

信用等级公告

联合[2017]066 号

红豆集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对红豆集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，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”
红豆集团有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年十月十七日

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 2017 年公开发行 公司债券（面向合格投资者）（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 10 亿元（含）

债券期限：5（3+2）年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2017 年 10 月 17 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	261.68	299.78	377.78	421.33
所有者权益（亿元）	84.60	99.15	151.77	149.55
长期债务（亿元）	45.76	67.89	73.29	92.01
全部债务（亿元）	117.95	167.42	188.81	238.89
营业收入（亿元）	172.47	168.42	167.25	83.22
净利润（亿元）	5.36	4.80	9.80	3.59
EBITDA（亿元）	15.08	19.93	25.97	--
经营性净现金流（亿元）	9.13	12.56	3.92	9.37
营业利润率（%）	15.08	15.79	16.17	17.11
净资产收益率（%）	--	5.22	7.81	--
资产负债率（%）	67.67	66.93	59.83	64.50
全部债务资本化比率（%）	58.19	62.81	55.44	61.50
流动比率（倍）	1.39	1.51	1.66	1.58
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.12	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.46	1.96	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.51	1.99	2.60	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.50	0.66	0.87	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数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、本报告中数据如无特别说明均为合并口径；上表中半年度数据未经审计、相关指标未经年化；3、以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债科目；4、公司应付短期融资券属于短期债务，已调整至短期债务计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对红豆集团有限公司（以下简称“红豆集团”或“公司”）的评级反映了公司作为中国服装行业龙头企业之一，在行业地位、品牌和科研实力等方面具有的综合优势。公司致力于多元化经营，核心业务服装板块经营规模稳步增长，全钢子午线轮胎销量稳步增长，红豆杉种植和紫杉醇板块市场前景广阔。同时，联合评级也关注到服装行业竞争激烈、人工成本压力较大，轮胎行业整体竞争激烈、公司债务规模持续扩大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司服装业务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不断显现，公司未来发展前景较好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是中国大型服装生产企业之一，品牌优势明显、技术研发能力突出；近年来公司逐步进行经营模式转变和产品结构调整，加快品牌连锁专卖网络体系建设，在行业整体下行的背景下，公司服装业务板块收入保持稳定增长。

2. 公司是国内重要的全钢子午轮胎生产厂商之一，在产能规模、产品结构和品牌等方面具备一定的竞争优势。

3. 红豆杉具有资源稀缺性和较高的药用价值，公司红豆杉种植规模较大，红豆杉产业规模逐步扩大，未来发展前景广阔。

4. 子公司江苏红豆实业股份有限公司（以下简称“红豆股份”）增发成功，橡胶轮胎板

块实现整体上市，公司净资产规模和融资渠道得到有效扩充；此外，公司持有的江苏银行股份有限公司和无锡农村商业银行股份有限公司成功上市，公司持有的部分股权质量较为优质。

关注

1. 受全球经济增长缓慢，国内服装行业竞争激烈、劳动力成本攀升等不利因素影响，服装行业经营压力较大。

2. 国内轮胎行业产能过剩、竞争激烈，且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，公司面临行业竞争压力和原材料成本控制压力。

3. 公司债务规模持续扩大，债务负担较重；且以短期债务为主，短期偿债压力较大。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

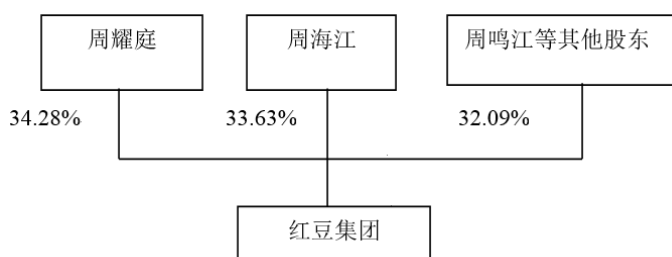


联合信用评级有限公司

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纺（集团）公司，初始注册资本 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 2017 年 6 月底，公司注册资本 11.08 亿元，股东全部为自然人，其中周耀庭出资 3.80 亿元，占比 34.28%，为公司第一大股东，周海江出资 3.73 亿元，占比 33.63%，周鸣江等其余 27 位股东共出资 3.56 亿元，占比 32.09%，周耀庭为公司实际控制人。

图 1 截至 2017 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合评级整理。

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、战略发展部、物联网事业部、人力资源部、行政部和安保部 9 个职能部门负责日常事务的管理。截至 2017 年 6 月底，公司纳入合并范围内的一级子公司共 11 家，其中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”）于 2001 年 1 月在上海交易所上市，截至 2017 年 6 月底，公司持股比例为 51.50%；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”）于 2016 年 9 月 19 日在上海交易所上市，截至 2017 年 6 月底，公司持股 73.19%。

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 9.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 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 6 月底，公司合并资产总额 421.33 亿元，负债总额 271.78 亿元，所有者权益 149.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 112.51 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 83.22 亿元，净利润 3.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.32 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。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“红豆集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）”，债券基础发行规模为 30.00 亿元，分期发行，其中本期发行规模不超过 10.00 亿元（含），基础规模为 6.00 亿元，可根据实际情况超额配售不超过 4.00 亿元。本期债券期限不超过 5 年（含 5 年），附债券存续期第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值 100.00 元，按面值平价发行。债券票面利率根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，到期一次还本付息。本期债券面向《公司债券发行与交易管理办法》规定的合格机构投资者公开发行，不向公司股东优先配售。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于偿还公司债务。

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，分别属于服装行业和轮胎制造行业，本报告将对以上两个行业进行分析。

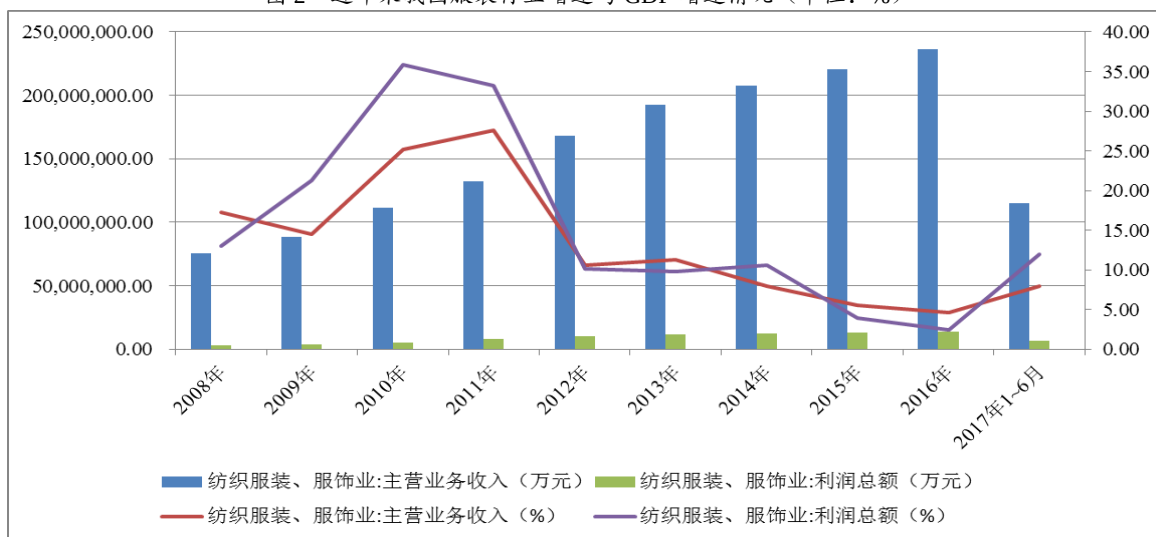
1. 服装行业

（1）行业概况

服装行业为典型的劳动密集型行业，自 2001 年加入 WTO 后，依靠充足且相对低廉的劳动力资源优势及政策上的各项优惠，服装行业快速发展，我国成为服装生产第一大国，服装产量、出口量、出口额连续多年世界第一。而随着宏观经济发展、居民生活水平提高，产业环境发生了较大变化，产能过剩、供需关系改变、产业转型升级，服装行业已经告别了高速增长阶段。目前，我国服装行业大部分子行业已经进入成熟期，行业整体增速趋缓。

从行业发展来看，2001~2007 年，得益于我国经济的快速发展、国民消费水平的提高以及我国加入 WTO 后对服装出口的带动作用，我国服装行业呈快速增长态势；2008 年，受国际金融危机影响，全球经济增速明显放缓，欧美日发达国家 GDP 增速出现负增长，服装行业需求快速回落，各项经济指标大幅下滑，行业增速于 2009 年跌至低谷；2010 年以来宏观经济阶段性复苏，服装行业出现阶段性增长；2012 年以来，在国内外市场需求低迷、人民币升值、生产要素成本进一步上升的背景下，中国服装行业各项经济指标增速持续放缓，行业收入和行业利润增速持续回落，其中出口数量和行业利润增速下滑尤为突出，中国服装行业运行整体呈波动下滑态势，增长乏力。2015 年，行业各项指标较 2014 年继续下滑，行业主营业务收入和利润总额增速分别为 5.60% 和 4.00%；2016 年，主营业务收入和利润总额增速分别下降至 4.60% 和 2.40%；2017 年 1~6 月，主营业务收入和利润总额增速分别增长至 8.00% 和 12.00%，增速大幅提高，行业回暖明显。

图2 近年来我国服装行业增速与 GDP 增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

表1 近年来服装行业收入和利润增速情况（单位：%）

时间	主营业务收入增速	利润总额增速
2014 年	8.02	10.55
2015 年	5.60	4.00
2016 年	4.60	2.40
2017 年 1~6 月	8.00	12.00

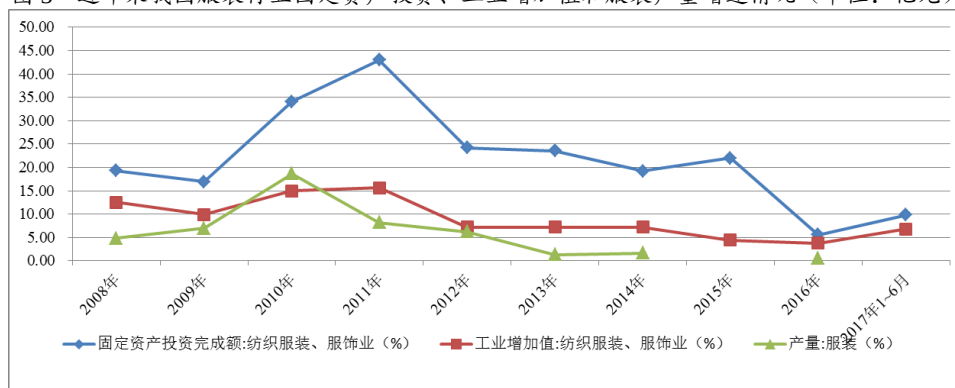
资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来服装行业增速明显放缓，核心指标利润增速下滑。2017年上半年服装行业发展明显回暖，但行业发展的外部环境仍较为复杂，经营环境没有明显改善，市场需求前景仍不明朗，预计短期内，我国服装行业难以维持高速增长。

（2）行业供需

供给方面，从固定资产投资来看，行业固定资产投资额增速波动较大，其中受2008年国际金融危机影响，增速出现大幅下滑，2009年以来增速阶段性回升，至2011年固定资产投资增速达到近年来最高值，此后受宏观经济下行影响再次出现明显下滑，2012年以来增速相对平稳；从工业增加值来看，2011年以来，服装业工业增加值增速呈现波动下降态势，至2015年增速已低于5%；从产量来看，服装产量增速与行业工业增加值增速走势趋同，经历了2010年及之前（2008年受金融危机影响除外）的相对高速增长后，2011年以来产量增速持续下滑。

图3 近年来我国服装行业固定资产投资、工业增加值和服装产量增速情况（单位：%）



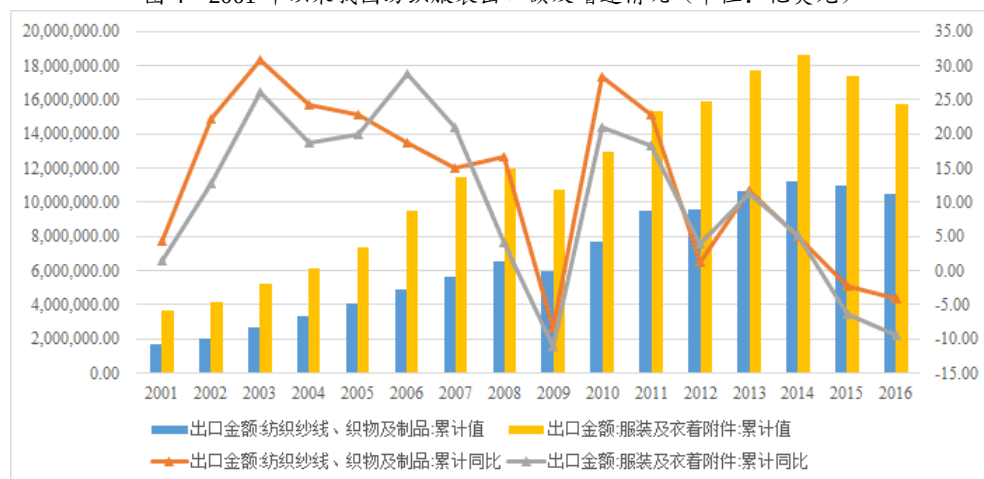
资料来源：Wind 资讯

注：国家统计局服装产量仅更新至2016年9月底，上图中服装产量2016年同比数据实为2016年1~9月份同比数据。

我国服装行业过去十几年的发展主要是价值链底端、低附加值的生产加工环节的发展壮大，经过多年产能的重复、无序扩张，行业整体产能出现结构性过剩，具体表现为低端产能严重过剩，而高端产能不足、需通过进口产品来平衡。此外，长期的供过于求还导致整个行业普遍存在库存过高的现象。近年来，在多重不利因素冲击下，我国服装行业停止产能扩张，企业面临转型升级压力，中小型服装企业纷纷减产甚至停产倒闭，大型服装企业纷纷推行和强化去库存策略，行业供给增速放缓。目前，行业正处于转型期，预计短期内产能大幅扩张可能性较小，仍将以调结构为主。

