

跟踪评级公告

联合[2016]650号

红豆集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

红豆集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
红豆集团有限公司发行的“15 红豆债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：  

二零一六年六月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

红豆集团有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级
跟踪评级结果: AA
上次评级结果: AA
债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 红豆债	10 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 6 月 1 日

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 16 日

主要财务数据:

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	261.68	299.78
所有者权益 (亿元)	84.60	99.15
长期债务 (亿元)	45.76	67.89
全部债务 (亿元)	144.75	167.42
营业收入 (亿元)	172.47	168.42
净利润 (亿元)	5.36	4.80
EBITDA (亿元)	18.80	19.93
经营性净现金流 (亿元)	9.13	12.56
营业利润率 (%)	15.08	15.79
净资产收益率 (%)	6.57	5.22
资产负债率 (%)	67.67	66.93
全部债务资本化比率 (%)	63.11	62.81
流动比率 (倍)	1.39	1.51
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.17	2.20
EBITDA\债券本金合计 (倍)	1.88	1.99

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币;
2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内, 红豆集团有限公司 (以下简称“公司”或“红豆集团”) 仍处于中国纺织服装行业龙头企业地位、在品牌和科研实力等方面具有综合优势。公司延续了多元化经营策略, 受益于原材料成本下降等因素, 核心业务服装板块经营规模稳定增长; 在轮胎行业下滑的背景下, 公司橡胶轮胎产能扩大, 全钢子午胎销量进一步扩大; 红豆杉种植和紫杉醇板块市场前景广阔。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司 2015 年营业收入和净利润均有所下滑, 纺织服装行业需求增速缓慢, 轮胎行业整体竞争激烈、资本支出压力较大、房地产板块收入下降以及债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司服装业务品牌商业模式和加盟联营模式的转型, 全钢子午线轮胎产能逐步释放以及红豆杉产业效益的逐渐显现, 公司收入和盈利规模有望进一步提升。

综上, 联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“15 红豆债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内, 公司服装纺织业务继续稳定增长, 技术研发能力突出, 品牌连锁专卖网络体系逐渐建成。

2. 跟踪期内, 公司轮胎业务在产能规模、产品结构和品牌等方面仍具备一定的竞争优势。在整体行业下滑的情况下, 依然保持了良好的运行状况。

3. 跟踪期内, 公司经营活动现金流状况进一步改善, 债务负担有所下降。

关注

1. 跟踪期内，受全球经济增长缓慢、行业竞争激烈以及需求增速放缓等不利因素影响，公司服装板块部分产品经营压力较大。

2. 中国天然橡胶对外依存度较高，天然橡胶进口价格波动较大，增加了轮胎生产企业的成本控制难度。

3. 跟踪期内，公司房地产业务收入下降，在建项目资本支出压力较大，且面临着一定的去化压力。

4. 跟踪期内，公司债务规模继续增长，债务负担仍属较重水平。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

郑 鹏

电话：010-85172818

邮箱：zhengp@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、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，1988年在无锡县针织内衣厂基础上组建了无锡市太湖针织制衣总厂，1992年更名为江苏红豆针织（集团）公司，注册资本1,784万元，1993年更名为江苏红豆集团公司，1995年更名为红豆集团公司。2002年11月，红豆集团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，由集体企业变更为自然人控股的有限责任公司。从2003年8月开始，公司四次增资扩股，并历经多次股权变更，2015年7月，公司原股东中30位股东向公司增资9,212.00万元，截至2015年底，公司注册资本109,500.00万元，股东全部为自然人，其中周耀庭出资36,300.00万元，占比33.15%，其余周海江等43位股东出资73,200.00万元，占比66.85%，周耀庭为公司实际控制人。

公司经营范围包括：利用自有资金对外投资及管理（国家法律法规禁止、限制的领域除外）；服装、针纺织品、鞋帽、皮革、毛皮制品的制造、设计、技术咨询；自营和代理各类商品和技术的进出口业务，但国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外；红豆杉盆景、苗木的种植、销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

公司设有企管部、品牌文化部、财务部、法务部、战略发展与信息化部、人力资源部、行政部和安保部等8个职能部门。截至2015年底，公司纳入合并范围内的子公司共11家，其中下属子公司江苏红豆实业股份有限公司（以下简称“红豆股份”，股票代码“600400”，公司持股57.82%）于2001年1月在上海证券交易所上市。

截至2015年底，公司（合并）资产总额299.78亿元，负债总额200.63亿元，所有者权益合计99.15亿元（其中少数股东权益18.66亿元），其中归属于母公司的所有者权益合计80.49亿元；2015年公司实现营业收入168.42亿元，净利润（含归属于少数股东的净利润）4.80亿元；经营活动产生的现金流量净额12.56亿元，现金及现金等价物净增加额9.63亿元。

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：周耀庭。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可（2015）1803号文核准，公司于2015年8月20日公开发行公司债券，债券名称为“红豆集团有限公司公开发行2015年公司债券”（以下简称“本次债券”），共募集资金10.00亿元，发行利率为5.99%，发行期限为5年，每年付息，到期还本。本次债券已于2015年9月28日上市（债券简称：15红豆债，债券代码：122439.SH）。

本次债券募集资金用于补充营运资金，截至2015年底，扣除发行费用后，募集资金9.9亿元已全部按计划使用完毕。

本次债券的第一个付息日为2016年8月20日，目前尚未开始付息。

三、行业分析

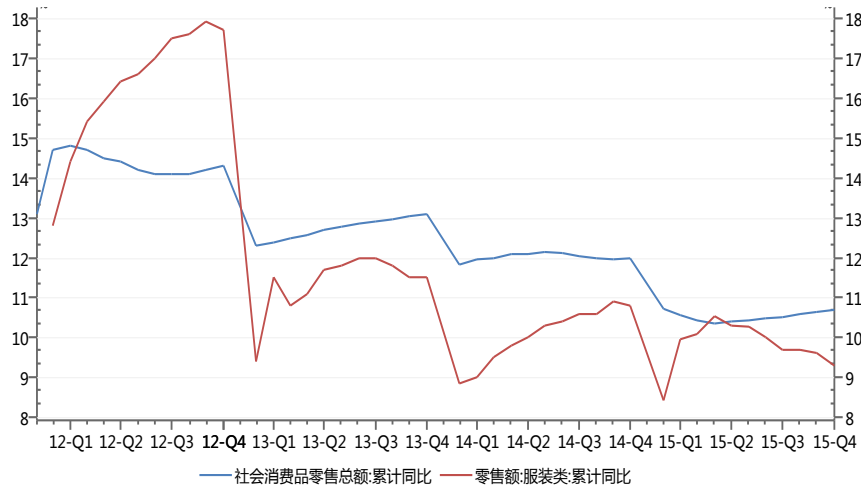
1. 服装行业

2015年，受宏观经济增速放缓、国内市场需求持续疲软以及自身发展阶段转换等内外因素影响，纺织服装行业延续了“十二五”以来总量增速逐年放缓的态势，各项指标增速较2014年有不同程度下降。

2015年，纺织服装行业主要经济运行指标增速延续了2013年以来的低速增长状态。国际市场

方面，全球经济复苏乏力，国际贸易壁垒以及我国人工成本增加、棉花价格倒挂等因素导致国际订单转移，影响了我国服装出口增长。2015年，服装及衣着附件出口额累计1,742.80亿美元，同比下降6.40%，出口增速进一步下滑为负值。国内市场方面，受宏观经济下行、服装行业不景气影响，内需增速趋缓，社会消费品零售总额和服装类零售额增速均呈下降趋势。2014年以来，我国服装类零售额和社会消费品零售总额增速均低于近10年来平均增速，2014年服装类零售额实现8,936亿元，同比增长10.80%；社会消费品零售总额26.24万亿元，同比增长11.95%；2015年，我国社会消费品零售总额30.09万亿元，同比增长10.70%；服装类零售额9,588.10亿元，同比增长9.30%，增速进一步趋缓。

图1 2012年以来我国社会销售总额与服装类零售额增速比较（单位：%）



资料来源：Wind 资讯。

从盈利状况上看，2015年，纺织服装、服饰行业主营业务收入达到22,067.90亿元，同比增长5.60%，增速较上年下降2.42个百分点；利润总额为1,306.30亿元，同比增长4.00%，增速较上年下降6.55个百分点。经历2014年盈利能力下滑后，纺织服装行业收入水平增速和盈利能力继续下滑。从已披露2015年年报的主要服装上市企业来看，主营时尚休闲服装的森马服饰和搜于特营业收入增长较快，主营休闲男装的七匹狼营业收入增长较慢，而红豆股份营业收入呈负增长。

