

信用等级公告

联合[2011] 715 号

联合资信评估有限公司通过对红豆集团有限公司信用状况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⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年九月二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

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、红豆集团有限公司主体长期信用等级自 2011 年 9 月 2 日至 2012 年 9 月 1 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年九月二日



红豆集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间：2011 年 9 月 2 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
资产总额(亿元)	101.31	121.13	150.66	166.85
所有者权益(亿元)	45.03	50.46	57.33	60.69
长期债务(亿元)	13.67	15.00	30.48	30.97
全部债务(亿元)	48.19	53.17	83.71	94.79
营业收入(亿元)	111.90	122.31	146.36	71.92
利润总额(亿元)	6.86	7.15	9.46	4.56
EBITDA(亿元)	10.35	11.97	14.57	--
营业利润率(%)	13.05	12.67	12.82	13.01
净资产收益率(%)	11.68	11.26	13.25	--
资产负债率(%)	55.55	58.34	61.95	63.62
全部债务资本化比率(%)	51.70	51.31	59.35	60.96
流动比率(%)	137.26	130.85	152.70	144.98
全部债务/EBITDA(倍)	4.66	4.44	5.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	3.85	4.86	--

注：2011 年 1~6 月财务数据已经审计。

分析师

王立婷 赵 杰

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对红豆集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为中国大型纺织服装生产企业之一，在行业地位、品牌和科研实力等方面的优势；公司在保持服装板块稳定经营的基础上，推行多元化经营，公司收入规模稳步增长，盈利能力进一步增强。联合资信也关注到纺织服装行业及轮胎行业成本压力较大、行业整体竞争激烈，房地产业务业绩波动较大等因素对公司信用水平的不利影响。

随着公司服装业务销售渠道的扩张、轮胎项目带来的产能增长以及红豆杉产业逐步产生效益，公司未来发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国大型纺织服装生产企业之一，主导产品竞争实力强、品牌优势明显。
2. 公司主业突出，橡胶轮胎板块受产能扩大和市场需求旺盛影响，收入规模持续增长。
3. 红豆杉种植和紫杉醇提取因其资源的稀缺性，未来发展前景广阔。
4. 公司营业收入保持增长，盈利能力稳步提升。

关注

1. 原材料及劳动力成本攀升等因素对公司纺织业务造成不利影响。
2. 房地产业务受政策调控影响较大。
3. 公司柬埔寨项目未来开发进度和开发收益均存在一定的不确定性。

一、主体概况

红豆集团有限公司（以下简称“红豆集团”或“公司”）前身是成立于 1984 年的无锡县针织内衣厂，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。截至 2010 年底，公司注册资本为 80000 万元，红豆集团共有自然人股东 32 人，其中周耀庭出资 28473.6083 万元，占比 35.59%，为实际控制人（见表 1）。

表 1 截至 2010 年底公司股东结构

投资人	占实收资本（%）
周耀庭	35.59
周海江	19.00
周鸣江	8.64
龚新度	2.87
褚菊芬	2.11
周海燕	2.11
顾建清	1.95
顾萃	1.95
其他人合计	25.78
合计	100

资料来源：公司提供

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，以及机车轮胎、房地产、生物医药等四大领域的经营架构。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、总务部、人力资源部及安保部 8 个职能部门。截至 2010 年底，公司拥有全资及控股子公司 11 家（见附件 1），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 46.95%）于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市。

截至 2010 年底，公司合并资产总额为 1506605.00 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 573275.06 万元（其中少数股东权益 76934.76 万元）；2010 年，公司实现营业收入 1463554.12 万元，利润总额 94645.13 万元。

截至 2011 年 6 月底，公司合并资产总额为 1668457.35 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 606936.29 万元（其中少数股东权益 78764.43 万元）；2011 年 1~6 月，公司实现营业收入 719220.93 万元，利润总额 45568.23 万元。

公司注册地址：江苏省无锡市锡山区东港镇港下兴港路；法定代表人：周耀庭。

二、基础素质分析

1. 企业规模及竞争实力

行业地位

公司是江苏省重点民营股份合作制企业，国务院 120 家深化改革试点企业。公司拥有 11 家二级子公司，其中 1 家为上市公司，100 多家三级实体及美国纽约、洛杉矶两个海外分公司，产业涉及纺织服装、橡胶轮胎、机械车辆、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“2010 年度中国大型民营企业 500 强”排名中，公司分别位居第 24 位，在中国纺织工业协会公布的 2010 年度中国纺织服装“产品销售收入”百强企业排名中，公司位居行业第 2 位。

表 2 2010 年度中国服装行业“产品销售收入”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	波司登股份有限公司

5	杉杉投资股份有限公司
6	上海美特斯邦威服饰股份有限公司
7	青岛即发集团控股有限公司
8	新郎西努尔集团股份有限公司
9	山东如意科技集团有限公司
10	浙江森马服饰股份有限公司

资料来源：中国服装协会

产品及品牌

“红豆”商标于1997年被国家工商局认定为中国驰名商标；主要产品通过ISO9001：2000质量体系认证，拥有多个“中国名牌”产品。近年来，公司及公司领导人荣获省级以上荣誉200多项。2004年4月，“红豆”被评为“中国十大最具文化价值品牌”；2006年“红豆”被商务部评为“最具市场竞争力品牌”；2007年3月，“红豆”荣获中国服装行业最高殊荣——成就大奖。2010年6月，公司被授予“国家商标战略实施示范企业”称号。公司连续多年被国家统计局评选为全国纺织服装制造“效益十佳企业”。

生产规模

公司服装生产能力、及盈利水平在同行业中处于领先地位，公司拥有亚洲最大的西服生产车间，车间单层面积达1.4万平方米，引进的吊挂式西服生产线和全棉免烫衬衫生产线中的核心设备分别引自德国、日本、美国、法国等发达国家，处于国内先进水平。红豆服装设计中心，自建成后以其CAD设计系统实现设计、放码、推档及排料的快速化和精确化，大大提高了公司服装设计水平和效率，增强了公司面对市场变化的反应能力。同时，公司通过与法国“ESMOD”国际服装设计学院合作成立的“红豆ESMOD国际培训中心”，培养了一批富有经验的设计师，同时引进香港、韩国的设计师，极大地提升了红豆的款式设计和设计效率。

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2个、无锡市工程技术研究中心3个；建立了省级博士后科研工作站；同时与江南大学合作创立“红豆学院”，为公司培养针对性较强的人才。

近年来，公司通过产学研合作，共参与国家、省市级科技项目14项，争取各级科技资金1500多万元。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。目前公司专利申请总量已超过1000件，尤其是近七年每年专利申请都超过100件。2010年，公司申请专利344件，截至目前，公司拥有多个领域的核心发明专利12件。

表3 公司主要国家级项目

序号	项目类别	项目名称
1	2003年国家火炬计划	全棉免烫T恤后整理技术产品
2	2004年国家星火计划	红豆杉的快繁技术与产业化
3	2006年国家火炬计划	抗癌药物紫杉醇
4	2007年国家火炬计划	全钢轻型载重子午胎的优质轻量化新产品
5	2008年科技部科技型中小企业创新基金	南方红豆杉全株提取紫杉醇和其他副产物中试研究开发
6	2008年国家星火计划重点项目	红豆杉高效栽培及全株采提紫杉醇研发与产业化
7	2008年“重大新药创制”十一五国家重大科技专项	一类新药新型抗肿瘤光敏剂HPPH的临床前研究

资料来源：公司提供

综合来看，公司服装业务生产规模大、主导产品竞争实力强、品牌优势明显；多项核心技术和较强的研发能力，使公司的产品质量、性能以及生产效率得到保证。

2. 人员素质

公司现有高管人员6人。公司董事局主席周耀庭先生，现年68岁，高级经济师，曾任无锡县港下乡针织内衣厂副厂长、党支部副书记，曾当选第九届、十届全国人大代表，2007

年至今任公司董事局主席。公司总裁周海江先生，现年 45 岁，高级经济师，博士学历，曾任无锡太湖针织制衣总厂副厂长、公司董事局第一副主席、江苏赤兔马总公司总经理等，2007 年至今任公司总裁、党委书记，曾先后获得“全国纺织工业系统劳动模范”、“中国青年五四奖章”、“中国纺织行业十大年度创新人物”、“中国全面小康十大贡献人物”、“新中国成立 60 周年‘三农’模范人物”等荣誉称号，曾当选中国共产党十七大代表。公司其他高层管理人员也都具有长期从事相关工作的业务和管理经验，整体素质较高。

截至 2010 年底，公司职工总数 19248 人，从学历构成看，初中以下占 44.84%，高中和中专学历占 30.63%，大专以上占 24.53%；从年龄结构看，30 岁以下占 48.60%，30 岁至 50 岁占 45.41%，50 岁以上占 5.99%。公司共有生产人员 11484 人，占总人数的 59.63%。

综合看，公司高级管理人员综合素质较高，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平，熟悉公司整体状况及发展方向，有利于公司的长远发展；公司整体人员以生产人员为主，文化素质不高，符合公司所处的纺织服装行业劳动密集型特点。公司目前的人才结构和人才储备，基本适应公司发展的需求。

三、管理体制

1. 治理结构

公司根据《公司法》及有关法律、法规的要求，由周耀庭、周海江等 32 位自然人共同出资，设立公司，其中周耀庭出资 28473.6083 万元，占比 35.59%，为实际控制人。

公司的治理结构是依据《公司法》及有关法律、法规建立。股东会是由股东参与公司重大决策的一种组织形式，是公司的最高权力机关；董事会是股东会的常设机构，负责公司和业务经营活动的指挥与管理，对公司股东会负责并报告工作；监事会是公司内部的专职监督

机构，以股东代表和职工代表的身份行使监督权力，以董事会和公司高级管理人员为主要监督对象，监督公司的一切经营活动。目前公司董事会成员 9 人，其中董事局主席 1 人，未设独立董事；监事会成员 3 人，职工代表 1 人。公司的法人治理结构基本完善。

公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构基本完善，但所有权和经营权未实现完全分离。公司组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

2. 管理制度

公司内设企管部、品牌文化部、财务部、资金部、战略发展部、总务部、人力资源部及安保部 8 个职能部门，各部门分工明确，能较好地满足业务运营的实际需要。

公司全国首创的“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，从而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买卖，培养了员工的市场意识，强化了成本控制。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，吸纳员工入股，提高了员工对企业经营的参与度和关注度，调动了员工积极性。效益承包制是对每个车间、每个工厂进行效益承包，以效益决定收入，有利于明确权、责、利，激发管理积极性和创造性。