需求方面，我国服装行业的需求包括出口和内销两个方面。出口方面，我国服装产品主要出口市场为欧盟、美国、东盟、日本、香港、韩国等国家和地区，出口市场集中度较高。入世以来，欧美日三大市场出口额占我国纺织品服装出口总额的比例在 50~70%。2008 年经济危机后，欧美日等主要发达国家经济受到较大冲击，近年来经济复苏的过程中，经济增速仍处于低位，全球经济复苏乏力，导致需求低迷。此外，随着我国社会经济的发展，人口红利的消失和劳动力成本的上升，导致我国失去劳动力资源禀赋优势，国际服装产业制造正逐步向劳动力密集且低廉的东南亚、南亚地区转移，国际订单也纷纷转移至越南、柬埔寨、孟加拉、印度等国家。在双重因素的影响下，我国服装出口额增速下滑。2010 年以来受全球经济增速放缓影响，出口增速整体呈波动下降趋势，2015 年甚至出现负增长，全年服装出口额同比下降 6.4%，出口量下降 4.2%，出口均价下降 2.3%。据海关统计，我国纺织品服装传统市场出口额占全部出口额的比例持续下跌，截至 2015 年底，除美国外，我国服装行业主要出口市场的出口额增速均为负值。2016 年服装出口额同比下降 9.40%，纺织制品出口额同比下降 4.10%；2017 年 1~6 月，服装出口额同比增长 1.40%，纺织制品出口额同比增长 3.10%，服装出口呈现回暖迹象。

图 4 2001 年以来我国纺织服装出口额及增速情况（单位：亿美元）



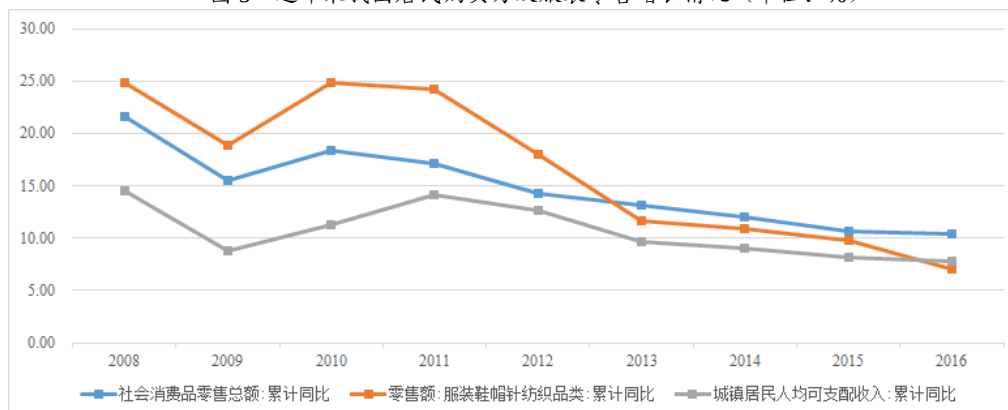
资料来源：Wind 资讯

我国服装行业在发展过程中，形成了“出口导向”模式，严重依赖国外订单，而国外需求持续低迷，对我国服装行业产生较大消极影响，再加上国际订单纷纷转移，对我国服装行业更是雪上加霜。预计短期内，欧美日等发达经济体增速不会明显改善，而产业制造转移将进一步加速，行业出口增长缺乏有效支撑，净出口对行业增长拉动效果减弱。但长期看，我国出口市场正逐步多元化，可通过挖掘南美、非洲等新兴市场寻找新的增长点。

内需方面，2004 年以来，我国社会消费品零售总额年均增长 16.00%；与之相应的，我国服装鞋帽、针纺织品零售额过去 10 年年均增速为 24.23%。但自 2012 年以来，受国内宏观经济下行压

力加大、服装行业不景气影响，终端需求增速趋缓，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已低于近 10 年来平均增速。国内宏观经济增速放缓，使服装消费市场扩容受到限制，但内需市场波动整体仍小于出口。2015 年，我国社会消费品零售总额同比增长 10.70%，较 2014 年回落 2.30 个百分点，服装鞋帽针纺织品零售额同比增长 9.80%，较 2014 年回落 1.10 个百分点，城镇居民人均可支配收入同比增长 8.20%，较 2014 年回落 0.80 个百分点；2016 年，上述指标分别同比增长 10.40%、7.00%和 7.80%，2017 年 1~6 月上述指标分别为 10.40%、7.30%和 8.10%，终端消费回暖迹象仍不明显。

图 5 近年来我国居民购买力及服装零售增长情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来服装行业供给增速放缓，进入以调结构为主基调的阶段，未来产能大幅扩张的可能性小；全球经济复苏仍然缓慢，国际订单转移，国内外市场需求呈低迷态势。

（3）行业竞争

服装行业是典型的劳动密集型产业，资本和技术壁垒低，导致整个行业进入门槛较低。现阶段行业内企业众多，且多为中小民营企业，集中度低，行业内竞争异常激烈。国内竞争方面，我国品牌服装则面临着品牌定位不清晰、品牌老化、产品同质化严重，自主研发设计能力弱，供应链整合能力弱，对市场需求变化关注不够重视等问题，加之税费和渠道成本高涨，加价倍率较高，与国外品牌相比，在产品价格方面没有竞争力。随着国外优衣库、ZARA、GAP、H&M、C&A 等高性价比快消品牌不断进入中国和在在中国市场的加速布局，国内品牌服装竞争力被削弱，市场份额也遭受挤压，品牌服装企业面临较大的经营压力。随着消费需求的升级变化，服装行业中男装、女装、休闲、运动、户外、内衣、童装等各细分子行业所处发展阶段各不相同，竞争激烈程度有所不同，其中男装、女装、休闲、运动品牌的竞争已经进入白热化阶段，户外、贴身内衣、童装等细分行业仍有较大发展空间，但随着细分市场的发展，竞争也将愈发激烈。国际方面，随着劳动力成本上升、人口红利消失，产业制造转移的加速，我国服装企业承接国际订单量可能持续减少，对行业内依赖出口订单的中小企业造成较大冲击。

总体看，现阶段我国服装行业面临国内外竞争加剧的局面。

（4）行业关注

需求变化与消费升级

随着国民经济发展，城镇化率逐年上升，居民收入水平不断提高，中产阶级发展壮大，居民整体消费能力得到提升，服装消费观念也不断成熟，消费结构逐步发生转变，消费者不再一味追求低价，而更加注重产品品质和服务体验，我国服装消费市场正沿着由低到高的品牌消费需求轨迹进行着变革，服装消费品牌化和理性化趋势明显。此外，主力消费群体也演变为 80 后、90 后

甚至 00 后，主力消费群体具有更强的自我意识，对产品细分化、个性化的需求也更强烈。而我国服装企业多年的贴牌生产对模仿设计形成一种依赖与习惯，不注重消费者需求的挖掘，在此阶段中，服装行业面临不能及时满足市场需求的风险，面对消费需求的升级，如企业不能同步转型升级，则面临着被淘汰的风险。

销售渠道与消费习惯改变

互联网和电子商务的快速发展，也带动了居民消费习惯的改变。电子商务网店具有价格低、节省店面维护成本、节约物流仓储成本及购物方便等方面的特点，吸引越来越多消费者进行网上购物，近年来天猫、京东、唯品会等电商平台迅猛崛起，年交易额不断创新高。虽然电商零售销售额整体增速有所放缓，但仍远远高于线下实体零售销售增速。自 2012 年将电商平台纳入零售百强统计范围以来，中国零售百强中电商平台销售额占百强整体销售比重逐年升高，2016 年所占比重达 51.2%。电商平台交易额增速虽有所放缓，但仍保持着高速增长，2016 年，中国零售百强中 6 家¹以上销售为主的企业销售同比增速达 34.2%，6 家²“实体+电商型”零售企业销售同比增速 11.2%，而其他线下实体零售店 2016 年同比增速仅为 4.0%。此外，跨境电商、社交电商等的兴起，促进了电商的多元化发展，为线上购物提供了更多便利性且有利于提高客户粘性。目前，我国品牌服装企业线上销售额占比仍处于较低水平，面对消费习惯的改变，企业仍需加强线上销售渠道的建设。

主要原材料价格波动和劳动力成本上升

2010 年以来，全球棉花价格持续上涨，2011 年价格波动幅度加大，我国启动棉花临时收储政策，导致国内外棉价差不断拉大，2013 年棉价差扩大至 6,000 元/吨，严重挤压了国内服装行业利润空间，产品国际竞争力也受到较大影响；2014 年以来，全球棉花库存量过大，国家取消棉花临时收储政策，棉花价格回归市场化，棉花价格快速下滑带动国内外棉价差逐步缩小，国内 328 棉花价格由 2010 年底最高点 31,320 元/吨持续下跌至 2015 年底 12,922 元/吨水平，国内服装企业经营压力有所缓解；2016 年以来，国内 328 棉花价格又呈波动上升态势，截至 2016 年底，国内 328 棉花价格已回升至 15,798 元/吨。2012 年以来，受棉花等纺织原料价格下降等的影响，羊毛价格呈震荡下降趋势；化学纤维价格相对稳定，下降幅度较小。主要原材料价格波动明显，不利于企业生产成本控制。近年来，我国劳动力成本的上升，导致直接人工成本占行业制造成本的比重呈上升趋势，行业利润空间进一步被压缩。同时，在国际竞争中也逐渐失去优势，面临国际订单流失的风险。

（5）行业发展

随着宏观经济下行，外部需求不足，劳动力成本上升等矛盾的爆发，我国服装行业前期快速发展遗留下来的产能过剩、技术设备闲置、库存高企等问题也逐步暴露出来，产业转移成为必然趋势，未来我国服装行业将逐步向东南亚国家转移生产基地，一方面可以实现低端产能的转移，促进国内供给侧改革和产业结构调整；另一方面可有效降低企业生产成本。

面对市场需求持续低迷和传统的欧美日出口市场日趋饱和的问题，我国服装企业可进一步开发东盟、南美、非洲等新兴市场。同时，国内市场体量大，主力消费群体购买力旺盛，仍存在巨大的需求潜力，可通过挖掘多层次的细分市场，满足消费者细分需求和个性化需求。目前来看，女装、运动户外、贴身内衣、童装等增长空间较大。

随着经济发展、消费升级，消费需求品牌化趋势明显，也将促使国内服装行业由制造加工业

¹ 分别为天猫、京东、唯品会、亚马逊中国、1 号店、当当网

² 分别为苏宁、国美、永辉、步步高、银泰、沃尔玛中国

型向技术创新、品牌零售转变。品牌和渠道处于价值链的高端，而国内服装行业品牌尚处于成长阶段，相比海外企业，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中低端品牌为主，服装企业的品牌塑造任重道远。

此外，国内服装企业要提升竞争力，还需加强供应链整合能力，提高供应链效率，降低加价倍率提升产品性价比，增强产品在价格方面的竞争力。依托电子商务网络零售平台，加强线上渠道建设。

总体看，中国服装行业已进入低速增长期，面临市场需求放缓、竞争激烈、成本压力等不利因素影响，其发展环境仍较为严峻。预计未来国内服装行业将进入新一轮洗牌周期，优胜劣汰现象更加明显，不同细分行业及同一行业内不同公司经营业绩将存在较大差异，拥有规模、品牌、研发设计能力和高效供应链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。

2013 年中国轮胎市场先抑后扬，上半年轮胎销售形势不佳，但由于美国经济增长，欧洲市场缓慢复苏，中国汽车行业发展，橡胶价格低位震荡，国内轮胎市场从下半年开始形势有所好转，全国累计生产橡胶轮胎外胎 9.65 亿条，同比增长 7.18%，出口量、利润等指标均保持两位数增长。2014 年，轮胎行业呈现产量增势不减、价格节节走跌态势，对出口市场依赖度仍居高不下，行业增速略有放缓，全国橡胶轮胎外胎累计生产 11.14 亿条，同比增长 6.26%，增速同比下降 0.92 个百分点。2015 年轮胎行业受美国“双反”、下游汽车行业销量增速下降导致的国内轮胎需求减速及国家整体去产能等因素的影响，经济运行数据全面下降，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。根据发改委发布的 2015 年石油化工有限公司运行情况，轮胎行业实现产量 9.25 亿条，同比下降 4.0%。2016 年以来，美国“双反”对国内轮胎行业冲击逐渐减弱，行业内优势企业依托资金优势等逆势扩张，伴随国内经济逐步趋稳，轮胎开工率稳步提升，另一方面，原材料价格触底反弹，在一定程度上改变市场预期，强化轮胎经销商补库存需求，2016 年，国内橡胶轮胎外胎累计产量 9.47 亿条，累计同比增长 8.60%，行业由底部有所回暖。2017 年 1~6 月，国内橡胶轮胎外胎累计产量 4.84 亿条，累计同比增长 7.70%，增长情况较好。

总体看，近年来中国轮胎行业运行有所波动，2014 年以来，受宏观经济环境及国外进出口政策影响，行业增速放缓，2015 年出现负增长，2016 年以来回暖迹象明显。

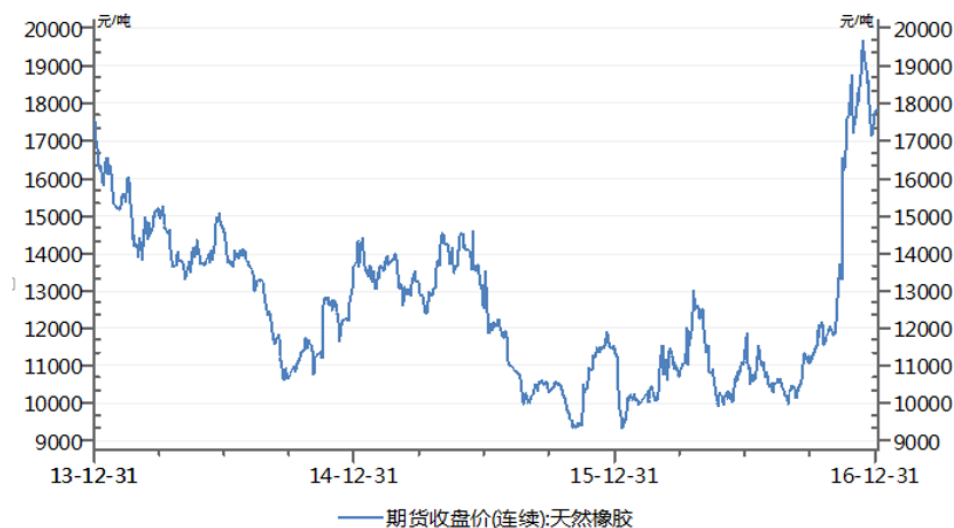
（2）上游原材料供应

轮胎的主要原材料为橡胶，包括天然橡胶和合成橡胶。此外，钢材也为轮胎的重要原材料。天然橡胶是典型的资源约束性产业，受地域限制，主要产地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。根据国家海关总署的数据，中国天然橡胶进口数量保持增长，近三年分别为 247 万吨、261 万吨和 274 万吨，是全球最大的天然