表1 国内主要品牌服装上市企业2015年经营概况

名称	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	营业收入增长率(%)
七匹狼	24.86	2.80	3.99
森马服饰	94.54	13.43	16.05
搜于特	19.83	1.97	34.14
红豆股份	25.26	0.86	-6.36

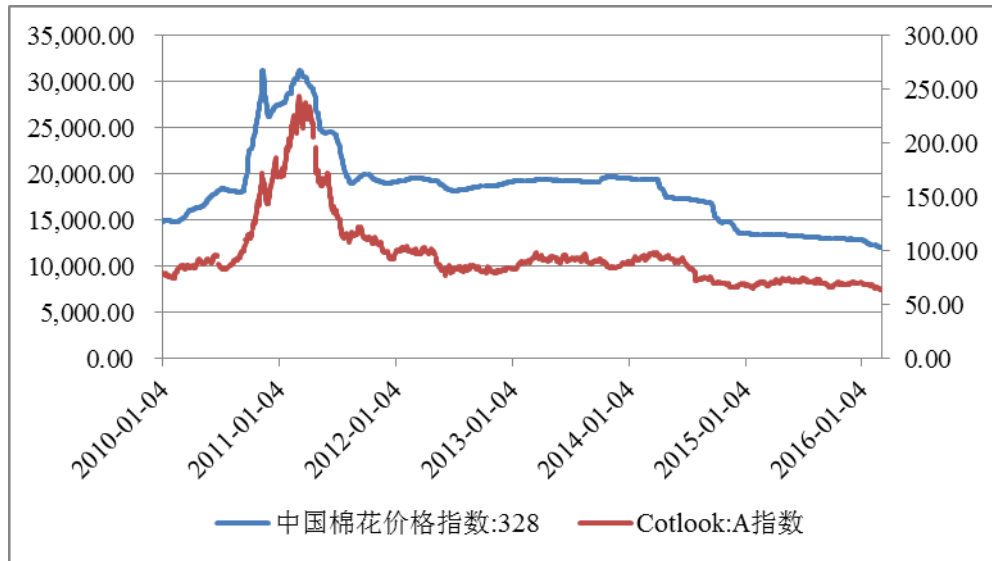
资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

原材料方面，主要原料棉花和化纤原料价格呈下跌趋势。棉花价格方面，2015年以来，棉花价格水平持续下降，截至2015年底，国内328棉花价格跌至12,922元/吨。国际棉价方面，2015年以来，受全球经济复苏缓慢等因素影响，国际市场棉价继续呈波动下降趋势，国外棉价仍低于国内棉价。但整体看，国内外棉花价差有所减小。化纤类服装面料价格方面，2015年化纤产品价格指数持续2014年的下滑趋势，截至2015年底，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的78.18跌至66.93。

主要原材料的价格下滑有助于缓解服装制造企业成本压力。

图2 近年国内外棉花价格走势（单位：元/吨，美分/磅）



资料来源：Wind 资讯。

近期来看，受宏观经济环境增长放缓、国内需求持续疲软等多方面因素影响，纺织服装行业盈利能力增速放缓。得益于国内棉花价格下跌、内外棉花价差的缩小，2015年纺织服装行业整体盈利能力略有上升。未来，纺织服装行业仍需积极推进产业升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展。

2015年4月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议确定有关部门要在科学评估基础上抓紧拿出具体方案，其中包括：对国内消费者需求大的部分国外日用消费品，于今年6月底前开展降低进口关税试点，逐步扩大降税商品范围；结合税制改革，完善服饰、化妆品等大众消费品的消费税政策，统筹调整征税范围、税率和征收环节。降税后，将有利于部分服装企业的成衣进口，降低成本，此举有利于促进服装企业的发展，但整体政策措施的实施需要时间，短期内难见成效。

近年来，中国居民收入的增长促使消费能力不断提高。按照发达国家经验，人均收入超过3,000美元消费将进入新的提升阶段。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

随着经济发展、消费升级，消费者对品牌的青睐是必然趋势，也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。当前国内市场竞争激烈，销售渠道成为行业主要的进入门槛。品牌和渠道处于价值链的高端，在国内纺织服装行业品牌尚处于培育阶段，但与大量加工企业相比，已体现出远超行业平均水平的盈利能力。中国品牌服装处于成长阶段，相比海外企业，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，更加适合中国现阶段消费水平及行业发展境况，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。

总体看，中国纺织服装行业已进入平稳发展期，但受竞争激烈、人工成本压力等不利因素影响，其发展环境仍较为严峻。预计未来纺织服装行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

2. 轮胎行业

轮胎产业是汽车产业的主要配套产业之一，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，应用领域非常广泛，按用途可分为轿车轮胎、客车轮胎、载重轮胎、农业轮胎、工程轮胎、特种车辆轮胎、航空轮胎、摩托车轮胎和自行车轮胎等；按帘线材料可分为全钢丝轮胎、半钢丝轮胎、纤维轮胎等；按胎体帘线的排列方式可分为斜交轮胎与子午线轮胎。传统的斜交胎多用于农用车和部分载重车，全钢载重子午胎多用于重型卡车，而半钢子午胎多用于轿车和轻型卡车。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。

2015年，轮胎行业经济运行数据全面下降，但同时行业转型升级明显加速，行业整合成为主要趋势，轮胎盲目投资得到控制。据中国橡胶工业协会轮胎分会对42家主要轮胎企业统计，完成销售收入1,376.3亿元，同比下降13.35%；轮胎总产量3.35亿条，同比下降5.60%，其中子午线轮胎3.18亿条，子午化率90.17%，同比基本持平。全钢胎总产量8,250万条，下降6.67%；半钢胎总产量2.36亿条，下降4.52%。在产品出口方面，出口量1.55亿条，下降8.72%；出口交货值554.8亿美元，下降15.81%。我国轮胎行业首次出现两项出口指标双降情况。出口量占轮胎总量的43.80%，出口交货值占总销售收入的36.10%，我国轮胎出口比重相对较大。42家轮胎企业存货值高达157.4亿元，下降7.97%，占总销售收入的10.2%。考虑轮胎价格下降因素，估算轮胎库存量同比相当。

2015年四季度以来，北京首创轮胎有限责任公司、山东沃森橡胶有限公司、山东德瑞宝轮胎有限公司和福泰尔轮胎有限公司等多家轮胎企业宣布破产或资产重组，行业重心向资产规模较大、技术储备丰富的企业集中。随着企业破产、重组兼并以及市场渠道重新梳理，国内轮胎企业产销秩序有望逐步恢复。

下游需求方面，2015年我国汽车工业受交通拥堵以及限制汽车使用条件的城市逐步增多等因素影响，汽车产销量增速较2014年有所放缓，较上年下降2.70%。近年来，中国轮胎产品中出口比例超过40%，其中约有20%以上出口至美国。2015年6月，美国商务部发布了对华乘用车及轻卡车轮胎反倾销及反补贴（以下简称“双反”）终裁结果，反倾销税率（未抵扣）为14.35%~87.99%，对中国轮胎产品的出口造成了较大的冲击。截至2015年末，我国出口美国轮胎量，同比下降20.78%，占全部出口量的比重由2014年的23.81%下降至19.51%。

原材料供应方面，天然橡胶在轮胎产品成本中占比达40%左右，其价格对公司生产成本影响较大。天然橡胶是典型的资源约束性产业，受地域限制，主要产地依然集中在东南亚和非洲部分地区。中国天然橡胶产量尚不能满足国内需求，天然橡胶对外依存度较高。

图3 近年国内轮胎主要橡胶原材料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯。

原材料价格方面，近年来，主要轮胎原材料价格如上图所示。2015 年，主要原材料价格受整体经济增长放缓、需求减少以及天然橡胶产量上涨影响，橡胶价格依然呈现震荡下跌趋势。2016 年一季度，天然橡胶整体市场价格有所反弹，国内商品市场反弹气氛良好，全钢轮胎厂家作为下游主要需求方表现相对稳定，个别厂家在新资金分配的提振下扩大了开工规模。总体看，随着天然橡胶价格的逐步回升，厂家开工预计随有所增加，但实际开工水平仍受制于需求下行的压力。

