

跟踪评级公告

联合[2017]1025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公开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”
红豆集团有限公司公开发行的“15 红豆债”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 月 二十七日

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>

红豆集团有限公司

公司债券 2017 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+	2017 年 2 月 10 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	299.78	377.78	397.68
所有者权益 (亿元)	99.15	151.77	153.28
长期债务 (亿元)	67.89	73.29	76.91
全部债务 (亿元)	167.42	188.81	207.96
营业收入 (亿元)	168.42	167.25	42.02
净利润 (亿元)	4.80	9.80	1.20
EBITDA (亿元)	19.93	25.97	--
经营性净现金流 (亿元)	12.56	3.92	-7.66
营业利润率 (%)	15.79	16.17	16.86
净资产收益率 (%)	5.22	7.81	0.79
资产负债率 (%)	66.93	59.83	61.46
全部债务资本化比率 (%)	62.81	55.45	57.55
流动比率 (倍)	1.51	1.66	1.61
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.14	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.46	1.96	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.99	2.60	--

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. 公司长期应付款中的融资租赁款已纳入长期债务及其指标核算，公司向中央银行借款和应付短期融资债已纳入短期债务及其指标核算；3. 2017 年 1~3 月数据未经审计，相关指标未年化；4. 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

红豆集团有限公司（以下简称“公司”或“红豆集团”）作为中国纺织服装行业龙头企业，在品牌和科研实力等方面具有综合优势。2016 年，公司延续了多元化经营策略，服装板块经营较为稳定，橡胶轮胎板块全钢子午胎销量进一步扩大，子公司江苏红豆实业股份有限公司（以下简称“红豆股份”）完成增发，江苏通用科技股份有限公司（以下简称“通用股份”）成功上市，公司资本实力进一步增强。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 2016 年营业收入有所下滑，服装和轮胎行业竞争激烈、公司债务规模扩大、债务结构有待调整等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司服装业务向品牌商业模式和加盟联营模式的转型，全钢子午线轮胎产量逐步增长，以及红豆杉产业效益的逐渐显现，公司未来发展前景较好，盈利能力有望得到提升。

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

优势

1. 2016 年，公司服装纺织业务品牌连锁专卖网络体系逐渐建成，毛利率有所提高。

2. 2016 年，轮胎行业景气度有所回升，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。

3. 2016 年 9 月，子公司红豆股份增发成功，橡胶轮胎板块实现整体上市，其资本实力得以增强。

关注

1. 2016 年，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. 2016 年，公司债务规模继续增长，以短期债务为主，债务结构有待调整。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

高可峰 孙琳琳

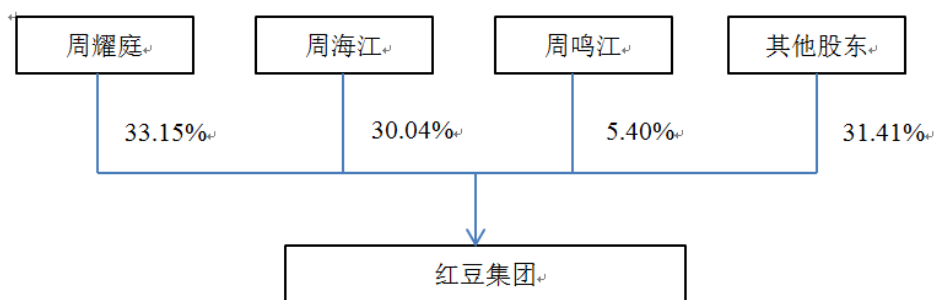


联合信用评级有限公司

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，由集体企业改为自然人控股的有限责任公司。自2003年8月起，公司历经多次增资扩股和股权变更，截至2016年底，公司注册资本10.95亿元，股东全部为自然人，其中周耀庭¹出资3.63亿元，占比33.15%，为公司第一大股东，其余周海江等43位股东合计出资8.22亿元，占比66.85%，周耀庭为公司实际控制人。

图1 截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年，公司经营范围较上年无变化。

截至2016年底，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8个职能部门负责日常事务的管理；公司纳入合并范围内的一级子公司共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.SH”，公司持股51.50%）于2001年1月在上海证券交易所上市；子公司江苏通用科技股份有限公司（以下简称“通用股份”，股票代码“601500.SH”，公司持股73.19%）于2016年9月19日在上海证券交易所上市。截至2016年底，公司在职员工人数为20,069人。

截至2016年底，公司资产总额377.78亿元，负债总额226.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计151.77亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计115.71亿元；2016年，公司实现营业收入167.25亿元，净利润（含少数股东损益）9.80亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为8.74亿元；经营活动产生的现金流量净额3.92亿元，现金及现金等价物净增加额12.85亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额397.68亿元，负债总额244.40亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计153.28亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计116.77亿元；2017年1~3月，公司实现营业收入42.02亿元，净利润（含少数股东损益）1.20亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.80亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.66亿元，现金及现金等价物净增加额-0.19亿元。

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。

¹ 注：周耀庭、周海江以及周鸣江等为一致行动人。

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日在上海证券交易所上市（债券简称：“15红豆债”，债券代码：122439.SH）。2016年8月22日，公司如期支付“15红豆债”2015年8月20日至2016年8月19日期间的利息。

截至2016年底，扣除发行费用后，本次债券募集资金已全部用于补充公司营运资金。

三、行业分析

公司核心业务为服装业务和全钢子午线轮胎业务，分别属于纺织服装行业和轮胎制造行业。

1. 纺织服装行业

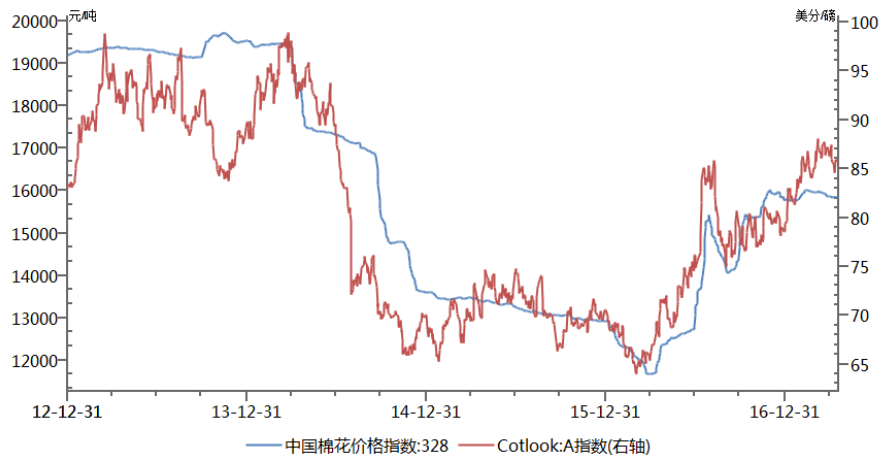
（1）行业概况

2016年，在全球经济低迷、市场需求偏弱的复杂形势下，我国服装行业全年实现平稳增长，增速放缓，行业盈利能力稳定，但企业成本负担依然较重，行业面临较大发展压力。根据国家统计局公布的数据，2016年，全国居民人均衣着支出增长3.30%，在消费支出中的比重为7.00%，支出比上年减少0.40个百分点。