公司目前建立了包括劳动人事管理制度、物资采购管理制度、质量管理、财务管理制度（资金管理、内部稽核制度、对外投资管理制度等）及财务审计制度的内部控制制度等，从

根本上保障公司的各项经营管理。

在财务管理方面，公司按照《企业会计准则》的要求建立了一套独立、完整、规范的财务会计核算体系和财务管理制度，并建立了相应的内部控制制度。公司实施预算管理制度，逐步建立了与预算管理相适应的会计核算办法和预算考评奖惩制度，保证预算执行的严肃性，逐步形成较高效的管理体系。在对子公司的财务和资金管理方面，公司本部对下属非上市公司实施资金统管制，对外由集团统一与金融机构协调授信，对内以市场化结算方式协调各子公司资金使用。为加强资金集中管理和提高资金使用效率，公司于 2008 年 11 月成立了红豆集团财务有限公司。在银监局和中国人民银行的监管下，一方面为集团及成员单位（包括母公司及其控股 51% 以上的子公司；母公司、子公司单独或共同持股 20% 以上的公司，或者持股不足 20% 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。截至 2010 年底，红豆集团财务有限公司上报银监局备案成员单位 61 个，开户 57 个，成员单位开户归集率为 93%。

在对外投资管理方面，公司制定了相关制度，严把对外投资风险。根据公司生产经营需要拟定的意向性对外投资项目，须由公司本部投资部组织可行性论证，经董事会统一审批，财务部根据已核定的投资项目进行资金统一预算和配置。在项目进行过程中，由公司的审计稽核部门及财务部分别对项目的进程及资金 Usage 情况进行定期审核，控制公司资产运营风险。

在质量管理方面，公司依据 GB/T19001-2000idt ISO9001:2000《质量管理体系要求》标准的全部要求建立文件化的质量管

理体系，确保产品质量。公司销售部门和技术部门负责组织对与产品有关的要求的评审，供应部门、技术部门、生产部门和质检部门配合把控产品质量。

在人力资源管理方面，公司加强对外部人才的引进，制定了一系列的人才引进计划，并从薪酬激励、个人发展、技能培训、参与管理等方面强化人才的引进和培养工作；同时，公司还强化内部人才培养机制，挖掘和激发员工的潜能，为优秀员工提供良好的发展空间。

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，运作较为规范，管理效率较高，整体管理水平尚可。

四、生产经营

1. 经营概况

公司是一家多元化的产业集团，目前已形成以纺织服装为主业、机车轮胎、房地产、生物制药等四大领域多元化发展的经营格局。

表 3 列示了公司营业收入构成情况。可以看出，公司服装业务主导地位较为突出，在营业收入中占比保持较高水平，2010 年为 56.23%，受公司服装板块产品结构调整且销售模式由批发向自营及加盟模式转变影响，毛利率水平较上年有所提升，2010 年为 13.51%；橡胶业务在营业收入中占比呈稳定上升趋势（21% 左右），随着 2011 年下半年 200 万全钢子午线轮胎项目的竣工投产，占比还将有所上升；机车业务营业收入和毛利率均逐年下降，未来将面临转型升级；房地产和生物医药目前占营业收入的比重较小，但对利润的贡献较高，2010 年毛利率分别为 21.29% 和 67.09%。2011 年 1~6 月，公司橡胶板块受 2010 年年底 80 万全钢子午线轮胎改造项目竣工投产，其营业收入占比有所提升，为 33.36%，房地产板块受项目建设情况影响，而比重下降。

表 4 公司营业收入和毛利率构成

分行业	2008 年			2009 年		
	营业收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	营业收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
服装	637747.26	56.99	13.9	743023.55	60.75	12.81
橡胶行业	204204.33	18.25	13.07	249592.41	20.41	12.16
机械行业	176490.7	15.77	12.61	124855.35	10.21	12.12
房地产	18561.83	1.66	23.85	26593.96	2.17	27.74
生物医药	2113.54	0.19	7.2	7366.32	0.6	65.72
其他	77872.62	6.96	11.16	70391.73	5.76	11.37
其他业务收入	2010.72	0.18	71.02	1259.41	0.1	21.12
合计	1119001.00	100	13.61	1223082.73	100	13.17

分行业	2010 年			2011 年 1-6 月		
	营业收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	营业收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
服装	823019.65	56.23	13.51	357719.43	49.74	13.67
橡胶行业	317554.62	21.70	10.38	239912.55	33.36	10.09
机械行业	96561.92	6.60	12.81	40989.24	5.70	13.59
房地产	140254.89	9.58	21.29	28767.33	4.00	32.93
生物医药	13038.55	0.89	67.09	9257.55	1.29	70.37
其他	71846.04	4.91	11.31	42574.83	5.92	9.7
其他业务收入	1278.45	0.09	51.33	--	--	--
合计	1463554.12	100.00	13.94	719220.93	100.00	13.74

注：1、生物医药收入中包含红豆杉盆景销售收入。2、公司营业收入中其他为：电、汽收入、彩印包装、货运、塑料制品等，另外还有鞋、煤、酒等收入；公司其他业务收入为废料收入，2011年1-6月其他业务收入并入到其他收入。

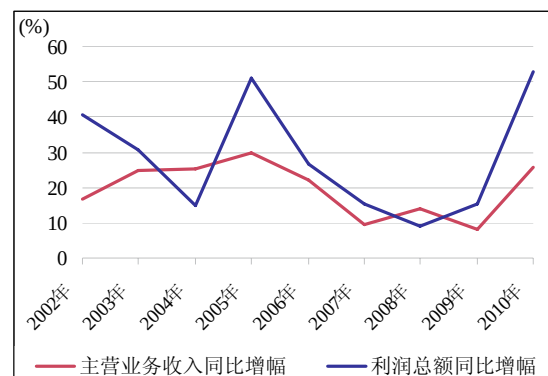
资料来源：公司提供

2. 纺织服装业务

行业运行

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，2001 年中国加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国纺织服装工业迅速增长。但自 2005 年 7 月人民币汇率定价机制改革实施以来，由于人民币升值导致出口竞争力的减弱，中国纺织服装行业增速明显放缓。2009 年受人民币升值、劳动力成本上升和全球金融危机的影响，纺织服装行业景气程度显著下滑，增速降至 8.04%。随着扩大内需和多项扶持政策的出台，纺织服装行业景气度开始有所回升，2010 年，随着国际国内经济的逐步回暖，纺织业开始企稳回升，主营业务收入及利润总额均出现恢复性增长。

图 1 近年中国纺织行业发展情况

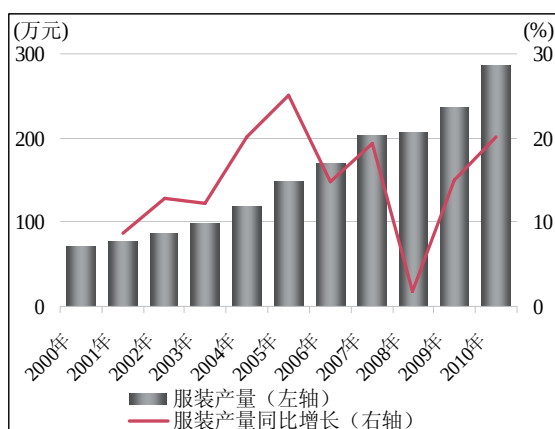


资料来源：国家统计局

从生产看，2009 年纺织服装业工业增加值增速持续回升，2009 年全年同比增长 8.5%，其中 12 月同比增长 10.2%。2010 年，中国规模以上工业中，纺织业工业增加值增长 11.6%。2010 年，中国纺织企业规模以上纺织企业化纤产量为 3090 万吨，首次突破 3000 万吨，同比增长 15.6%，产量比 2005 年增加近一倍，化纤

年产超过 20 万吨的企业达到 35 家，其产能合计占到 2010 年化纤总产能的 50%。纱、布产量同比分别增长 13.7%和 19.4%；服装产量同比增长 18.6%。2010 年中国服装生产格局未有根本变化，产量前五名大省仍为广东省、浙江省、江苏省、山东省和福建省。长三角、珠三角地区生产规模已近稳定，沿海地区开始进行产业重新定位，新定位的确定将指引和推动产业梯度转移进程。

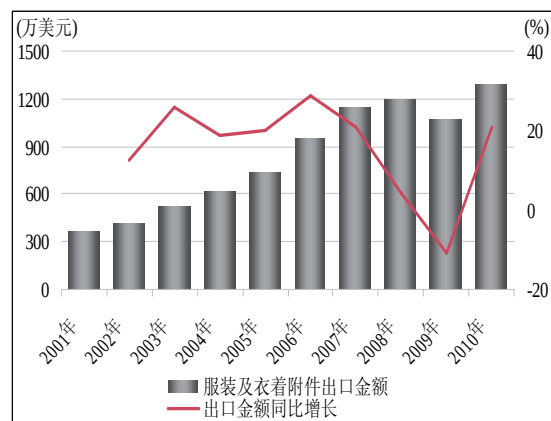
图 2 中国服装产量及增长情况



资料来源：wind 资讯

从销售看，受 2008 年全球金融危机影响，纺织服装产业发展有所放缓，出口与贸易收入大幅减少，随着全球经济的逐步回暖，纺织服装业景气度也逐步回升。2010 年，中国纺织服装行业出口和国内零售出现明显的恢复性增长，服装鞋帽、针纺织品零售额为 5874 亿元，同比增长 24.8%。据海关总署公布的数据，2010 年纺织服装出口额累计达 2065.30 亿美元，同比增长 23.59%。其中，纺织品出口 770.51 亿美元，同比增长 28.44%，服装及其附件出口 1294.78 亿美元，同比增长 20.88%。2011 年 1~6 月，中国纺织品服装保持快速增长的势头，服装鞋帽、针纺织品零售额为 3727.10 亿元，同比增长 35.35%。海关统计显示，2011 年 1~6 月，纺织品服装累计出口 1117.2 亿美元，同比增长 25.7%，其中纺织品出口 459 亿美元，同比增长 28.8%，服装出口 658.2 亿美元，增长 23.7%。

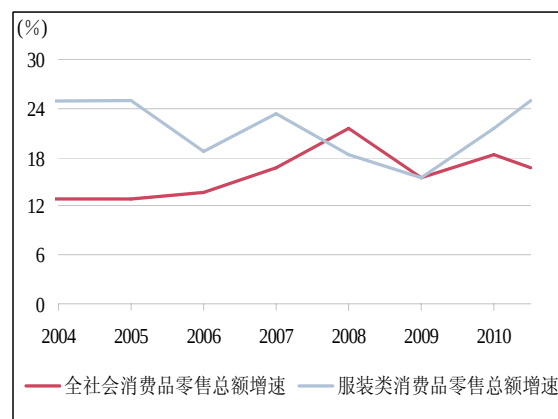
图 3 近年中国服装及衣着附件出口情况



资料来源：wind 资讯

内销方面，2009 年全国社会消费品零售总额 125342.7 亿元，同比增长 15.5%，其中服装类消费增长 18.8%，较 2008 年降低 2.8 个百分点。国内纺织服装消费保持增长主要由于国家 4 万亿经济刺激计划的出台，拉动了宏观经济，提振了人们信心，提高了居民收入，刺激了居民消费，同时国内城镇化进程仍在持续。2010 年，内销市场对行业的支撑作用继续巩固，社会消费品零售总额中限额以上服装鞋帽、针纺织品类商品零售额为 5874 亿元，同比增长 24.8%，高于同期社会消费品零售总额增速 6.4 个百分点。