行业政策方面，子午胎是国家重点支持和发展的产品。国家先后出台了一系列优惠政策扶持国内轮胎企业发展全钢子午轮胎，淘汰落后的斜胶轮胎产品。财政部、国家税务总局对子午轮胎生产免征消费税。2014 年 11 月，财政部、国家税务总局下发《关于调整消费税政策的通知》（财税〔2014〕93 号），取消汽车轮胎税目，自 2014 年 12 月 1 日起执行。2015 年 10 月中橡协发布的《橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》再次提出“淘汰落后产能，限制低水平重复投入，提高产业集中度和企业竞争力”，力争在“十三五”末（2020 年）实现橡胶工业强国初级阶段的目标。出口政策方面，2015 年 6 月，美国商务部发布了对华乘用车及轻卡车轮胎反倾销及反补贴终裁结果，反倾销税率（未抵扣）为 14.35%~87.99%。

总体看，2015 年，轮胎行业经济运行数据全面下降，部分企业破产重组，行业集中度有所上升，但仍属较低，多数轮胎企业产品升级，但趋于同质化，“双反”政策导致出口占比下降，国内市场竞争日趋激烈。

四、管理分析

公司根据《公司法》及有关法律、法规的要求，建立了较为完善的治理结构。目前公司董事会成员 7 人，其中董事局主席 1 人，未设独立董事；监事会成员 3 人，职工监事 1 人。跟踪期内，公司组织结构、管理制度及高管人员无重大变化。总体看，公司管理效率较高，管理运作水平良好。

五、经营分析

1. 经营概况

公司以纺织服装为主业，以轮胎、房地产、生物制药等为辅业，产品从最初的针织内衣发展到服装、橡胶、房地产、生物医药等四大领域，目前已形成多元化的产业经营格局。2014~2015年，公司主营业务收入小幅下降，分别为171.61亿元和167.20亿元。

从主营业务收入结构看，公司服装业务保持主导地位，在营业收入中占比大，近两年均在63%以上，2015年公司服装板块实现营业收入110.73亿元，较上年增长1.83%，占主营业务收入的66.23%。橡胶轮胎行业板块是公司收入的重要组成部分，2015年橡胶行业板块实现业务收入31.91亿元，较上年下降8.49%，主要系橡胶轮胎行业整体下行所致，占当年主营业务收入的19.08%，占比较上年下降1.24个百分点。2015年公司房地产行业板块收入12.76亿元，较上年减少26.24%，占比由2014年的10.08%下降至7.63%，主要系房地产楼盘结转节奏影响所致。公司生物医药行业板块主要为规模化种植产业、抗癌原料紫杉醇提炼、盆栽及苗木外销等，目前收入规模较小，在主营业务收入中的占比在1%左右。公司其他行业收入主要为机车销售收入、小贷收入、电费收入、酒店收入、柬埔寨贸易收入、包装装潢收入等，但收入规模相对较小。

从毛利率看，2015年，公司综合毛利率略有上升为16.72%。分板块看，服装行业板块毛利率较为稳定，2015年为15.51%，较上年上升1.00个百分点；橡胶行业毛利率变化不大，2015年为17.06%；房地产行业受楼盘交付结构影响，毛利率略有下降，2015年为17.20%。公司生物医药行业毛利率为公司所有板块中最高，近两年毛利率水平均超过50%，主要是由于子公司江苏红豆杉生物科技股份有限公司产品质量较好，毛利较高所致。

总体来看，跟踪期内，公司主营业务突出，各业务板块经营情况稳定，主营业务收入及毛利率水平较为稳定。

表2 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
服装行业	108.74	63.36	14.51	110.73	66.23	15.51
橡胶行业	34.87	20.32	17.07	31.91	19.08	17.06
房地产行业	17.30	10.08	18.24	12.76	7.63	17.20
生物医药行业	1.53	0.89	51.95	1.43	0.86	53.18
其它	9.17	5.34	21.59	10.37	6.20	22.78
合计	171.61	100.00	16.12	167.20	100.00	16.72

资料来源：公司提供。

2. 服装纺织业务

经营概况

公司是中国规模较大的纺织服装生产企业之一，公司目前该业务板块主要是由下属子公司江苏红豆实业股份有限公司（红豆男装、休闲女装、T恤、印染系列）、无锡红豆居家服饰有限公司（红豆内衣系列、红豆居家系列和棉纺）、南国控股有限公司（品牌女装、文胸系列）、红豆集团公司远东有限公司（羽绒服、休闲服饰等）、江苏红豆国际发展有限公司（外贸服装）及红豆集团无锡长江实业有限公司（家纺、毛毯系列、毛巾、袜子等小商品）等下属生产实体来实现。

2015年，公司在服装领域由服装制造主导型向品牌零售主导型转变，更加重视科技研发和品牌网络体系的开拓、更加注重产融结合及资本运营。在研发方面注重创新，加大研发投入，争取技术中心升级，联合科研院所，加快博士后工作站建设。公司出台了激励措施以鼓励技术人员创

新。截至 2015 年底累计申请专利达 2,751 件。在品牌网络方面，公司转变营销模式，打造多渠道的服装品牌，截至 2015 年底自营及加盟店总计 2,486 家，红豆形象男装、红豆居家等品牌网络体系已初步形成。

生产经营

跟踪期内，公司生产模式仍采用以销定产的模式，即通过订单确定生产规模，经营风险相对较小。

从生产能力看，跟踪期内，公司产能变化不大。纺织方面，公司控股子公司无锡红豆居家服饰有限公司拥有无锡棉纺厂和淮安棉纺厂两大车间，其中无锡棉纺厂拥有 25,000 平方米钢结构标准化车间一座，10 万锭的生产基础，可年产 32~80 支棉纱 5,200 吨；淮安棉纺厂拥有 22,500 平方米钢结构标准化车间一座，5 万锭的生产基础，可年产 32~80 支棉纱 2,600 吨。另外，公司下属无锡红豆居家服饰有限公司拥有无锡红豆棉纺公司 100% 股权。服装方面，公司下属红豆股份拥有亚洲最大的西服衬衫生产车间，车间单层面积达 14,000 平方米，拥有法国力克 CAD 设计系统、CAM 自动裁床系统、瑞典 ETON 吊挂成衣流水线、意大利 MACPI 后整理整烫设备等国际先进的生产设备。另外，公司下属无锡长江实业有限公司还建有 20,000 平方米的家纺生产大楼。目前随着公司销售规模的迅速扩张，西裤、内衣、家纺和羽绒服的自有产能已无法满足公司发展需要，公司主要通过外部协议单位直接采购成衣来解决。2015 年，公司的西裤、内衣、家纺和羽绒服外购比例分别为 48.04%、47.75%、52.00%、100.00%。目前公司供应商 380 家左右（成衣供应商）。未来公司重点主要是发展销售终端以逐步向品牌运营商转变，因此尚无产能扩张计划。

从产量情况来看，2015 年，公司主要产品除西服、西裤和文胸产品外产量较上年变化不大，公司文胸产品产量较上年大幅上升，主要系公司不断提高研发新产品的能力，丰富的产品的品种，下游需求增加所致；西服、西裤产品产量较上年有所下降，主要系市场竞争日趋激烈，下游需求减少所致。

表 3 近两年公司服装产品产销量（单位：万件、万条、万套、%）

产品	产销类别	2014 年	2015 年
衬衫	产量	315.58	311.71
	销量	312.96	308.19
	产销率	99.17	98.87
西裤	产量	552	527.8
	销量	551.52	525.8
	产销率	99.91	99.62
西服	产量	158.52	130.51
	销量	160.16	130.17
	产销率	101.03	99.74
羽绒服	产量	342.76	356.45
	销量	319.52	351.6
	产销率	93.22	98.64
内衣	产量	4,588.15	4,913.70
	销量	4,445.92	4,883.23
	产销率	96.90	99.38
文胸	产量	807.35	1,394.24
	销量	804.97	1,385.18
	产销率	99.71	99.35
家纺	产量	1,703.54	1,741.58
	销量	1,690.20	1,725.21
	产销率	99.22	99.06

资料来源：公司提供。

总体看，跟踪期内，公司西裤和西服受下游需求影响产量有所下降；羽绒服、内衣、文胸和家纺产品产量均有所增长，公司整体生产情况良好。

原材料采购

跟踪期内，公司采购仍由下属生产实体的各自采购部门进行自主采购，对于公司内部企业也采取市场化模式运作。

近两年，公司服装板块各项原材料采购量变化不大，各项原材料在采购成本总额中的占比也无重大变化。采购价格方面，普遍服装原材料价格存在一定程度的波动，但整体来看，2015年以来，除涤纶丝和衬衫面料外，其他主要材料采购价格均有所回落，特别是棉花价格，较上年均价下降 20.26%，主要系 2015 年大宗商品价格整体下行所致。