2016年，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速延续了2015年以来的平缓增长状态，主要由于国内外市场需求低迷、产品附加值过低、行业竞争加剧、资源环境约束增大以及生产要素成本上升等不利因素造成，但更深层次的原因是中国纺织业之前高速增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题。国际市场方面，全球经济复苏缓慢，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。2016年，服装及衣着附件出口额累计1,578.19亿美金，同比下降9.40%。国内市场方面，受宏观经济增速放缓、服装行业内需增速趋缓影响，社会消费品零售总额和服装类零售额增速均呈下降趋势。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，同比增长10.40%，增速较上年下降0.30个百分点；服装类零售额10,217.60亿元，同比增长6.80%，增速较上年下降2.50个百分点，增速进一步趋缓。

原材料方面，2016年，受国际油价上涨以及供给侧结构改革初见成效等因素影响，大宗商品价格随之上涨，主要原料棉花和化纤原料价格呈止跌启涨趋势。棉花价格方面，2016年以来，棉花价格水平持续上涨，截至2016年底，国内328棉花价格已涨至15,798元/吨。国际棉价方面，2016年以来，受国际油价上涨、美棉出口情况较好以及印度新棉上市量较少等因素影响，国际市场棉价也呈现上涨趋势，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使得棉纺企业对棉花需求有所增加。化纤类服装面料价格方面，2016年化纤产品价格指数较2015年呈现普遍上涨趋势，化纤板块的14种商品中，同比上涨的商品共13种，涨幅前3的商品分别为涤纶FDY（44.53%）、涤纶POY（42.33%）、涤纶DTY（35.52%）同比下降的商品仅有氨纶1种（-11.36%）。截至2016年底，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的66.34涨至年底的85.36。主要原材料的价格上涨加重服装制造企业成本压力。

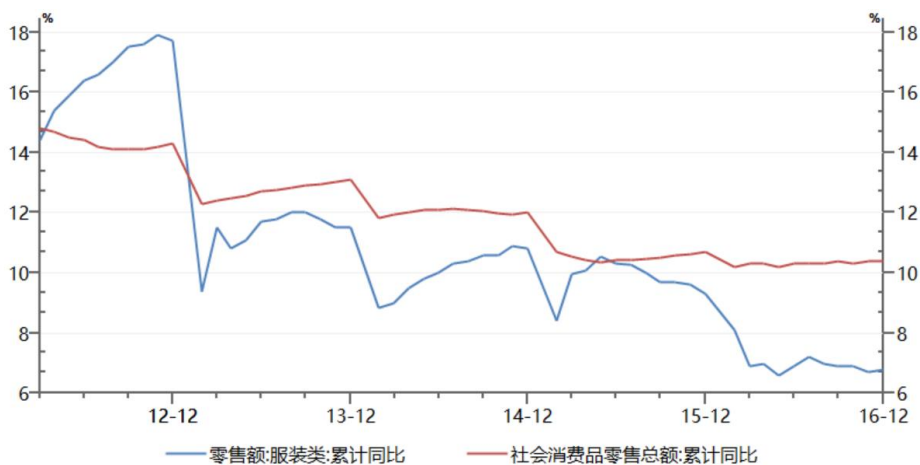
图2 近年国内外棉花价格走势（单位：元/吨，美分/磅）



资料来源：Wind 资讯

从盈利状况上看，2016年，我国纺织服装、服饰行业主营业务收入达到23,605.10亿元，同比增长4.60%，增速较上年下降1.00个百分点；利润总额为1,364.70亿元，较上年增长2.40%，增速较上年下降1.60个百分点，增速有所放缓。2016年，纺织服装行业收入水平增速和盈利能力有所放缓。

图3 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

总体看，2016年，受原材料价格上涨、需求放缓等因素影响，我国纺织服装行业增速持续放缓。

（2）行业政策

2016年4月15日，国家发改委发布《关于国家储备棉轮换有关安排的公告》。公告中指出，从2016年起逐步有序消化国家储备棉库存，将储备规模调整至合理水平。具体轮出时间为2016年5月3日~2016年8月31日的国家法定工作日，轮出总量不超过200万吨，同时每日挂牌销售数量不超过3万吨，并优先安排进口棉轮出。并且每年3月至8月国家法定工作日均安排储备棉挂牌竞价销售，也将意味着国家储备棉轮出将实现常态化。

2016年4月，《长丝织造产业“十三五”发展指导意见》（以下简称“指导意见”）发布，“指导意见”指出，“十三五”期间长丝产业发展将以差异化、功能化、健康化、时尚化为产品开发主方向，坚持把质量效益、品牌建设、节能减排、绿色发展、两化融合与智能制造有机结合，充

分挖掘内需市场潜力、努力拓展国际市场空间,继续保持长丝织造产业在纺织面料中的竞争优势。

2016年12月,工业和信息化部、国家发展改革委印发的《化纤工业“十三五”发展指导意见》提出,“十三五”期间,化纤工业继续保持稳步健康增长,化纤差别化率每年提高1个百分点。到2020年,大中型企业研发经费支出占主营业务收入比重由目前1%提高到1.2%,发明专利授权量年均增长15%。

总体看,纺织行业在国民经济中具有重要的基础产业地位,得到了国家政策上的大力支持。

(3) 行业关注

节能环保压力提升

国家在淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高,纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力,节能减排水平提升受到制约。特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业,受环保问题影响,发展形势更为严峻。2015年新的环保法实施,2016年,国家对污染排放监管范围和标准不断提升,行业环保压力更加突出。部分地区对印染企业采取不准改造的一刀切限制政策,不仅不利于促进节能减排,也将影响纺织全产业链的转型升级。

汇率变动影响

纺织服装作为对外依存度较高的行业,对于人民币汇率变化十分敏感,尤其是行业内存在的大量中小纺织企业,由于其缺乏议价能力且成本消化能力较弱,因此易受到人民币升值的不利影响。色纺行业作为纺织子行业,也具有出口比例较高的特点,因此也将会在一定程度上受到汇率变动的影响。

产业升级任务紧迫

原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升,我国纺织品服装制造比较优势减弱,以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育,订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓,信息化与传统产业融合尚待推进,中小企业受资金、技术、人才等制约,经营困难加大。

贸易保护主义抬头

受到全球性金融危机的影响,各主要国家贸易保护主义倾向加剧,纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业。可以预计在未来相当长的一段时间内,中国纺织品出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

(4) 行业发展

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,2016年,中国纺织服装行业深入推进转型升级已进入平稳发展期,但受竞争激烈、人工成本压力以及原材料价格波动等不利因素影响,行业发展仍然面临较大压力。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

(1) 行业概况

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。

原材料方面，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。2016 年，受整体经济增长放缓、下游需求增加以及天然橡胶主产国出口量下降等因素影响，主要橡胶原材料价格呈现大幅上涨趋势。