图 4 服装类消费品零售总额增速比较



资料来源：国家统计局

从效益看，根据国家统计局的统计显示，2010 年 1~11 月，纺织服装行业工业总产值、主营业务收入和利润增速较 2009 年同期分别

提高 9.75%、10.63%和 14.50%。2010 年 1~11 月中国纺织全行业主营业务收入和利润总额分别增长 25.15%和 35.81%，全行业盈利大幅增长。子行业看，2010 年 1-11 月纺织业实现利润率 4.93%，同比增加 20.77%；同期服装、鞋帽制造业实现利润率 5.01%，同比增加 8.52%。联合资信认为，行业收入的增长主要来自于内销收入的良好表现，而盈利增长超过收入增长的主要原因是原辅料价格的相对低位、出口退税率累计多次下调后带来的毛利率同比上升和财务费用的同比下降。

产业政策

①纺织工业“十二五”规划

根据国家“十二五”规划，披露的十二五发展的多项主要目标中，提高居民收入作为重中之重，同时明确指出了扩大内需和消费，加快城镇化建设。2011 年 3 月 16 日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》指出：2011 年到 2015 年，国内生产总值年均增长 7%，城镇新增就业 4500 万人，城镇登记失业率控制在 5%以内，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年均增长 7%以上，明确规定收入增幅超过 GDP 增幅。同时，纲要指出，“十二五”期间，国家进一步进行结构调整，居民消费率上升，城镇化率提高 4 个百分点，城乡区域发展的协调性进一步增强。

纺织服装是国民经济的基础产业之一，也是中国大宗出口商品之一，在国际上具有较强的竞争力，是中国政策鼓励发展的产业。由于中国人口密集，发展服装产业及服装辅料产业有利于解决大量劳动力的就业，有利于满足人们不断增长的生活需求。中国纺织工业协会副会长孙瑞哲在第十四届海峡两岸纺织服装博览会暨 2011 休闲服装博览会表示：纺织行业“十二五”规划将中国纺织工业定义为“国民经济支柱产业”“重要的民生产业”以及“国际竞争优势明显的产业”；“十二五”期间，纺织工业还将成为“战略性新兴产业的重要组成

部分”以及“时尚产业的重要推动力量”。

②纺织工业振兴规划

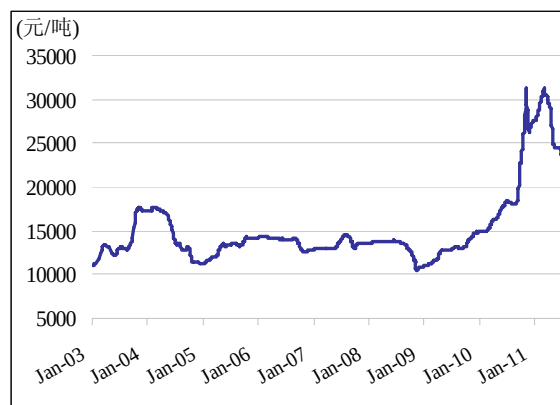
2009 年 2 月，国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及：统筹国际国内两个市场，积极扩大消费；加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步；加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移；加大财税金融支持，将纺织品服装出口退税率由 14%提高至 15%（后又提高至 16%）。联合资信认为，该规划偏重于长期的行业结构调整和产业升级，整体政策措施的实施需要时间，短期内难见成效。

行业关注

①原材料、能源和劳动力成本上升

棉花、粘胶短纤和涤纶短纤三大原料，其价格受行业供需、国家收储政策及石油价格走势影响。2009 年四季度以来，纺织原材料价格开始出现大幅上涨。电价、油价、棉价以及化纤价格的持续上升进一步压榨了纺服企业的利润。

图 5 近年来棉花价格走势

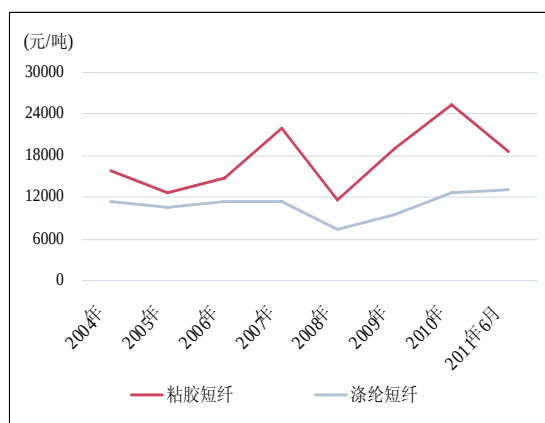


资料来源：wind 资讯

另一方面，通货膨胀程度的加剧加大了居民工资水平上调的压力。中国纺织行业作为典型的劳动密集型行业，随着劳动力成本的不断上涨，纺织服装生产企业产品生产成本上升，

从而影响产品的竞争力。从外部竞争环境来看,周边东南亚国家凭借低廉的劳动力及政府扶持措施,大力发展纺织服装加工出口,在中低档纺织服装领域逐渐成为中国有力的竞争者。受以上因素的影响,成本压力显著上升。

图6 近年粘胶短纤和涤纶短纤价格走势



资料来源: wind 资讯

②汇率变动影响

中国纺织行业外向型企业较多,出口规模较大,但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同服装产业发达的国家相比存在较大差距,整体产品附加值相对较低,出口竞争力主要依靠成本优势。自2005年7月汇率形成机制改革以来,人民币对美元的汇率逐年呈升值趋势。2008年金融危机之后,人民币大幅升值,2010年人民币对美元的汇率曾高达1:6.73,创下中国汇改以来的新高。目前,人民币汇率走势仍然面临来自外部的升值压力。中国的纺织服装产品出口比重较大,且很大一部分是以美元计价,人民币对美元的升值必然会抬高出口纺织服装产品的价格,削弱该出口产品竞争力,导致纺织服装产品的外贸收入大幅减少,从而对全行业的出口业绩造成较大负面影响。

未来发展

①国内消费是未来行业发展的主要推动力

国内经济受危机影响相对较小,居民对未来预期及消费意愿逐步走强,未来行业重心将

逐步转移至国内,中长期看国内消费市场将是未来行业发展的主要推动力。

中国居民收入的提高使消费能力大幅提高。按照发达国家经验,人均收入超过3000美元消费将进入新的提升阶段。2008~2010年,中国城镇居民人均可支配收入水平获得整体提升,年均复合增长10.04%,三年来分别为1.58万元、1.72万元、1.91万元;在衣着方面,城镇居民人均年度消费支出年均复合增长11.30%,截至2010年,达到了1444.34元,同比增长12.47%。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异,城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

②国内品牌服装发展空间巨大

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,销售渠道成为较高的进入门槛。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,2010年国内上市公司中品牌服装企业经营仍保持了相对较高的增长。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,更加适合我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旋律。

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) 企业经营

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(棉纺、印染、红豆男装系列)、无锡红豆居家服饰有限公司(红豆内衣系列和红豆居家

系列)、无锡南国企业有限公司(红豆文胸系列)、远东有限公司(棉纺、羽绒服、休闲服饰等)、江苏红豆国际发展有限公司(外贸服装)及其各自下属生产实体来实现。2010年,公司纺织服装业务实现营业收入82.30亿元,占总营业收入的56.23%,同比增长10.77%;2011年1~6月,公司纺织服装业务实现营业收入35.77亿元,占总营业收入的49.74%。近年,公司在服装板块上积极调整产品结构,向附加值较高的品牌商品升级,同时,销售模式上由传统的批发为主的销售渠道转向以自营和加盟店为主的销售模式,进一步提升产品的盈利能力,2010年及2011年上半年,公司服

装板块毛利率水平分别为13.51%和13.67%。

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。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,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。

表5 公司纺织服装业务原材料供应情况

主要原材料		采购量			采购价格		
名称	10年占成本比重(%)	2008	2009	2010	2008	2009	2010
印花布(万米)(元/米)	11.93	5687.7	5975	6394	12.5	12	13.28
棉布(吨)(元/公斤)	10.55	24469	29346	35672	19.76	18.47	21.05
毛、绒(吨)(元/公斤)	6.90	2492	2496	2505	150	143	196
纱线(吨)(元/公斤)	5.85	14798	15724	17529	20.44	19.95	23.75
棉花(吨/元)(元/吨)	5.56	15930	17958	21167	15500	14500	18700
西服面料(万米)(元/米)	5.07	370	433	563	60	58	64.1
涤纶丝(吨)(万元/吨)	4.43	16520	19080	22864	1	1.1	1.38
衬衫面料(万米)(元/米)	2.89	1488	1859	2004	5.82	6.02	10.25

资料来源:公司提供

表6 2010年公司前5名纺织服装原材料供应商

序列	供应商名称	原材料	金额(万元)	占比(%)
1	苏州志向纺织科技有限公司	记忆布	8009	1.13
2	常熟东南羽绒有限公司	羽绒	4683	0.66
3	宁城县诚阳皮毛有限公司	毛领	4177	0.59
4	河南同舟棉业有限公司	棉花	3344	0.46
5	江阴市东盛包装有限公司	纸片	3096	0.43
合计			23309	3.27

资料来源:公司提供

因公司服装产品主要以内销为主,受门店扩张及品牌拓展影响,主要产品产销量保持了

稳步增长的态势,相应原材料采购量也逐年增长。采购价格方面,受棉花及聚酯行业上行影响,普遍服装原材料价格较上年增长压力较大。

2010年,公司前五名供应商采购的金额为23309万元(合并口径),占服装业务采购总额的3.27%,采购集中度很低。公司在与原料供应商谈判时议价能力较强,通常能获得较优惠的价格。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。

目前随着公司销售规模的迅速扩张,西裤、内衣和家纺的自有产能已无法满足公司发展需要,公司主要通过外部协议单位(OEM或ODM)直接采购成衣来解决。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，并每季度进行合格供应商名单的审核。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，预计外部成衣采购比例将继续上升。