橡胶进口国，其中，主要从泰国、印度尼西亚和马来西亚三大天然橡胶主产国进口。近几年国内天然橡胶产地主要分布于海南、云南和广东，产量规模在 70 万吨到 90 万吨之间，整体规模不大。

天然橡胶在轮胎产品成本中占比达 40% 左右，其价格对轮胎制造企业生产成本影响较大。近年来天然橡胶价格波动幅度较大，不利于轮胎生产企业的成本控制。2010 年以来，受整体经济增长放缓、下游需求减少以及天然橡胶产量上涨影响，橡胶价格一路震荡下跌，直至 2015 年下跌至 5 年以来的低点。2015 年上半年天然橡胶价格在 13,000.00 元/吨左右的水平上下波动，总体较为平稳，国内商品市场反弹气氛良好，全钢轮胎厂家表现相对稳定，个别厂家在新资金分配的提振下扩大了开工规模，7 月份开始受国际原油市场价格暴跌、国内股市大幅下挫和国内轮胎产销量下降等多方面因素影响，天然橡胶价格快速下跌，并维持在 2010 年以来历史低位震荡；2016 年下半年，随着国内经济好转以及受人民币贬值刺激出口影响，天然橡胶价格持续上涨，截至 2016 年底，天然橡胶价格回升至 17,000.00 元/吨左右。

图 6 2014~2016 年天然橡胶期货结算价



资料来源：Wind 资讯

合成橡胶方面，由于产能过剩，各企业的开工率较低且持续下降，市场竞争较为激烈，近三年国内合成橡胶产量分别为 408.97 万吨、532.39 万吨和 516.60 万吨，2015 年产量开始下降。合成橡胶价格走势与天然橡胶走势趋同，2011 年以来一路震荡下跌至 2015 年达到低点，其中丁苯橡胶价格年底达到 8,800 元/吨左右，2016 年以来产品价格震荡回升，2016 年底回升至 20,000 元/吨左右。

钢材方面，2012 年以来中国钢铁行业饱受产能过剩、产业集中度低、行业无序竞争等问题的困扰，钢铁行业逐步进入周期性低谷，钢材价格持续下跌。进入 2015 年，国内经济增长步伐进一步放缓，下游需求不振导致钢材价格继续大幅下跌，钢铁企业呈现大面积亏损，粗钢产量近二十年来首次出现负增长，钢铁行业形势异常严峻。截至 2015 年底，Wind 资讯数据显示，钢材价格综合指数为 55.35 点，与上年同期相比下降 28.69 点，降幅 34.14%。2016 年以来，钢材价格由低谷呈现持续回升态势，2016 年达 99.51 点，较年初上升 44.16 点，整体回升至 2012 年水平。

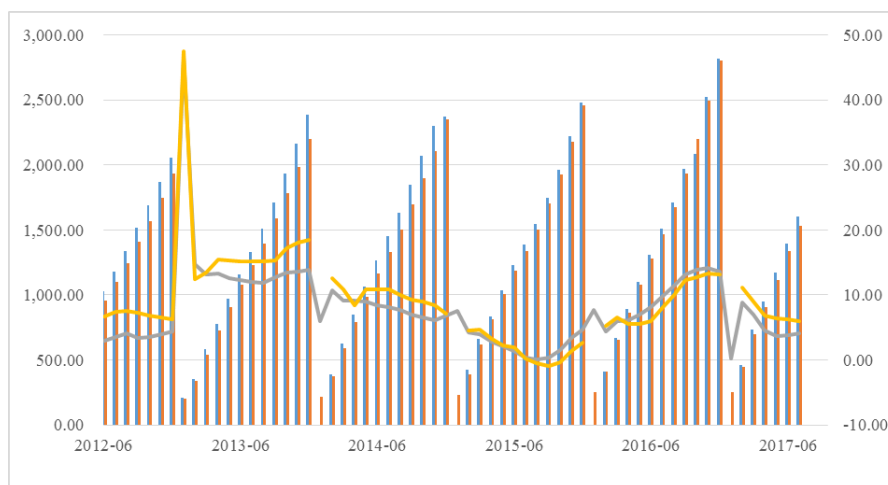
总体看，天然橡胶、合成橡胶和钢材等原材料价格整体呈现下跌趋势，受多方面因素影响呈现较大幅度波动，对轮胎制造企业的成本控制形成一定的挑战。

（3）下游行业需求

橡胶轮胎行业的下游客户主要为汽车行业，汽车产量决定汽车轮胎配套市场的容量，汽车保有量则决定汽车轮胎替换市场的容量。其中半钢子午胎主要应用于轿车以及部分轻型卡车，全钢子午胎主要应用于卡车、客车、工程车和公交车等。

根据中国汽车工业协会统计，2014~2016 年中国汽车产量分别为 2,372.29 万辆、2,450.33 万辆和 2811.90 万辆，汽车销量分别为 2,349.19 万辆、2,459.76 万辆和 2802.80 万辆，2016 年产销增速大幅上升。2016 年中国品牌乘用车销售较上年增长 20.5%，占乘用车销售总量的 43.2%，比上年同期提高 2 个百分点。与此同时，中国新能源汽车生产 51.7 万辆，销售 50.7 万辆，比上年同期分别增长 51.7%和 53.0%。

图 7 2012~2017 年 6 月中国汽车产销量走势图（单位：万辆）



资料来源：Wind 资讯

从替换市场来看，随着汽车产业由微增长到低速增长，产销量不断提升，轮胎配套需求将会有所增加。从替换市场来看，汽车保有量在 2009 年之后大幅增加，每经过 2~3 年之后将进入轮胎替换的高峰期。截至 2016 年底，全国机动车保有量达 2.90 亿辆，其中汽车 1.94 亿辆，机动车驾驶人 3.6 亿人。载货汽车方面，截至 2016 年底，全国拥有载货汽车 1,351.77 万辆，较上年减少 2.7%，10,826.78 万吨位，较上年增长 4.4%。其中，普通货车 946.03 万辆，较上年减少 6.5%，4,843.83 万吨位，较上年减少 2.8%；专用货车 47.56 万辆，较上年减少 1.7%，527.63 万吨位，较上年增长 4.9%。随着城镇化的发展、基础设施建设的推进及居民收入水平的提高，汽车保有量将不断增加，有助于拉动替换市场需求。

总体看，近年来乘用车产销量增速放缓，货车市场产销量持续下降，配套市场需求减弱；。我国汽车行业产销量增速虽有所下降；但考虑到我国汽车保有量较高，未来客车、货车周转量较大，轮胎替换市场下游需求量仍呈刚性。公司轮胎主要面向替换市场，产品产销压力不大。

（4）行业竞争

从国内轮胎行业竞争情况看，行业经验表明，随着生产规模的不断扩大，规模效益的体现，企业的盈利能力将逐步上升。从半钢胎市场来看，杭州中策、山东玲珑、三角集团等国内知名轮胎企业产能居前，内销占其总产量 50%~60%，多以配套或替换长安、铃木、东风、昌河、比亚迪等中低端轿车为主。而合资、外资企业，如米其林、普利司通、固特异、佳通、韩泰等，内销占其总产量的 60%~80%，主要配套或替换宝马、奥迪、奔驰、大众、别克等中高档汽车。

山东省是国内轮胎产业第一大省，产量占全国轮胎总产量的一半以上。根据山东省橡胶行业协会的数据，2015 年山东省子午线轮胎生产企业 37 家，包括山东玲珑、三角集团、山东恒丰、华勤集团、赛轮金宇等，受轮胎行业整体下行及行业加速整合淘汰影响较上年减少 4 家，共生产子午线轮胎 2.59 亿条，虽同比下降 8.06%，但在全国轮胎总产量中占比 50.28%。其中，全钢子午胎生产企业共 31 家，产量 0.61 亿条，同比下降 11.01%，占全国全钢子午胎产量的 55.21%。2015 年，中国大陆 29 家企业进入世界轮胎 75 强排行榜，其中，山东企业 17 家，占大陆企业上榜数量的 58.6%。

近年来在国内轮胎行业产能过剩，竞争日趋激烈的大环境下，轮胎企业面临兼并整合的趋势。2015 年 3 月，中国化工集团通过旗下中国化工橡胶有限公司收购全球排名第五的意大利倍耐力轮胎公司，并于 2015 年 10 月顺利完成收购，拟将其与下属风神轮胎股份有限公司卡客车轮胎业务整合；2015 年 2 月及 10 月，山东德瑞宝轮胎有限公司和北京首创轮胎有限责任公司先后宣布破产重组；2016 年 1 月，固铂轮胎橡胶公司宣布收购青岛格锐达橡胶有限公司多数股权；2016 年 1 月青岛双星股份有限公司与山东恒宇科技有限公司战略合作成立青岛星恒轮胎有限公司。轮胎行业整合进一步加快。

总体看，轮胎行业内外资及合资企业市场竞争力强，我国轮胎产品目前仍以中低端市场为主。山东省是轮胎生产大省，虽受到市场环境的影响产量有所下滑，行业整合加剧，但轮胎企业数量及轮胎产量仍占全国总量的一半以上。

（5）行业关注

贸易壁垒对轮胎行业出口及整体发展影响较大

轮胎企业面对贸易壁垒的情况增多。2010 年 9 月，欧盟宣布计划对中国出口轮胎征收 22.3% 的关税，期限 5 年。2012 年 3 月，墨西哥部分企业提交申请，要求对山东省出口该国的轮胎企业进行反倾销调查；7 月，泰国决定，对原产于中国的摩托车内胎产品征收反倾销税，为期 4 个月；2012 年 11 月 1 日欧盟开始执行轮胎标签法案；2014 年 6 月 30 日，在美国钢铁工人联合会 (USW) 申请下，美国对华乘用车及轻卡轮胎发起反倾销和反补贴调查；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，并征收反倾销税率；2015 年 11 月，欧亚经济委员会发布对中国载重汽车轮胎反倾销终裁公告，决定对进口自中国的载重汽车轮胎产品征收反倾销税。这些贸易壁垒将严重损害中国轮胎制造业的利益。

行业竞争激烈，产品附加值低

国内轮胎企业数量较多，行业集中度偏低，多数轮胎企业产品趋于同质化，研发薄弱，产品档次不高，技术含量和附加值较低，竞争力明显不足，产品主要集中在中低端市场销售，高端市场则被国外品牌所主导。中国轮胎市场上的“拼价格”现象十分严重，在一定程度上影响了轮胎行业的利润水平。

轮胎行业库存高企，结构性产能过剩问题凸显，开工率较低

受国内市场需求不景气和美国等国家对中国“双反”政策影响，轮胎企业整体库存居于高位。根据中国橡胶工业协会轮胎分会 2015 年对 42 家主要轮胎企业的统计，其存货值高达 157.4 亿元，占总销售收入的 10.2%，虽同比有所下降，但考虑到轮胎价格下降因素，轮胎库存量与上年基本持平，大部分企业库存量达到企业一个多月的产量水平。轮胎行业结构性产能过剩问题凸显，企业开工率维持较低水平，2015 年上半年行业平均开工率在 60% 左右，部分中小企业被迫退出市场。

成本波动风险

轮胎生产主要原材料包括天然橡胶及钢材等，天然橡胶因其资源约束性，主要产地集中在东

南亚和非洲部分地区，我国天然橡胶主要依赖进口，价格受到国际原油价格、宏观经济环境、产量及下游需求量等因素影响，呈现一定的波动。近年来，钢材价格同样受经济形势和下游关联行业需求影响波动幅度较大，钢材和天然橡胶等原材料价格波动对公司生产成本影响较大，进而可能对公司轮胎产品盈利能力造成一定的影响。

（6）未来发展

轮胎产品发展方面，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 REACH³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。

重型卡车需求方面，根据中国卡车网的预测，由于早期基础建设投资计划的拉动，重卡市场需要 5~8 年消化，因此“十三五”初期，重卡需求基本将保持在年度 55 万辆水平。2017 年下半年或者 2018 年，重卡需求将有望恢复，平均需求预计在 63 万辆，同时将带来全钢载重轮胎需求量的增长。

整体看，未来发展绿色、节能、高性能产品将成为行业发展的主要方向，全钢载重轮胎需求在基础建设投资的拉动下，预计将有所增长。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

（1）行业地位与品牌

服装业务方面，公司是江苏省重点企业集团，国务院 120 家深化改革试点企业之一。自公司成立以来，已荣获省级以上荣誉 200 多项。在中华全国工商业联合会公布的“2017 年度中国大型民营企业 500 强”排名中，公司位居第 82 位。在中国服装协会公布的“2016 年全国服装行业百强企业”排名中，公司位列销售收入第 3 名。

表 2 2016 年度中国服装行业“销售收入百强企业”排名

排序	名称
1	海澜集团有限公司
2	雅戈尔集团股份有限公司
3	红豆集团有限公司
4	杉杉控股有限公司
5	波司登股份有限公司
6	山东如意科技集团有限公司
7	太平鸟集团有限公司
8	伟星集团有限公司
9	即发集团有限公司
10	江苏东渡纺织集团有限公司

资料来源：中国服装协会

2013年12月，《环球时报社》发布公司获2013年环球时报总评榜“年度最具国际竞争力中国企

³ REACH 即 REGULATION concerning the Registration, Evaluation, Authorization and Restriction of Chemicals，是欧盟于 2007 年起实施的化学品监管体系《化学品的注册、评估、授权和限制》。

业”奖。2014年3月，无锡市人民政府授予公司无锡市企业创新发展“先进单位”。2015年8月，公司获江苏省针织行业协会颁发的江苏省针织行业“竞争力优势标杆企业”。2016年9月，江苏省质量协会颁发公司江苏省质量协会第三届理事会“先进会员单位”称号。

轮胎业务方面，通用股份属于江苏省高新技术企业，承担国家和江苏省火炬计划等项目，成立了江苏省全钢载重子午线轮胎工程技术研究中心，专门从事轮胎等高分子材料领域的高新技术研发。通用股份先后通过国家强制性认证（3C认证）、欧盟经济委员会ECE产品认证、ISO9001：2008版国家质量认证体系、美国DOT认证、ISO/TS16949:2009美国质量认证、ISO14001:2004环境管理体系认证等。2016年3月26日，中国橡胶工业协会发布“2016年度中国橡胶工业百强企业”，14家轮胎企业上榜，通用股份位列13位，销售收入达40.19亿元。目前，通用股份在载重子午胎系列产品方面较具市场优势，其在该细分市场的主要竞争对手为：杭州中策橡胶有限公司、佳通轮胎（中国）有限公司及贵州轮胎股份有限公司等。