2016 年三季度以来，受天然橡胶价格上涨、炭黑化工及帘线帘布等非橡胶类的轮胎原材料和轮胎需求量上涨等因素影响，同时由于去产能和环保政策的影响，轮胎行业整体还将进一步优化产业结构。进入 2016 年以来，重卡“超限超载”治理更加严格，替换市场“买涨不买跌”的需求持续，全钢胎出口增加，合成胶价格高企，以及共享单车扩张使自行车轮胎需求增长，中国天然胶需求量突然增加。

2016 年下半年以来，随着原材料的价格上涨，但由于成本无法完全转移到下游行业，导致轮胎行业毛利普遍被压缩。同时行业转型升级明显加速，行业整合、优化产业结构成为主要趋势。根据中国橡胶工业协会（中橡协）数据显示，2016 年，全国汽车轮胎总产量约 6.10 亿条，同比增长 7.90%。其中，子午胎 5.65 亿条，同比增长 9.70%；斜交胎 0.45 亿条，同比下降 10.00%；子午化率 92.60%。子午胎产量中，全钢胎 1.21 亿条，同比增长 10.00%；半钢胎 4.44 亿条，同比增长 9.60%。全国橡胶消耗 930 万吨，其中天然胶 490 万吨，同比增长 5.00% 左右；合成胶 440 万吨，同比增长 9.00% 左右。

图4 近年国内轮胎主要橡胶原材料价格走势（单位：元/吨）



总体看，2016年，随着天然橡胶价格的大幅上涨，随之轮胎的价格也有较明显的提升，行业内景气度回升。

（2）行业政策

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。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%。2016年10月，随着中美贸易摩擦加剧，美国商务部发布了对华卡客车轮胎反倾销初裁税率修正结果，多个中国企业被征收反倾销税。

总体看，2016年，受原材料价格上涨影响，轮胎价格普遍上涨，行业内景气度有所回升，“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

2016年，公司根据相关法律法规进一步完善公司法人治理结构，健全内部控制系统。公司股东大会、董事会、监事会、经理层各司其职、相互制衡，管理运作正常。2016年以来，公司管理层人事变动如下：

周耀庭先生因年龄原因自2017年1月起不再担任公司董事长，由周海江先生自2017年1月起担任公司董事长。周海江先生自2017年1月起不再担任公司总裁职务，由周海燕女士自2017年1月起担任公司总裁。

公司新任董事长周海江先生，1966年2月出生，高级经济师，社科院在读博士；曾任河海大学教员，无锡太湖针织制衣总厂厂部秘书、副厂长，红豆集团无锡兴利制衣有限公司总经理，红豆集团江苏赤兔马有限公司总经理，红豆股份董事长，红豆集团总裁。现任公司董事长、董事局主席、首席执行官、党委书记、无锡市工商联主席、全国工商联副主席。

公司新任总裁周海燕女士，1972年出生，大学学历，中共党员；曾任红豆集团财务部部长、企管部部长、资金部部长、副总裁、红豆集团财务有限公司常务副总经理、红豆集团董事局副主席。现任红豆集团总裁、红豆集团财务有限公司董事长。

总体看，跟踪期内，除以上董事会成员及高管存在变动外，公司其他核心团队稳定，管理制度连续，经营运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司以纺织服装为主业，以橡胶轮胎、房地产、生物制药等为辅业。2016年，公司实现营业收入167.25亿元，较上年下降0.69%；公司实现净利润9.80亿元，较上年增长104.20%，主要系公司将持有的利安人寿保险股份有限公司（以下简称“利安人寿”）的部分股权转让而产生的投资收益增加所致。

2016年，公司服装业务依旧保持主导地位，实现收入104.04亿元，较上年下降6.04%，主要系公司传统的批发业务和纺织材料交易中心业务规模下降所致，占比由上年的66.23%下降到

62.81%；橡胶轮胎行业板块是公司收入的重要组成部分，橡胶行业板块实现收入 33.36 亿元，较上年增长 4.54%，主要系原材料价格上涨带动橡胶轮胎价格上涨，行业景气度回升所致，占比由 19.08% 上升到 20.14%；公司房地产板块收入 17.00 亿元，较上年增长 33.23%，主要系子公司红豆置业有限公司（以下简称“红豆置业”）在无锡人民路九号的项目完成交付确认收入所致，占比由 7.63% 上升至 10.26%；公司生物医药板块收入为 1.02 亿元，占主营业务收入的 0.62%，收入规模相对较小；公司其他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，2016 年，公司其他板块收入为 10.23 亿元，较上年下降 1.35%，变化不大，占比由 6.20% 下降至 6.18%，收入规模相对较小。

从毛利率看，2016 年，公司主营业务毛利率为 17.03%，较上年上升 0.49 个百分点。分板块看，2016 年，服装板块毛利率为 16.73%，较上年上升 1.21 个百分点，主要系公司毛利率相对较低的传统批发业务和纺织材料交易中心业务的逐步减少，毛利相对较高的连锁专卖业务逐步增长所致；橡胶轮胎行业板块毛利率 16.12%，较上年下降 0.33 个百分点，变化不大；房地产板块毛利率为 15.92%，较上年上升 0.14 个百分点，变化不大；生物医药毛利率为 52.27%，较上年下降 1.72 个百分点，近两年毛利率水平均超过 50.00%，主要是由于子公司江苏红豆杉生物科技股份有限公司（以下简称“红豆杉公司”）产品质量较好，毛利较高所致；公司其他板块毛利率为 21.29%，较上年下降 1.46 个百分点。

表 1 2015~2016 年公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
服装	110.73	66.23	15.52	104.04	62.80	16.73
橡胶轮胎	31.91	19.08	16.45	33.36	20.14	16.12
房地产	12.76	7.63	15.78	17.00	10.26	15.92
生物医药	1.43	0.86	53.99	1.02	0.62	52.27
其他	10.37	6.20	23.45	10.23	6.18	21.29
合计	167.20	100.00	16.54	165.65	100.00	17.03

资料来源：公司提供

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.02 亿元，较上年同期增长 8.75%；净利润 1.20 亿元，较上年同期增长 2.04%。

总体看，2016 年，各业务板块经营情况稳定，营业收入小幅下降；毛利率水平小幅上升。

2. 服装纺织业务

（1）经营概况

2016 年，公司作为中国规模较大的服装生产企业之一，服装业务仍主要由下属子公司红豆股份（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（以下简称“居家服饰”）（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）等下属生产实体来承担。

2016 年，公司在服装领域从生产运营型向创造运营型转变，近两年，红豆门店销量连年增长。在品牌网络方面，公司转变营销策略，打造多渠道的营销模式，截至 2016 年底，公司在全国发展

的男装自营店 245 家，加盟店 1,305 家；居家自营店 221 家，加盟店 740 家，红豆形象男装、红豆居家等品牌网络体系已初步形成。研发方面，2016 年，公司加大研发投入，争取技术中心升级，联合科研院所，加快博士后工作站建设，并出台了激励措施以鼓励技术人员创新。2016 年公司共申请专利 314 件；截至 2016 年底，公司累计申请专利 3,065 件。