生产经营

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。

表 7 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/件)	销量 (万件/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)
2008 年	350.00	246.08	239.68	300	370	368	110.00	85.21	80.71	370	331.25	328.3
2009 年	350.00	252.99	245.98	300	440	430.64	110.00	93.24	91.23	370	365.17	363.98
2010 年	350.00	276.35	273.28	300	482	479	110	99.76	98.53	370	399.26	398.54
2011 年 1-6 月	350.00	126.74	125.79	300	218	213	110	46.85	43.85	370	180.29	130.85
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/件)	销量 (万件/件)	产能 (万套)	产量 (万套)	销量 (万套)			
2008 年	2200.00	3093.67	2947.07	700	550	546	800	1035.25	1034.07			
2009 年	2200.00	3385.87	3265.28	700	630	627.94	800	1187.50	1167.17			
2010 年	2200.00	3765.25	3747.85	700	695	692	800	1309.28	1312.75			
2011 年 1-6 月	2200.00	1898.78	1701.64	700	351	349	800	593.94	587.55			

注：1、产能为公司自有产能部分，不足部分由外部协议单位解决。2、内衣销售主要为经销商模式，7-9 月为旺季，其他月份多为补货。资料来源：公司提供

从生产能力看，纺织方面，公司控股子公司远东有限公司拥有无锡棉纺厂和淮安棉纺厂两大车间，其中无锡棉纺厂拥有 25000 平方米钢结构标准化车间一座，10 万锭的生产基础，可年产 32~80 支棉纱 5200 吨；淮安棉纺厂拥有 22500 平方米钢结构标准化车间一座，5 万锭的生产基础，可年产 32~80 支棉纱 2600 吨。另外，公司下属红豆股份拥有无锡红豆棉纺公司 95% 股权。服装方面，公司下属红豆股份拥有亚洲最大的西服衬衫生产车间，车间单层面积达 14000 平方米，拥有法国力克 CAD 设计系统、CAM 自动裁床系统、瑞典 ETON 吊挂成衣流水线、意大利 MACPI 后整理整烫设备等国际先进的生产设备。另外，公司下属无锡长江实业有限公司还建有 20000 平方米的家纺生产大楼。截至 2010 年底，公司已形成年产衬衫 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。

从产销情况看，公司产销量稳步增长，2008~2011 年 1-6 月产销率均保持在 95% 以上；价格呈逐年上升趋势。

市场营销

随着服装消费升级，服装消费市场分层进一步清晰，尤其是中高层次服装消费价格持续升温。近年，公司目标市场已逐步由大众消费市场向中高端市场转变。目前公司已拥有“红豆”、“轩帝尼”、“依迪菲”等中高档服装品牌，“红豆情”、“相思鸟”、“红豆树”、“相思”、“南国”等内衣品牌，以及一站式购物“Hodo home”家纺品牌。

从销售模式看，面对服装行业的激烈竞争，近年公司开始整合销售网络，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。

从销售网络看，国内市场方面，截至 2010 年底，公司在全国发展的红豆男装自营店 154 家、加盟店 1346 家；依迪菲自营店 162 家、加盟店 46 家；轩帝尼自营店 77 家、加盟店 30 家；红豆居家自营店 254 家、加盟店 173 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。公司目标是实现红豆系列连锁专卖店至 2012 年达到 5000 家以上，其中红豆男装专卖店作为公司主推专卖店，确保至 2012 年完成 3000 家。在国际市

场开拓方面，面对国际需求萎缩、贸易摩擦日益增多等不利因素，公司采取多种措施拓展外贸业务空间。目前公司已与美国、日本和欧盟等主要国家和地区的多家公司国际服装贸易大公司建立了长期、友好、稳定的合作关系，公司还在纽约、洛杉矶设立了分支机构。2008～2010 年，公司服装出口总额分别为 7914.97 万美元、8784.70 万美元和 8852.53 万美元，约占公司服装销售总额的 8% 左右。

总体看，公司服装主业稳步发展，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。

表 8 公司自营店和加盟店拓展计划

按品牌分	自营店（家）			加盟店（家）		
	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2010 年	2011 年 E	2012 年 E
红豆男装	154	176	200	1346	2204	2800
红豆居家	254	270	300	173	500	1000
轩帝尼（商务男装）	77	150	220	30	50	80
依迪菲（女装）	162	332	432	46	242	442
合计	647	928	1152	1595	2996	4322

资料来源：公司提供

注：以上数据（家）为总数，即以前年度开店合计数。

3. 机车轮胎板块

轮胎

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。2010 年，公司轮胎业务实现营业收入 31.76 亿元，占总营业收入的 21.70%，同比增长 27.23%；2011 年 1～6 月，公司轮胎业务实现营业收入 23.99 亿元，占总营业收入的 33.36%。公司轮胎板块受行业景气度提升、公司产能扩充等因素影响，实现较快增长，未来，随着公司 200 万套全钢子午线生产线 2011 年下半年调试投产后，其收入规模将进一步扩大。

（1）行业分析

轮胎根据车辆分为轿车胎、轻卡胎、重卡胎和工程车胎（主要是载重车），根据构造分为子午胎（全钢和半钢）、斜交胎。

表 9 轮胎主要类型介绍

车型	轮胎类型
轿车	半钢子午胎
轻卡	斜交胎
重卡	全钢子午胎
工程车（装载机）	斜交/全钢子午

资料来源：中国橡胶工业协会

从竞争力看，作为轮胎生产、消费和出口大国，中国轮胎产量约占世界轮胎产量的 1/4，已形成将近 40% 的出口格局，但轮胎生产企业的集中度很低，竞争较为激烈。自 2005 年以

来中国载重轮胎行业的产销进入快速发展时期，这主要由于中国大规模的城乡建设、铁路及公路网管建设、制造业的发达促进了采矿业原材料及能源供应的发展所产生的巨大运载车辆需求，使得作为配套产品的载重轮胎需求旺盛。同时，得益于全球轮胎需求快速增长，中国也因此成为世界轮胎第一出口国。

从需求来看，国内方面，轮胎市场伴随汽车市场的发展而增长，未来几年中国汽车行业将进入下一个高速增长时期，而重型卡车产销增长远高于汽车增长比例，目前中国重卡保有量已经突破 600 万辆，到 2010 年产量已经突破 100 万辆，预计 2011 年产量将达到 120 万辆，从而带动轮胎行业的高增长。国际方面，随着欧美市场的经济回暖，汽车工业出现复苏，全球原材料及大宗商品市场活跃，拉动载重轮胎市场需求的增长。

从供给来看，2010 年中国橡胶轮胎产量为 7.76 亿条，同比增长 19.80%，载重轮胎产量 0.93 亿条，同比增长 11%，其中子午线轮胎产量 0.71 亿条，占载重轮胎的 76%，同比增长 13%。全钢子午胎为内资企业竞争力较强的业务。近几年轮胎产能建设较多，预计 2011-2012 年轮胎行业产能建设仍将保持较快增长，内资轮胎企业的市场份额和行业地位还将不断提高，但产能的集中释放将加剧行业竞争。

表 10 中国载重型轮胎与子午胎产量情况

时间	载重轮胎		子午线轮胎	
	产量（万条）	增速	产量（万条）	增速
2006 年	5500	20%	3800	36%
2007 年	6980	27%	5100	34%
2008 年	7500	7%	5700	12%
2009 年	8350	11%	6300	11%
2010 年	9300	11%	7100	13%

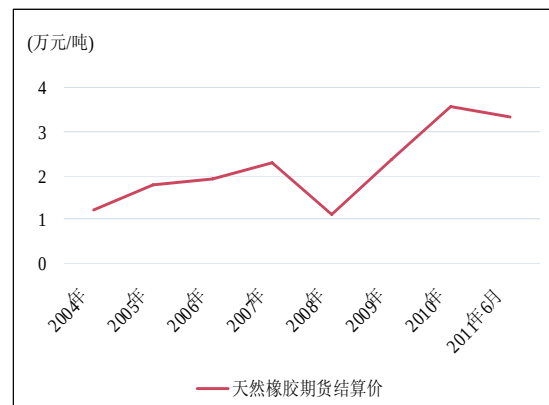
资料来源：公司提供

从上游原材料来看，天然橡胶为轮胎占比

最大的原材料，其价格成为轮胎行业毛利率水平的关键因素。具体来看：轮胎的主要原材料是天然橡胶和合成橡胶、钢帘线、帘子布和炭黑；其中全钢胎天然橡胶比重高达 45%。因此天然橡胶价格对轮胎生产企业利润率影响重大。天然橡胶、合成橡胶的价格在 2009 年初下降了 50% 左右，这使得 2009 年轮胎行业的成本下降、毛利率水平提升 5 个百分点左右。

从产业政策看，国家产业政策为轮胎行业的发展提供有利保障。2006 年 4 月 1 日起，国家对斜交轮胎的消费税税率由 10% 下调至 3%，对子午胎继续实行免税政策。另外，《轮胎行业准入条件》、《轮胎行业产业政策》等轮胎相关政策预计将于 2010 年 4 月由工信部发布。除了设置新项目最低产能要求之外，该政策还将强调节能、环保、安全、智能建设，强调产业升级和子午化率提高。该政策的出台将进一步提高轮胎行业准入门槛，有助于控制总量的过快增长，防止轮胎工业盲目投资和低水平重复建设。

图 7 2004~2011 年 6 月天然橡胶期货结算价格
(上海期货交易所)



资料来源：wind 资讯

从未来发展看，根据橡胶工业协会“十一五”规划和预测，2010 年中国轮胎总产量将达到约 7 亿条，轮胎总产量、子午胎产量都将实现较快的增长，年均增速约 10-15%。

总体看，2010 年天然橡胶、合成橡胶价格上涨压力大，但依托下游汽车、工程机械等较

强劲的需求，企业整体盈利水平有望维持较高水平。

（2）企业经营

从技术水平和质量控制看，公司拥有国内先进的生产、试验设备和一批专业的工程技术人员，并于 2006 年 3 月在北京经济开发区设立了轮胎技术研发中心。江苏通用成立以来相继承担了江苏省火炬计划项目——“高性能环保型全钢子午胎”、国家火炬计划项目——“全钢轻型载重子午胎的优质轻量化新产品”等项目。2008 年 3 月，江苏通用获得了第一个全钢子午线轮胎的发明专利：四层结构钢丝束层轮胎。截至 2010 年底，江苏通用已先后通过了 ISO9001: 2000 质量体系认证、ISO14000

环境体系认证、TS16949 认证、中国强制性产品 CCC 认证、欧洲共同体 ECE 认证和美国交通部 DOT 认证，被评为“中国质量服务信誉 AAA 级企业”，“千里马”商标、“赤兔马”商标被评为“江苏省著名商品”等。

从原材料看，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在价格波动较为剧烈，公司通过把握库存量、跟踪适时买进原料等采购策略，在 2009 年天然橡胶最低点时大量购进，较好的控制了成本，提升了产品竞争力。进入 2010 年，天然橡胶价格持续走高，公司采取现货交易，在保证生产的基础上减低库存。