表 3 2016 年度中国橡胶工业百强企业轮胎厂商情况表（单位：亿元）

排序	名称	销售
1	中策橡胶集团有限公司	167.99
2	三角集团有限公司	146.03
3	佳通轮胎（中国）投资有限公司	136.52
4	山东玲珑轮胎股份有限公司	85.22
5	厦门正新橡胶工业有限公司	84.23
6	兴源轮胎集团有限公司	82.27
7	风神轮胎股份有限公司	63.38
8	赛轮金宇集团股份有限公司	60.69
9	双钱集团股份有限公司	60.26
10	盛泰集团股份有限公司	52.72
11	双星集团股份有限公司	47.51
12	贵州轮胎股份有限公司	40.72
13	江苏通用科技股份有限公司	40.19
14	浦林成山（山东）轮胎有限公司	40.06

资料来源：中国橡胶工业协会

（2）生产规模

服装生产方面，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 1.41 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，提高了公司服装设计水平和效率。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，提升了服装的设计效率。

轮胎生产方面，截至 2017 年 6 月底，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，轮胎产品质量居国内领先水平，尤其在矿区轮胎市场具有明显的竞争优势。

此外，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。公司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；同时，公司培育的“红豆牌”红豆杉盆栽成批进入了首都中南海和 2010 年上海世博会。

总体看，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，在国内服装行业拥有较强的竞争实力；公司轮胎板块在产能及产品质量方面处于国内同行业领先水平。

2. 技术研发

公司通过加大研发投入、与科研院所合作研究等措施，不断提升公司的核心技术优势。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 4 个、国家级企业技术中心 1 个；与江南大学合作创立“红豆学院”。公司通过产学研合作，共参与国家、省市级科技项目 28 项，争取各级科技资金 300 多万元。2012 年 5 月，红豆集团技术中心被评为国家级技术中心，成为中国纺织服装行业拥有国家级技术中心的唯一一家企业。

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，保证了公司在全中国服装行业中技术开发和新产品创新的领先地位。作为国家专利试点企业，公司连续多年申请专利 200 件以上，2016 年申请专利 314 件，截至 2016 年底，公司累计申请专利 3,065 件。

表 4 公司主要科研项目情况

序号	项目类别	项目名称
1	2014 年省级企业技术中心项目	红豆杉企业技术中心项目
2	省高新技术产品	轻型载重全钢子午线轮胎（轮辋直径 16 英寸）
3	江苏省双创博士	企业博士后类双创博士
4	国家技术创新示范企业申请省级补助资金	国际化企业培育类项目、企业质量品牌管理创新奖励项目、企业质量品牌奖励项目
5	无锡市科技进步奖	高承载、低能耗、舒适型全钢丝载重子午
6	江苏省高新技术产品	10-DAB
7	2015 年省工业和信息转型升级项目	红豆杉全株采提紫杉醇推广项目
8	国家级星火计划项目	水培红豆杉的种苗繁育及产业化
9	无锡市技术创新资金项目（国际研发合作）	智能光疗保健可穿戴纺织品关键技术及产品合作研发
10	无锡市科学技术进步奖三等奖	红豆杉纤维制备及抑菌功能内衣的开发
11	江苏省农业标准化试点项目	红豆杉人工繁育标准化试点
12	环保部 2016 环境保护科技奖二等奖	物种多样性评估方法和重要物种繁育技术研究
13	无锡市经信委无锡市成果转化资金项目	高性能宽行驶面全钢子午线无内胎轮胎的研发和产业化
14	无锡市科学技术进步奖二等奖	中长途公路运输型高耐磨、低油耗 12R22.5 系列轮胎
15	省高新技术产品	高耐磨高承载 315/80R22.5 系列轮胎
16	省高新技术产品	红豆杉天然再生纤维素纤维抗菌保健功能面料

资料来源：公司提供

总体看，公司技术研发能力突出，是中国纺织服装行业拥有国家级技术中心的唯一一家企业，承担了多项国家级科研项目，在全国服装行业中处于技术开发和新产品创新的领先地位。

3. 人员素质

公司现有董事会成员 8 人，监事会成员 3 人，高级管理层成员 7 人，其中董事长 1 人、总裁 1 人，常务副总裁 1 人，副总裁 1 人，总裁助理 2 人，总工程师 1 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长周海江先生，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。

公司总裁助理蒋雄伟先生，男，1974年出生，大专学历。曾任红豆集团丝绸服装厂财务科长，红豆集团印染总厂财务部长，红豆集团赤兔马公司财务部长，江苏红豆实业股份有限公司财务总监、董事会秘书、副总经理，红豆集团财务部部长。现任红豆集团总裁助理、无锡市锡山区阿福农贷股份有限公司董事长。

截至2017年6月底，公司职工总数20,108人，从学历构成看，高中和中专及以下学历占49.10%，大专学历占14.20%，本科及以上学历占36.70%；从年龄结构看，30岁以下占40.00%，30岁至50岁占48.50%，50岁以上占11.50%；从岗位构成看，生产人员占39.50%，销售人员占28.80%，管理人员和研发人员分别占比10.80%和6.90%，其他人员占14.00%。

总体看，公司管理人员综合素质高，企业管理经验丰富；公司人员文化素质尚可，人员结构基本适应公司发展的需求。

五、公司管理

1. 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，制定公司章程，不断完善公司法人治理结构，规范股东会、董事会、监事会的议事规则和程序，明确董事会及董事长、总裁的决策权力。公司章程规定股东会是公司的权力机构。公司董事会成员8人，由股东会选举产生，任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长（即董事局主席）1人，副董事长2人，由董事会选举产生。公司设监事会，成员3人，由股东会选举产生，任期三年，任期届满，可连选连任。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。公司设总裁（即总经理），由董事会决定聘任或者解聘，总裁（即总经理）对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构相对完善，能够满足日常经营需求。

2. 管理体制

公司设有企管部、品牌文化部、财务部、法务部、战略发展部、物联网事业部、人力资源部、行政部和安保部9个职能部门。公司对各部门的职责作出了明确划分，各部门以及下属子公司均能按照公司制订的部门职责及各项业务管理制度开展经营活动。

公司全国首创的以“母子公司制、内部市场制、内部股份制、效益承包制”为内容的“四制联动”的管理机制，使企业管理更加科学规范。母子公司制是指公司本部董事会对下属二级、三级子公司派出经理层及财务人员，对子公司的生产经营情况和财务情况负责；公司本部对子公司生产经营情况定期进行检查、审核，从项目审批、财务、资金使用等方面建立跟踪机制，保证子公司科学决策、规范管理以及安全运行；同时，各子公司按业务板块在生产经营方面相对独立发展。内部市场制是在企业内部全面实行市场机制，培养员工的市场意识，强化成本控制。内部股份制是采取“入股自愿，利益共享，风险共担，股权平等”原则，吸收员工入股，提高员工对企

业经营的参与度和关注度，调动员工积极性。效益承包制是对车间、工厂进行效益承包，以效益决定收入，明确权、责、利，激发管理者的积极性和创造性。

财务管理方面，公司界定集团内各层级财务机构的工作职责和运作流程，明确资金管理模式和资金管理组织工作流程，规定内部稽核制度和对外投资管理制度。非上市的下属公司向银行贷款，由公司资金部统一管理。为加强公司资金集中管理和提高集团资金使用效率，经中国银行业监督管理委员会《中国银监会关于红豆集团财务有限公司开业的批复》（银监复【2008】460号）批复，公司于2008年11月成立红豆集团财务有限公司，该公司一方面为公司及成员单位（包括母公司及其控股51.00%以上的子公司；母公司、子公司单独或共同持股20.00%以上的公司，或者持股不足20.00%但处于最大股东地位的公司；母公司、子公司下属的事业单位法人或者社会团体法人）开展多项财务服务工作，另一方面利用自身的资金管理平台和资源，为集团及成员单位节省融资成本及经营费用，并提出各项财务建议。在财务预算方面，公司建立预算委员会，由董事长担任主任，拟定集团财务预算编制与管理原则和目标；审议公司财务预算方案和财务预算调整方案。

质量管理方面，公司建立文件化的质量管理体系，制订了《红豆集团质量管理手册》，着重对管理职责、资源管理、产品实现和测量、分析和改进四方面提出要求，明确公司的质量方针、质量目标、组织结构、资源配置以及从识别顾客要求到产品交付顾客并通过持续改进使顾客持续满意的质量管理和控制要求。

对外投资方面，公司制定了《红豆集团对外投资管理规定》。公司及子公司的投资行为由公司相关部门或各子公司起草投资方案，公司项目发展部负责对投资方案进行调研、论证，出具意见后向总裁报告，最后根据授权范围分别由总裁、董事会或股东会进行审议，并在投资过程中进行监控，在投资完成后进行验收。公司的对外投资审批权限如下：对外投资单笔在50,000.00万元以内的由董事会审批；超过50,000.00万元或一个会计年度内发生额累计超过上一年度经审计的净资产20.00%的，需经股东会审议批准。

重大融资决策方面，为规范融资行为，降低融资风险，公司制定了《红豆集团融资管理制度》，对公司及下属各二、三级企业对外融资进行相关规定。根据规定，融资审批权限如下：单笔授信5.00亿元及以下的由总裁审核，报董事会审批；5.00亿元以上的由股东会审批；发行债券由股东会审批。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作规范，管理效率较高，整体管理水平较好。

六、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，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，目前已形成相对多元化的产业经营格局。2014~2016年，公司营业总收入分别为172.47亿元、168.13亿元和166.76亿元，收入规模小幅下降，但整体变化不大，近三年主营业务收入占公司营业总收入的比重均在99.00%以上，公司主营业务突出。

从收入构成看，公司服装业务保持主导地位，近三年收入占比均在60.00%以上，2016年服装业务收入占比为62.68%，较2015年下降3.25个百分点，主要系服装板块收入小幅下降所致。橡胶板块收入规模及在主营业务中的占比呈小幅波动趋势，主要系产品价格波动及全钢子午胎销量

增长共同影响所致。公司房地产板块收入占比波动较大，主要系每年交付项目规模、结转产品类型不同所致。公司生物医药行业主要为规模化种植、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均低于 1%。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，收入占比逐年提高。

表 5 2014~2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
服装	108.76	63.06	14.47	110.85	65.93	15.51	104.53	62.68	16.74
橡胶	35.02	20.31	17.41	32.15	19.12	17.06	33.61	20.16	16.73
房地产	17.69	10.26	19.14	13.21	7.86	17.20	17.27	10.36	16.08
生物医药	1.56	0.90	51.50	1.47	0.87	53.18	1.04	0.62	51.51
其他	9.44	5.47	23.70	10.46	6.22	22.78	10.31	6.18	21.76
合计	172.47	100.00	16.38	168.13	100.00	16.72	166.76	100.00	17.19

资料来源：公司提供

从毛利率看，公司综合毛利率保持逐年小幅提升，近三年分别为 16.38%、16.72%和 17.19%。分板块看，得益于公司经营模式转变和产品结构调整，服装板块毛利率逐年提高，2016 年毛利率较 2015 年提升 0.47 个百分点至 17.19%；橡胶板块毛利率稳中有降，近三年均维持 16%左右的水平；房地产板块毛利率受楼盘交付结构影响有所波动，整体处于较低水平，2016 年为 16.08%。公司生物医药板块毛利率较高，且呈波动上升态势，2016 年为 51.51%。

2017 年 1~6 月，公司实现营业总收入 83.22 亿元，同比增长 7.72%，实现营业利润 4.74 亿元，同比增长 47.64%；实现净利润 3.59 亿元，同比增长 46.81%，利润水平大幅上升。2017 年 1~6 月，公司服装板块实现营业收入 49.69 亿元，毛利率为 19.18%；轮胎板块实现营业收入 17.44 亿元，毛利率为 14.56%；房地产板块实现收入 10.48 亿元，毛利率为 13.81%；生物医药板块实现收入 0.48 亿元，毛利率为 47.19%。公司主营业务构成较 2016 年变化不大，综合毛利率为 18.15%，较 2016 年有所提升。

总体来看，公司主营业务突出，各业务板块经营情况较为稳定，业务收入及毛利率水平变化不大。

2. 服装业务

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是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（红豆内衣系列、红豆居家系列和棉纺）、南国红豆控股有限公司（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）等下属生产实体运营。服装板块为公司核心产业及公司收入的主要来源，近三年服装板块收入占营业收入的比重均在 60%以上。2014~2015 年，公司服装板块除服装收入外，还有少量纺织收入，分别为 3,071 万元和 2,158 万元，鉴于纺织业务利润率较低，公司已逐步关停纺织生产线，自 2016 年已全面停产，目前无继续生产计划。

在宏观经济增速放缓和服装行业整体增速下滑的大背景下，面临需求低迷、竞争激烈、成本压力等诸多问题，公司积极进行经营模式的转变，服装板块收入保持相对稳定，毛利率水平逐年

提高，整体经营较为稳健。经营模式方面，公司逐步由服装制造主导型向品牌零售主导型转变，品牌服装采取联营模式以提高供应链管理效率、提高产品周转速度、增强产品价格竞争力。同时，公司更加注重科技研发和品牌网络体系的开拓、产融结合及资本运营。研发方面，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，出台了激励措施以鼓励技术人员创新。近年来，公司在服装板块上积极调整产品结构，增加设计与创新元素，提高产品的流行与美观度，向附加值较高的品牌商品升级，同时，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。在品牌网络方面，公司采用多产品系列、多品牌运营的模式，涵盖红豆形象男装、红豆居家、红豆内衣、红豆家纺等品牌网络体系已初步形成。

(1) 原材料采购

因服装产品的差异性，公司采购均由下属生产实体的各自采购部门进行自主采购，对于集团内部企业也采取市场化模式运作。公司采购实行“以产定采”的模式，各下属企业在采购中均采用“供应商招标制”的方式，实行“同等价格比质量，同等质量比价格”的原则，与各供应商保持紧密联系，及时掌握其生产经营信息，确保公司能够获得质量可靠、价格合理的原料。同时公司与主要原料供应方建立了紧密的战略联盟关系，与核心供应商签订长期供应合同，在一定时期内锁定供应价格，共同应对价格波动风险，降低了原料价格波动对公司生产经营的影响。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 10.01%，公司采购集中度较低。

2014~2016 年，原材料采购量随产品产量的变化而变化，其中衬衫、西裤、西服产量逐年减少，相应原材料采购量也呈逐年减少态势；其他原材料采购量保持相对稳定。采购价格方面，服装原材料价格普遍存在一定程度的波动，除衬衫面料外，其他主要原材料波动较小，2014~2016 年衬衫面料采购均价呈增长态势，主要系衬衫产品结构变化所致。