表 4 公司纺织服装业务原材料供应情况

原材料	类别	2014 年	2015 年
印花布	采购量 (万)	10,259	10,110
	采购均价 (元/米)	14.32	14.3
	占成本比重	15.79	15.44
棉花	采购量 (吨)	44,125	43,950
	采购均价 (元/公斤)	23.51	22.61
	占成本比重	11.15	10.61
毛、绒	采购量 (吨)	2,857	2,847
	采购均价 (元/公斤)	259	259
	占成本比重	7.95	7.87
纱线	采购量 (吨)	20,359	20,150
	采购均价 (元/公斤)	32.65	29
	占成本比重	7.15	6.24
棉花	采购量 (吨)	1,375	1,055
	采购均价 (元/吨)	15,300	12,200.00
	占成本比重	0.23	0.14
西服面料	采购量 (万米)	995	922
	采购均价 (元/米)	60	59.57
	占成本比重	6.42	5.86
涤纶丝	采购量 (万)	29,384	29,626
	采购均价 (万元/米)	1.01	1.13
	占成本比重	3.19	3.57
衬衫面料	采购量 (万米)	473	468
	采购均价 (元/米)	15.94	17.51
	占成本比重	0.81	0.88

资料来源：公司提供。

2015 年，公司服装业务主要原材料采购总金额为 47.40 亿元，前五名供应商采购的金额为 4.02 亿元，占服装业务采购总额的 8.48%，公司采购集中度很低。公司服装业务主要原材料采购的结算方式有现汇、银行承兑、商票付款等方式，跟踪期内，仍以现汇为主，现汇结算占 89.01%、商票付款占 4.60%、银行承兑结算占 6.39%。

总体看，跟踪期内，公司服装纺织业务采购规模变化不大，大部分原材料价格有所下降，有

利于公司生产成本控制。

市场营销

从经营方式来看，公司现在已从原先的工业制造逐步转变为商业经营，更加注重门店管理和品牌营销，现在销售方式包括：传统的批发市场、常用的超市、商场、专卖店，线上销售方式。

销售模式方面，销售模式由传统的以批发为主的销售渠道模式转向以自营和加盟店为主的销售模式，进一步提升公司对渠道的掌控能力。截至 2015 年底，公司在全国发展的红豆男装自营店 285 家、加盟店 1,286 家；红豆居家自营店 223 家、加盟店 692 家。

自营店的结算模式为当日营业额于次日汇到公司指定账户，运作方式为一切投入费用由公司负担，公司自负盈亏；加盟店的结算模式为加盟商按发货额带款提货，公司按照一定的折扣价与其核算，但投入费用由加盟商负担，加盟商自负盈亏，商品标价统一执行全国零售价。目前公司经营模式已逐渐转型为品牌零售和传统批发并存，2015 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 43.85%，较 2014 年 42.30% 变化不大，其余均为批发收入。2015 年，公司向前五名服装板块销售客户的总金额为 4.41 亿元，占服装业务销售总额的 3.97%，销售集中度较低。

从产销情况看，2015 年，公司各服装产品产销量增减不一，衬衫、西裤和西服产品，产销量较上年均略有下降，但幅度不大；羽绒服、内衣、文胸和家纺产品，产销量均有所上升，其中文胸产品产销量较上年大幅增长，主要系公司不断提高研发新产品的能力，丰富了产品的品种，并通过多样化的促销手段，实现产品线上线下联动，增加了销售。近两年，公司各产品产销率均保持在 95% 以上，产销率较高。

从销售区域看，公司服装产品主要以内销为主，内销占比在 90% 以上；近两年来公司出口总额占服装板块总销售额较低，均在 6.60% 以内，2015 年，公司服装出口总额为 12,560.74 万美元，较上年 11,695.17 万美元有所上升，占服装板块总销售额的 7.09%。公司现与美国、日本和欧盟等主要国家和地区的多家国际服装贸易大公司建立了长期、友好、稳定的合作关系，还在纽约、洛杉矶设立了分支机构。

总体看，跟踪期内，公司服装业稳步发展，产销率较高，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，公司将逐步向品牌运营商转变。

3. 轮胎板块业务

公司子公司江苏通用科技股份有限公司（以下简称“江苏通用”，公司持股 96.38%）以生产经营全钢载重子午线轮胎为主，是公司轮胎业务板块的核心载体。2015 年公司轮胎板块实现营业收入 32.15 亿元，占比 19.12%。目前公司对全钢子午线轮胎产品进行扩产，新增 200 万套全钢子午线轮胎生产线，是国家大力支持且符合轮胎发展趋势的真空无内胎项目，通过产品的转型升级，达到产品结构的全覆盖，以满足不同市场的需求。

原材料采购

轮胎板块原材料主要由天然胶、合成胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂组成，其中占成本比重最高的是天然胶，在 30% 以上，其价格波动幅度较大。2015 年，天然胶价格保持下行趋势，2015 年公司采购均价为 9,591.90 元/吨，较上年均价下降 17.92%；合成胶均价也呈下降状态，较上年均价下降 17.05%。其他轮胎原材料炭黑和钢帘线均价也有所下降，原材料价格整体呈现下降趋势，有助于缓解公司成本压力。

采购量方面，天然胶采购量由 2014 年的 76,892 吨上升至 2015 年的 81,392 吨；2015 年合成

胶采购量变化不大；钢帘线采购量较上年下降 24.99%，主要系公司自主研发采用新型轻量化钢帘线替代重型钢帘线及 2014 年公司钢帘线加量储备而 2015 年无该项储备所致。炭黑采购量较上年略有上升，为 43,689 吨。

表 5 2014-2015 年公司主要轮胎原材料采购情况

主要原材料	采购量（吨）		采购价格（元/吨）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
天然胶	76,892	81,391.62	11,686.00	9,591.90
合成胶	13,803	14,516.95	14,750.00	12,042.00
钢帘线	43,521	32,643.34	9,107.00	7,375.10
炭黑	42,903	43,688.55	5,980.00	5,150.41

资料来源：公司提供。

公司轮胎业务主要原材料采购的结算方式有现汇、信用证、承兑等方式，其中承兑结算占比 34.5%、信用证结算占比 0.5%、现汇结算占比 65.0%。

公司轮胎业务原材料主要向云南高深橡胶有限公司、金马士有限公司、嘉兴东方钢帘线有限公司等公司采购，2015 年公司向轮胎业务前五大原材料供应商采购规模达 9.00 亿元，占该板块采购规模的 33.78%，采购集中度一般。

总体看，跟踪期内，公司轮胎板块采购规模有所增加，但主要原材料价格有所下降，原材料价格的下降有助于缓解公司成本压力。

生产经营

从生产能力看，公司通过自主研发和外部技术合作，形成了包括全钢载重子午线无内胎和有内胎系列轮胎、全钢轻卡子午线无内胎和有内胎系列轮胎、斜交农用车系列轮胎、斜交轻卡系列轮胎、斜交载重系列轮胎、斜交叉车系列轮胎以及斜交精品系列汽车轮胎等产品类型。截至到 2015 年底，公司已形成年产全钢子午线轮胎 350 万套、斜交汽车轮胎 150 万套、摩托车轮胎 600 万套的生产规模。

2015 年，公司全钢子午胎产能略有扩大，产能利用率较上年略有下降，但仍属较高；公司斜交胎中轻卡、农用斜交胎产能变化不大，产量与上年基本持平，略有下降，产能利用率变化不大，但处于相对较低的区间，主要系近年来轮胎行业整体需求下行，且斜交胎逐步被全钢子午胎取代所致；摩托斜交胎产能未发生变化，近两年产能利用率均在 50% 以下，主要系轮胎市场主流产品以全钢子午胎为主，斜交胎需求较低所致。

表 6 近年公司主要轮胎产品生产情况

产品名称		项目	2014 年度	2015 年度
全钢子午胎		产能（万条）	325	350
		产量（万条）	301	315
		产能利用率（%）	93	90
斜交胎	轻卡、农用斜交胎	产能（万条）	150	150
		产量（万条）	55	56
		产能利用率（%）	37	37
	摩托斜交胎	产能（万条）	600	600
		产量（万条）	300	289
		产能利用率（%）	50	48

资料来源：公司提供。

总体看，跟踪期内，公司轮胎业务整体生产规模基本保持稳定，产能利用率变化不大。

市场销售

跟踪期内，公司仍主要采取“以销定产，产销平衡”的生产模式，产品销售情况良好，主要产品的产销率均超过 90%。2015 年，公司全钢子午胎产销率有所上升，主要系全钢子午胎逐渐成为市场主流产品；斜交胎产销率有所下降，主要受整体轮胎市场需求下行以及全钢子午胎的替代作用的影响所致。

