

跟踪评级公告

联合[2015] 291 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“14红豆CP002” A-1的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

红豆集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 红豆 CP002	8 亿元	2014/9/12-2015/9/12	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 3 月 11 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	24.44	27.90	46.45	64.22
资产总额(亿元)	182.51	205.18	247.59	273.69
所有者权益(亿元)	64.54	72.14	78.63	82.83
短期债务(亿元)	73.94	60.96	94.15	96.11
全部债务(亿元)	109.38	114.00	128.56	154.32
营业收入(亿元)	163.02	171.70	168.10	114.84
利润总额(亿元)	11.97	11.21	9.41	5.57
EBITDA(亿元)	17.96	17.97	19.91	--
经营性净现金流(亿元)	1.45	6.96	5.17	7.62
营业利润率(%)	13.40	14.27	16.04	15.71
净资产收益率(%)	14.42	11.85	9.16	--
资产负债率(%)	64.64	64.84	68.24	69.74
全部债务资本化比率(%)	62.89	61.25	62.05	65.07
流动比率(%)	146.38	170.71	129.92	147.29
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	6.34	6.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.22	5.46	3.76	--
经营现金流流动负债比(%)	1.76	8.72	3.84	--

注: 2014 年三季度财务数据未经审计。

分析师

杨学慧 王慧

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

红豆集团有限公司(以下简称“公司”)作为中国纺织服装行业龙头企业,在行业地位、品牌和科研实力等方面具有综合优势。跟踪期内,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,橡胶轮胎板块产能扩大,红豆杉种植和紫杉醇板块市场前景广阔。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到纺织服装行业人工成本压力较大,轮胎行业整体竞争激烈以及有息债务负担趋重等因素对公司信用基本面的不利影响。

未来,随着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不断显现,公司业务规模和利润水平有望提升。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“14 红豆CP002”A-1的信用等级。

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;跟踪期内公司积极调整产品结构,不断加快品牌连锁专卖网络体系建设,使得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. 跟踪期内,公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14 红豆 CP002”的保障能力好。

关注

1. 受全球经济增长缓慢,中国纺织服装行业竞争激烈、原材料及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. 跟踪期内，中国轮胎行业竞争日趋激烈，天然橡胶对外依存度高，增加了轮胎生产企业的经营难度。
3. 房地产业务受政策调控、工程进度及地块地理位置影响大，存在一定波动性，公司存货中开发成本占比较高，房地产业务存在一定的经营风险。
4. 跟踪期内，公司债务负担趋重，债务结构有待改善。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与红豆集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与红豆集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由红豆集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于红豆集团有限公司主体长期信用及存续期内的“14 红豆 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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，注册资本 1784 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。从 2003 年 8 月开始，股东四次增资扩股，并历经多次股权变更，截至 2014 年 9 月底，公司注册资本 100288.00 万元，股东全部为自然人，其中周耀庭出资 33000.00 万元，占比 32.91%，其余周海江等 44 位股东出资 67288.00 万元，占比 67.09%，周耀庭为公司实际控制人。

公司是一家多元化的控股集团公司，目前已形成以纺织服装为主业，轮胎、房地产、生物医药为补充的四大领域经营架构。公司是“江苏省重点企业集团”和“国务院 120 家深化改革试点企业”之一；“红豆”商标于 1997 年被国家工商局认定为中国驰名商标；主要产品均通过 ISO9001:2000 质量体系认证。多年来，公司销售业绩稳居“中国服装业百强”亚军。

公司内设企管部、品牌文化部、财务部、资金部、战略发展部、行政部、人力资源部及服装事业部 8 个职能部门。截至 2014 年 9 月底，公司拥有全资及控股子公司 11 家，其中下属企业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 48.57%）于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 247.59 亿元，所有者权益合计 78.63 亿元（其中少数股东权益 8.76 亿元）；2013 年公司实现营业收入 168.10 亿元，利润总额 9.41 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 273.69 亿元，所有者权益合计为 82.83 亿元（其中少数股东权益 8.83 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 114.84 亿元，利润总额 5.57 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。

三、宏观经济和政策环境

2014 年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%，比上年同期提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上半年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上半年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上半年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出

103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（M2）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（M1）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M0）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 服装行业

2013 年，中国服装产业运行总体平稳，规模以上企业累计完成服装产量 271.01 亿件，同比增长 1.27%；其中梭织服装 139.24 亿件，同比增长 3.75%，针织服装 131.77 亿件，同比下降 1.08%，产量增速渐缓。销售方面，2013 年服装内销市场规模不断扩大，但受经济形势影响，消费者消费意愿减弱、需求降低，内销增速呈放缓趋势；服装出口实现恢复性增长，但增幅

前高后低，逐月趋缓。从投资来看，2013 年，中国服装行业规模以上企业实际完成投资 3127.14 亿元，较 2012 年同比增长 19.77%，东部仍是投资重点地区；从全行业口径来看，企业两极分化明显，中小企业运营依然艰难。