表 6 公司纺织服装业务原材料供应情况

主要原材料		采购量				采购均价			
名称	2016 年占成本比重 (%)	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
印花布(万米)(元/米)	15.76	10,259	10,110	9,528	3,831	14.32	14.30	14.40	14.36
棉布(吨)(元/公斤)	11.19	44,125	43,950	43,269	18,504	23.51	22.61	22.50	23.02
毛、绒(吨)(元/公斤)	8.45	2,857	2,847	2,850	1,248	259.00	259.00	258.00	257.00
纱线(吨)(元/公斤)	6.16	20,359	20,150	20,604	8,605	32.65	29.00	26.00	26.00
西服面料(万米)(元/米)	5.91	995	922	853	435	60.00	59.57	60.35	62.26
涤纶丝(吨)(万元/吨)	3.51	29,384	29,626	28,584	11,494	1.01	1.13	1.07	1.07
衬衫面料(万米)(元/米)	0.98	473	468	427	301	15.94	17.51	20.04	19.61

资料来源：公司提供

公司还专门成立了红博面料馆，目前共引进 270 多家面料供应商，各供应商按照季节与品种展示其产品，便于公司选择，为其形成快捷的配套供应链，提高沟通效率，使上下游环节共赢。公司与原料供应商谈判议价能力较强，未来公司将在稳定现有供应渠道的基础上，不断拓展新渠道和精选供应商名单。

采购结算方面，服装板块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，其中现汇结算占 73%、商票付款占 15%、银行承兑结算占 12%。

总体看，公司采购规模较大，对原料供应商管理规范，近年来大部分原材料采购量相对稳定，采购均价变化幅度不大，有利于公司采购成本控制。

(2) 产品生产

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，产品生产方面采用自主生产和外协加工相结合的方式，并以外协加工为主。

自主生产方面，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 1.41 万平方米，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，公司下属子公司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。截至 2017 年 6 月底，公司具有衬衫 350 万件、西裤 300 万件、西服 110 万套、内衣 2,200 万件、文胸 700 万件和家纺 800 万套的产能规模。公司衬衫、西服以自主生产为主，部分西裤、内衣和家纺进行自主生产，其余以外购为主。

外协加工方面，公司主要通过外部协议单位直接采购成衣来解决。公司将所需生产产品委托给合作供应商并按照公司制定的生产标准进行生产，生产过程中，公司派驻管理人员对生产现场进行监督检查，对产品生产全过程进行跟踪，并对产成品质量严格把关。目前，公司西裤、内衣、家纺部分外购，羽绒服近三年全部采取外协加工模式。近年来，公司产品外购情况如下表所示。

表 7 2014~2016 年公司主要产品外购比例（单位：%）

产品	2014 年	2015 年	2016 年
西裤	38	48	42
内衣	61	48	52
家纺	56	52	51
羽绒服	100	100	100

资料来源：公司提供

目前公司供应商 500 家左右，在成衣供应商选择上，公司严格按照价格（原料、加工费用、付款方式）、品质（组织与体系、规范与标准、检验与预防）、交期、服务四方面进行评定，每季度审核合格供应商名单，每年优胜劣汰。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。

从产品产能利用情况看，因公司近年来并未扩张自有产能，主要产品产能保持不变。产量方面，除公司自有工厂生产的产品外，还有大量外购成衣直接计入公司产量，衬衫、西裤、西服产量略有波动，羽绒服产量下降趋势较为明显，内衣、文胸和家纺产量逐年增长，其中文胸保持较快增长速度。公司产能利用率整体处于较高水平，因产量统计包含外购产品，大部分产品产能利用率超过 100%，因产能利用率不能完全反应公司自有产能利用情况，此处统计的产能利用率仅供参考。分产品来看，2014~2016 年，衬衫和西裤产能利用率逐年下降，但分别维持在 80%和 150%以上的较高水平；西服、文胸和家纺产能利用率呈波动趋势；内衣的产能利用率呈逐年增长态势。未来，随公司销售规模的继续扩大，外购产品数量将持续增长，公司大部分产品产能利用率将进一步提升。

表 8 近年公司服装产品产能利用情况（单位：万件、万条、万套、%）

产品	衬衫			西裤		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
2014 年	350	315.58	90.17	300	552	184.00
2015 年	350	311.71	89.06	300	527.8	175.93
2016 年	350	284.58	81.31	300	476.5	158.68

2017年1~6月	350	200.92	57.41	300	252.37	84.12
产品	西服			内衣		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
2014年	110	158.52	144.11	2,200	4,588.15	208.55
2015年	110	130.51	118.65	2,200	4,913.70	223.35
2016年	110	133.17	121.06	2,200	5,151.02	234.14
2017年1~6月	110	58.60	53.27	2,200	2,202.86	100.13
产品	文胸			家纺		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
2014年	700	807.35	115.34	800	1,703.54	212.94
2015年	700	1,394.24	199.18	800	1,741.58	217.70
2016年	700	1,425.01	203.57	800	1,587.50	198.50
2017年1~6月	700	892.56	127.51	800	638.53	79.82

资料来源：公司提供

注：上表中统计产量包括外购产品

总体看，公司产品生产以自主生产和外协生产相结合，随着公司销售规模的迅速扩张，公司通过外部协议单位直接采购成衣的比例增加，公司未来发展重点为向品牌运营商转变，因此尚无产能扩张计划，未来无产能扩张方面的资本支出压力。

（3）产品销售及市场营销

公司现在已从原先的工业制造逐步转变为商业经营和品牌运营管理，更加注重门店管理和品牌营销，销售模式从传统的批发模式向品牌零售转变，销售渠道逐步拓展，现有销售渠道包括传统的批发市场、常用的超市、商场、专卖店和网络零售平台等。2008年初，公司顺应市场发展趋势，以淘宝等第三方平台为切入点，开始进入电子商务。2011年，公司对电子商务的多种形态进行实践和探索，如B2B红豆网络订货平台、B2C红豆商城、D2C高端定制等，同时公司也进一步统筹利用淘宝、京东等第三方平台资源，完善网络销售渠道，近几年来运作情况良好。

面对服装行业的激烈竞争，公司加速转型升级，不断加快品牌连锁专卖网络体系建设，提出“大力发展商场、专卖店销售，提升产品的档次和品位，加大品牌宣传，提高产品附加值”的全新经营模式，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，力图从“批发经销商”模式向“品牌运营商”模式转变。经过几年的发展，公司连锁专卖店已经形成一定规模，未来公司战略重点主要在加强渠道建设，稳步推进红豆品牌连锁专卖网络。在连锁专卖的经营战略上，根据公司管理层推出最新的“五化”策略（即人才专业化、产品休闲化、经营标准化、管理信息化、门店优质化），公司在发展策略上同步也作了调整，将更重视门店的优质化、提升单店业绩，更为重视渠道质量的提高而非单纯数量的扩张，对于业绩不佳的门店不断进行调整撤并。同时，公司正积极尝试联营模式，与上游供应商和下游加盟商形成战略合作关系，实现供应商、加盟商和品牌运营商三方的联合经营。在该模式下，供应商与品牌运营商共同进行产品设计，通过选样会确定产品款式，并共同决定产品产量，品牌运营商负责品牌营销策划、品牌推广及营销渠道管理，加盟商负责在各城市核心商圈选择店面，承担店面运营费用，并进行终端销售。在产品销售完成后，供应商、加盟商、品牌运营商共同进行结算，按照相应比例分配收入。如产品滞销，则将产品退回供应商，由供应商承担库存风险。联营模式有利于降低公司的库存风险，并提高整个供应链的运转效率，提升产品价格竞争力。

在销售模式方面，销售模式由传统的以批发为主的销售模式转向以自营和加盟店为主的品牌零售模式，进一步提升公司对渠道的掌控能力。截至2017年6月底，公司在全国发展的红豆男装

自营店 232 家、加盟联营店 1,309 家；红豆居家自营店 235 家、加盟联营店 860 家。总体看，2014 年以来，自营店占比有所降低，加盟店占比逐年上升，主要系公司扩大联营规模，部分自营店转为加盟店，且新增门店以加盟店为主所致。近年来，公司品牌零售店拓展情况如下表所示。

表 9 近年来公司品牌零售店拓展情况（单位：家）

品牌	自营店				加盟联营店			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
红豆男装	501	285	245	232	1,123	1,286	1,305	1,309
红豆居家(含家纺)	282	223	221	235	424	692	740	860
合计	783	508	466	467	1,547	1,978	2,045	2,169

资料来源：公司提供

定价策略上，一方面公司每年根据成本原则，会综合考虑原材料的成本、人力成本、各项支出等确定加价倍率。另一方面，公司在产品定价时会参考竞争对手的定价，例如红豆男装的价格区间介于海澜之家与七匹狼之间。受原材料价格小幅波动、人力成本上升等因素的综合影响，公司各种产品价格走势也有所波动，近年来公司主要产品出厂成本价变化情况如下表所示。

表 10 近年来公司主要产品出厂成本价变化情况（单位：%）

产品	2014 年	2015 年	2016 年
文胸	+1.73	-0.75	+2.09
家纺	+1.06	-0.15	+1.60
羽绒服	+2.79	+0.08	+0.41
西服	+2.79	-3.06	-2.96
内衣	+0.39	+0.04	+1.12

资料来源：公司提供

注：上表中数据均为每年底较上年底同比增减比例，“+”表示价格上涨，“-”表示价格下降。

销售结算方面，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；传统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并确认收入，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；批发模式结算模式为客户预付部分款项或贷款提货，对于长期稳定合作客户可给予赊销，账期一般为 3~6 个月；联营模式下，产品在加盟店完成销售后，供应商、加盟商、品牌运营商按月共同进行结算，并按照相应比例分配销售额，公司将按比例获取的销售额确认为收入。目前公司经营模式已逐渐转变为品牌零售和传统批发业并存，2014~2016 年公司品牌零售自营店和加盟店收入合计占公司服装板块收入的比重分别为 42.30%、43.85%和 47.06%，呈逐年上升趋势，2017 年 1~6 月，公司品牌零售自营店和加盟联营店收入占比为 47.94%，公司营销转型初见成效；其余收入均为批发收入。

从整体产销情况来看，公司服装产品整体产销率处于较高水平，近几年各产品产销率均在 90%以上，部分产品产销率超 100%系销售库存商品所致。近几年，公司产品具体产销情况如下表所示。

表 11 近年公司服装产品产能利用情况（单位：万件、万条、万套、%）

产品	衬衫			西裤		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
2014 年	315.58	312.96	99.17	552	551.52	99.91
2015 年	311.71	308.19	98.87	527.8	525.8	99.62
2016 年	284.58	281.91	99.06	476.05	472.77	99.31
2017 年 1~6 月	200.92	199.40	99.24	252.37	250.53	99.27
产品	西服			羽绒服		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
2014 年	158.52	160.16	101.03	342.76	319.52	93.22
2015 年	130.51	130.17	99.74	356.45	351.6	98.64
2016 年	133.17	132.59	99.56	359.84	354.87	98.62
2017 年 1~6 月	58.60	58.44	99.73	151.84	147.36	97.05
产品	内衣			文胸		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
2014 年	4,588.15	4,445.92	96.90	807.35	804.97	99.71
2015 年	4,913.70	4,883.23	99.38	1,394.24	1,385.18	99.35
2016 年	5,151.02	5,092.81	98.87	1,425.01	1,417.31	99.46
2017 年 1~6 月	2,202.86	2,179.07	98.92	892.56	891.13	99.84
产品	家纺			--		
	产量	销量	产销率	--	--	--
2014 年	1,703.54	1,690.20	99.22	--	--	--
2015 年	1,741.58	1,725.21	99.06	--	--	--
2016 年	1,587.98	1,572.74	99.04	--	--	--
2017 年 1~6 月	638.53	630.04	98.67	--	--	--

资料来源：公司提供

从销售市场来看，公司服装产品主要以内销为主，出口为辅，历年来公司出口总额占服装板块总销售额较低，2014~2016 年，公司服装出口总额分别 11,695.17 万美元、12,560.74 万美元和 10,513.92 万美元，占服装板块销售总额的比重均在 10%以内。在国际市场方面，公司市场决策首先立足于规避汇率风险和交易风险，目前与美国、日本和欧盟等主要国家和地区的多家公司国际服装贸易公司建立了长期稳定的合作关系，并在纽约、洛杉矶设立了分支机构。另外，公司已在柬埔寨建设的西港园区入驻西服和衬衫的生产线，且由于柬埔寨当地的招商政策和我国商务部对走出去企业的资金支持，出口贸易业务将逐步转移到该园区的入驻企业。公司将充分利用当地优惠的税收政策和我国的补贴支持来增大利润空间。

从销售渠道来看，公司服装产品仍以线下销售为主，线上销售主要包括天猫、京东、唯品会等第三方网络零售平台及红豆商城等公司自有平台，以销售过季产品及线上专供款为主，近年来公司线上销售额逐年增长，销售收入占比也呈逐年上升趋势，2014~2016 年分别为 3.79%、4.50%和 6.34%，但线上销售比例仍处于较低水平。随着消费者消费习惯的改变，网购用户越来越多，同时线上销售具有无市场边际、成本较低、利润空间较大等优势，公司未来将加强线上销售渠道的建设，逐步将自有商城和线下直营店垂直打通，实现线上线下同款、同价、同步的融合。

从销售集中度来看，公司销售集中度始终维持在较低水平，2016 年公司前 5 名客户销售总额为 3.73 亿元，占服装板块收入比重为 3.57%，不存在对单个客户严重依赖的情况。

未来发展方面，公司将继续推进经营模式的转变，进一步扩大联营规模；加强销售渠道建设和管理，发展电子商务业务；打造集信息流、资金流、物流、工作流于一体的智慧平台。

总体看，公司产品产销率水平较高，整体销售情况较稳定；随着公司经营模式和销售渠道的转变，产品库存风险得到分散。

3. 轮胎业务

通用股份经过多年发展已形成涵盖子午线轮胎、斜交胎及摩托车胎的产品系列，并形成内销品牌“千里马”、“赤兔马”、“驰威福”、“喜达通”，出口品牌“QIMA”、“CTM”。目前通用股份以生产经营全钢载重子午线轮胎（以下简称“全钢子午胎”）为主，近年来全钢子午胎收入占轮胎板块主营业务收入 80.00%以上，是公司轮胎业务板块的核心载体。