（2）原材料采购

2016 年，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。

从原材料采购量看，2016 年，公司服装板块大部分原材料采购量有所下降，各项原材料在采购成本总额中的占比也无重大变化。另外，毛、绒的采购量较 2015 年上升 0.11% 至 2,850 吨；纱线的采购量较 2015 年上升 2.25% 至 20,604 吨。

从采购价格看，2016 年，服装板块各项原材料采购价格变化不大，除印花布、西服面料和衬衫面料的采购价格小幅上涨外，其余原材料的采购价格均有所回落。

表 2 2015~2016 年公司纺织服装业务原材料供应情况

原材料	类别	2015 年	2016 年
印花布	采购量（万米）	10,110	9,528
	采购均价（元/米）	14.30	14.40
	占成本比重（%）	15.44	15.76
棉布	采购量（吨）	43,950	43,269
	采购均价（元/公斤）	22.61	22.50
	占成本比重（%）	10.61	11.19
毛、绒	采购量（吨）	2,847	2,850
	采购均价（元/公斤）	259.00	258.00
	占成本比重（%）	7.87	8.45
纱线	采购量（吨）	20,150	20,604
	采购均价（元/公斤）	29.00	26.00
	占成本比重（%）	6.24	6.16
西服面料	采购量（万米）	922	853
	采购均价（元/米）	59.57	60.35
	占成本比重（%）	5.86	5.91
涤纶丝	采购量（吨）	29,626	28,584
	采购均价（万元/吨）	1.13	1.07
	占成本比重（%）	3.57	3.51
衬衫面料	采购量（万米）	468	427
	采购均价（元/米）	17.51	20.04
	占成本比重（%）	0.88	0.98

资料来源：公司提供

2016 年，公司服装业务主要原材料采购总金额为 45.23 亿元，前五名供应商采购的金额为 4.53 亿元，占服装业务采购总额的 10.02%，公司采购集中度很低。公司服装业务原材料采购结算方式有现汇、银行承兑、商票付款等方式，2016 年仍以现汇为主，占比达 81.43%、商票付款占 18.41%、银行承兑结算占 0.16%。

总体看，2016 年，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。

（3）产销情况

跟踪期内，公司生产模式仍采用以销定产的模式，经营风险相对较小。

公司经营服装产品种类较多、销售规模较大，西裤、内衣、家纺和羽绒服等自有产能无法满足公司现阶段发展需要，公司主要以自主生产和外协加工相结合的方式进行生产，并以外协加工为主。截至 2016 年底，公司服装板块各产品产能较上年末未发生变化。2016 年，公司的西裤、内衣、家纺和羽绒服外购比例分别为 41.97%、52.00%、51.00%和 100.00%，目前公司供应商 500 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。

从产量情况来看，2016 年，公司主要产品除衬衫、西裤和家纺的产量有所下降外，其他产品产量均小幅上升。其中，受市场竞争日趋激烈和下游需求减少影响，衬衫的产量由 311.71 万件下降 8.70%至 284.58 万件；西裤的产量由 527.80 万条下降 9.80%至 476.05 万条；家纺的产量由 1,741.58 万套下降 8.82%至 1,587.98 万套。

表 3 2015~2016 年公司服装产品产销量（单位：万件、万条、万套、%）

产品	项目	2015 年	2016 年
衬衫	产量	311.71	284.58
	销量	308.19	281.91
	产销率	98.87	99.06
西裤	产量	527.80	476.05
	销量	525.80	472.77
	产销率	99.62	99.31
西服	产量	130.51	133.17
	销量	130.17	132.59
	产销率	99.74	99.56
羽绒服	产量	356.45	359.84
	销量	351.6	354.87
	产销率	98.64	98.62
内衣	产量	4,913.70	5,151.02
	销量	4,883.23	5,092.81
	产销率	99.38	98.87
文胸	产量	1,394.24	1,425.01
	销量	1,385.18	1,417.31
	产销率	99.35	99.46
家纺	产量	1,741.58	1,587.98
	销量	1,725.21	1,572.74
	产销率	99.06	99.04

资料来源：公司提供

从经营模式来看，公司已从原来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。目前销售渠道包括传统的批发市场、常用的超市、商场、专卖店和线上销售方式。从销量来看，2016 年，受市场行情影响，公司主要产品除衬衫、西裤和家纺的销量有所下降外，其他产品销量均小幅上升。其中，受市场竞争日趋激烈，下游需求减少影响，衬衫的销量由 308.19 万件下降 8.53%至 281.91 万件；西裤的销量由 525.80 万条下降 10.09%至 472.77 万条；家纺的销量由 1,725.21 万套下降 8.84%至 1,572.74 万套。由于公司采取以销定产的产销策略，公司产销率均在 98%以上，较为稳定。

从销售区域看，2016 年，公司服装产品主要仍以内销为主，内销占比在 90%以上。2016 年，公司服装出口总额为 10,513.92 万美元，较上年的 12,560.74 万美元有所下降，占服装板块总销售

额的 9.76%。2016 年，公司服装板块前五名客户的销售金额为 3.73 亿元，占服装业务销售总额的 3.57%，销售集中度很低。2016 年，服装销售结算现汇为主，其中现汇结算占比 95.35%，银行承兑结算占比 4.65%。

总体看，2016 年，公司部分产品受下游需求影响产销量有所下降，产销率比较稳定，维持在较高水平，公司整体生产销售情况较为稳定。

3. 轮胎板块业务

公司子公司通用股份以生产经营全钢载重子午线轮胎为主，是公司轮胎业务板块的核心载体。2016 年公司轮胎板块实现营业收入 33.36 亿元，较上年增长 4.54%，占比 20.14%。

(1) 原材料采购

2016 年，原材料市场价格在上半年依旧处于下降区间，自下半年开始上涨，所以全年原材料平均采购价格与上年相比有所下降。2016 年公司天然胶的采购价格为 9,380.29 元/吨，较上年下降 2.21%；合成胶价格为 11,050.00 元/吨，较上年下降 8.24%；钢帘线价格为 7,391.74 元/吨，较上年上涨 0.23%，变化不大；炭黑的采购价格为 4,646.79 元/吨，较上年下降 9.78%。原材料价格整体呈现下降趋势，有助于缓解公司成本控制压力。

采购量方面，2016 年，受轮胎销量增加影响，天然胶采购量由 2015 年的 81,391.62 吨增长 4.57% 至 85,110.09 吨；合成胶采购量变化不大，为 14,511.00 吨；钢帘线采购量由 2015 年的 32,643.34 吨增长 11.31% 至 2016 年的 36,334.51 吨；炭黑采购量由 2015 年的 43,688.55 吨增长 10.17% 至 48,133.25 吨。

表 4 2015~2016 年公司主要轮胎原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

主要原材料	采购量		采购价格	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
天然胶	81,391.62	85,110.09	9,591.90	9,380.29
合成胶	14,516.95	14,511.00	12,042.00	11,050.00
钢帘线	32,643.34	36,334.51	7,375.10	7,391.74
炭黑	43,688.55	48,133.25	5,150.41	4,646.79