2015 年公司全钢子午线胎销量 297 万条，较上年增长 7.48%，主要系公司重点抓销售团队建设，保证了全钢子午胎销量；实现销售额 27.21 亿元，较上年下降 7.83%，主要系轮胎行业整体下行，销售均价下降所致。斜交胎方面，公司斜交胎销量较上年变化不大，由 2014 年的 57.18 万条降至 52.00 万条，导致销售额较上年有所下降，销售均价较上年变化不大。

表 7 近年公司主要轮胎产品销售情况

产品名称	项目	2014 年度	2015 年度
全钢子午胎	产量（万条）	301.09	315.00
	销量（万条）	276.34	297.00
	产销率（%）	91.78	94.29
	销售收入（万元）	295,188.30	272,145.00
	销售均价（元/条）	1,068.21	916.31
斜交胎	产量（万条）	55.04	56.00
	销量（万条）	57.18	52.00
	产销率（%）	103.89	92.86%
	销售收入（万元）	12,823	11,699
	销售均价（元/条）	224.26	224.98
摩胎	产量（万条）	300	289
	销量（万条）	298	290
	产销率（%）	99.33	100
	销售收入（万元）	14,942	12,794
	销售均价（元/条）	50.14	44.12

资料来源：公司提供。

公司轮胎产品主要是内销为主，其中替换市场¹仍占据主导地位，2015 年产品市场分布为：替换市场占 89.32%，出口市场占 6.23%，配套市场占 1.16%。

产品销售布局方面，在替换市场，目前公司在全国建立了 20 个营销管理服务中心，已基本做到国内市场全覆盖。今后公司将更好地贴近市场，同时建立客户关系管理，通过完善售前、售中、售后服务，强化服务功能，巩固市场份额。在出口市场方面，公司将在原东南亚市场的基础上，加大对欧美、中东、非洲市场的开发力度，目前出口国家主要是智利、秘鲁、巴基斯坦、马来西亚、印尼等。

2015 年，公司轮胎板块前五大客户（按照同一实际控制人口径）主要有四川路易轮胎有限责

¹替换市场是相对于配套市场而言，配套市场是为整车生产厂家提供配套服务，而替换市场即维修市场。

任公司、四川易途轮胎股份有限公司等，公司向前五大客户销售金额为 3.50 亿元，占该板块收入的 10.89%，集中度低。公司轮胎板块主要产品的销售结算方式以现汇、信用证、承兑为主，其中现汇结算占比 65.00%、承兑结算占比 34.50%、信用证结算占比 0.50%。

总体来看，跟踪期内，公司轮胎板块销售仍以替换市场为主，销售情况基本保持稳定。

4. 房地产板块

公司房地产业务仍以无锡红豆置业有限公司（以下简称“红豆置业”，注册资金 50,000 万元）为业务载体。红豆置业具备二级房地产开发资质，目前开发重点主要在镇江、无锡等地，并成立了相应的分公司，包括镇江开发公司（香江花城、江南府邸、红豆商业广场）、无锡开发公司（无锡国际广场项目、人民路九号项目）、东港开发公司（红豆花园 A 区项目、宜东苑项目、怀仁中心西侧地块）。

截至 2015 年底，公司在建的住宅项目主要是人民路九号地块、香江花城五期、红豆国际商务城、万花城市广场（镇政府地块）、锡东新城香江豪庭项目、红豆美墅三期等。公司在建项目总投资额约为 77.97 亿元，公司已完成累计投资 42.41 亿元，尚需投资 35.56 亿元，公司存在一定的资金支出压力。从待售面积来看，截至 2015 年底，公司总可售面积约为 166.44 万平方米，已预售 121.60 万平方米，待售面积约为 44.83 万平方米，考虑到公司年均销售面积约为 20 万平方米左右，公司待售面积可维持两年左右销售需求。公司待售面积主要位于东港和无锡，业态主要为商住房，同时考虑到公司期末在建面积规模较大，公司存在一定的去化压力。

表 8 公司在建房地产项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	总投资额	建设计划（期限）	自有资金	已完成投资额	项目现状	规划建筑面积	截至 2015 年 12 月预售收入
人民路 9 号	168,315	2013.6-2016.6	138,315	11,7911	在建中	156,642	56,492.00
香江花城五期	18,413	2013.10-2016.10	18,413	8,415	在建中	28,745	5,887.00
红豆国际商务城	258,150	2009.12-2018.6	158,150	132,112	在建中	733,826	1,175.60
万花城市广场（镇政府）	66,850	2014.10-2017.3	36,850	43,521	在建中	156,858	39,730.00
锡东新城香江豪庭项目	75,000	2013.4-2017.6	47,000	39,549	在建中	165,651	2,063.53
红豆美墅三期	128,000	2014.7-2018.6	98,000	65,397	在建中	300,000	10,456.65
锡东红豆财富广场项目（A 栋）	65,000	2015.7-2017.10	45,000	17,213	在建中	105,904	0.00
合计	779,728	--	541,728	424,118	--	1,647,626	115,805.78

资料来源：公司提供。

从房地产开发情况看，2015 年，公司房地产开发完成投资 11.49 亿元，新增施工面积 12.08 万平方米；期末土地储备 1.80 万平方米，同比减少 35.48%；期末在建面积为 76.64 万平方米，较年初下降 20.09%，主要系公司项目逐渐完工，新开工面积有所下降所致；实际销售额 132,149.00 万元，主要是因为房地产市场行业周期性波动，公司本年房地产交付业务量减少，致使公司本年房地产销售收入有所下降，利润下降。

表 9 公司房产项目开发情况

项目	2014 年	2015 年
房地产开发完成投资（万元）	147,589.15	114,850.18
新增施工面积（万平方米）	39.76	12.08
房屋竣工面积（万平方米）	33.34	31.35
期末在建面积（万平方米）	95.91	76.64
房屋销售面积（万平方米）	19.20	19.40
期末土地储备（万平方米）	2.79	1.80
实际销售额（万元）	176,870.41	132,149.00

资料来源：公司提供。

从土地储备来看，2015 年，公司未购置新的地块；截至 2015 年底，公司土地储备仍为位于无锡市的锡东新城商业地块，剩余部分尚未开发，公司在储备土地方面依旧保持保守的态度。未来公司会根据实际情况谨慎储备土地。

表 10 截至 2015 年底公司土地储备情况

名称	地区	获得时间	获得价格	已交出让金	权益面积	兴建项目性质	项目基本情况
			（万元）	（万元）	（平方米）		
锡东新城商业地块	无锡	2010.11	16,730	16,730	27,853	商业、办公	规划中
合计	--	--	16,730	16,730	27,853	--	--

资料来源：公司提供。

总体看，跟踪期内，受结转单价下降的影响，公司房地产收入较上年有所下降，并出现亏损；土地储备规模较小，开发规模大幅下降，销售情况较稳定，待售规模与期末在建规模较大，仍面临着一定的去化压力。

5. 生物医药业务

公司生物医药业务板块仍主要依托江苏红豆杉生物科技股份有限公司（以下简称“红豆杉公司”，公司直接持股 82.48%，间接持股 10%）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。2015 年，公司生物医药板块实现营业收入 1.47 亿元，较上年有所下降，毛利率 53.18%，较上年略有上升。

盆景培育

公司拥有全球人工培育实生苗最多的红豆杉基地，种植面积超万亩，拥有红豆杉约 5,000 万株，占全国人工培育红豆杉数量的 90% 以上，其中 5 年龄以上的占全国红豆杉的 95% 以上。自 2009 年 10 月正式启动盆景销售，公司已在全国开设了 400 多家红豆杉盆景专卖店，销售省份从江苏省发展到国内 20 多个省份。公司目前致力于加强红豆杉的综合利用，进一步开发“红豆杉健康枕、靠垫、红豆杉洗化用品、工艺品”等产品。

生物制药

公司已建立起世界最大规模的红豆杉种植基地和紫杉醇提炼厂，生产模式和技术符合国际紫杉醇生产的主流技术要求。2015 年，公司顺利通过了江苏省食品药品监督管理局对紫杉醇原料药的 GMP 认证现场检查，并获得国家食品药品监督管理局颁发的 GMP 证书，可生产多种规格的抗肿瘤药注射液与冻干粉针。截至 2015 年底，公司已建立原料药销售网点 52 家。制剂采用代理销售模式，目前全国代理商、区域代理商共 36 家。

总体看，公司已初步形成从红豆杉资源培育、盆景销售到紫杉醇原料药及制剂的产业链经营模式，原料药销售和制剂销售两大销售网络业务销售客户、代理商数量有所增加、范围不断扩大，发展前景逐渐明朗。