（1）产品生产

从生产模式上来看，公司遵循精益生产的原则，实行“以销定产、产销平衡”的生产模式，以提高运营效率为目标，严格实施产品制造流程管理。公司执行“5S 管理（整理、整顿、清扫、清洁和素养）、自主保管理、快速处理管理和 OEE 管理”，在现场、设备、特发事件等方面提高了员工的质量意识，轮胎生产工厂成为集团的“精益生产”样板工厂。

在产品质量方面，公司建立了检测中心，所有原材料必须检测合格后方可入库供生产使用，并对供应单位实行质量一票否决制。公司每个车间均配备车间质量员、工艺员，专门对轮胎生产进行过程检验、跟踪过程质量，同时还专门成立了工厂质量巡检岗，并对车间质量员的漏检率进行考核。公司对成品的外检测、内部的 X 光机检测率达到 100.00%。

从产能方面看，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摩胎等产品类型。截至 2017 年 6 月底，公司已形成全钢子午胎 350.00 万套、斜交胎 150.00 万套、摩胎 600.00 万套的生产规模。

产量方面，2014~2016 年，公司全钢子午胎产量受下游矿山型卡车需求增加影响呈现逐年增长态势；斜交胎产量波动下降，主要系下游轻型载重卡车、客车和公交车景气度下行影响所致；摩胎产量逐年减少，主要系公司对产品结构进行调整、增加全钢子午胎产量所致。

产能利用率方面，2014~2016 年，公司全钢子午胎订单量较为充足，生产线开工情况良好，产能利用率均能达到 90.00% 以上，2016 年达 96.86%；伴随轮胎子午化率的提高和下游轻型载重卡车、客车和公交车景气度的下降，公司斜交胎产能利用率较低，且呈波动下降态势；摩胎产能利用率处于偏低水平，且呈逐年下降趋势，主要系公司对产品结构进行调整所致。

2017 年 1~6 月，公司全钢子午胎、斜交胎和摩胎的产能均未发生变化；全钢子午胎和斜交胎产量分别达 2016 年全年的 51.14% 和 50.75%，产量较为稳定，摩胎的产量仅为 2016 年全年的 38.12%，有进一步减少趋势。

表 12 近年来公司主要轮胎产品生产情况

产品名称	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
全钢子午胎	产能（万条）	325.00	350.00	350.00	350.00
	产量（万条）	301.09	315.57	339.00	173.38
	产能利用率（%）	92.64	90.00	96.86	49.65
斜交胎	产能（万条）	150.00	150.00	150.00	150.00
	产量（万条）	55.04	56.00	50.15	25.45
	产能利用率（%）	36.69	37.33	33.43	16.97
摩胎	产能（万条）	600.00	600.00	600.00	600.00

产品名称	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
	产量（万条）	300.00	289.00	275.00	104.82
	产能利用率（%）	50.00	48.17	45.83	17.47

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司轮胎按订单生产，主力产品全钢子午胎的生产规模和产能利用率较高；斜交胎产量和产能利用率呈下降态势；摩胎的产量和产能利用率较为稳定。

（2）原材料采购

轮胎板块原材料主要由天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂组成，原材料成本占生产总成本的 80.00%左右，其他成本包括水、电、蒸汽等能耗及人工成本等，占比相对较小，其中天然橡胶和合成橡胶约占生产总成本的 50%以上。公司原材料采购首先由物资采购部根据生产计划和原材料价格波动情况等拟定采购计划，经批准后由其按计划执行。

供应商的管理方面，公司按原材料对轮胎质量和性能的影响程度，由大到小依次分为 A、B、C 三类，将 A、B、C 三类原材料相对应的供应商依次分为核心供应商、主要供应商和一般供应商进行分类管理，通常原材料分类等级越高，对应的供应商选择、评估标准也越严格，具体包括初次评估、跟踪评估和年度评估。

从采购价格来看，天然橡胶期货价格 2016 年快速增长，公司及时调整产品结构，根据轮胎的橡胶含量不同，控制采购成本，2016 年公司天然橡胶采购均价为 0.93 万元/吨；合成胶均价逐年下降，2016 年采购均价为 1.20 万元/吨；钢帘线和炭黑等原材料价格也整体呈现下降趋势，原材料价格的下降有助于缓解成本压力。

从采购量来看，近三年天然橡胶采购量呈逐年增长态势，主要系公司全钢子午胎产量增长导致的原材料需求增加所致，公司根据天然橡胶市场价格变化及其对未来的价格预测适当增加了部分天然橡胶的库存量，因此天然橡胶采购量继续保持增长。2014~2016 年，合成橡胶、钢帘线和炭黑等原材料采购量受公司轮胎产品结构及产量变化而变化。

2017 年 1~6 月，随着下游行业景气度的回暖，公司轮胎主要原材料采购价格大幅上涨，天然橡胶与合成橡胶均价分别上涨至 1.30 万元/吨和 1.29 万元/吨，钢帘线和炭黑采购均价上涨至 0.86 万元/吨和 0.60 万元/吨。

表 13 2014~2017 年 6 月公司主要轮胎原材料采购情况（单位：%、万吨、万元/吨）

主要原材料名称	采购量				采购价格			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
天然橡胶	7.69	8.14	8.51	4.55	1.17	0.96	0.94	1.30
合成胶	1.38	1.45	1.46	0.90	1.48	1.20	1.11	1.29
钢帘线	4.35	3.26	3.63	1.94	0.91	0.74	0.74	0.86
炭黑	4.29	4.37	4.81	2.27	0.60	0.52	0.46	0.60

资料来源：公司提供

从原材料采购的结算方式来看，公司轮胎业务主要结算方式为现汇和承兑，其中承兑结算占 52%、信用证结算占 28%、现汇结算占 20%，结算账期一般为 2 个月。

公司轮胎业务原材料主要向云南高深橡胶有限公司、金马士有限公司和嘉兴东方钢帘线有限公司等公司采购，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，公司原材料采购议价能力具有一定优势，采购集中度一般；主要原材料价格基本呈下降趋势，有助于缓解公司成本压力；除公司预计天然橡胶价格已下滑至低位而增加库存量导致采购量逐年增长以外，其他原材料采购量均伴随产量的变化而有所波动。

（3）产品销售

公司轮胎产品主要是内销为主，其中替换市场⁴占据主导地位，2016年4季度产品市场分布为：替换市场占89.96%，出口市场占8.03%，配套市场占2.01%。从销售模式来看，公司分别根据不同市场特点，公司分别采用买断式代理销售和直销两种模式，其中：替换市场和出口市场采用买断式代理销售模式，配套市场采用直销模式。

产品销售布局方面，在替换市场，目前公司在全国建立了36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、售中和售后服务，强化服务功能，巩固市场份额；在配套市场方面，公司在原油的陕西重汽、二汽配套的基础上，将增加与一汽、北汽福田、山东重汽等总装厂的合作；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。2014~2016年，公司全钢子午胎经销商分别为236家、237家和267家，分布于全国约三十个省、自治区和直辖市。截至2017年6月底，公司全钢子午胎经销商228个，经销商数量有所减少主要系公司华东、华北等地区中小经销商进行整合使得该地区经销商数量相应减少。

公司主要采取“以销定产，产销平衡”的生产模式，订单量较为充足，产品销售情况良好，全钢子午胎销量逐年增长，产销率均达到90.00%以上，2016年产销率达102.26%。近年来，公司斜交胎和摩胎产销率均波动下降，但变动不大。轮胎产品销售价格方面，由于公司调整产品结构，采购成本下降的同时销售均价随之逐年下降，2016年全钢子午胎、斜交胎和摩胎销售均价为973.06元/条、252.81元/条和43.71元/条。2017年1~6月，受上游原材料价格上涨影响，公司产品均价较2016年都有所提升，其中全钢子午胎和斜交胎价格上涨幅度较大，摩胎价格小幅上涨。

表 14 2014~2017 年 6 月公司主要轮胎产品销售情况

产品名称	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
全钢子午胎	产量（万条）	301.09	315.00	339.00	173.78
	销量（万条）	276.34	297.00	346.65	165.68
	产销率（%）	91.78	94.29	102.26	95.34
	销售收入（亿元、不含税）	29.52	27.21	28.83	15.35
	销售均价（元/条、含税）	1,249.79	1,071.79	973.06	1,084.33
斜交胎	产量（万条）	55.04	56.00	50.15	25.45
	销量（万条）	57.18	52.00	49.26	18.69
	产销率（%）	103.89	92.86	98.23	73.44
	销售收入（亿元、不含税）	1.28	1.17	1.12	0.52
	销售均价（元/条、含税）	262.00	263.72	252.81	280.47
摩胎	产量（万条）	300.00	289.00	275.00	104.82
	销量（万条）	298.00	290.00	256.00	107.90
	产销率（%）	99.33	100.35	93.09	102.94

⁴ 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。

产品名称	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
	销售收入（亿元、不含税）	1.49	1.28	1.12	0.47
	销售均价（元/条、含税）	58.70	51.46	43.71	43.82

资料来源：公司提供

注：表中销售收入合计值与主营业务中轮胎收入存在差异，主要系表中为外胎收入，不包括内胎、帘子布和垫带等其他材料收入。

从结算方式来看，公司经销商采取买断式代理销售模式，一般情况下，经销商提货前需向公司预先支付货款，但对于部分规模大、合作时间长、信誉好的经销商，公司会给予 1~2 月的信用期（授信经销商），具体信用额度由区域销售经理报经公司销售事业部批准。公司每年均根据实际经营情况对经销商信用状况进行评定并对授信额度进行调整。目前，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。2016 年，公司轮胎板块前五大客户销售金额为 3.32 亿元，占板块收入的 9.87%，集中度较低。

总体看，公司轮胎板块销售以国内替换市场为主，主要依赖经销商销售渠道。近年来受轮胎行业整体环境影响，主力产品价格下滑，但公司产品销售情况较好，全钢子午胎的生产规模和产销率保持在较高水平。

4. 其他业务板块

（1）房地产业务

公司房地产业务板块以无锡红豆置业有限公司（以下简称“红豆置业”，注册资金 5.00 亿元，其中红豆股份出资 3.00 亿元，江苏红豆国际发展有限公司出资 2.00 亿元）为业务载体，红豆置业具备二级房地产开发资质（编号：KF04953）。2009~2017 年 6 月底，公司累计房地产施工面积约 213.09 万平方米，竣工面积逾 176.26 万平方米，销售面积 128.97 万平方米。

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，房屋竣工面积 21.68 万平方米，房屋销售面积 22.25 万平方米，实际销售额 17.27 亿元，实现净利润 0.26 亿元，实际销售额和净利润较上年均大幅增长。2017 年 1~6 月，随着新项目的开发，公司房地产开发完成投资 11.48 亿元，新增施工面积 21.72 万平方米；实际销售额 10.48 亿元，为 2016 年全年的 60.68%，销售情况较好。

表 15 2014~2017 年 6 月公司房产项目开发情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
房地产开发完成投资（亿元）	14.76	11.49	10.60	11.48
新增施工面积（万平方米）	39.76	12.08	4.78	21.72
房屋竣工面积（万平方米）	33.34	31.35	21.68	16.65
房屋销售面积（万平方米）	19.20	19.40	22.25	13.47
土地储备情况（万平方米）	2.79	1.80	15.45	16.91
实际销售额（亿元）	17.69	13.21	17.27	10.48
净利润（亿元）	0.11	-0.50	0.26	0.18

资料来源：公司提供

注：统计土地储备情况时，公司将分期开发项目的整个地块从土地储备中划出，后续按实际开发情况统计新增施工面积。

截至 2017 年 6 月底，公司在建的项目主要包括红豆国际商务城、锡东新城项目 A（香江豪庭项目、住宅）、红豆美墅三期和锡东红豆财富广场（A 栋）等，除红豆美墅三期为纯住宅项目外，

其他项目业态包括住宅和商用。截至 2017 年 6 月底，公司房地产在建项目总投资 81.20 亿元，已投资 42.82 亿元，尚需投资 38.38 亿元。

表 16 截至 2017 年 6 月底公司房地产在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

序号	项目名称	总投资	建设期限	自有资本金	已投资	规划建筑面积	截至 2017 年 6 月累计预售收入
1	红豆国际商务城	24.25	2009.12~2018.6	14.25	12.12	68.07	0.10
2	锡东新城项目 A（香江豪庭项目、住宅）	7.50	2013.4~2018.12	4.70	4.90	16.64	4.52
3	淮安红豆美墅三期	10.25	2014.7~2018.6	7.23	5.15	25.75	0.98
4	锡东红豆财富广场项目（A 栋）	6.50	2015.7~2017.10	4.50	3.41	12.09	7.77
5	天邑华府（天一地块）	26.50	2017.5~2021.6	14.50	15.06	13.70	--
6	昆达二期地块	6.20	2017.03~2019.3	3.20	2.18	9.34	0.18
合计		81.20	--	48.38	42.82	145.59	5.79

资料来源：公司提供

从土地储备来看，公司于 2016 年 11 月在南京禄口购置一块土地，于 2017 年在南京和扬州各购置一块土地，使得土地储备规模快速扩大。截至 2017 年 6 月底，公司土地储备无锡市和周边的地级市，权益面积 16.91 万平方米，公司在储备土地方面持谨慎态度。

表 17 截至 2017 年 6 月底公司土地储备情况（亿元、万平方米）

名称	地区	获得时间	获得价格	已出让金	权益面积	兴建项目性质	项目基本情况
锡东新城商业地块	无锡	2010.11	1.67	1.67	1.80	商业、办公	规划中
2016G72 南京禄口地块	南京	2016.11	4.55	4.55	3.11	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
2017G03 南京禄口地块	南京	2017.3.31	15.60	15.60	8.80	居住、商业	规划中
杭集地块	扬州	2017.1.11	1.30	1.30	3.20	居住、商业	规划中
合计	--	--	22.53	22.53	16.91	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产业务集中在无锡市及周边地区，整体业务规模不大；项目开发和销售情况受工程进度、地块地理位置及房地产市场行情影响呈波动趋势；公司土地储备大幅增长，可满足近期开发需求。

（2）生物医药

公司生物医药业务板块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 82.49%）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。红豆杉公司于 1997 年开始研究红豆杉，在红豆杉栽培技术领域取得显著成果，并于 2014 年 1 月 24 日在全国中小企业股份转让系统挂牌，代码

为：430383.OC。目前，公司生物医药板块收入规模仍较小，占主营业务收入比重较低。

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 年龄以上的更占到全国 95%以上，上述生物资产按历史成本法入账，计入消耗性生物资产科目。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