根据国家统计局数据，2014 年 1~9 月，全国累计完成服装产量 217.05 亿件，同比增长 2.65%，增速较上年回落 1.17 个百分点；其中针织服装产量 104.65 亿件，同比增长 3.96%，梭边服装产量 112.40 亿件，同比增长 1.47%。投资方面，2014 年 1~9 月，纺织行业 500 万元以上项目固定资产投资完成额 7458.31 亿元，同比增长 12.93%，增速低于上年同期 3.13 个百分点。

从主要原材料棉花价格来看，2013 年，国家发改委调整了进口棉花配额限制以及滑准税税率，进口棉花大幅回落，中国棉花价格则延续了 2012 年 9 月以来的涨势。2014 年以来，棉花价格有所下跌，但仍处于高位运行。棉花价格持续处于高位，挤压了纺织服装企业的利润。

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、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

根据国家统计局统计，2013 年全国累计生产轮胎 9.7 亿条，同比增长 8.99%，发展态势较平稳。2014 年 1~9 月，全国橡胶轮胎累计生产 8.27 亿条，同比增长 7.8%。整体上，中国轮胎行业产量稳步增长，但受宏观经济影响，增速低位震荡。

从主要原材料天然橡胶价格来看，2012 年，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，橡胶价格依然呈现震荡下跌趋势。进入 2013 年，橡胶价格进一步下降，

以国产标准胶(SCRWF)上海市平均价格为例,12月份为18471元/吨。2014年,天然橡胶价格继续下滑,从年初的18000元/吨下降至10月初的11000元/吨左右。总体看,天然橡胶价格下跌幅度较轮胎价格跌幅大,有助于提升轮胎制造企业盈利水平,但是胶价长期处于下行通道且好转迹象不明显,可能将严重打击轮胎价格。

从集中度来看,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。

中国轮胎出口数量庞大,美国是中国轮胎最大的出口市场,欧盟是继美国后中国轮胎企业第二大海外出口市场,受此影响,轮胎企业遭受贸易壁垒情况严重。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1月22日,美国商务部发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销初裁结果,认定中国输美有关轮胎存在倾销行为。同时,美国商务部公布了倾销及补贴合并有效初裁税率。这将严重损害中国轮胎制造业的利益,对此,中国橡胶工业协会表示坚决反对,并将组织中国轮胎企业在美国国际贸易委员会进行积极抗辩。

总体来看,轮胎行业产量增速较平稳,但受原材料价格持续下跌及下游需求不旺影响,轮胎价格不断下降,轮胎行业竞争日趋激烈。

3. 区域经济概况

公司地处江苏省无锡市,2014年无锡实现地区生产总值8205.31亿元,比上年增长8.2%。按常住人口计算人均生产总值达到12.64万元,按现行汇率折算达到2.07万美元。2014年实现第一产业增加值156.96亿元,第二产业增加值4186.34亿元,第三产业增加值3862.01

亿元,三次产业比例调整为1.9:51.0:47.1。

工业生产小幅增长,2014年无锡市规模以上工业企业实现增加值3017.50亿元,比上年增长4.9%。分经济类型看,国有企业增加值下降4.0%,集体企业增加值增长1.0%,股份制企业增加值增长4.0%,外商和港澳台投资企业增加值增长6.7%。全市统计的279只主要工业产品中,产品产量比上年增长的有121只,占全市统计产品数的43.4%。在全市跟踪统计的22种重点产品中,有7种产品的产量实现增长。消费品市场发展良好。2014年无锡市全年实现社会消费品零售总额3054.75亿元,比上年增长11.5%。

总体看,无锡市优越的区域经济环境为公司发展提供了良好的基础。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9月底,公司的股东为周耀庭等45位自然人,其中,周耀庭出资33000.00万元,占比32.91%,为公司第一大股东;周耀庭与股东周海江、周鸣江为父子关系,周耀庭与股东周海燕为父女关系,股东顾萃为周耀庭女儿之配偶,周耀庭、周海江、周鸣江、周海燕、顾萃合计出资71888.00万元,占比71.68%。公司的实际控制人为周耀庭,其持有的公司股份不存在质押等限制用途情况。

2. 企业规模及竞争实力

公司拥有11家二级子公司(其中1家为上市公司),产业涉及纺织服装、橡胶轮胎、房地产和红豆杉生物医药等领域。在中国企业联合会、中国企业家协会联合公布的“2013年度中国大型民营企业500强”排名中,公司位居第45位。在中国纺织工业协会公布的中国纺织服装“产品销售收入”百强企业排名中,公司2011-2013年连续三年位列中国服装行业竞争力10强企业之一。在2013年度中国服装行业销售收入百强企业排名中,红豆集团名列第二

