕	3300.00	2.937
顾萃	2500.00	2.225
顾建清	2200.00	1.958
刘连红	1491.00	1.327
其他人合计	16866.35	15.01
<b>合计</b>	<b>112361.35</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织机构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	68.56	86.78	111.06	103.05
资产总额(亿元)	299.78	377.78	433.88	432.34
所有者权益(亿元)	99.15	151.77	136.05	132.73
短期债务(亿元)	129.03	135.73	157.23	153.51
长期债务(亿元)	67.89	73.29	93.80	102.64
全部债务(亿元)	196.92	209.01	251.03	256.15
营业总收入(亿元)	168.42	167.25	170.40	45.39
利润总额(亿元)	7.19	12.54	8.04	1.83
EBITDA(亿元)	19.93	25.97	23.28	--
经营性净现金流(亿元)	12.56	3.92	3.07	-0.30
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	3.97	3.99	4.26	--
存货周转次数(次)	1.44	1.35	1.18	--
总资产周转次数(次)	0.60	0.49	0.42	--
现金收入比(%)	105.99	113.30	116.26	126.51
营业利润率(%)	15.81	16.20	17.85	17.99
总资本收益率(%)	4.09	4.76	3.81	--
净资产收益率(%)	4.84	6.46	4.02	--
长期债务资本化比率(%)	40.64	32.56	40.81	43.61
全部债务资本化比率(%)	66.51	57.93	64.85	65.87
资产负债率(%)	66.93	59.83	68.64	69.30
流动比率(%)	150.53	165.63	145.51	150.42
速动比率(%)	77.25	93.57	81.78	82.67
经营现金流流动负债比(%)	9.47	2.64	1.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	2.86	1.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.88	8.05	10.78	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；应付短期融资券已计入短期债务及相关指标；长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及相关指标；所有者权益中的永续中票未计入长期债务及相关指标。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。



## 附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息