资料来源：公司提供

2016 年，公司轮胎业务原材料采购的结算方式仍有现汇、信用证、承兑等方式，占比分别约为 60.00%、5.00% 和 35.00%，以现汇为主。

2016 年，公司向轮胎业务前五大原材料供应商采购规模达 7.67 亿元，占该板块采购规模的 27.39%，采购集中度一般。

总体看，2016 年，公司轮胎板块整体采购规模有所增长；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控制压力。

(2) 产销情况

从产能来看，截至 2016 年底，公司轮胎板块产能较上年底无变化，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。

从产量来看，2016 年，公司全钢子午胎产量由 2015 年的 315.57 万条增长 7.42% 至 339.00 万条，主要系下游矿山型卡车需求增加所致，产能利用率有所上升，处于较高水平；斜交胎的产量由 2015 年的 56.00 万条下降 10.45% 至 50.15 万条，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，产能利用率有所下降，仍处于较低水平；摩胎产量由 2015 年的 289.00 万条下降 4.84% 至 275.00 万条，主要系轮胎市场主流产品以全钢子午胎为主，摩胎需求较

低所致，摩胎产能利用率有所下降，仍处于较低水平。

表 5 2015~2016 年公司主要轮胎产品生产情况 (单位: 万条、%)

产品名称	项目	2015 年	2016 年
全钢子午胎	产能	350.00	350.00
	产量	315.57	339.00
	产能利用率	90.00	96.86
斜交胎	产能	150.00	150.00
	产量	56.00	50.15
	产能利用率	37.33	33.43
摩胎	产能	600.00	600.00
	产量	289.00	275.00
	产能利用率	48.17	45.83

资料来源: 公司提供

2016 年, 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%。2016 年, 公司全钢子午胎销量由 2015 年的 297.00 万条增长 16.72% 至 346.65 万条, 产销率由 2015 年的 94.29% 上升至 102.26%, 主要系公司二期项目产量增长以及公司加大市场开发力度所致; 实现销售额由 2015 年的 27.21 亿元增长 5.94% 至 28.83 亿元, 主要系轮胎行业整体上行, 销售量上升所致。公司斜交胎销量由 2015 年的 52.00 万条下降 5.27% 至 49.26 万条, 产销率由 2015 年的 92.86% 上升至 98.23%, 销售额较 2015 年有所下降, 销售均价较 2015 年有所上涨。摩胎销量由 2015 年的 290.00 万条下降 11.72% 至 256.00 万条, 产销率由 2015 年的 100.35% 下降至 93.09%, 主要系摩胎需求减少所致, 销售额与销售均价均有所下降。

表 6 2015~2016 年公司主要轮胎产品销售情况 (单位: 万条、万元、元/条、%)

产品名称	项目	2015 年	2016 年
全钢子午胎	产量	315.00	339.00
	销量	297.00	346.65
	产销率	94.29	102.26
	销售收入	272,145.00	288,301.00
	销售均价	916.31	831.67
斜交胎	产量	56.00	50.15
	销量	52.00	49.26
	产销率	92.86	98.23
	销售收入	11,699.00	11,243.00
	销售均价	224.98	228.24
摩胎	产量	289.00	275.00
	销量	290.00	256.00
	产销率	100.35	93.09
	销售收入	12,794.00	11,191.00
	销售均价	44.12	43.71

资料来源: 公司提供

公司轮胎产品主要以内销为主，其中替换市场²仍占据主导地位，2016年替换市场占89.96%，出口市场占8.03%，配套市场占2.01%。

2016年，公司轮胎板块前五大客户（按照同一实际控制人口径）销售金额为3.32亿元，占该板块收入的9.87%，集中度低。公司轮胎板块主要产品的销售结算方式以现汇和承兑为主，占比均为50.00%。

总体看，2016年，公司全钢子午胎产销量均增长，斜交胎和摩胎产销量均下降，产能利用率变化不大。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

2016年，公司房地产业务仍以无锡红豆置业有限公司（以下简称“无锡置业”）（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2016年底，公司在建的项目主要是红豆国际商务城、锡东新城项目（香江豪庭项目）、红豆美墅三期、万花城市广场（镇政府）和锡东红豆财富广场（A栋）等，业态包括住宅和商用。截至2016年底，公司房地产在建项目总投资57.61亿元，已投资31.23亿元，尚需投资26.38亿元，公司存在一定的资金支出压力。

表7 截至2016年底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	规划建设面积	预售收入
红豆国际商务城	253,750	2009.12~2018.6	153,750	130,601	718,346	498.56
万花城市广场（镇政府）	66,850	2014.10~2017.3	36,850	57,420	156,858	45,324.46
锡东新城香江豪庭项目	75,000	2013.4~2017.6	47,000	44,908	165,651	16,502.75
红豆美墅三期	115,500	2014.7~2018.6	85,500	50,558	279,500	10,490.61
锡东红豆财富广场项目（A栋）	65,000	2015.7~2017.10	45,000	28,846	105,904	0.00
合计	576,100	--	368,100	312,333	1,426,259	72,816.38

资料来源：公司提供

从房地产开发情况看，2016年，公司房地产开发完成投资10.60亿元，新增施工面积4.78万平方米；期末土地储备15.45万平方米，较上年底增加13.65万平方米；房屋销售面积22.25万平方米，同比增长14.69%；实际销售额17.27亿元，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增加，致使公司本年房地产销售收入有所上升，利润上升。

表8 2015~2016年公司房产项目开发情况（单位：万元、万平方米）

项目	2015年	2016年
房地产开发完成投资额	114,850.18	105,969.90
新增施工面积	12.08	4.78
房屋竣工面积	31.35	21.68
房屋销售面积	19.40	22.25
土地储备面积	1.80	15.45

²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。

实际销售额	132,149.00	172,733.82
净利润	-4,970.00	2,576.57

资料来源：公司提供

从土地储备来看，2016年，公司购置3处新的地块，分别为XDG-2016-13号地块、2016G72南京禄口地块以及昆达二期地块；截至2016年底，公司土地储备仍主要为位于无锡市的地块，主要为商业和居住土地开发，目前项目均在规划中。

表9 截至2016年底公司土地储备情况

名称	地区	获得时间	获得价格 (万元)	已交出让金 (万元)	权益面积 (平方米)	项目性质	项目基本情况
锡东新城商业地块	无锡	2010.11	10,782	10,782	17,950	商业、办公	规划中
XDG-2016-13号地块	无锡	2016.08	144,500	144,500	62,270	居住、商业	规划中
2016G72南京禄口地块	南京	2016.11	45,500	45,500	31,143.97	城镇住宅用地、商服用地、商务办公用地、社区中心用地	规划中
昆达二期地块	无锡	2016.10	20,750	10,408	43,140	居住、商业	规划中
合计	--	--	221,532	211,190	154,503.97	--	--

资料来源：公司提供

总体看，2016年，公司房地产收入较上年有所上升；土地储备规模有所扩大，开发规模下降，销售情况较稳定，待售规模与期末在建规模较大。

5. 生物医药业务

公司生物医药业务板块仍主要依托红豆杉公司（公司直接持股82.49%，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。2016年，公司生物医药板块实现营业收入1.02亿元，较上年有所下降，毛利率52.27%，较上年有所下降。