位。

表 1 2013 年度中国服装行业“销售收入百强企业”排名

排序	名称
1	雅戈尔集团有限公司
2	红豆集团有限公司
3	海澜集团有限公司
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	青岛即发集团控股有限公司
9	新郎希努尔集团股份有限公司
10	巴龙国际集团有限公司

资料来源：中国服装协会

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以纺织服装为主业，以轮胎、房地产、生物制药等为辅，目前已形成多元化的产业经营格局。

2013 年公司实现营业收入 168.10 亿元，同比下降 2.10%，除了服装业务和房地产业务增长以外，其他业务板块均出现下降。其中，服装业务随着公司品牌商业模式的转型和加盟联营模式的不断推进，销售收入同比增长 2.88%；橡胶板块受成品轮胎单价大幅下降影响，营业

收入同比下滑 21.98%；此外，受下游需求下降、行业内竞争激烈以及产品附加值低等因素影响，公司主动调整了机械产品产量，同比下降 65.14%；同期由于公司红豆广场、无锡人民路九号、镇江市江南府邸一期等房地产项目集中交付，公司房地产板块收入大幅增长，增幅达到了 242.32%。

从收入构成来看，服装业务是公司的核心业务，2013 年收入占营业收入比为 63.50%，同比提高 3.2 个百分点；同期，公司其他业务板块中橡胶业务、机械业务、房地产业务和生物医药业务收入占比分别为 22.16%、0.95%、8.10%和 0.87%，根据公司发展规划，机械板块将逐渐缩小规模。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 114.84 亿元，为 2013 年全年收入的 68.32%，同比增长 2.09%；实现利润总额 5.57 亿元，为 2013 年全年的 59.21%，同比下降 15.06%。其中，服装板块实现收入 73.65 亿元，占 2013 年全年服装收入的 69.15%，每年四季度是公司羽绒服、针织类服装的销售旺季，预计四季度的服装收入会有所上升；橡胶轮胎业务实现收入 24.87 亿元，占 2013 年该业务板块收入的 66.91%，收入下降主要由于下游需求不旺及原材料价格下跌导致的成品轮胎价格下降所致。2014 年 1~9 月，公司综合毛利率为 16.73%，较 2013 年略有下降。

表 2 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元/%）

分行业	2012 年			2013 年			2014 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
服装	103.53	60.30	15.16	106.51	63.50	15.18	73.65	64.13	14.62
橡胶行业	47.64	27.75	10.36	37.17	22.16	17.47	24.87	21.66	17.76
机械行业	4.59	2.67	17.06	1.60	0.95	16.80	-	-	-
房地产	3.97	2.31	44.05	13.59	8.10	21.43	8.09	7.05	23.68
生物医药	1.96	1.14	58.65	1.46	0.87	49.80	1.20	1.04	51.70
其他	10.01	5.83	12.25	7.77	4.42	26.30	7.03	6.12	21.29
合计	171.70	100.00	14.87	168.10	100.00	17.00	114.84	100.00	16.73

资料来源：公司提供

注：1、生物医药收入中包含红豆杉盆景销售收入；

- 2、“其他”主要为：电、气收入、彩印包装、塑料制品、煤、酒等销售收入；2013年还包括利息收入和土地房屋租金收入；
3、2014年1~9月，公司机械板块业务规模进一步缩减，收入占比很小，故将其归入“其他”。

2. 纺织服装业务

跟踪期内，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，进一步提升了产品的盈利能力，2013年，公司服装板块毛利率水平为15.18%。2014年1~9月，受人工成本上升等因素影响服装业务毛利率水

平小幅下降，为14.62%。

原材料采购方面，因服装产品的差异性，公司采购均由下属生产实体的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。2013年，公司向前五名服装原材料供应商采购的金额为3.40亿元，占服装业务采购总额的7.07%，采购集中度较低。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。

表3 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	13年占成本比重(%)	2012年	2013年	2014年1-9月	2012年	2013年	2014年1-9月
印花布(万米)(元/米)	14.21	8096	9039	6931	13.29	14.20	14.29
棉布(吨)(元/公斤)	11.36	42213	43016	32816	24.59	23.85	23.67
毛、绒(吨)(元/公斤)	7.55	2501	2633	1978	261.00	259.00	259.00
纱线(吨)(元/公斤)	7.53	20338	20612	14375	33.11	32.98	32.78
棉花(吨)(元/吨)	0.36	5129	1973	398	16850.00	16520.00	17200.00
西服面料(万米)(元/米)	6.71	937	919	563	67.00	66.00	60.00
涤纶丝(吨)(元/吨)	4.73	30075	31189	19758	1.42	1.37	1.10
衬衫面料(万米)(元/米)	0.80	464	468	400	16.40	15.46	15.93