公司紫杉醇原料药厂总投资 8,000 万元，按 GMP 标准建成 28,800 平方米标准厂房，拥有国内外最先进的全自动生产线，并配备全套的原料加工设备、先进的检测仪器及配套的污水处理系统。公司形成了紫杉醇粗制品到精品的整套加工工艺，年可提炼 300 公斤紫杉醇成品。2009 年 8 月，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，并获得了国家食品药品监督管理局颁发 GMP 证书。2009 年 8 月建设完成的一期新型无菌制剂车间，可生产多种规格的抗肿瘤药注射液与冻干粉针，投产后可达到年产 600 万支抗肿瘤药针剂的能力。公司生产的原料药产品包括紫杉醇、去甲斑蝥素、雷莫司琼和别嘌醇；生产的制剂产品包括紫杉醇注射液、注射用盐酸雷莫司琼、去甲斑蝥酸钠注射液和注射用去甲斑蝥。目前，公司生物医药板块的销售收入不高，主要是由于公司进入医药行业时间不长，尚未进行大规模的生产和销售。2010 年 9 月，公司制剂车间获得 GMP 证书。目前公司已经获批美国 FDA 注册，待确定合作外商后将激活。截至 2016 年底，公司已建立原料药销售网点 56 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。

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，发展前景较为广阔。

（3）柬埔寨园区

公司子公司江苏太湖柬埔寨国际经济合作区投资有限公司（以下简称“太湖柬埔寨合作公司”）与柬埔寨投资开发集团有限公司（以下简称“柬埔寨开发投资”）在柬埔寨金边市合资设立了西哈努克港经济特区有限公司（以下简称“西港特区公司”），专门负责西港特区的开发、建设、运营和管理。西港特区公司注册资本为 1,000 万美元，其中，太湖柬埔寨合作公司出资 800 万美元，占注册资本的 80.00%，柬埔寨开发投资出资 200 万美元，占注册资本的 20.00%。公司主要进行道路、排污、通电等基础设施及厂房、行政办公、生活配套设施的建设，项目采用多期滚动开发形式。西港特区位于西哈努克市东郊，总占地面积 11.13 平方公里，其中一期规划用地 5.3 平方公里，项目一期总投资 3.2 亿美元。西港特区距港口 12 公里、距西哈努克机场仅 3 公里，交通便利，区位优势较为明显，将以纺织服装、五金机械、轻工家电等为主要发展产业，同时集出口加工区、保税区、商贸区、生活区为一体，全部建成后可容纳入驻企业 300 多家，就业人口近 10 万人。2008 年 2 月，西港特区公司获得 11.13 平方公里土地的永久所有权和使用权，此后经柬埔寨投资委员会批准确认为西港特区开发用地，西港特区土地的开发、使用和转让均属西港特区自行行为，无需向柬埔寨政府相关部门缴纳任何税费。

截至 2016 年底，项目一期已完成投资 1.71 亿美元，建成行政办公、生活服务配套用房约 1.30 万平方米，标准厂房 24 栋合计约 13 万平方米，目前厂房已全部交付使用。目前共有入园企业 103 家，其中 88 家企业已投入生产，吸纳柬埔寨员工 1.3 万名。2014~2016 年，江苏太湖柬埔寨国际

经济合作区投资有限公司分别实现收入 5,378.10 万元、7,646.46 万元和 8,976 万元，呈逐年增长态势。该项目为海外投资项目，易受项目所在地柬埔寨的政治环境、经济环境以及市场利率、汇率和货币政策等变化的影响，投资回报存在不确定性。

总体看，随公司柬埔寨园区项目为海外投资项目，易受项目所在地柬埔寨的政治环境、经济环境以及市场利率、汇率和货币政策等变化的影响，投资回报存在不确定性。

5. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转次数分别为 7.34 次、6.94 次和 6.63 次，呈逐年下降态势；公司营业成本逐年下降，存货规模波动增长，综合影响下存货周转次数逐年下降，近三年分别为 1.46 次、1.43 次和 1.34 次。近三年公司总资产周转率伴随资产规模的扩大而逐年下降，分别为 0.68 次、0.60 次和 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处于行业偏下水平；公司存货周转率处于行业中等水平；公司总资产周转率处于行业较高水平。总体看，虽然近年来公司经营效率逐年下降，但公司整体经营效率尚可。

表18 服装类上市公司2016年经营效率指标（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
雅戈尔	58.49	0.67	0.23
江苏阳光	7.52	2.54	0.48
七匹狼	12.22	1.70	0.34
红豆集团	6.63	1.34	0.49

资料来源：Wind 资讯；红豆集团数据由联合评级整理。

6. 经营关注

（1）原材料价格波动风险

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。上述原材料构成了公司产品的生产成本，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。

（2）市场竞争的风险

公司是从事服装生产、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企业和轮胎制造企业之一。目前国内服装行业和轮胎行业均存在产能过剩情况，且行业内竞争激烈，在下游需求放缓的背景下，随着竞争加剧，公司市场份额、毛利率可能受到一定影响，公司面临一定市场竞争风险。

（3）海外投资风险

公司柬埔寨园区项目为海外投资项目，易受项目所在地柬埔寨的政治环境、经济环境以及市场利率、汇率和货币政策等变化的影响，投资回报存在不确定性。

7. 重大事项

2016年12月29日红豆股份发布重大事项停牌公告，拟与红豆集团进行重大资产重组；2017年6月6日，红豆股份发布《江苏红豆实业股份有限公司重大资产重组实施完成的公告》，本次重大资产重组已经实施完成，主要情况如下：

本次交易标的资产为红豆股份直接持有的红豆置业60%股权，交易价格为8.20亿元，交易对方为红豆股份控股股东红豆集团，交易方式为现金支付，标的公司股权转让价款由受让方红豆集团在股权转让协议生效后15日内向转让方支付50%；红豆集团支付上述50%股权转让价款后10日内，红豆股份和红豆集团应配合办理红豆置业股权转让及章程变更的全部工商变更登记手续。自股权交割日起第30日内，红豆集团向红豆股份支付剩余50%的股权转让价款。本次交易完成后，红豆股份将不再直接或间接持有红豆置业的股权。

总体看，本次交易为子公司红豆股份将其控股子公司红豆置业的股权出售给红豆集团，对红豆集团的生产经营能力和偿债能力不构成实质性影响。

8. 未来发展

公司以国家“十三五”总体战略规划为指导，努力完成公司制定的各项年度工作目标，加快转型升级，走集约化的经营管理发展道路。

在服装板块上，公司结合自身品牌定位确立了重点发展红豆男装连锁专卖业务，快速发展电子商务业务；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，推动公司向“智慧创造运营”经营模式转型的发展战略。

在轮胎板块上，公司将通过内涵增长和外延扩张的方式，进一步扩大轮胎产业规模，持续提升市场占有率。短期公司将在巩固现有全钢子午胎市场的基础上，扩大高性能全钢子午胎产能，争取进入行业前十名。公司的长期目标是：在现有全钢子午胎业务优势的基础上，通过并购、自建等方式逐步开展半钢子午胎业务，打造完整轮胎产品结构，最终成为国内轮胎企业的领跑者。

在生物医药板块上，抗肿瘤制剂生产线通过国家新版 GMP 认证为公司未来几年的业绩持续稳定增长做好充分的保障。未来公司继续秉承“拥有健康享受生活—红豆杉的关爱”的经营理念，以“红豆杉综合利用全球领跑者”为长期战略目标，规划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；围绕大健康产业进行新的探索，开发红豆杉健康馆和国药馆等项目。

房地产板块，公司将在长三角地区复制的新型城镇商业综合体品牌系列“红豆万花城”。公司将着眼于城镇商业国际化购物体验的市场空白，立足沪宁线，放眼长三角，建设城镇商业综合体，推行一站式家庭购物，满足老百姓购物、休闲、娱乐、餐饮、体验等各种生活需求。

总体看，公司未来总体投资规模保持相对稳定，公司在以发展主业为经营重点、继续保持主业优势的同时，争取进一步扩大轮胎、房地产和生物制药等产业的市场空间、分散经营风险、调整优化产业结构。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年度合并财务报表，经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。公司 2014

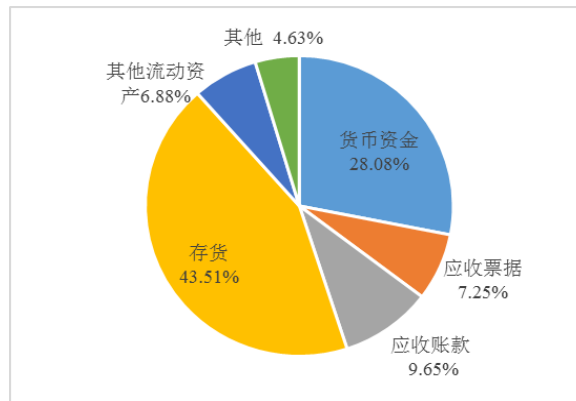
年合并范围新增 9 家子公司；2015 年合并范围新增 9 家子公司，注销减少 1 家子公司。截至 2016 年底，公司合并范围内共 103 家子公司，其中投资新设 10 家子公司，注销减少 2 家子公司，合并范围变化对公司资产及主营业务影响不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 20.15%，主要系非流动资产增加所致。截至 2016 年底，公司合并资产总额 377.78 亿元，较年初增长 26.02%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 65.03%和 34.97%，以流动资产为主，符合服装行业特点。

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 15.87%，主要系货币资金和存货逐年增加所致。截至 2016 年底，公司流动资产合计 245.67 亿元，较年初增长 23.02%，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，如下图所示。

图8 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 35.39%，主要系公司逐年扩大融资规模所致。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定向增发募集资金所致，货币资金主要由银行存款（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 20.17 亿元，占期末货币资金总额的 29.24%，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。

2014~2016 年，公司应收票据逐年下降，年均复合下降 6.33%，主要系银行承兑汇票收回所致。截至 2016 年底，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 98.30%）。

2014~2016 年，公司应收账款逐年小幅增长，年均复合增长 3.63%。截至 2016 年底，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%。从账龄看，1 年以内的应收账款占 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余额的 1.81%，集中度很低，公司应收账款的回收风险较小。

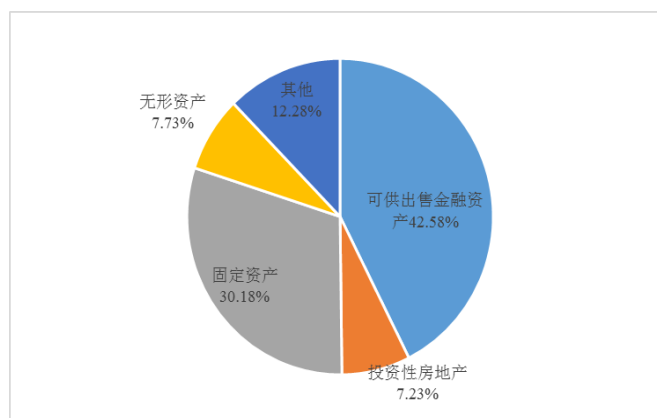
2014~2016 年，公司存货波动中小幅增长，年均复合增长 4.50%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 106.89 亿元，较年初增长 9.95%，主要由库存商品（占 30.25%）、开发成本（占 51.57%）和开发产品（占 9.82%）构成，公司房地产开发项目主要位于无锡及周边地区，考虑到区域内市

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。

2014~2016 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 16.93 倍，主要系公司购买的理财产品所致。截至 2016 年底，公司其他流动资产 16.89 亿元，较年初增加 15.54 亿元，其他流动资产主要以理财产品（占 67.19%）和不良资产包（占 19.83%）为主。

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 29.58%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产增加所致。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（占 7.23%）、固定资产（占 30.18%）和无形资产（占 7.73%）构成。

图9 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 95.82%，主要系扩大对外投资及计量方式改变所致。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%，主要系公司持有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”）股权，上市后由成本法转为按公允价值计量增加所致。公司可供出售金融资产中，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。

2014~2016 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 34.76%，系项目结转所致。公司投资性房地产采用成本法计量，截至 2016 年底，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；投资性房地产由房屋及建筑物（占 64.54%）和土地使用权（占 35.46%）构成，累计计提折旧和摊销 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%，比重较高。

2014~2016 年，公司固定资产较为稳定，年均复合增长 3.89%。截至 2016 年底，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，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。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%，占比一般。

2014~2016 年，公司无形资产小幅下降，年均复合下降 3.99%。截至 2016 年底，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 2016 年底，公司所有权或使用权受限制的资产合计 53.20 亿元，占期末合并资产总额 14.08%，占比一般，如下表所示。

表19 截至2016年底公司所有权或使用权受限制的资产明细（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	20.17	银行承兑汇票、信用证、借款保证金及发行存款保证金
存货	13.30	银行借款抵押
投资性房地产	5.88	银行借款抵押
固定资产	8.61	银行借款抵押
无形资产	5.24	银行借款抵押
合计	53.20	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额 421.33 亿元，较年初增长 11.53%，主要系公司扩大融资规模以及可供出售金融资产增加所致。截至 2017 年 6 月底，公司货币资金 80.15 亿元，较年初增长 16.20%，系扩大融资规模所致；存货账面价值 126.52 亿元，较年初增长 18.36%，系房地产开发成本增长所致。截至 2017 年 6 月底，公司资产中流动资产占比 65.72%，非流动资产占比 34.28%，资产结构较年初变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，公司资产规模呈逐年上升态势，资产构成中流动资产占比较高，流动资产中存货及应收账款规模较大，一定程度上影响了公司资金使用效率，考虑到主营业务性质，公司货币资金规模较大，受限资产规模一般，整体资产质量较好。

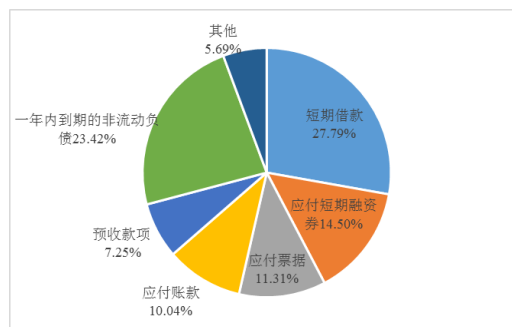
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 12.97%，主要系流动负债增加所致。截至 2016 年底，公司负债合计为 226.02 亿元，较年初增长 12.66%，流动负债和非流动负债分别占 65.62%和 34.38%，以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 6.30%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。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，如下图所示。

图10 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 6.14%。截至 2016 年底，公司短期借款为 41.21 亿元，较年初增长 10.64%，主要系公司生产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 15.21%）和保证借款（占 58.34%）构成。