表 11 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	占成本比重	2009 年	2010 年	11 年 1-6 月	2009 年	2010 年	11 年 1-6 月
天然橡胶	39%	27277	36860	20510	14000	21650	30860
钢帘线	14.80%	11864	17037	9697	16780	14050	12630
炭黑	12%	14990	24766	13839	6300	6200	6720

资料来源：公司提供，其中占成本比重以 11 年 1-6 月的数据为计算基础。

从生产能力看，江苏通用通过自我研发和技术合作，形成了包括全钢载重子午线无内胎和有内胎系列轮胎、全钢轻卡子午线无内胎和有内胎系列轮胎、斜交农用车系列轮胎、斜交轻卡系列轮胎、斜交载重系列轮胎、斜交叉车系列轮胎以及斜交精品系列汽车轮胎等产品类型。截至 2010 年底，江苏通用已形成年产全钢子午线轮胎 200 万套、斜交胎 150 万套、摩托车轮胎 600 万套的生产能力。

从产销情况看，子午线胎已成为公司最主要的轮胎产品，产品附加值高，2010 年的平均市场价格为 1824 元/条，2010 年产量 127 万条，

销量 127 万条，实现销售额 198007 万元，2011 年受市场需求增加影响，公司产销规模继续保持增长。斜交胎和摩胎的产品附加值较低，目前产能能够满足订单要求，未来没有扩张计划。

公司轮胎产品主要是内销（替换市场占 85%，配套市场占 10%）为主，其中摩胎全部内销，给自产摩托车配套的部分约占摩胎销售额的 1/3；子午线胎和斜交胎的外贸出口只占不到 6%，出口主要是亚洲地区，如巴基斯坦和印度。

表 12 近年公司主要轮胎产品生产情况

产品	子午线胎						
	产能（万条/套）	产量（万条/套）	销量（万条/套）	平均价格（含税）（元/条）	销售额（万元）	出口量（条/套）	出口额（万元）
2008 年	100	82	83	1755	145665	69047	7671
2009 年	120	93	91	1820	165620	47605	4899

2010 年	200	127	127	1824	198007	94148	11449
2011 年 1-6 月	200	89	89	2328	177100	43755	6315
产品	斜交胎						
	产能(万条/套)	产量(万条/套)	销量(万条/套)	平均价格(含税)(条/元)	销售额(万元)	出口量(条/套)	出口额(万元)
2008 年	150	91	90.5	342	30951	161061	6618
2009 年	150	94	93.5	343	32071	119288	3839
2010 年	150	78	79	316	21121	171441	5371
2011 年 1-6 月	150	39	39	402	13416	53326	2140
产品	摩胎						
	产能(万条/套)	产量(万条/套)	销量(万条/套)	平均价格(含税)(条/元)	销售额(万元)	出口量(条/套)	出口额(万元)
2008 年	600	507	505	58	29301	0	0
2009 年	600	566	565	60	33904	0	0
2010 年	600	342	343	59	17311	0	0
2011 年 1-6 月	600	181	180	77	11988	0	0

资料来源：公司提供

从未来发展看，公司“年产 200 万条全钢载重子午胎项目”已于 2010 年 3 月正式启动。该项目总投资 16.5 亿元，目前基础建设工程已完工，主要设备已进入调试阶段，预计 2011 年下半年进入全面投产阶段。届时，公司将年产 400 万套全钢子午线轮胎。公司新增 200 万套全钢子午线轮胎是国家大力支持且符合轮胎发展趋势的真空无内胎项目，通过产品的转型和升级，达到产品结构的全覆盖。

总体看，随着近年汽车销量猛增和替换市场的蓬勃发展，公司轮胎业务发展迅速，产销两旺。但是国内轮胎行业竞争激烈，公司轮胎产能扩张较快，未来产销量是否能同步增长存在一定不确定性。

机车

公司机车主导产品二轮摩托车、三轮摩托车由无锡赤兔马车业有限公司进行生产销售，电动车由无锡千里马车业制造有限公司进行生产销售，旗下拥有千里马、赤兔马、欧豹三大机车品牌。2010 年，公司机车业务实现营业收入 9.66 亿元，占总营业收入的 6.60%，同比下降 22.66%；2011 年 1~6 月，公司机车业务实

现营业收入 4.10 亿元，占总营业收入的 5.70%。受公司产业结构调整影响，机车板块比重处于下降趋势，该板块盈利能力保持相对稳定，2010 年毛利率为 12.81%。

公司拥有国产摩托车生产流水线 8 条、电动车生产流水线 10 条，目前运行状况良好。其中德国引进的光学扫描系统及工矿排放系统和各项测试系统，在国内同行业中处于领先地位。公司产品生产严格按生产工艺流程操作，所有设备都制定了操作规程、维护及保养制度，已全面建立推行了 ISO9001-2000 质量管理体系，摩托车产品已通过 3C 认证，产品质量得到保证。无锡千里马是国家机械工业部定点生产机车企业。

公司机车生产以中高端产品为主，2008~2011 年上半年的产销量、平均售价基本保持稳定，产销率均在 99%以上。目前公司摩托车出口量约占总销量的 1/3，主要出口地区包括阿富汗、伊朗、秘鲁和迪拜等。

总体看，为了配合集团转型升级的战略规划，近三年公司机车产能逐步降低，未来还将根据市场情况进行产业升级和转移。

表 13 近年公司主要机车产品生产情况

产品	摩托车						
	产能（万辆）	产量（万辆）	销量（万辆）	平均价格（含税）（元/辆）	销售额（万元）	出口量（万辆）	出口额（万元）
2008 年	18	15.14	15.15	4278	55351.07	5.91	25461.49
2009 年	16.5	14.17	14.26	4213	51032.6	5.74	24250.69
2010 年	13.8	10.4	10.39	4267	37890	3.11	13197
2011 年 1-6 月	13.8	4.63	4.64	4469	17724	0.97	4340
产品	电动车						
	产能（万辆）	产量（万辆）	销量（万辆）	平均价格（含税）（元/辆）	销售额（万元）	出口量（万辆）	出口额（万元）
2008 年	28	21.5	21.35	2312	42488.07	4.05	8433.88
2009 年	24	19.7	19.69	2117	35646.81	4.1	7485.83
2010 年	18	13.76	13.75	2262	26594	0.29	547
2011 年 1-6 月	15	5.45	5.44	2192	10193	0.14	297

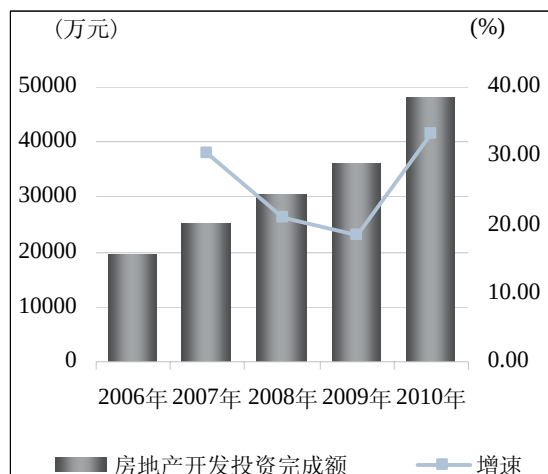
资料来源：公司提供

4. 房地产

（1）行业分析

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008年底，为了刺激内需，稳定经济增长，改善民生，中国政府出台了多项信贷、消费政策，旨在维护房地产市场稳定，支持房地产行业平稳调整。在相关具体政策的拉动下，2009年中国完成房地产开发投资36232亿元，同比增长16.1%，其中住宅投资25619亿元，同比增长14.2%，商品房销售面积93713万平米，同比增长42.1%，其中住宅销售面积85294万平米，同比增长43.9%。房地产市场整体呈现快速复苏态势，市场需求有所释放，超过同期的开发投资规模增速。

图 8 房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2010年4月为抑制房地产价格的快速上涨，国家出台了更为严厉的房地产政策，发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出十条举措，称为房地产“新国十条”。2011年1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，第三轮房地产调控启动。

相关政策推出后，从国家统计局公布的数据看，房屋销售价格同比继续上涨，但涨幅回落。统计局公布的数据看，2010年全国商品房销售面积10.43亿平方米，同比增长10.1%；商品房销售额5.25万亿元，同比增长18.3%。2010年全国房地产开发投资48267亿元，同比增长33.2%；房屋新开工面积16.38亿平方米，同比增长40.7%。2010年12月当月，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨6.4%，涨幅比11月份缩小1.3个百分点。目前商品房成交量萎缩而成交价格仍在高位震荡，但调控政策累积效应可能会逐渐显现。

在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走

势将产生分化。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

无锡房地产业发展现状

无锡地处江苏省南部、中国经济发达的长江三角洲中部，北靠长江，南濒中国第三大淡水湖——太湖；西离南京 183 公里，东距上海 128 公里，是江苏省省辖的一个沿海城市。2010 年，无锡实现地区生产总值 5750 亿元，同比增长 13%，财政总收入 1579 亿元，同比增长 20.7%，城镇居民人均可支配收入增长 11.5%，农民人均纯收入增长 12%，优越的地理位置和区域经济的快速增长，带动了无锡市房地产业发展。2010 年，无锡房地产业表现实现商品房销售面积 1010.23 万平方米，比上年减少 -9.01%，商品房销售额 776.49 亿元，比上年增长 16.60%，增速有所放缓。2010 年，无锡完成房地产开发投资 612.67 亿元，同比增长 32.20%，房屋施工面积为 4482.86 万平方米，同比增长 36.40%，竣工面积 1001.65 万平方米，同比增长 39.20%。

随着国家对房地产市场调控的趋紧，2011 年 2 月，无锡出台本市房产限购令：①对已拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭，暂停在本市市区内向其售房；②拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭，暂停在本市市区内向其售房；③无法提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭，暂停在本市市区内向其售房。预计该限购令的出台在一定程度上将抑制无锡市房地产的需求。

(2) 企业经营

目前公司房地产业务板块主要由江苏红

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。2010 年，公司房地产业务实现营业收入 14.03 亿元，占总营业收入的 9.58%，同比增长 427.39%；主要是由于公司下属的“红豆商业广场”和“尚东苑”项目竣工，销售收入确认。2011 年 1~6 月，公司房地产业务实现营业收入 2.88 亿元，占总营业收入的 4.00%。