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。2016年，公司顺利通过了新一轮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总局颁发的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2016年底，公司已建立原料药销售网点56家，较上年底增加4家；制剂采用代理销售模式，目前全国代理商、区域代理商共38家，较上年增加2家。

总体看，2016年，公司已初步完善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。

6. 经营效率

2016年，公司应收账款周转次数由2015年的6.94次下降至6.63次；存货周转次数由2015年的1.43次下降至1.34次；总资产周转次数由2015年的0.60次下降至0.49次。

从同行业上市公司比较情况看，公司应收账款周转率和存货周转率处于行业中下水平，总资产周转率处于行业较高水平。

表10 2016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	3.20	3.97	0.44
海澜之家	27.09	1.14	0.71
江苏阳光	7.52	2.54	0.48
七匹狼	12.22	1.70	0.34
九牧王	14.47	1.48	0.42
红豆集团	7.04	1.35	0.49

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，2016年，公司经营效率较2015年有所下降，公司经营效率尚可。

7. 经营关注

（1）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，主要原材料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，将会对公司产品的生产成本造成一定程度的影响。

（2）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，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。

8. 重大事项

（1）通用股份完成上市

公司子公司通用股份首次公开发行 A 股股票经中国证券监督管理委员会“证监许可（2016）1887号”文核准。2016年9月10日，公司下属轮胎板块子公司通用股份在上海证券交易所成功发行上市，股票代码“601500.SH”，公司持股73.19%，本次发行不超过174,919,085股人民币普通股（A股），募集资金总额为86,060,19万元。

（2）红豆股份完成定向增发

子公司红豆股份于2016年7月收到中国证监会《关于核准江苏红豆实业股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]1221号），核准发行人非公开发行不超过221,542,227股新股。截至2016年8月24日，红豆股份收到本次非公开发行股票认购资金共计1,809,999,994.74元。

9. 未来发展

未来，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、红豆电信项目以及红豆杉种植项目发展。

服装板块方面，公司发展规划重点以红豆男装连锁专卖业务以及品牌发展为主，发展电子商务业务，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。实施智慧化建设，建立集企业信息流、资金流、物流、工作流于一体的智慧平台，带动公司经营管理的科学化、网络化和智能化建设。

橡胶轮胎板块方面，公司将抓住机遇快速扩大公司全钢子午线的生产规模，继续保持子全钢

午线轮胎国内的领先优势，加大研发投入，通过并购，完善轮胎产品结构。

生物医药板块方面，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。围绕大健康产业开发红豆杉健康馆和国药馆等项目。

房地产板块方面，公司将根据国家政策及宏观经济态势，立足沪宁线，持续在长三角区域建设城镇商业综合体。

总体看，公司未来继续保持多元化、多板块协同发展，服装板块品牌建设持续转型升级，继续扩大橡胶轮胎板块生产规模，公司未来发展前景良好。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 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，2017 年一季度财务数据未经审计。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以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号-财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制，2016 年，公司会计政策未发生变化。2016 年，公司投资新设 10 家子公司，注销减少 2 家子公司，合并范围的变化对公司主营业务影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司资产总额 377.78 亿元，负债总额 226.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 151.77 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 115.71 亿元；2016 年，公司实现营业收入 167.25 亿元，净利润（含少数股东损益）9.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.85 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 397.68 亿元，负债总额 244.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 153.28 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 116.77 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.02 亿元，净利润（含少数股东损益）1.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 -0.19 亿元。

2. 资产及负债结构

（1）资产

截至 2016 年底，公司合并资产总额 377.78 亿元，较年初增长 26.02%，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 65.03% 和 34.97%，资产构成仍以流动资产为主，和年初相比资产结构变化不大。

流动资产方面，截至 2016 年底，公司流动资产合计 245.67 亿元，较年初增长 23.02%，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 28.08%）、应收票据（占 7.25%）、应收账款（占 9.65%）、存货（占 43.51%）和其他流动资产（占 6.88%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 68.97 亿元，较年初增长 38.44%，主要系公司控股子公司红豆股份公司定向增发募集资金增加银行存款所致，其中货币资金主要由现金（占比 0.07%）、银行存款（占比 70.69%）和其他货币资金（占比 29.24%）构成，公司货币资金中受限资金为 20.16 亿元，占期末货币资金总额的 29.23%，占比较高，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；公司应收票据为 17.80 亿元，较年初下降 5.00%，其中主要为银行承兑汇

票（占比 98.30%）；公司应收账款账面价值为 23.70 亿元，较年初增长 0.23%，公司累计计提应收账款坏账准备 1.63 亿元，计提比例为 6.43%，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 90.05%，1~2 年的占 5.16%，3 年及以上的占 4.79%，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 0.46 亿元，占期末应收账款账面价值的 1.81%，集中度不高，公司应收账款的回收风险较小；公司存货账面价值 106.89 亿元，较年初增长 9.95%，主要由库存商品（占比 30.25%）、开发成本（占比 51.57%）和开发产品（占比 9.82%）构成，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，公司累计计提存货跌价准备 0.80 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，存在一定的减值风险，公司存货中，使用权或所有权受限的存货合计 13.30 亿元，占存货期末账面价值的 12.44%，占比较低；公司其他流动资产 16.89 亿元，较年初增长 1,148.10%，主要系公司购买的理财产品增加较多所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 132.11 亿元，较年初增长 32.00%，主要系可供出售金融资产增加所致；主要由可供出售金融资产（占 42.58%）、投资性房地产（7.23%）、固定资产（占 30.18%）和无形资产（占 7.73%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面价值合计为 56.26 亿元，较年初增长 103.22%，主要系新增对外投资以及原按成本模式计量的江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）和无锡农村商业银行股份有限公司（以下简称“无锡银行”）上市后转按公允价值计量增加所致，其中以成本法计量的可供出售金融资产合计 28.47 亿元，以公允价值计量的可供出售金融资产合计 27.79 亿元，尚未计提减值准备；公司投资性房地产采用成本法计量，账面价值合计 9.56 亿元，较年初增长 51.24%，主要系子公司无锡红地置业有限公司结转无锡红豆万花城项目至投资性房地产所致，主要由房屋及建筑物（占 64.54%）和土地使用权（占 35.46%）构成，公司投资性房地产累计计提折旧或摊销 1.32 亿元，公司投资性房地产中，使用权或所有权受限的合计 5.88 亿元，占期末账面价值的 61.57%；公司固定资产账面价值合计 39.88 亿元，较年初增长 2.15%，主要由房屋及建筑物（占 55.47%）和机器设备（占 33.55%）构成，公司固定资产累计计提折旧 31.15 亿元，固定资产成新率 56.15%，成新率一般，公司固定资产中，使用权或所有权受限的固定资产合计 8.61 亿元，占固定资产期末账面价值的 21.59%；公司无形资产账面价值 10.22 亿元，较年初下降 4.48%，变化不大，主要由土地使用权（占 93.25%）构成，公司未计提无形资产减值准备。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 397.68 亿元，其中流动资产占比 65.69%，非流动资产占比 34.31%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2016 年，公司资产规模增长，仍以流动资产为主；公司以库存商品为主的存货占比较高，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。