资料来源：公司提供

公司生产模式主要是以销定产，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，公司无新增产能。截至2014年9月底，公司拥有年产衬衫350万件、西裤300万件、西服110万套、羽绒服370万件、内衣2200万件、文胸700万件和家纺800

万套的产能规模。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。从产销情况看，公司产销量保持稳定增长，2014年前三季度，公司所有产品产销率均超过97%。

表4 近年公司服装产品产能和产销量

产品	衬衫			西裤			西服			羽绒服		
	产能(万件)	产量(万件)	销量(万件)	产能(万件)	产量(万件)	销量(万件)	产能(万套)	产量(万套)	销量(万套)	产能(万件)	产量(万件)	销量(万件)
2011年	350	281.24	277.62	300	508	493	110	104.75	101.26	370	441.53	410.51
2012年	350	307.86	305.49	300	539	536	110	112.31	109.78	370	470.68	448.31
2013年	350	311.82	306.08	300	542	538	110	114.25	110.35	370	465.26	441.67
2014年1-9月	350	267.26	264.02	300	307	305	110	95.18	92.82	370	309.17	305.69
产品	内衣			文胸			家纺					

	产能 (万件)	产量 (万件)	销量(万 件)	产能 (万件)	产量 (万件)	销量 (万 件)	产能 (万 套)	产量 (万 套)	销量 (万 套)
2011 年	2200	3962.18	3717.66	700	712	698	800	1385.44	1297.51
2012 年	2200	4483.75	4473.17	700	782	775	800	1496.73	1437.65
2013 年	2200	4509.67	4393.18	700	793	786	800	1521.67	1503.98
2014 年 1-9 月	2200	2783.22	2766.31	700	626	619	800	928.32	925.89

资料来源：公司提供

注：产能为公司自有产能部分，不足部分由外部协议单位解决。

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，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。截至 2014 年 9 月底，公司在全国发展的红豆男装自营店 330 家、加盟店 1309 家；依迪菲自营店 152 家、加盟店 102 家；红豆居家自营店 289 家、加盟店 421 家。未来公司战略重点主要在加强渠道建设，稳步推进红豆四大品牌连锁专卖网络。

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

销售网络的不断完善，公司将逐步向品牌运营商转变。

3. 轮胎板块

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。

轮胎生产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。其中占成本比重最高的天然橡胶价格持续下行，2013 年，天然橡胶价格震荡下行，2014 年前三季度，天然橡胶价格依然呈下降趋势。

表 5 近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）		
名称	2013 年占成本 比重（%）	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
天然橡胶	44.28	64232.00	72849.36	55302.94	20480.00	14835.32	12293.78
钢帘线	12.31	29370.00	36027.07	27578.10	12893.00	9847.28	9345.19
炭黑	5.89	31553.00	39508.38	36090.58	7160.00	5773.11	5894.72

资料来源：公司提供

从生产能力来看，截至 2014 年 9 月底，公司拥有年产全钢子午线轮胎 300 万套、斜交胎 150 万套、摩托车轮胎 600 万套、内胎 500 万套的生产能力。公司新增的 200 万套全钢子午线轮胎生产线已经于 2011 年 9 月开始试生产，目前产能正在逐步释放，全部释放后，全钢子午线轮胎产能将达到 400 万套。

从产销情况看，全钢子午线胎已成为公司最主要的轮胎产品，产品附加值高，2013 年平均市场价格为 1532 元/条，产量 262 万条，销

量 251 万条，实现销售额 328775 万元。2014 年 1~9 月平均市场价格为 1276 元/条，产量 225 万条，销量 191 万条，实现销售额 208463 万元。目前，公司的子午线胎产品销售情况良好，新生产线的部分产能将用于生产高端客车系列产品，包括城市公交、豪华大巴等。斜交胎和摩托胎的产品附加值较低，公司对斜交胎和摩托胎压缩生产。

公司轮胎产品主要是内销为主（2014 年 1~9 月市场分布为：替换市场占 91.10%，配套市场

占1.51%，出口市场占7.39%），其中摩托胎全部内销，给自产摩托车配套的部分约占摩托胎销售额的1/3；子午线胎和斜交胎的外贸出口只占不到5%，主要出口亚洲地区，如巴基斯坦和马来西亚等。

4. 房地产板块

公司房地产业务板块以江苏红豆实业股份有限公司（以下简称“红豆股份”）和江苏红豆国际发展有限公司（以下简称“红豆国际”）为

业务载体。

2013年，受益于公司红豆广场、无锡人民路九号、镇江市江南府邸一期等项目集中交付，公司房地产板块实现收入13.59亿元，较上年大幅增长。2014年1~9月，公司完成房产销售收入8.09亿元，占2013年全年的59.54%。