经过多年发展，公司房地产板块已初具规模。目前开发重点主要在镇江、无锡、东港等地，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、九棉项目）、东港开发公司（红豆花园 A 区项目、尚东苑项目、怀仁中心西侧地块）。公司的房地产项目在无锡树立了良好的品牌形象，先后获得了由中国房地产及住宅产业研究会颁发的“引领中国城市住宅风尚企业”奖；江苏省建设厅住宅产业促进中心评选的“江苏省诚信开发企业”；2004 年镇江“香江花城”楼盘获得“中国十大风尚名盘”、“江苏省优秀住宅金奖”等荣誉称号。

2009 年，受益于房地产市场的回暖行情，公司房地产业务销售状况较 2008 年明显改观，2010 年，受公司下属房地产项目建设进度及楼盘位置等原因影响，房地产板块实现营业收入较上年增幅较大。总体看，公司房地产规模较小，收益情况受工程进度及地块地理位置影响较大，具有一定的波动性。

目前公司在建的房产项目主要是香江花城四期、尚东苑北区、九棉地块、西荷花塘地块一期、红豆美墅二期和红豆国际商务城一期。地理位置均处于无锡、镇江、淮安的中心地带，交通及配套设施完备。2011 年 1~6 月，公司房地产开发完成投资 84731 万元，相当于 2010 年全年的 38.84%，整体开发进度放缓。

表 14 公司房产项目开发情况

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-6 月
房地产开发完成投资（万元）	58704	72017.86	218129.16	84731
房屋施工面积（万平方米）	18.3	9.86	29.58	17.28
房屋竣工面积（万平方米）	4.96	7.07	25.5	4.17
房屋销售面积（万平方米）	4.99	6.58	19.42	4.53
销售收入（万元）	18562	26594	140255	28767
净利润（万元）	135.54	1311.09	6850	1766

资料来源：公司提供

表 15 公司在建房产项目情况

项目名称	建设期	总投资 (万元)	已投资(万 元)	资金来源(万元)		建筑面积 (m²)	预计售 价(元/m²)	截至 11 年 6 月底预售收 入(万元)	预计销 售收入 (万元)
				自筹	贷款				
香江花城四期（镇江）	2008 年 6 月 -2011 年 7 月	42229	39944	14780	27449	115171	5400	60047	61400
尚东苑北区（无锡）	2010 年 3 月 -2011 年 12 月	16900	10385	6000	10900	60486	4000	8181	20000
九棉地块（无锡）	2011 年 1 月 -2013 年 12 月	227500	89721	79600	147900	190940	17000	4503.4	325000
西荷花塘地块一期（镇江）	2010 年 12 月 -2014 年 12 月	61000	24881.51	21350	39650	136847	9300	--	97600
红豆美墅二期（淮安）	2010 年 1 月 -2012 年 7 月	15500	8080	5425	10075	52515	5200	360.64	21580
红豆国际商务城一期（淮安）	2009 年 12 月 -2012 年 5 月	20068	18795.84	7024	13044	68696	4600	684.71	25600
合计		383197	191807.35	134179	249018	624655	45500	73776.75	551180

资料来源：公司提供

表 16 公司土地储备情况

名称	地区	获得时间	获得价格 (万元)	权益面积（平 方米）	已出让金 (万元)	兴建项目性质	项目基本情况
南京地块	南京	2010.12	35600	27039.1	35600	住宅、商业	规划中
锡东新城地块	无锡	2010.11	68961	119419	62828	住宅、商业、办公	规划中
昆达地块	无锡	2010.10	11100	55090	11100	住宅、商业	规划中
苏家塘地块	无锡	2010.10	11500	59884	11500	住宅、商业	预计 11 年 9 月开工
淮安商务城南地块	淮安	2010.5	64216	379099	64216	住宅、商业	规划中
怀仁西地块	无锡	2009.12	10724	76384.00	10724	住宅、商业	规划中

资料来源：公司提供

从土地储备情况看，公司目前土地储备仍主要集中在无锡市内及周边地区，未来能够满足公司房地产业未来的发展需要。截至 2011 年 6 月底，公司获得土地储备累计 716915.1 平方米，已交土地出让金 195968 万元。整体看，公司土地储备成本较低，从而在一定程度上保证未来房地产板块的收益性。

5. 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有限公司（以下简称“红豆杉公司”，公司持股 99%）为业务载体，其下设红豆杉种植公司、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，并于 2009 年 8 月并购重组了江苏康希制药有限公司，丰富了公司

的产品种类，并进一步拓展了公司的销售渠道和市场影响。2008 年红豆杉公司被评为“江苏省农业产业化龙头企业”和“江苏省农业科技型企业”。2010 年，公司生物制药业务（其中包含盆景销售）实现营业收入 1.30 亿元，占总营业收入的 0.89%，同比增长 77.00%，主要以盆景培育收入为主。

盆景培育

红豆杉是健康树，被称为“人类呼吸系统的天然保健品”。根据江苏省环境监测中心的检测报告显示，红豆牌红豆杉盆景对空气中的二氧化硫、二氧化氮、一氧化碳的净化效率分别是 31.8%、49.0%、22.2%，总挥发性有机物的净化效率更是达到 65.1%。截至 2010 年底，公司建有 27 万平方米的培育大棚，拥有盆景 140 万盆。自 2009 年 10 月正式启动盆景销售，公司已在全国开设了 350 家红豆杉盆景专卖店，销售省份从江苏省迅速发展至国内近 20 多个省份，尤其是北京、上海、山东、山西等省份的销售持续旺盛。

生物制药

原料药方面，公司紫杉醇原料药厂总投资 8000 万元，按 GMP 标准建成 28800 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，目前已形成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，红豆杉药业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，并获得了国家食品药品监督管理局颁发 GMP 证书。

制剂药方面，公司于 2009 年 8 月投资 3500 万元建设完成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。

公司产品系列为专业化抗肿瘤产品，主打产品是紫杉醇注射液，以后还将连续推出：多西他赛（多烯紫杉醇）、奥沙利铂、吉西他滨等抗肿瘤市场主流品种。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。

目前公司已打造了原料药销售和制剂销售两大营销网络，已建立原料药销售网点 18 家，制剂药则采用代理销售模式，目前全国代理商、区域代理商共 7 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，发展前景广阔。

6. 海外投资

公司下属江苏太湖柬埔寨国际经济合作区投资有限公司成立于 2007 年（以下简称“柬埔寨公司”，注册资本 16000 万元，公司控股 85%），主要目的是投资开发柬埔寨国际经济合作区项目—西哈努克港经济特区，该特区地处东南亚交通枢纽位置，陆路：东临越南，北接老挝，西北靠近泰国；水路：西南临泰国湾，湄公河自北向南贯穿全境。柬埔寨公司是商务部的“境外经济贸易合作区”第一批中标单位，得到了两国政府的高度关注以及各级政府部门的大力支持和全方位的指导服务。一期 1 平方公里工业园区（含 11.13 平方公里的所有土地所有权的出让金）总投资约 6500 万美元，目前已实际投入约 10147 万美元（其中 5947 万美元为西港公司资本金 4200 万美元为中国进出口银行的美元贷款。（实际投资大于估计 1 平方公里总投资额主要是目前工程推进已超出 1 平方公里，如太湖大道及其他辅路、围墙围网、特区入口广场、基础建设场地平整，地下预埋设施等），已建成道路、排污、通电等基础设施建设以及行政办公、生活服务配套用房约 5400 多平方米，建材仓库 7000 平米；13 栋标准厂房计 7.8 万多平方米以及特区入口广场。现有入驻企业 14 家，其中 9 家已投入生产，另外还有 4 家企业正在安装设备。后期项目投资拟采用滚动开发形式，开发过程中资金来源、

开发进度和开发收益均存在一定的不确定性，此外，公司海外投资项目所在地柬埔寨的政治环境、经济环境、市场利率、汇率和货币政策等变化，均会对投资项目产生一定影响。截至2010年底，柬埔寨公司资产总额51865.40万元，负债总额29238.72万元，2011年1~6月实现营业收入7368.17万元（其中补贴收入7141.3万元），利润总额6638.38万元。

7. 经营效率

2008~2010年，公司营业收入年均增长14.36%，营业成本年均增长14.15%，受益于卓越绩效和成本控制的推行，公司受原材料和人力成本上升影响较小，其收入增长速度与成本增长速度基本持平。

2008~2010年，因公司不断加强销售渠道拓展以及严格控制回款周期，公司销售债权周转次数波动中呈上升趋势，2010年为9.38次；受房地产开发成本和开发产品增加的影响，公司存货周转次数略有下降，2010年为2.89次；总资产周转次数波动不大，2010年为1.08次。总体来看，公司经营效率良好。

8. 未来发展

根据公司最新编制的“十二五”规划（草案），公司将继续走多元化发展之路，在立足做

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

从企业管理看，公司将深入推进卓越绩效管理，在集团战略、企业文化、现场5S管理、流程管控、顾客关系管理、内部管理指标体系的完善等几个方面进行提升。从粗放生产方式向现代集约组织方式转变，发展大企业经营模式，提高产业集群社会化水平。

从产业发展看，服装方面，公司将大力加强渠道建设，稳步推进红豆四大品牌连锁专卖网络；实现平稳发展同时，注重自主品牌建设，拓展传统销售渠道，创新商业销售模式，大力发展网上销售；积极开展高级定制等个性化、差异化服务，满足多样化市场需求。轮胎方面，公司将快速扩大全钢子午线的生产规模，新增200万套全钢载重子午胎项目2010年3月起开工，在2011年完工投产，主体投资基本结束。生物医药方面，将加快红豆杉基地建设及相关生物制药项目的研发及申报工作，大力发展绿色经济。整体看，公司未来投资规模不大，房地产项目和柬埔寨海外项目为自有资金滚动开发，在继续保持主业突出的前提下，平行发展轮胎、生物制药等产业，分散经营风险，优化产业结构。

表 17 公司 2011~2013 年投资计划（单位：亿元）

主要项目名称	总投资	资金筹措		建设期	已投资额
		融资	自筹		
红豆杉药业研发项目	2.00	0.50	1.50	2011-2015 年	0.2

资料来源：公司提供

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2008~2010年度以及2011年1~6月财务报表，以上报表均经无锡嘉誉会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从公司财务报表合并范围看，截至2010年底，纳入公司合并报表范围的子公司合计11家，较上一年增加3家，分别为红豆集团财务有限公司、无锡市锡山区阿福农村小额贷款有限公司和江苏太湖柬埔寨国际经济合作区投资有限公司，原红豆集团无锡太湖实业有限公司更名为无锡红豆居家服饰有限公司。总体看，