6. 经营效率

2015 年公司应收账款周转次数由上年的 7.34 次下降至 6.94 次，主要系营业收入有所下降所致；存货周转次数由上年的 1.46 次下降至 1.43 次；总资产周转次数由上年的 0.68 次下降至 0.60 次，主要系资产规模扩大，营业收入下降所致。

从同行业上市公司比较情况看，公司应收账款周转率、公司存货周转率处于行业一般水平；公司总资产周转率处于行业较高水平。总体看，公司整体经营效率尚可。

表 11 2015 年服装类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
杉杉股份	2.29	4.12	0.44
海澜之家	27.67	1.21	0.75
雅戈尔	48.06	0.57	0.24
江苏阳光	4.85	3.03	0.50
七匹狼	6.00	1.79	0.34
红豆集团	6.94	1.43	0.60

资料来源：Wind 资讯；红豆集团数据由联合评级整理。

7. 经营关注

原材料价格波动对公司成本控制造成一定影响

公司以服装生产、轮胎制造以及生物医药为主业，所需主要原材料包括：印花布、棉布、毛、绒、纱线、棉花、西服面料、涤纶丝、衬衫面料等；天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂；红豆杉。上述原材料构成了公司产品的主要生产成本，其价格受宏观经济环境以及国内外市场需求的影响较为明显，较易出现较大的价格波动。虽然公司通过采取不断加强原材料采购管理、发挥集中采购优势、与供应商建立战略联盟关系等措施，争取较优惠的原材料价格，但如果原材料价格在短期内发生剧烈变化，将会对公司产品的生产成本造成一定程度的影响。

市场竞争加剧影响公司市场份额和毛利率水平

公司从事服装生产、橡胶轮胎制造、房地产开发以及生物医药研发等，目前已成为我国规模较大的服装制造和轮胎制造企业之一。公司核心业务涉及服装、轮胎、房地产、生物医药等领域，产品广泛应用于居民普通生活、汽车制造、抗肿瘤药物研发等。公司在服装、轮胎和抗肿瘤药物研发等领域具有一定的规模、技术优势和市场地位，但也面临其他大型企业的竞争；随着越来越多的国内外同行业公司扩大其生产和销售规模，公司在上述应用行业的市场竞争将日趋激烈。虽然当前上述应用行业对服装及轮胎的需求呈持续增长趋势，且公司产品在某些方面具有一定的竞争优势，但是竞争对手数量增加、竞争实力增强可能对公司各项业务的市场份额、毛利率产生影响。

国际贸易汇率波动，可能对公司造成汇兑损失

公司部分业务涉及到国际贸易，包括服装、轮胎产品在内的多种产品均出口至国外。公司出口产品一般以美元计价，从当前一段时期汇率变化走势看，人民币兑美元仍有贬值趋势，短期内

公司产品在国际市场上价格竞争力将有所提升，但相对的美元收入将会有所降低；同时，尽管企业将回款期限控制在1个月以内，但是国际金融市场动荡造成的汇率波动仍可能导致企业出现结算汇兑损失。因此，公司在国际贸易过程中可能面临一定的汇率风险。

公司房地产板块收入下降，待售面积规模较大，可能存在一定的去化压力

2015年，公司房地产板块收入下降，待售面积主要位于东港和无锡地区，考虑到区域内房地产市场库存规模较大，且公司主要库存业态为商住房，可能存在一定的去化压力。

8. 未来发展

公司将以国家“十三五”总体战略规划为指导，贯彻落实科学发展观，贯彻“以人为本”的经营管理理念，实施人才战略，加强人才培养力度，建立公司科学的内部管理机制，进行信息化建设，加快转型升级，走集约化的经营管理发展道路。公司将不断优化资源配置，重点发展服装、轮胎、生物医药产业，加快推进柬埔寨工业园区建设以及红豆杉种植项目发展。

在服装板块方面，公司发展规划重点以服装连锁专卖网络建设以及品牌发展为主，通过提升品牌、提升人才的专业化水平、提升产业链、提升卓越绩效管理、提升业绩来达到规划目的。公司未来计划投入3,000万左右资金建立服装研发中心，在5年内成为国家级服装研发中心，促进产业链向研发、设计、营销、服务等全过程延伸。目前公司运作品牌网络覆盖红豆形象男装、红豆居家等品牌。公司在渠道开拓上：开设旗舰店，占据战略高地提高影响力；抢占经济发达城市，扩大品牌感召力；重点发展经济发达地区，核心进入一、二类商圈，零距离贴近目标消费群；多渠道并举，无缝覆盖各城市目标消费群，着重发展网上销售，打造全新的网络购物平台，以抢占日益增长的国内服装类零售业市场。目前公司运作品牌网络覆盖红豆形象男装、红豆居家等品牌。

在橡胶板块上，公司将抓住机遇快速扩大公司全钢子午线的生产规模，继续保持子午线轮胎和矿山轮胎产品国内的领先优势，加大研发投入，增加产品科技含量；新增200万套全钢载重子午线轮胎项目建成达产后，形成了规模优势，在轮胎市场形成了良好的知名度。

在生物医药板块上，公司规划主要是通过红豆杉药业研发项目，建成国家级红豆杉综合利用工程技术研究中心，利用3年时间加快抗肿瘤药中间体、原料药、制剂的产品开发；利用3-5年时间，争取发展成为全球红豆杉综合开发利用的领跑者。

在房地产板块上，公司主要规划是顺势而为，目前根据国家政策及宏观经济态势，公司将分期开发现有土地项目，暂无储备土地计划；加快部分商业项目的开工建设，尽快实现销售，放慢住宅项目的建设速度，对已开工住宅加快以小户型的刚需房型开发速度。

整体规划上，公司始终以产业发展为经营重点，服装产业为主业。服装板块大力实施传统产业转型升级战略，拥有国家级的企业技术中心，终端销售主抓连锁专卖体系、网销的建设，大力推行联营加盟模式，前道以供应商代销模式、降低库存风险，后道以各经销商联营加盟，整合前后道资源，资金投资以供应商、经销商为主，公司主要以研发设计，维护品牌形象，输出专卖店管理模式；公司下属子公司江苏通用科技股份有限公司首次公开发行股票事项已获中国证券监督管理委员会主板发行审核委员会于2016年3月2日召开的2016年第30次会议审核通过；红豆杉生物科技股份有限公司2014年1月24日新三板成功挂牌，11月股票成功做市；同时将加快柬埔寨工业园区的建设，围绕“一城、两港、三中心”，把西哈努克港经济特区打造成中柬友谊城，和“一带一路”上的重点样板园区；公司将持续强化人才兴企战略，坚持“百才工程”，加强红豆学院建设，争取成为国家级博士后工作站；做大做强金融产业，提高财务公司、小额贷款公司、投资公司的盈利能力，并在金融领域不断进行拓展，开展新的业务，支持集团现有产业发展；转变经济

增长方式，完善应用领域公共服务平台建设（中国纺织材料交易中心、中国面料馆、红豆商城等）。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度财务报表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。公司的合并报表范围符合财政部规定及企业会计准则的相关规定。本报告中 2014 年财务数据采用 2015 年审计报告中的期初数。2015 年公司合并范围由于投资新设新增 9 家，由于公司注销减少 1 家，对公司主营业务影响不大，对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 299.78 亿元，负债总额 200.63 亿元，所有者权益合计 99.15 亿元（其中少数股东权益 18.66 亿元），其中归属于母公司的所有者权益合计 80.49 亿元；2015 年公司实现营业收入 168.42 亿元，净利润（含归属于少数股东的净利润）4.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.63 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底，公司合并资产总额 299.78 亿元，较年初增加 14.56%，主要系流动资产增长所致，其中流动资产和非流动资产占比分别为 66.61 和 33.39%，资产构成以流动资产为主，和上年相比资产结构变化不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 199.69 亿元，较年初增长 9.12%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 24.95%）、应收票据（占 9.38%）、应收账款（占 11.84%）和存货（占 48.68%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 49.82 亿元，较年初增长 32.41%，主要系公司银行存款增加及银行承兑票据保证金、信用保证金、借款保证金增加所致。公司货币资金中使用受限的资金为 14.01 亿元，占期末货币资金总额的 28.12%，占比不高，主要为银行承兑汇票保证金、信用证、借款保证金及法定存款准备金。