（2）负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债合计为 226.02 亿元，较年初增长 12.66%，主要系流动负债的增长所致，流动负债和非流动负债分别占 65.62%和 34.38%，仍以流动负债为主，流动负债占比有所下降，负债结构较年初变化较小。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 148.32 亿元，较年初增长 11.81%；以短期借款（占 27.79%）、应付短期融资券（占 14.50%）、应付票据（占 11.31%）、应付账款（占 10.04%）、预收款项（占 7.25%）和一年内到期的非流动负债（占 23.42%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款为 41.21 亿元，较年初增长 10.64%，主要系公司经营需要增加银行借款所致，主要由质押借款（占 26.45%）、抵押借款（占 15.15%）和保证借款（占 58.34%）

构成：应付短期融资券合计 21.50 亿元，较年初下降 29.51%，主要系公司于 2016 年兑付了七期短期融资券（合计 38.50 亿元）所致，应付短融券规模较大，短期内将面临一定的偿付压力；应付票据合计 16.77 亿元，较年初下降 14.36%，主要为应付银行承兑汇票；应付账款 14.90 亿元，较年初下降 6.78%，且无账龄超过 1 年的重要应付账款；预收款项 10.75 亿元，较年初增长 0.95%，变化不大；一年内到期的非流动负债为 34.74 亿元，较年初增长 210.28%，主要系公司非公开定向债务融资工具中部分转为一年内到期的非流动负债所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 77.69 亿元，较年初增长 14.31%，主要系长期借款增加所致；其构成以长期借款（占比 51.06%）、应付债券（占 42.75%）和递延所得税负债（占 5.60%）为主。其中，公司长期借款为 39.67 亿元，较年初增长 64.45%，主要系 2016 年公司为满足生产经营需要增加银行借款所致，从偿付期集中度来看，2018 年到期的长期借款为 27.41 亿元，占比 25.04%，2019 年及以后到期的长期借款为 78.35 亿元，占比 71.58%，公司存在一定的长期偿付压力；应付债券为 33.21 亿元，较年初下降 24.11%，主要系公司非公开定向债务融资工具中部分转为一年内到期的非流动负债所致，从偿付期集中度来看，2018 年到期的应付债券为 11 亿元，占比 33.12%，2019 年及以后到期的应付债券为 15 亿元，占比 45.17%，债券偿付主要集中在 2018 年，公司未来两年内将面临一定的偿付压力，截至 2016 年底，公司过往债券尚未出现逾期、违约等情况；递延所得税负债 4.35 亿元，全部来自于本公司持有的江苏银行和无锡银行于 2016 年上市后按公允价值计量后而确认的递延所得税负债。

截至 2016 年底，公司全部债务为 188.81 亿元，较年初增长 12.78%，主要系短期债务增加所致，其中短期债务占 61.19%，长期债务占 38.81%，短期债务占比有所上升，公司债务结构仍以短期债务为主。截至 2016 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 59.83%、55.44%、32.56%，分别较年初下降 7.10 个百分点、7.37 个百分点和 8.08 个百分点，主要系公司下属子公司通用股份和红豆股份增发新股致净资产规模增加较多所致。整体看，公司债务负担有所减轻，但债务结构有待调整。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 244.40 亿元，较年初增长 8.13%，其中流动负债占比 66.42%，非流动负债占比 33.58%，公司负债结构较年初变化不大。公司全部债务 207.96 亿元，较年初增长 10.14%，其中短期债务占比小幅提升至 63.01%，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 61.46%、57.57%和 33.41%，整体债务负担较年初有所加重。

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 151.77 亿元，较年初增长 53.07%，主要系下属子公司通用股份以及红豆股份增发新股增加资本公积所致。归属于母公司所有者权益中，股本占比 9.46%，资本公积占比 9.82%，其他综合收益占比 11.85%，未分配利润占比 55.49%；权益结构仍以未分配利润为主，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 153.28 亿元，较年初小幅增长 1.00%，所有者权益结构变化不大。

总体看，2016 年，公司负债以流动负债为主，债务规模增长较快，以短期债务为主，存在一定的短期偿付压力，债务负担较重，债务结构有待调整；所有者权益稳定性有待提高。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 167.25 亿元，较上年下降 0.69%；公司营业成本为 138.12 亿元，较上年下降 1.38%；公司实现利润总额 12.54 亿元，较上年增长 74.41%，主要系公司投资收益增加所致；公司实现净利润 9.80 亿元，较上年增长 104.20%，其中，归属于母公司的净利润为 8.74

亿元，较上年增长 121.02%。

2016 年，公司期间费用合计为 21.70 亿元，较上年增长 6.52%，主要系销售费用增长所致；其中销售费用 7.83 亿元，较上年增长 12.76%，主要系公司办公性支出增加所致；管理费用 8.49 亿元，较上年增长 8.49%，主要系公司房租费用增加所致；财务费用 5.39 亿元，较上年下降 3.96%。2016 年，公司费用收入比由 2015 年的 12.10% 上升至 12.98%，期间费用对公司利润有一定的侵蚀，公司费用控制能力较上年有所下降。

2016 年，公司实现投资收益 7.16 亿元，较上年增长 375.27%，主要系公司将持有的利安人寿部分股权转让所致；公司投资收益占当年利润总额的 20.95%，投资收益对利润总额的贡献程度较高。营业外收入方面，2016 年，公司实现营业外收入 0.65 亿元，较上年增长 209.51%，主要系政府补助增加和赔款收入增加所致，公司营业外收入占当年利润总额的 5.16%，占比很低，公司营业外收入对公司利润贡献较小。

2016 年，公司营业利润率为 16.17%，较上年上升了 0.38 个百分点；公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 5.66%、5.88% 和 7.81%，较上年分别上升 0.49 个百分点、0.71 个百分点和 2.59 个百分点，主要系公司净利润增加所致。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 11 2016 年服装制造类上市公司盈利能力情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率	销售毛利率	总资产报酬率
七匹狼	5.23	43.93	4.27
报喜鸟	-14.88	50.68	-8.02
步森股份	1.26	33.08	3.05
希努尔	0.38	19.97	0.58
九牧王	9.68	56.86	8.68
红豆集团	8.91	17.19	5.38

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，2016 年，公司营业收入小幅下降，净利润有所增长，费用控制能力有所下降，整体盈利能力一般。

4. 现金流

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入 194.12 亿元，较上年增长 6.02%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；公司经营活动现金流出 190.20 亿元，较上年增长 11.53%，其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金 149.01 亿元，较上年增长 13.11%，主要系公司子公司红豆置业锡山天一地块及南京禄口地块的土地成本投入增加所致；受上述因素影响，公司经营活动现金流净额为 3.92 亿元，较上年下降 68.77%。从收入质量上看，2016 年，公司现金收入比率为 113.30%，较上年上升 7.32 个百分点，收入实现质量提高。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 32.28 亿元，较上年大幅增长 1,319.66%，主要系收回投资收到的现金增加所致，其中收回投资收到的现金为 31.57 亿元，占比 97.79%，较上年增加 30.54 亿元，主要系转让利安人寿股权以及购买的理财产品产生的投资收益增加所致；公司投资活动现金流出 59.79 亿元，较上年增长 182.82%，主要系购买理财产品导致投资支付的现金增加所致；受上述因素影响，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -27.51 亿元，较上年