公司合并范围变化对公司整体经营影响较小，三年数据具有可比性。

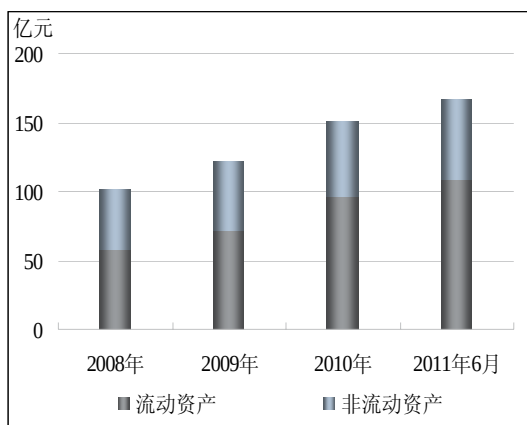
截至 2010 年底，公司合并资产总额为 150.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 57.33 亿元（其中少数股东权益 7.69 亿元）；2010 年，公司实现营业收入 146.36 亿元，利润总额 9.46 亿元；2010 年公司经营活动产生的现金流量净额为-12.52 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司合并资产总额为 166.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 60.69 亿元（其中少数股东权益 7.88 亿元）；2011 年 1~6 月，公司实现营业收入 71.92 亿元，利润总额 4.56 亿元；2011 年 1~6 月公司经营活动产生的现金流量净额为-0.72 亿元。

2. 资产质量

2008~2010 年，随着公司经营规模的不断扩张，公司合并资产总额平稳增长，年均增长 21.95%。截至 2010 年底，公司资产总额 150.66 亿元，其中流动资产占 63.48%，非流动资产占比 36.52%，公司资产以流动资产为主，但流动资产中存货占比大。截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 166.85 亿元，其中流动资产占 65.15%，非流动资产占比 34.85%，公司资产构成仍以流动资产为主。

图 9 公司资产构成情况

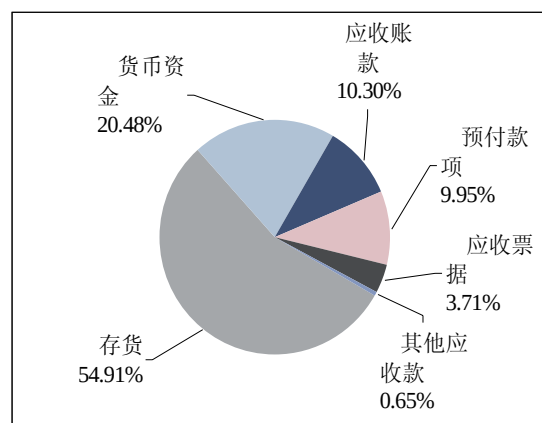


资料来源：公司财务报表

截至 2010 年底，公司流动资产为 95.64 亿元，三年年均增长 27.95%，主要是由于公司房

地产板块的土地取得成本上升，从而带来流动资产中的预付款项和存货相应增长较快。截至 2010 年底，公司流动资产主要由存货（占 54.91%）、货币资金（占 20.48%）、应收账款（占 10.30%）、预付款项（占 9.95%）、应收票据（占 3.71%）、其他应收款（占 0.65%）构成。

图 10 2010 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

2008~2010 年，公司货币资金规模基本保持稳定，年均增长 10.67%，截至 2010 年底为 19.58 亿元，其中银行存款占 58.53%，其他货币资金占 41.06%，主要为票据保证金存款，现金类资产较为充足。

表 18 2010 年底公司应收账款前五名单位情况

公司名称	金额（万元）	占比（%）
陕西重型汽车有限公司	2637.50	2.50
上海大润发有限公司	2472.38	2.34
云南力帆骏马车辆有限公司	1932.31	1.83
浙江莎耐袜业有限公司	1692.86	1.61
南京徐工汽车制造有限公司	1628.48	1.54
合计	10363.53	9.82

资料来源：公司财务报表

2008~2010 年，随着营业收入规模的扩大，公司应收账款有所增长，年均增长 17.08%。截至 2010 年底，公司应收账款为 9.85 亿元，账龄在 1 年以内的占 88.71%，1-2 年的占 4.52%，2-3 年的占 2.34%，3-4 年的占 3.82%，4 年及以上的占 0.61%，账龄较短。应收账款前 5 名主要是纺织板块和橡胶板块的客户欠款，客户质量较好，账龄均在 1 年以内，集中度很低。公

司共计提了 0.70 亿元坏账准备，占应收账款总额的 6.67%。

2008~2010 年，随着公司房地产板块取得土地成本的升高，公司预付账款快速增长，年均增长 40.55%。截至 2010 年底，公司预付账款为 9.52 亿元，主要是预付的土地款和开发工程款，账龄在 1 年以内的占比 97.93%。

2008~2010 年，公司存货增长较快，年均增长 35.94%，其中主要为开发成本的增加，为房地产项目开发所导致，同时，原材料同样增长较快，主要因为销售收入增长带来原材料备货的增长，另外橡胶及棉纱等大宗商品采购价格上涨趋势明显，公司储备了部分原材料。截至 2010 年底，公司存货为 52.52 亿元（其中原材料占 10.55%、在产品占 5.00%、开发成本占 50.53%、开发产品占 3.30%、消耗性生物资产占 6.31%、产成品占 24.32%），其中开发成本为房地产在建在产品，开发产品为房地产产成品，公司共计提 0.35 亿元跌价准备，占产成品的 2.63%，主要是对服装类产品执行了较严格的计提政策。

截至 2010 年底，公司非流动资产 55.03 亿元，年均增长 13.27%，主要是土地使用权增加带来的无形资产的增加。

2008~2010 年，公司长期股权投资净额年均减少 36.62%，截至 2010 年底，公司长期股权投资净额为 2.30 亿元，较上一年减少 69.83%，其减少主要是公司对部分单位投资的收回。

2008~2010 年，公司投资性房地产增长迅速，年均增长 85.33%。截至 2010 年底，公司投资性房地产为 6.07 亿元，主要是无锡红豆国际广场投入运营。

2008~2010 年，公司固定资产变化不大，截至 2010 年底，固定资产原值为 38.90 亿元，固定资产净值为 26.35 亿元，固定资产成新率较高，为 67.75%。固定资产净值中占比较大的为房屋建筑物和机器设备，分别占比 47.05%和 52.39%。

2008~2010 年，公司在建工程年均增长 116.06%，截至 2010 年底，公司在建工程为 6.77 亿元，较上一年增长 517.90%，主要是子午线四期工程投入的增加，西港厂房及基础建设工程的投入。

2008~2010 年，公司无形资产年均增长 13.56%。截至 2010 年底，公司无形资产为 12.79 亿元，主要是土地使用权 10.67 亿元，占比 83.43%。

截至 2011 年 6 月底，公司合并资产总额 166.85 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 65.15%和 34.85%，仍然以流动资产为主。流动资产有所增长，其中，存货与货币资金占比较大，应收账款增长较快；非流动资产中以固定资产为主。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货、货币资金比重较大，资产流动性尚可，整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

负债

2008~2010 年，公司负债总额平稳增长，年均增长 28.78%。截至 2010 年底，公司负债总额为 93.33 亿元，其中流动负债占 67.10%，非流动负债占 32.90%。截至 2011 年 6 月底，公司负债总额为 106.15 亿元，其中流动负债占 70.63%，非流动负债占 29.37%，负债结构有待改善。

2008~2010 年，公司流动负债年均增长 21.31%，主要是应付票据和预收款项的增长。截至 2010 年底，公司流动负债 62.63 亿元，其中短期借款占比 47.17%、应付票据占比 25.06%、交易性金融负债占比 12.77%、预收款项占比 7.47%。截至 2010 年底，公司预收款项 4.68 亿元，三年年均增长 50.30%，主要是公司下属房地产板块子公司预收房屋销售款，2010 年较 2009 年大幅降低 61.81%，主要原因为无锡红豆置业有限公司预售房款结转收入所致。

2008~2010 年，公司非流动负债年均增长

49.58%。截至 2010 年底，公司非流动负债 30.70 亿元，其中长期借款占比 83.06%，应付债券占比 16.22%，主要为公司下属子公司江苏红豆实业股份有限公司发行的长期债券。

2008~2010 年，公司资产负债率呈小幅上升趋势，全部债务资本化比率波动中也有所上升，截至 2010 年底分别为 61.95%和 59.35%。2011 年 6 月底，公司借款规模有所上升，相应资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.62%和 60.96%，公司债务负担较重。

总体看，公司债务规模总量有所增长，债务负担呈上升趋势，债务结构较为合理。

所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益（含少数股东权益）年均增幅为 12.83%。截至 2010 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）57.33 亿元，其中股本占 13.95%、资本公积占 12.90%，盈余公积占 14.28%，未分配利润占 45.44%，少数股东权益占 13.42%。截至 2011 年 6 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）60.69 亿元，构成与 2010 年底基本一致，其中未分配利润占 47.72%，未分配利润占比较大，公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2008~2010 年，全球经济缓慢恢复，2009 年以来，随着纺织服装行业在一系列政策措施的带动下逐渐企稳回升，以及公司销售渠道的扩张、品牌的转型升级，公司营业收入和利润总额都呈现恢复性增长。2010 年，公司实现营业收入 146.36 亿元，利润总额 9.46 亿元，同比分别增长 19.66%和 32.28%。受此影响，且因公司所得税费用¹逐年减少，净利润年均增长 20.16%，2010 年为 7.60 亿元。

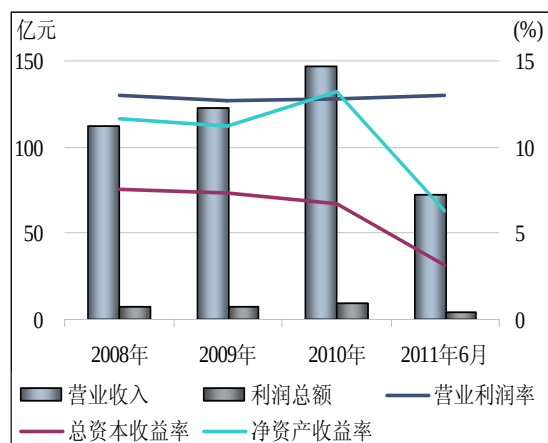
因公司正处于销售渠道扩张时期，期间费

用增幅较快，其中销售费用年均增长 22.79%，管理费用年均增长 14.70%，财务费用年均增长 1.95%。截至 2010 年底，公司期间费用 10.20 亿元，同比增长 23.83%。

从盈利指标看，受纺织服装行业产能过剩、市场竞争激烈以及 2008 年国际金融危机的影响，行业整体景气度下滑；同时公司也因渠道扩张、人力成本和广告费用等支出大增，2009 年，营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下滑，分别为 12.67%、7.38%和 11.26%。2010 年，随着全球经济的恢复以及纺织服装行业景气度的回升，公司各项盈利指标均有所回升，营业利润率和净资产收益率分别为 12.82%和 13.25%，受费用化利息支出减少影响，总资本收益率降低至 6.67%。