截至2014年9月底，公司土地储备累计8.49万平方米，主要集中在无锡市内，基本能够满足公司房地产业务目前的发展需要，未来公司会根据实际情况谨慎储备土地。

表 6 公司房产项目开发情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
房地产开发完成投资（万元）	109874.69	128430.07	95080.68
房屋新开工面积（万平方米）	29.81	43.75	21.14
房屋竣工面积（万平方米）	6.05	26.31	8.74
房屋销售面积（万平方米）	5.76	14.04	9.43
销售收入（万元）	39683.43	135913.54	80927.80
净利润（万元）	434.90	919.10	409.68

资料来源：公司提供

注：房产收入确认时间差异造成公司2012年净利润较低

5. 生物医药板块

公司生物医药业务板块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”，公司持股89%）为业务载体，主要经营红豆杉盆景培育和生物制药两大业务。

盆景培育方面，截至2014年9月底，公司建有27万平方米的培育大棚，拥有盆景79万盆。目前在全国开设了280家红豆杉盆景专卖店。

生物制药方面，公司主要从红豆杉中提取紫杉醇，并做进一步深加工。目前公司正与美国Roswell Park癌症研究所、国家新药开发工程技术研究中心合作开发新型抗肿瘤光敏剂HPPH的研发与产业化项目。未来公司将致力于生产与研发同步推进的发展战略。

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，发展前景广阔。

6. 未来发展

根据公司战略规划，公司将继续走多元化发展之路，在立足做精做强纺织服装主业的前

提下，稳步发展轮胎、房地产和红豆杉药业等业务，不断提高综合实力。

八、募集资金使用情况

“14红豆CP002”所募资金共8亿元，其中3.5亿元用于补充公司营运资金，4.5亿元用于置换银行贷款，截至目前，8亿元募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司 2013 年财务报表经江苏公证天业会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2014 年三季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2013 年~2014 年三季度，公司合并范围内二级子公司无变化，财务可比性较强。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 247.59 亿元，所有者权益合计 78.63 亿元（其中少数股东权益 8.76 亿元）；2013 年公司实现

营业收入 168.10 亿元，利润总额 9.41 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 273.69 亿元，所有者权益合计为 82.83 亿元（其中少数股东权益 8.83 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 114.84 亿元，利润总额 5.57 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 168.10 亿元，同比下滑 2.10%，主要由于橡胶和机械板块营业收入的下降。同期营业成本 139.21 亿元，同比下降 4.75%；2013 年公司营业利润率上升至 16.04%，同比上升 1.77 个百分点。

2013 年公司期间费用为 17.71 亿元，同比增长 29.90%；期间费用占营业收入的比重为 10.54%，较上年上升 2.60 个百分点。随着公司服装板块品牌商业模式的转型和加盟联营模式的不断推进，公司三项期间费用同比均快速增长，2013 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 6.51 亿元、7.08 亿元和 4.02 亿元，同比增幅分别达到了 20.83%、31.60% 和 40.44%。

2013 年公司营业利润为 9.19 亿元，同比下降 15.15%；同期公司利润总额 9.41 亿元，同比下降 16.06%。其中公司营业外收入 0.47 亿元，同比下降 46.53%，主要为补贴收入的减少。

从盈利指标看，受公司利润下降及债务增长影响，2013 年公司总资本收益率和净资产收益率均出现下降，两项指标分别为 6.04% 和 9.16%，较 2012 年同比分别下降 0.18 和 2.69 个百分点。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 114.84 亿元，利润总额 5.57 亿元，分别占 2013 年全年的 68.32% 和 59.21%；同期，公司营业利润率 15.71%，盈利能力较 2013 年小幅下降。

总体看，跟踪期内公司收入规模小幅下降，期间费用增长较快，整体盈利能力有所减弱。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013 年公司营业收入略有

下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入量分别为 176.54 亿元和 181.84 亿元，同比分别下降 0.04% 和 13.05%。与此相对应，公司购买商品、接受劳务支付的现金及经营活动现金流出量为 141.90 亿元和 176.67 亿元，同比分别下降 17.58% 和 12.61%。2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.17 亿元，同比下降 25.79%。

从收入实现质量来看，2013 年，受益于公司地产板块现金流入增长，公司现金收入比由 2012 年的 102.86% 上升至 2013 年的 105.03%。公司收入实现质量正常。

从投资活动看，2013 年公司投资活动现金流入为 0.43 亿元。2013 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金、投资活动现金流出分别为 5.59 亿元和 7.60 亿元；同比分别减少 36.88%、30.78%，主要是全钢子午胎产能建设项目逐步竣工，投资支出需求减少。同期，投资活动产生的现金流量净额为 -7.16 亿元。

从筹资活动来看，2013 年公司筹资活动现金流入 92.01 亿元，主要为借款收到的现金（61.56 亿元）和发行债券收到的现金（30.00 亿元）；筹资活动现金流出为 91.40 亿元，主要为偿还债务支付的现金（75.83 亿元）和分配股利、利润或偿还利息支付的现金（7.82 亿元）。2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 0.61 亿元，同比下降 91.45%。