净流出 18.87 亿元继续扩大。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 171.72 亿元，较上年下降 2.96%；公司筹资活动现金流出 13.53 亿元，较上年下降 15.97%，主要系偿还债务支付的现金减少所致；受上述因素影响，2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 36.41 亿元，较上年增长 128.45%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-7.66 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-3.17 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 10.63 亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动净流入规模有所减少，收入质量有所提高，处于较高水平；投资活动现金流出量增加，现金流量净额增加，筹资活动现金流量净额增长。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率由年初的 1.51 倍上升至 1.66 倍；速动比率由年初的 0.77 倍上升至 0.94 倍。截至 2016 年底，公司现金短期债务比由年初的 0.69 倍上升至 0.75 倍，现金类资产对短期债务保护能力有所提高。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 25.97 亿元，较上年增长 30.29%，主要系利润总额增长所致。从 EBITDA 构成来看，折旧占比 16.64%、摊销占比 6.69%、计入财务费用的利息支出占比 28.39%、利润总额占比 48.28%。受益于 EBITDA 增长，2016 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.12 提高至 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力依旧较弱；EBITDA 利息倍数由上年的 1.46 倍提高至 1.96 倍，EBITDA 对利息的保障能力有所增强。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年底，公司不存在未决诉讼或仲裁等或有事项。

截至 2016 年底，公司累计对外担保 11.95 亿元，占净资产的 7.87%，其中公司下属子公司无锡置业和淮安红豆置业有限公司为商品房承购人提供总额为 11.62 亿元的银行按揭担保。公司下属子公司通用股份为哈尔滨中策商贸有限公司提供 0.33 亿元的信用担保，规模较小，对公司影响不大。

截至 2016 年底，公司获得银行综合授信 142.89 亿元，已使用 100.31 亿元，公司间接融资渠道较为畅通，同时考虑到公司下属子公司红豆股份和通用股份作为上市公司，公司直接融资渠道较为畅通。

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 2017 年 6 月 5 日，公司未结清的信贷信息中无不良或关注类信贷信息记录，已结清的信贷信息中有 1 笔欠息，由于协定自动从收息户划转存款户导致还款日存款不足以支付利息，下一工作日收息全部完成，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力一般，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，其整体偿债能力仍属较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，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 90.74 亿元，约为“15 红豆债”本金（10 亿元）的 9.07 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较强；净资产 153.28 亿元，约为债券本金（10 亿元）的 15.33 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，2016 年，公司 EBITDA 为 25.97 亿元，约为债券本金（10 亿元）的 2.60 倍，

公司EBITDA对本次债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入194.12亿元，约为债券本金（10亿元）的19.41倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

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”的偿还能力很强。

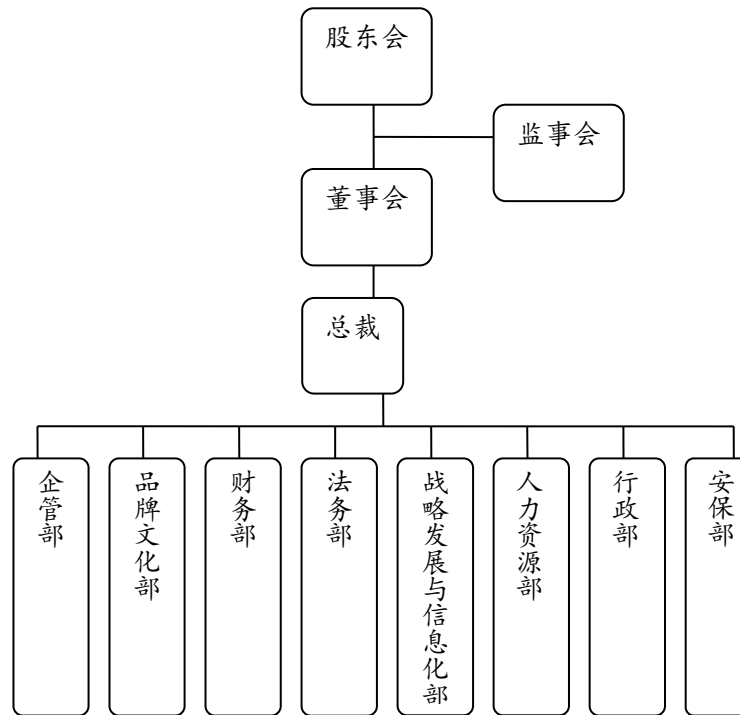
八、综合评价

红豆集团作为中国纺织服装行业龙头企业，在品牌和科研实力等方面具有综合优势。2016年，公司延续了多元化经营策略，服装板块经营较为稳定，橡胶轮胎板块全钢子午胎销量进一步扩大，子公司红豆股份完成增发，通用股份成功上市，公司资本实力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司2016年营业收入有所下滑，服装和轮胎行业竞争激烈、公司债务规模扩大、债务结构有待调整等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司服装业务向品牌商业模式和加盟联营模式的转型，全钢子午线轮胎产量逐步增长，以及红豆杉产业效益的逐渐显现，公司未来发展前景较好，盈利能力有望得到提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“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	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	299.78	377.78	397.68
所有者权益 (亿元)	99.15	151.77	153.28
短期债务 (亿元)	99.53	115.53	131.04
长期债务 (亿元)	67.89	73.29	76.91
全部债务 (亿元)	167.42	188.81	207.96
营业收入 (亿元)	168.42	167.25	42.02
净利润 (亿元)	4.80	9.80	1.20
EBITDA (亿元)	19.93	25.97	--
经营性净现金流 (亿元)	12.56	3.92	-7.66
应收账款周转次数 (次)	6.94	6.63	--
存货周转次数 (次)	1.43	1.34	--
总资产周转次数 (次)	0.60	0.49	0.11
现金收入比率 (%)	105.99	113.30	105.50
总资本收益率 (%)	5.16	5.66	--
总资产报酬率 (%)	5.16	5.88	--
净资产收益率 (%)	5.22	7.81	0.79
营业利润率 (%)	15.79	16.17	16.86
费用收入比 (%)	12.10	12.98	12.77
资产负债率 (%)	66.93	59.83	61.46
全部债务资本化比率 (%)	62.81	55.45	57.55
长期债务资本化比率 (%)	40.64	32.59	33.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.46	1.96	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.14	--
流动比率 (倍)	1.51	1.66	1.61
速动比率 (倍)	0.77	0.94	0.91
现金短期债务比 (倍)	0.69	0.75	0.69
经营现金流动负债比率 (%)	9.47	2.64	-4.72
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.99	2.60	--

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.公司长期应付款中的融资租赁款以纳入长期债务及其指标核算,公司向中央银行借款和应付短期融资债已纳入短期债务及其指标核算;

3.2017 年 1~3 月数据未经审计,相关指标未年化;

4.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。