截至 2015 年底，公司应收票据为 18.74 亿元，较年初减少 7.65%，均为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 23.65 亿元，较年初增加 7.14%。截至 2015 年底，公司累计计提应收账款坏账准备 1.50 亿元，均为按信用风险特征组合计提的坏账准备，占期末应收账款账面余额的 5.96%，计提较为充分。截至 2015 年底，公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占 91.03%，1~2 年的占 8.39%，3 年及以上的占 0.58%，以 1 年以内的为主。从应收账款集中度来看，期末余额前五名应收账款总额为 5.43 亿元，占期末应收账款账面价值的 22.96%，集中度不高，公司应收账款的回收风险较小。

截至 2015 年底，公司存货净额为 97.22 亿元，较年初减少 0.68%。其中，原材料占 4.39%，在产品占 1.94%，低值易耗品占 0.01%，消耗性生物物资占 2.69%，库存商品占 34.53%，委托加工物资占 0.16%，开发成本占 42.31%，开发产品占 13.96%，以房地产开发成本和开发产品为主，合计占期末存货账面价值的 56.27%，公司房地产开发项目主要位于无锡及周边地区，考虑到区域内市场库存规模较大，存在一定的去化压力。截至 2015 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.76 亿元，主要为库存商品的跌价准备，公司房地产开发项目未计提存货跌价准备，可能存在一定的减值风险。截至 2015 年底，公司存货中，使用权或所有权受限的存货合计 14.80 亿元，占存货期末账面价值的 15.22%，占比较低。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 100.08 亿元，较年初增长 27.20%，主要系可供出售金融资产和固定资产的增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 27.66%）、投资性房地产（6.31%）、固定资产（占 39.00%）、在建工程（占 8.33%）和无形资产（占 10.69%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面价值合计为 27.68 亿元，较年初增长 88.69%，主要系新增对中国民生投资股份有限公司、力合科创集团有限公司的投资所致。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产中，以成本法计量的可供出售金融资产合计 24.39 亿元，以公允价值计量的可供出售金融资产合计 3.30 亿元，其中，公允价值变动增值 0.56 亿元，公司可供出售金融资产主要以成本法计量，尚未计提减值准备。

截至 2015 年底，公司投资性房地产采用成本法计量，账面价值合计 6.32 亿元，主要由房屋及建筑物（占 73.25%）和土地使用权（占 26.75%）构成，较年初增长 20.08%，主要系公司存货转投资性房地产所致。截至 2015 年底，公司投资性房地产累计计提折旧或摊销 1.04 亿元。截至 2015 年底，公司有 5.19 亿元投资性房地产用于银行借款抵押，占投资性房地产期末账面价值的 82.12%，占比很高。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值合计 39.03 亿元，主要由房屋及建筑物（占 53.22%）和机器设备（占 44.09%）构成，较年初增长 5.67%，主要系在建工程转入的房屋及建筑物。截至 2015 年底，公司固定资产累计计提累计折旧 27.34 亿元，固定资产成新率 58.81%，成新率一般。截至 2015 年底，公司有 8.80 亿元固定资产用于银行借款抵押，占固定资产期末账面价值的 22.55%，占比较低。

截至 2015 年底，公司在建工程账面价值合计 8.34 亿元，较年初增加 25.36%，主要系新增台州和沛县光伏电站所致，公司在建工程主要由西岗基础建设工程（占 54.10%）、沛县 20 兆瓦光伏电站（占 16.92%）和台州 20 兆瓦光伏电站（占 17.90%）构成，公司未计提在建工程减值准备。公司台州和沛县光伏电站预算总投资 2.94 亿元，均为 2015 年新增，目前工程进度均已完成 98% 以上，已基本完工，未来项目资金压力较小。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值合计 10.70 亿元，较年初减少 3.49%，变化不大，主要由土地使用权（占 15.73%）和商标使用权（占 82.55%）构成，截至 2015 年底，公司未计提无形资产减值准备。截至 2015 年底，公司有 5.34 亿元无形资产用于银行借款抵押，占无形资产期末账面价值的 49.91%，占比较高。

总体看，2015 年公司资产规模上升，以流动资产为主；流动资产中存货占比较高，主要为库存商品、房地产开发成本和开发产品；非流动资产中可供出售金融资产和固定资产占比较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计为 200.63 亿元，较年初增长 13.30%，主要系非流动负债的增长所致，流动负债和非流动负债分别占 66.12%和 33.88%，流动负债占比有所下降，主要系公司于 2015 年发行中期票据、定向融资工具和和公司债券导致非流动负债规模增加所致，但负债仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，流动负债合计 132.66 亿元，较年初增长 1.06%，流动负债主要以短期借款（占

28.08%)、应付短期融资券(占 22.99%)、应付票据(占 14.76%)、应付账款(占 12.05%)、预收款项(占 8.03%)和一年内到期的非流动负债(占 8.44%)构成。

截至 2015 年底,短期借款余额为 37.25 亿元,较年初减少 1.83%,变化不大,主要由质押借款(占 28.82%)、抵押借款(占 16.30%)和保证借款(占 54.89%)构成。

截至 2015 年底,公司应付短期融资券合计 30.50 亿元,较上年增加 17.31%,主要系公司于 2015 年 12 月发行了两期短期融资券(合计 8.50 亿元)所致;公司应付短融券规模较大,短期内将面临一定的偿付压力。

截至 2015 年底,公司应付票据合计 19.59 亿元,较年初增长 9.74%,主要为应付银行承兑汇票。

截至 2015 年底,公司应付账款合计 15.98 亿元,较年初减少 5.01%,且无账龄超过 1 年的重要应付账款。

截至 2015 年底,公司预收款项合计 10.65 亿元,较年初增长 1.76%,主要为预收商品房款(占 93.19%),无实际偿付压力。

截至 2015 年底,公司一年内到期的非流动负债合计 11.20 亿元,较年初减少 36.25%,主要系公司按期偿还了一期中期票据所致。截至 2015 年底,公司一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。

截至 2015 年底,公司非流动负债合计 67.97 亿元,较上年初增加 48.35%,主要系长期借款和应付债券的增加所致。截至 2015 年底,公司非流动负债主要由长期借款(占比 35.50%)和应付债券(占 64.39%)构成。

截至 2015 年底,公司长期借款余额为 24.12 亿元,较年初增长 22.49%,主要系 2015 年公司逐渐调整债务结构,增加长期融资所致。公司长期借款主要为由于项目建设需要形成的抵押、质押和保证借款。

截至 2015 年底,公司应付债券余额为 43.76 亿元,较年初增长 67.93%,主要系公司于 2015 年 2 月和 8 月分别发行非公开定向债务融资工具和公开发行人公司债券所致。公司应付债券由应付中期票据 8.24 亿元、应付非公开定向债务融资工具 25.30 亿元和应付公司债券 10.22 亿元构成。从偿付期集中度来看,1~2 年内到期的应付债券本金 21 亿元,2~3 年内到期的应付债券本金 11 亿元,3 年及以上到期的应付债券本金 10 亿元,偿付压力主要集中在 2017 和 2018 年,合计 32 亿元,公司未来两年内将面临一定的偿付压力。截至 2015 年 12 月底,公司过往债券尚未出现逾期、违约等情况。

截至 2015 年底,公司全部债务为 167.42 亿元,较年初增长 15.67%,主要系长期债务增加所致,其中短期债务占 59.45%,长期债务占 40.55%,长期债务占比有所上升,主要系长期借款增加和发行公司债券所致,公司债务结构仍以短期债务为主。

截至 2015 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 66.93%、62.81%、40.64%,资产负债率和全部债务资本化比率较上年初略有下降,主要系 2015 年公司股东增资及当年盈利导致权益增长速度超过负债增长速度;长期债务资本化比率有所上升,主要系长期借款的增加和发行公司债券所致。如果将公司发行的永续债调入长期债务,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 69.61%、65.96%和 46.82%,债务负担较调整前变化不大。总体看,债务负担有所减轻,但仍属较重水平。

总体看,公司负债以流动负债为主,债务规模增长较快,债务负担较重,债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 99.15 亿元，较年初增长 17.20%，主要系下属子公司增加少数股东投资，少数股东权益增加所致，归属于母公司所有者权益占比 81.18%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 13.60%、资本公积占 5.63%、盈余公积占 0.28%、未分配利润占 72.35%。未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 168.42 亿元，较上年减少 2.35%，主要系房地产结转收入下降所致；公司实现利润总额 7.19 亿元；实现净利润（含少数股东损益）4.80 亿元，较上年分别减少 6.81% 和 10.51%，其中归属于母公司的净利润为 3.95 亿元。