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 132.71 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，公司经营活动产生的现金流量净额为 7.62 亿元；投资活动现金流入为 0.44 亿元，投资活动现金流出 9.17 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -8.73 亿元；筹资活动现金流净额 12.36 亿元。同期，公司现金收入比为 114.05%，继续保持增长态势。

总体看，跟踪期内公司经营性现金流入小幅下降，投资性现金流出规模有所减小；但从公司房地产在建项目和土地储备规模看，房地产开发投资仍将保持一定规模，对外部筹资活

动存在一定依赖。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额 247.59 亿元，其中流动资产占 70.56%，非流动资产占比 29.44%，公司资产以流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产为 174.70 亿元，同比增长 28.17%，主要来自于货币资金、应收票据以及存货的增长。从构成来看，货币资金占 18.91%，应收账款占 12.76%，存货占 56.53%。

截至 2013 年底，公司货币资金 33.03 亿元，同比增长 39.32%，主要由于公司增加了存放中央银行存款及债券保证金；其中银行存款占 67.27%，其他货币资金占 32.55%，其他货币资金主要为债券、汇票和保函保证金以及存放中央银行法定准备金，公司现金类资产较为充足。

截至 2013 年底，公司应收票据和应收账款账面余额分别为 13.42 亿元和 23.66 亿元，同比分别增长 220.19%和 25.45%；其中应收票据增长较快主要由于公司客户付款中票据比例增加以及公司增加了票据背书支付采购款的比例，而应收账款的增加则主要由于随着公司销售模式的转变，加盟联营店的增加带来铺货的增加。应收账款中账龄在 1 年以内的占 94.07%，1-2 年的占 4.74%，2-3 年的占 0.64%，3 年以上的占 0.55%，账龄较短。应收账款前 5 名主要是服装板块和橡胶板块的客户欠款，账龄均在 1 年以内，占比 2.95%，集中度低。公司共计提了 1.36 亿元坏账准备，占应收账款账面余额的 5.73%，计提充分。

截至 2013 年底，公司预付款项 4.04 亿元，账龄在 1 年以内的占比 94.92%。

截至 2013 年底，公司存货账面余额为 99.26 亿元（其中原材料占 6.53%、在产品占 2.23%、开发成本占 49.27%、开发产品占 9.74%、库存商品占 29.06%）。公司按存货成本与可变现净值孰低原则计提存货跌价准备，2013 年公司共

对原材料、在产品和库存商品计提 4971.65 万元跌价准备。由于近年房地产受国家宏观调控影响加大，公司较高的存货存在一定的跌价风险。

截至 2013 年底，公司非流动资产 72.89 亿元，同比增长 5.82%，主要来自于长期股权投资和固定资产的增加。公司非流动资产中，长期股权投资占 13.11%，固定资产占 51.37%，无形资产占 14.72%。

截至 2013 年底，公司长期股权投资净额为 9.55 亿元，较上一年增长 26.88%，主要是公司对利安人寿保险股份有限公司和江苏银行股份有限公司等金融企业投资的增加。

截至 2013 年底，公司固定资产原值为 58.40 亿元，固定资产账面价值为 37.44 亿元，固定资产成新率为 67.25%。固定资产净值中占比较高的为房屋建筑物和机器设备，分别占比 53.12%和 43.96%。

截至 2013 年底，公司在建工程 6.44 亿元，较上一年下降 19.22%，主要是西港基础设施工程部分转为固定资产所致。

截至 2013 年底，公司无形资产为 10.73 亿元，主要是土地使用权 9.39 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额为 273.69 亿元，较 2013 年底增长 10.55%，主要来自货币资金、应收票据及长期股权投资等科目的增长。其中货币资金增加 13.38 亿元，主要来自公司对外融资取得的现金及经营活动现金流入；应收票据增加 4.38 亿元，主要由于公司服装板块收到货款中应收票据占比增加所致；长期股权投资增加 5.39 亿元，主要是增加利安人寿保险股份有限公司 3500 万股股权投资、量宇瑞国（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）234.78 万股股权投资、中国民生投资股份有限公司 50000 万股股权投资、江苏金创信用再担保股份有限公司 300 万股股权投资所致。

从资产构成来看，截至 2014 年 9 月底，公司流动资产占比 71.35%，非流动资产占比 28.65%，较 2013 年底变化不大，仍以流动资产

为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，流动资产中存货占比仍然较大，资产流动性一般，公司资产质量整体一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 78.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 69.87 亿元。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 12.05%、资本公积占 6.94%，未分配利润占 81.05%。

2014 年 6 月，公司增加注册资本至 10.03 亿元，新增注册资本 1.61 亿元由周耀庭、周海江等 38 位股东认缴并已于 2014 年 6 月 5 日前缴足；同时，公司股东之间办理了总计 890.50 万元的股权转让手续。截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 82.83 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 74.00 亿元，较上年底增长 5.91%，主要来自实收资本和未分配利润的增加。