2014~2016 年，应付短期融资券波动下降，年均复合下降 9.06%。截至 2016 年底，公司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。公司应付短融券规模较大，包括 2016 年度发行的一期短期融资券以及三期超短期融资券，公司短期内将面临一定的偿付压力。

2014~2016 年，公司应付票据波动下降，年均复合下降 3.05%。截至 2016 年底，公司应付票据合计 16.77 亿元，较年初下降 14.36%，主要为应付银行承兑汇票。

2014~2016 年，公司应付账款逐年下降，年均复合下降 5.90%。截至 2016 年底，公司应付账款 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，公司应付账款全部为购买商品、承建工程设备款项。

2014~2016 年，公司预收账款较为稳定，年均复合增长 1.36%。公司预收账款主要为预收无锡东港乡政府地块、无锡市红豆人民路九号等商品房款，截至 2016 年底，公司预收款项 10.75 亿元，较年初增长 0.95%。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 40.64%。截至 2016 年底，公司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入所致。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 30.22%，主要系长期借款增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债为 77.69 亿元，较年初增长 14.31%，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。

2014~2016 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 41.93%。截至 2016 年底，公司长期借款为 39.67 亿元，较年初增长 64.45%；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%，届时公司存在一定的长期偿付压力。

2014~2016 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 12.89%。截至 2016 年底，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 11.00 亿元，2019 年及以后到期的应付债券为 15.00 亿元，债券偿付主要集中在 2018~2019 年，届时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。

2014~2015 年，公司尚无递延所得税负债。截至 2016 年底，公司递延所得税负债 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。

2014~2016 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 26.63%，主要系短期债务规模扩大所致。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%，以短期债务为主，债务结构有待改善。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快速扩大所致。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 63.67%、57.26%和 36.65%，债务负担有所上升。总体看，公司债务负担一般，但债务结构有待调整。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 271.78 亿元，较年初增长 20.25%；其中流动负债占比 64.46%，非流动负债占比 35.54%，公司负债结构较年初变化不大，仍以流动负债为主。截至 2017 年 6 月底，公司债务总额 238.89 亿元，较年初增长 26.52%，其中短期债务占比 61.14%，长期债务占比 38.52%，短期债务比重较上年底小幅上升。截至 2017 年 6 月底，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 64.50%、61.50%和 38.09%，整体负债水平较年初有所增长。

总体看，公司负债以流动负债为主，债务结构有待改善；债务规模增长较快，短期偿付压力较大，债务结构有待改善。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 33.94%，主要系公司发行永续债及子公司市后资本公积增加所致。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上市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%；权益结构以未分配利润为主，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益 149.55 亿元，较年初小幅下降 1.46%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，受益于子公司上市及非公开发行新股，公司所有者权益逐年增长，但未分配利润比重较高，所有者权益结构的稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入规模比较稳定，年均复合下降 1.53%。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%，变化趋势与收入一致。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%。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 7.67%。2016 年，公司期间费用合计为 21.70 亿元，较上年增长 6.52%，主要系销售费用和管理费用增长所致；其中销售费用 7.83 亿元，较上年增长 12.76%，主要系公司广告宣传费和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。

投资收益方面，2014~2016 年，公司投资收益分别为 0.25 亿元、1.51 亿元和 7.16 亿元；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营业利润的 58.88%，投资收益对营业利润的贡献程度较高。

营业外收入方面，2014~2016 年，公司营业外收入分别为 0.44 亿元、0.21 亿元和 0.65 亿元；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，营业外收入对公司利润贡献较小。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 15.08%、15.79%和 16.17%，逐年小幅增长。截至 2016 年底，公司总资本收益率、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，公司盈利能力尚可，处于行业中上游水平，见下表。

表20 2016年服装制造类上市公司盈利能力情况（单位：%）

公司简称	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。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 83.22 亿元，同比增长 7.72%；实现营业利润 4.74 亿元，同比增长 40.52%；实现净利润 3.59 亿元，同比增长 60.63%，盈利水平大幅提高。

总体看，公司收入规模近年来保持平稳，费用控制能力有所下降，盈利指标处于服装行业上市公司中上游水平。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入比较稳定，年均复合增长 5.06%。2016 年，公司经营活动现金流入 194.12 亿元，较上年增长 6.02%，主要系销售服装及轮胎收到的现金增加所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出变化趋势与流入基本一致；2016 年，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，2014~2016 年，公司经营活动现金流净额分别为 9.13 亿元、12.56 亿元和 3.92 亿元，波动较大。从收入质量上看，2014~2016 年，公司现金收入比率分别为 99.89%、105.99%和 113.30%，整体收入实现质量提高。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 0.94 亿元、2.27 亿元和 32.28 亿元；其中，2016 年较上年大幅增长主要系公司转让利安人寿股权以及 2016 年红豆股份定向增发获得现金后，购买的短期理财产品本金以及产生的利息收益增加所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 9.99 亿元、21.14 亿元和 59.79 亿元，主要系购买理财产品以及追加对中民嘉业投资有限公司、江苏民营投资控股有限公司、贵州红桥矿业集团有限公司等公司股权增加所致。受上述因素影响，2014~2016 年，公司投资活动现金流净额-9.05 亿元、-18.87 亿元和-27.51 亿元，净流出规模持续扩大。

从筹资活动来看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 108.38 亿元、176.96 亿元和 171.72 亿元，主要系扩大融资规模取得借款收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流出分别为 104.60 亿元、161.02 亿元和 135.30 亿元，主要系偿还债务支付的现金。受上述因素影响，公司筹资活动现金流净额分别为 3.78 亿元、15.94 亿元和 36.41 亿元，净流入规模持续扩大。

2017 年 1~6 月，公司经营活动现金净流出 9.37 亿元，投资活动现金净流出 19.76 亿元，筹资活动现金净流入 31.45 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流净额逐年上升，但公司经营活动产生的现金流尚不能

完全覆盖目前公司投资活动需求，对外部融资仍有较大的依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均呈上升趋势，主要系公司扩大融资规模，同时流动负债下降所致。2016 年，公司流动比率和速动比率分别为 1.66 倍和 0.94 倍，较年初分别增长 0.15 倍和 0.17 倍。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 0.80 倍、0.69 倍和 0.75 倍，呈逐年上升态势，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 15.08 亿元、19.93 亿元和 25.97 亿元，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。总体看，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 2017 年 6 月底，公司及其子公司从国内各金融机构获得银行授信额度总计 165.22 亿元、1,150.00 万美元和 18,730.90 万欧元，尚未使用的授信额度为 47.10 亿元、50.00 万美元和 3,236.71 万欧元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2017 年 6 月底，公司累计对外担保 9.80 亿元，担保比率 6.55%，担保比率较低；主要是下属房地产开发公司为客户提供的阶段性银行按揭担保，客户在产权证办理完成后，子公司担保到期，担保期限一般在两年以内。若客户在房屋产权手续完成前产生违约，可能存在担保风险。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证：G10320205002879202），截至 2017 年 9 月 15 日，公司无未结清不良信贷信息记录，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，公司收入规模比较稳定，债务规模较高；公司现金类资产规模较大，EBITDA 对债务和利息覆盖能力尚可，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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 271.78 亿元，全部债务 238.89 亿元，本期拟发行债券规模 10.00 亿元，相对于目前公司负债规模，本期债券发债额度一般。如果按本次拟发行债券规模 30.00 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发行额度一般。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础，若募集资金总额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 65.33%、62.47%和 40.55%，较发债前分别提高了 0.82 个百分点、0.97 个百分点和 2.46 个百分点，债务负担有所加重。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础，若募集资金总额为 30.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 66.86%、

64.26%和 44.93%，较发债前分别提高了 2.36 个百分点、2.76 个百分点和 6.84 个百分点，债务负担有所加重。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 25.97 亿元，为本期公司债券（10.00 亿元）拟发行额度的 2.60 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。2016 年公司经营活动产生的现金流入量为 194.12 亿元，为本期公司债券发行额度（10.00 亿元）的 19.41 倍，对本期债券覆盖程度很高。

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 25.97 亿元，为本次公司债券（30.00 亿元）拟发行额度的 0.87 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。2016 年公司经营活动产生的现金流入量为 194.12 亿元，为本次公司债券发行额度（30.00 亿元）的 6.47 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、竞争优势、经营多元化和盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

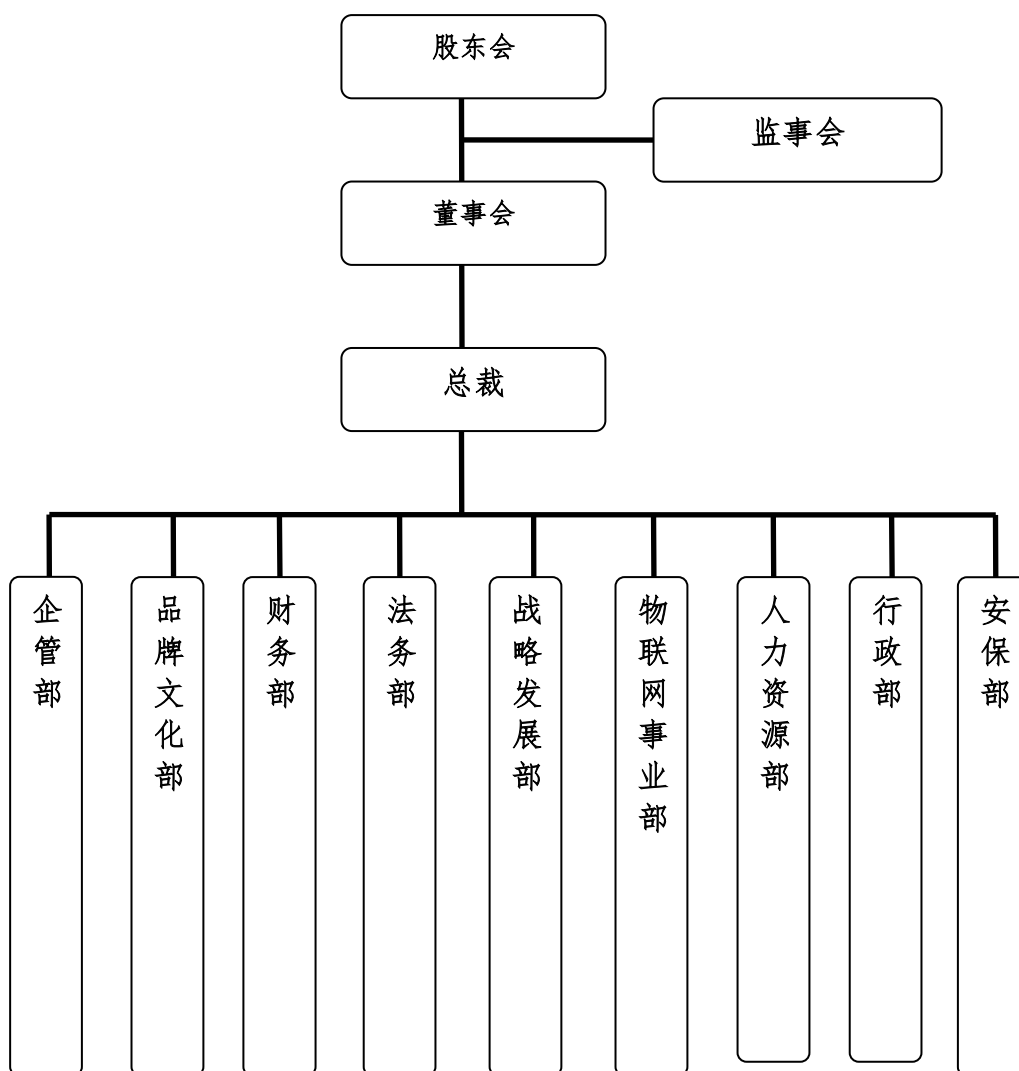
九、综合评价

公司作为中国服装行业龙头企业之一，在行业地位、品牌和科研实力等方面具有的综合优势。公司不断致力于多元化经营，核心业务服装板块经营规模稳步增长，全钢子午线轮胎销量稳步增长，红豆杉种植和紫杉醇板块市场前景广阔。同时，联合评级也关注到服装行业竞争激烈、人工成本压力较大，轮胎行业整体竞争激烈、公司债务规模持续扩大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司服装业务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不断显现，公司未来发展前景较好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

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财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额 (亿元)	261.68	299.78	377.78	421.33
所有者权益 (亿元)	84.60	99.15	151.77	149.55
短期债务 (亿元)	98.99	99.53	115.53	146.88
长期债务 (亿元)	45.76	67.89	73.29	92.01
全部债务 (亿元)	144.75	167.42	188.81	238.89
营业收入 (亿元)	172.47	168.42	167.25	83.22
净利润 (亿元)	5.36	4.80	9.80	3.59
EBITDA (亿元)	15.08	19.93	25.97	--
经营性净现金流 (亿元)	9.13	12.56	3.92	-9.37
应收账款周转次数 (次)	7.34	6.94	6.63	--
存货周转次数 (次)	1.46	1.43	1.34	--
总资产周转次数 (次)	0.68	0.60	0.49	--
现金收入比率 (%)	99.89	105.99	113.30	108.09
总资本收益率 (%)	5.17	4.88	5.66	--
总资产报酬率 (%)	5.36	5.16	5.88	--
净资产收益率 (%)	6.57	5.22	7.81	--
营业利润率 (%)	15.08	15.79	16.17	17.11
费用收入比 (%)	10.86	12.10	12.98	14.44
资产负债率 (%)	67.67	66.93	59.83	64.50
全部债务资本化比率 (%)	63.11	62.81	55.44	61.50
长期债务资本化比率 (%)	35.10	40.64	32.56	38.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.27	1.46	1.96	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.12	0.14	--
流动比率 (倍)	1.39	1.51	1.66	1.58
速动比率 (倍)	0.65	0.77	0.94	0.86
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.69	0.75	0.67
经营现金流动负债比率 (%)	6.96	9.47	2.64	-5.35
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.51	1.99	2.60	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.63	0.66	0.87	--

注：1、上表中半年度数据未经审计、相关指标未经年化；2、以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债科目；3、公司应付短期融资券属于短期债务，已调整至短期债务计算。

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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	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	
总资本收益率	(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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

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交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

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。

联合信用评级有限公司关于 红豆集团有限公司 2017 年公开发行 公司债券（面向合格投资者）（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年红豆集团有限公司年度审计报告公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

红豆集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。红豆集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注红豆集团有限公司的相关状况，如发现红豆集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如红豆集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至红豆集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送红豆集团有限公司、监管部门等。