期间费用方面，2015 年公司期间费用合计为 20.38 亿元，较上年增长 8.83%，主要系财务费用的增长所致；其中销售费用占 34.06%，管理费用占 38.41%，财务费用占 27.53%，财务费用占比有所上升，主要系公司债务规模有所扩大所致。2015 年公司费用收入比为 12.10%，较上年上升 1.24 个百分点，期间费用控制能力较上年有所下降。

从利润构成来看，2015 年公司实现投资收益 1.51 亿元，较上年增长 499.15%，主要系可供出售金融资产的分红收益增加所致；公司投资收益占当年营业利润的 21.14%，公司营业利润对投资收益存在一定依赖。营业外收入方面，2015 年公司实现营业外收入 0.21 亿元，较上年减少 52.61%，主要系政府补助减少所致，公司营业外收入占当年利润总额的 2.91%，占比很低。

2015 年，公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 4.88%、5.16% 和 5.22%，较上年分别下降 0.29 个百分点、0.19 个百分点和 1.35 个百分点，主要系公司营业收入减少且期间费用增加所致。与服装行业上市公司比较来看，公司处于行业中下游水平，盈利指标表现一般，见下表。

表 12 2015 年服装制造类上市公司盈利能力情况（单位：%）

指标名称	净资产收益率	总资产收益率	毛利率
杉杉股份	14.71	9.38	21.38
海澜之家	38.53	18.53	39.93
雅戈尔	23.84	10.71	32.96
江苏阳光	6.37	6.63	21.64
七匹狼	5.55	2.53	42.27
红豆集团	4.88	5.16	16.54

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和净利润有所下降，费用控制能力有所下降，整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 12.56 亿元，较上年增加 37.56%，主要系销售商品提供劳务收到的现金增加所致，经营活动现金流出方面较上年变化不大。从收入质量上看，2015 年公司的现金收入比为 105.99%，较上年有所提高，公司 2015 年收入实现质量尚可。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流量净额为-18.87亿元，其中，投资活动现金流入较上年增长141.88%，主要系处置可供出售金融资产和所持可供出售金融资产带来的投资收益增加所致；投资活动现金流出较上年增长111.59%，主要系公司新增对中国民生投资股份有限公司等的投资所致。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动现金流量净额为15.94亿元，其中2015年筹资活动现金流入主要系新增银行借款、发行公司债券以及吸收投资（发行永续债）所致。

总体看，公司经营现金流呈净流入状态，收入实现质量尚可，但经营活动产生的现金流不能满足目前公司投资发展需求，有一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，公司流动比率由2014年末的1.39倍上升至1.51倍；速动比率由2014年末的0.65倍上升至0.77倍。2015年，公司经营现金流动负债比率为9.47%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较低。2015年公司现金短期债务比由2014年的0.59倍上升至0.69倍，现金类资产对短期债务保护能力有所提高。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司EBITDA为19.93亿元，较上年增长6.03%，主要系计入财务费用的利息支出增长所致。公司EBITDA主要由利润总额（占36.06%）和计入财务费用的利息支出（占36.68%）构成，折旧（占19.52%）和摊销（占7.74%）占比较低；2015年EBITDA利息倍数由2014年的3.17倍下降至2.20倍，EBITDA对利息的保障能力尚可；EBITDA全部债务比由2014年的0.13倍下降至0.12倍，较上年变化不大，EBITDA对全部债务的覆盖能力变化不大。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2015年12月31日，公司不存在应披露的未决诉讼等或有事项。

截至2015年12月31日，公司下属子公司无锡红豆置业有限公司和淮安红豆置业有限公司为购买镇江香江花城、无锡市人民路九号、无锡万花城等房屋的客户提供总额为10.74亿元的银行按揭担保，即累计对外担保10.74亿元。公司下属子公司江苏通用科技股份有限公司为哈尔滨中策商贸有限公司提供3,300.00万元担保，规模较小，对公司影响不大。

截至2015年12月底，公司获得银行综合授信137.85亿元，已使用80.56亿元，未使用额度57.29亿元，公司间接融资渠道较为通畅，同时考虑到公司下属子公司红豆股份作为上市公司具有广泛的直接融资渠道，公司融资渠道较为通畅。

总体看，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，但考虑到公司的多元化经营布局、经营活动现金流状况良好，其整体偿债能力仍然较强。

7. 过往债务履约情况

根据代码为G10320205002879202的人民银行征信报告，截至2016年5月13日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达68.56亿元，约为“15红豆债”债本金合计（10亿元）的6.86倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达99.15亿元，约为债券本金合计（10亿元）

的9.91倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15红豆债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为19.93亿元，约为债券本金合计（10亿元）的1.99倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入183.09亿元，约为债券本金合计（10亿元）的18.31倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司的多元化经营布局，以及在融资渠道、品牌声誉等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15红豆债”的偿还能力较强。

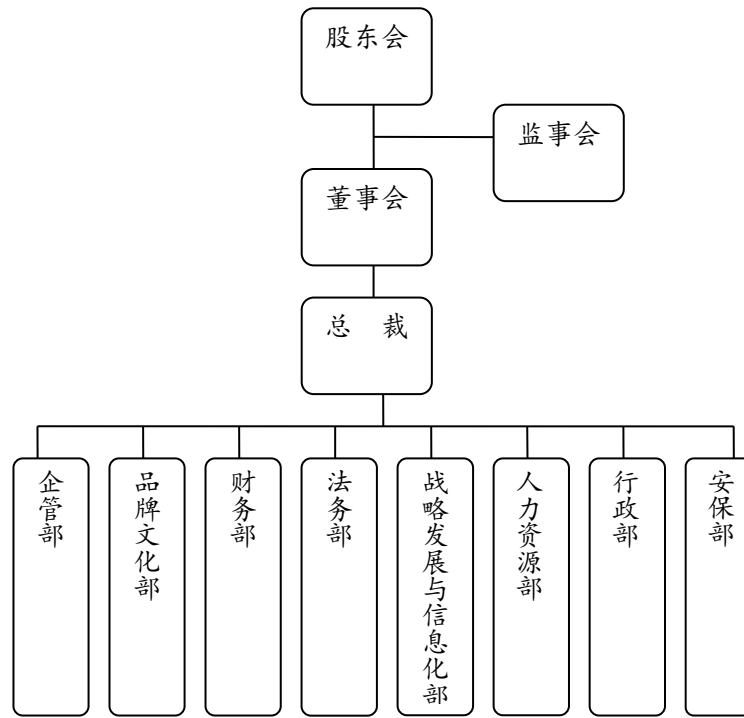
八、综合评价

跟踪期内，公司仍处于中国纺织服装行业龙头企业地位、在品牌和科研实力等方面具有综合优势。公司延续了多元化经营策略，受益于原材料成本下降等因素，核心业务服装板块经营规模稳定增长；在轮胎行业下滑的背景下，公司橡胶轮胎板块产能扩大，全钢子午胎销量进一步扩大；红豆杉种植和紫杉醇板块市场前景广阔。同时，联合评级也关注到公司2015年营业收入和净利润均有所下滑，纺织服装行业需求增速缓慢，轮胎行业整体竞争激烈、资本支出压力较大、房地产板块收入下降以及债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司服装业务品牌商业模式和加盟联营模式的转型，全钢子午线轮胎产能逐步释放以及红豆杉产业效益的逐渐显现，公司收入和盈利规模有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15红豆债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 红豆集团有限公司组织结构图



附件 2 红豆集团有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	261.68	299.78
所有者权益 (亿元)	84.60	99.15
短期债务 (亿元)	98.99	99.53
长期债务 (亿元)	45.76	67.89
全部债务 (亿元)	144.75	167.42
营业收入 (亿元)	172.47	168.42
净利润 (亿元)	5.36	4.80
EBITDA (亿元)	18.80	19.93
经营性净现金流 (亿元)	9.13	12.56
应收账款周转次数 (次)	7.34	6.94
存货周转次数 (次)	1.46	1.43
总资产周转次数 (次)	0.68	0.60
现金收入比率 (%)	99.89	105.99
总资本收益率 (%)	5.17	4.88
总资产报酬率 (%)	5.36	5.16
净资产收益率 (%)	6.57	5.22
营业利润率 (%)	16.12	16.54
费用收入比 (%)	15.08	15.79
资产负债率 (%)	67.67	66.93
全部债务资本化比率 (%)	63.11	62.81
长期债务资本化比率 (%)	35.10	40.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.17	2.20
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.12
流动比率 (倍)	1.39	1.51
速动比率 (倍)	0.65	0.77
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.69
经营现金流流动负债比率 (%)	6.96	9.47
EBITDA/债券本金合计 (倍)	1.88	1.99

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。