总体看，跟踪期内公司所有者权益规模有所上升，结构变化不大，未分配利润占比高，稳定性较弱。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 168.95 亿元，其中流动负债占 79.59%，非流动负债占 20.41%，流动负债所占比重较上年上升 19.58 个百分点。

截至 2013 年底，公司流动负债 134.47 亿元，同比大幅增长 68.42%，主要来自于应付债券、应付账款以及一年内到期的非流动负债所致。其中短期借款占 27.27%、应付短期债券占 19.34%、应付账款占 13.87%、预收款项占 12.57%、一年内到期的非流动负债占 12.90%。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额为 190.86 亿元，较 2013 年底增长 12.97%，主要由于短期借款、应付票据、长期借款及应付债券的增加所致。其中应付票据增加 6.58 亿元，均为银行承兑汇票；应付债券增加 16.95 亿元，主要由于公司于 2014 年发行了 17.00 亿元非公开定向债务融资工具所致；长期借款增加 6.86

亿元，主要是房地产板块项目贷款增加所致。从结构来看，流动负债占 69.46%，非流动负债占 30.54%，非流动负债占比较上年底增加 10.13 个百分点。

有息债务方面，截至 2013 年底，公司全部债务总额为 128.56 亿元，其中短期债务占 73.23%，长期债务占 26.77%，债务结构有待改善。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务合计 154.32 亿元，较 2013 年底增长 20.04%，其中短期债务占 62.28%，长期债务占 37.72%，债务结构较上年底有所改善。

从债务指标看，截至 2013 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.24% 和 62.05%，较上年底分别上升 3.40 个和 0.8 个百分点，债务负担趋重；截至 2014 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均进一步上升，分别为 69.74% 和 65.07%。

总体看，跟踪期内公司负债规模总量上升，有息债务负担加重，债务结构以短期债务为主，有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013 年公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 129.92% 和 56.47%，主要由于公司流动负债增幅大于流动资产所致；2014 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别小幅回升至 147.29% 和 73.55%。2013 年公司经营现金流动负债比为 3.84%，较上年减少 4.88 个百分点。考虑到公司流动资产中存货占比高，流动负债中有息债务规模较大，总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2013 年，公司实现 EBITDA 19.91 亿元，同比增长 10.80%。EBITDA 利息倍数从去年的 5.46 倍减至 3.76 倍；全部债务/EBITDA 倍数从去年的 6.34 倍上升至 6.46 倍。整体看，公司长期偿债能力下滑。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保 93346.72 万元，其中 87346.72 万元为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、无锡宜东苑、无锡市人民路九号等房屋的客户提供的银行按揭担保。公司担保比率为 10.55%，或有风险尚在可控范围内。

表 7 截至 2014 年 9 月底，公司对外担保明细
(单位: 万元)

被担保公司名称	担保金额	担保期限
哈尔滨中策商贸有限公司	4000.00	2013/05/27-2015/05/26
厦门祥轮贸易有限公司	2000.00	2013/11/26-2015/11/26
为客户提供的银行按揭担保	87346.72	--
合计	93346.72	--

资料来源：公司提供

截至 2014 年 9 月底，公司获得各家银行授信总额为 138.51 亿元，尚未使用额度为 64.00 亿元，公司间接融资渠道畅通；子公司红豆股份为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201502020065855476），截至 2015 年 2 月 2 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是中国大型纺织服装生产企业之一，在规模、市场等方面具有优势，综合竞争实力强。基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

2014年9月10日，公司发行短期融资券“14 红豆CP002”（以下简称“本期短期融资券”），发行金额为8亿元，起息日为2014年9月12日，公司将于2015年9月12日到期一次性还本付息。

2013年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为181.84亿元和5.17亿元，对

本期短期融资券的保护倍数分别为22.73倍和0.65倍，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券的保障能力好；截至2013年底，公司现金类资产46.45亿元，剔除票据保证金后为35.70亿元，对本期短期融资券的保障倍数为4.46倍；截至2014年9月底，公司现金类资产64.22亿元，剔除票据保证金后为51.35亿元，对本期短期融资券的保障倍数为6.42倍，公司现金类资产对本期短期融资券保障能力好。

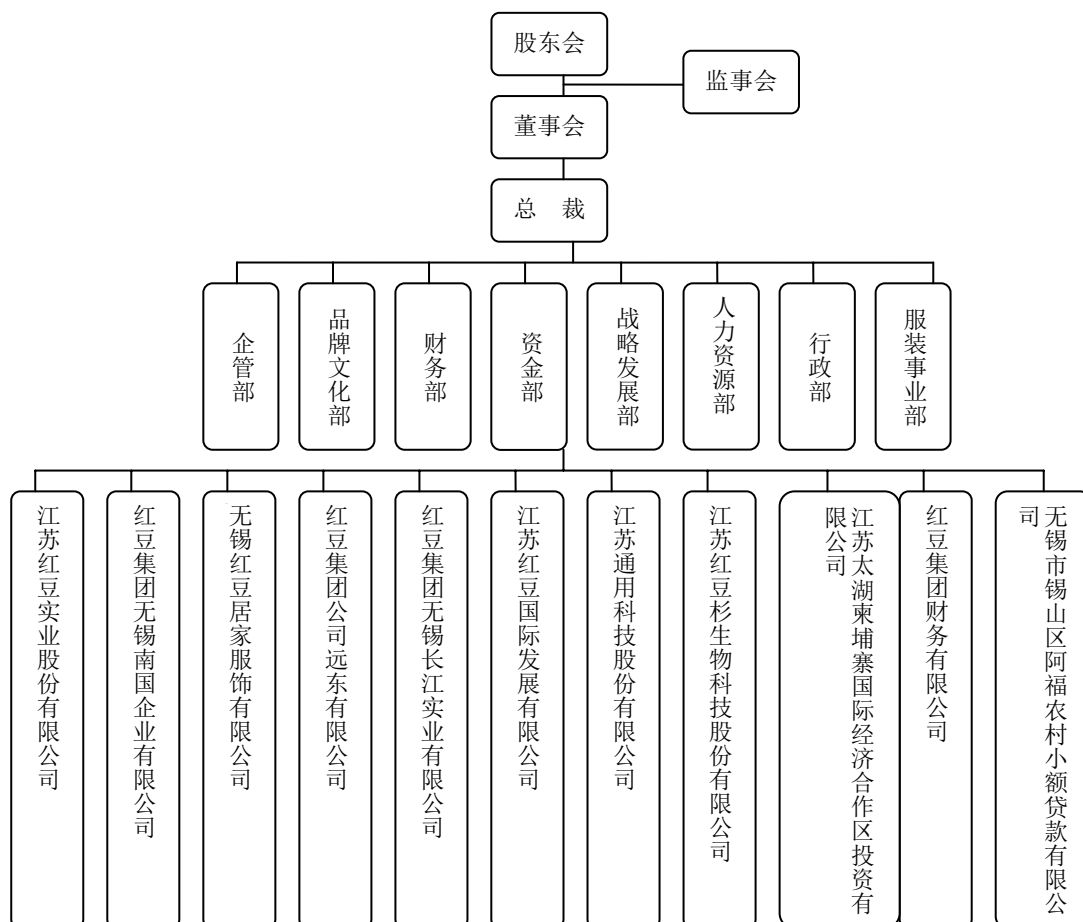
整体看，公司现金类资产、经营活动现金流入量对待偿还债券具备良好的保障能力。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14 红豆CP002” A-1的信用等级。

附件 1 截至 2014 年 9 月底公司股权结构及组织结构图

股权投资人	出资额(万元)	持股比例 (%)
周耀庭	33000.00	32.91
周海江	23088.00	23.02
周鸣江	11500.00	11.47
龚新度	2600.00	2.59
周海燕	2300.00	2.29
褚菊芬	2000.00	1.99
顾萃	2000.00	1.99
顾建清	1700.00	1.70
其他人合计	22100.00	22.04
合计	100288.00	100.00



附件2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.44	27.90	46.45	64.22
资产总额(亿元)	182.51	205.18	247.59	273.69
所有者权益(亿元)	64.54	72.14	78.63	82.83
短期债务(亿元)	73.94	60.96	94.15	96.11
长期债务(亿元)	35.44	53.04	34.41	58.21
全部债务(亿元)	109.38	114.00	128.56	154.32
营业收入(亿元)	163.02	171.70	168.10	114.84
利润总额(亿元)	11.97	11.21	9.41	5.57
EBITDA(亿元)	17.96	17.97	19.91	--
经营性净现金流(亿元)	1.45	6.96	5.17	7.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.38	7.41	5.83	--
存货周转次数(次)	2.89	2.19	1.52	--
总资产周转次数(次)	1.08	0.98	0.74	--
现金收入比(%)	97.60	102.86	105.03	114.05
营业利润率(%)	13.40	14.27	16.04	15.71
总资本收益率(%)	6.60	6.22	6.04	--
净资产收益率(%)	14.42	11.85	9.16	--
长期债务资本化比率(%)	35.45	42.37	30.44	41.27
全部债务资本化比率(%)	62.89	61.25	62.05	65.07
资产负债率(%)	64.64	64.84	68.24	69.74
流动比率(%)	146.38	170.71	129.92	147.29
速动比率(%)	55.09	64.61	56.47	73.55
经营现金流动负债比(%)	1.76	8.72	3.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.22	5.46	3.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	6.34	6.46	--

注：2014年3季度财务报表未经审计。

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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