2011 年 1~6 月，公司实现营业收入 71.92 亿元，利润总额 4.56 亿元，分别占 2010 年全年的 49.14%和 48.15%，公司营业利润率上升至 13.01%。总体来看，公司主营业务收入持续增长，盈利状况较稳定。

图 11 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报表

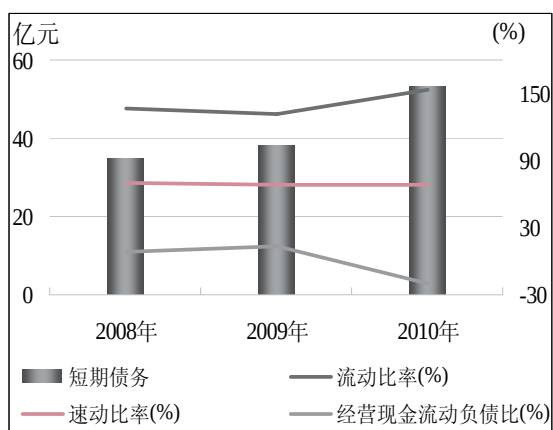
5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2008~2010 年，公司流动比率和速动比率有所波动，三年平均值分别为 140.27%和 69.22%，2010 年底为 152.70%和 68.85%，流动比率符合服装生产类企业的正常水平，速动比率较低是因为房地产业务的开发成本计入存货所致。截至 2011 年 6

¹ 2007 年 12 月 26 日江苏通用科技股份有限公司获得高新技术企业称号，2009 年 5 月 27 日江苏红豆杉药业有限公司获得高新技术企业称号，2009 年 12 月 22 日江苏红豆实业股份有限公司获得高新技术企业称号，并于获得该称号起，所得税率按 15%低税率执行。

月底，公司的流动比率和速动比率分别为 144.98% 和 66.01%。2008~2010 年公司经营现金流动负债比分别为 8.22%、12.88% 和 -19.99%，总体上公司经营现金流量净额对流动负债保障能力一般。但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，公司短期偿债能力一般。

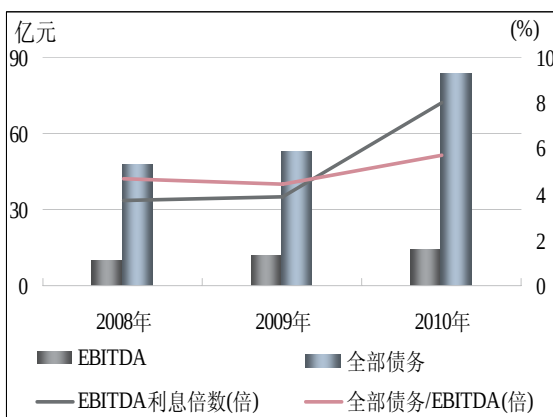
图 12 公司短期偿债指标情况



资料来源：公司提供

从长期偿债指标来看，2008~2010 年，公司 EBITDA 分别为 10.35 亿元、11.97 亿元和 14.57 亿元，年均增长 18.67%；公司 EBITDA 利息倍数（已包含资本化利息支出）上升，三年分别为 3.76 倍、3.85 倍和 4.86 倍，EBITDA 对利息保护能力较好；公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.66 倍、4.44 倍和 5.74 倍，EBITDA 对全部债务保护能力适宜。

图 13 公司长期偿债指标情况



资料来源：公司提供

截至 2011 年 6 月底，公司获得各家银行授信总额为 123.19 亿元，尚未使用额度为 30.99 亿元。公司间接融资渠道较畅通。

截至 2011 年 6 月底，公司无对外担保。

六、综合评价

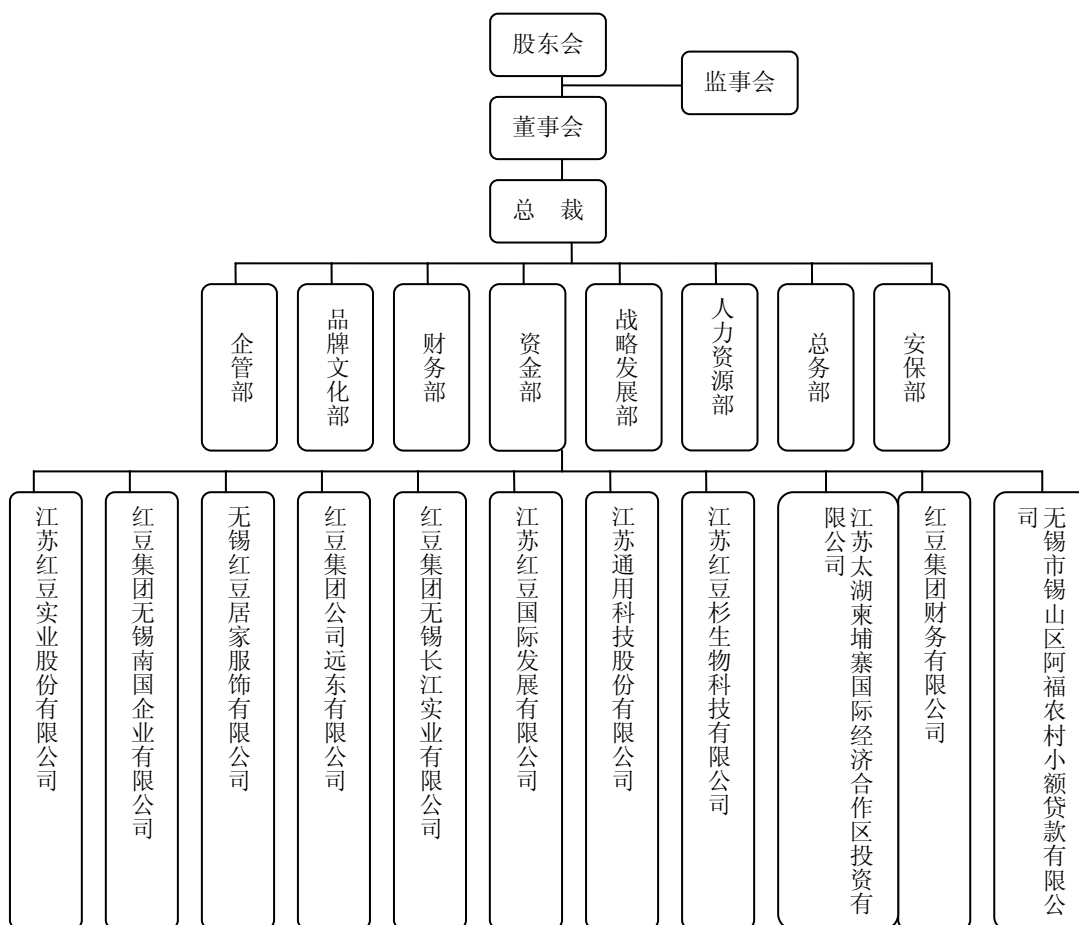
公司是中国大型纺织服装生产企业之一，主导产品竞争实力强，服装主业盈利能力相对稳定；公司子午线轮胎项目投产，轮胎业务产销两旺，增幅较大红豆杉种植盆景销售情况良好，紫杉醇提取因其资源的稀缺性，未来发展前景广阔。

公司流动资产中存货占比高，资产流动性尚可，现金类资产较多，整体资产质量良好；公司债务负担较重，有一定短期偿债压力；公司主营业务收入持续增长，盈利状况较稳定；经营活动获现能力较强，但经营性现金流受房地产业务影响呈现波动。

未来随着公司服装业务销售渠道的扩张、轮胎项目带来的产能增长以及红豆杉产业逐步产生效益，公司发展前景良好，整体收益水平有望提升。

总体看，公司主体信用风险低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 2008~2011 年 6 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 6 月
流动资产：					
货币资金	159880.71	186731.09	195827.68	10.67	212169.87
交易性金融资产					
应收票据	7274.15	11749.99	35449.29	120.76	53168.28
应收账款	71832.84	85956.89	98462.18	17.08	126774.28
预付款项	48185.17	87371.71	95190.85	40.55	96500.77
应收利息					
应收股利					
其他应收款	12827.45	7549.03	6259.51	-30.14	6275.63
买入返售金融资产					
存货	284164.30	347164.02	525164.76	35.94	592129.88
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					-
流动资产合计	584164.62	726522.73	956354.27	27.95	1087018.71
非流动资产：					
发放贷款及垫款					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	57202.91	76172.86	22980.03	-36.62	53637.03
投资性房地产	17672.23	16496.23	60696.31	85.33	63194.07
固定资产	237069.33	243768.13	263544.39	5.44	289604.69
在建工程	14492.44	10948.91	67652.83	116.06	78695.61
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	99161.57	131745.57	127873.18	13.56	88709.14
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	1883.43	4083.89	6427.17	84.73	5979.35
递延所得税资产	1428.59	1571.49	1076.82	-13.18	1618.75
其他非流动资产					
非流动资产合计	428910.50	484787.08	550250.73	13.27	581438.64
资产总计	1013075.12	1211309.81	1506605.00	21.95	1668457.35

附件 2-2 2008~2011 年 6 月合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 6 月
流动负债：					
短期借款	249193.63	290784.13	295399.92	8.88	363411.49
交易性金融负债			80000.00		150000.00
应付票据	96045.00	90929.45	156930.00	27.82	124762.56
应付账款	28266.40	28336.92	35978.98	12.82	57189.35
预收款项	20706.18	122487.26	46776.03	50.30	43090.43
应付职工薪酬	5938.31	5188.48	5629.05	-2.64	5439.82
应交税费	9474.45	9533.33	2270.15	-51.05	2323.06
应付利息					
应付股利					
其他应付款	15951.51	7960.80	3316.47	-54.40	3541.46
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	425575.48	555220.37	626300.60	21.31	749758.17
非流动负债：					
长期借款	86682.95	100776.32	255009.51	71.52	259124.06
应付债券	50000.00	49207.00	49792.83	-0.21	50582.83
长期应付款	538.34	1464.14	2227.00	103.39	2056.00
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	137221.29	151447.46	307029.34	49.58	311762.89
负债合计	562796.77	706667.83	933329.94	28.78	1061521.06
所有者权益（或股东权益）					
实收资本（或股本）	80000.00	80000.00	80000.00		80000.00
资本公积	71556.37	75086.32	73980.22	1.68	73980.22
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	65669.29	71091.56	81883.94	11.67	80954.46
一般风险准备					3623.17
未分配利润	159517.85	202636.27	260476.14	27.78	289614.01
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	376743.51	428814.15	496340.30	14.78	528171.86
少数股东权益	73534.84	75827.83	76934.76	2.29	78764.43
所有者权益合计	450278.35	504641.98	573275.06	12.83	606936.29
负债和股东权益合计	1013075.12	1211309.81	1506605.00	21.95	1668457.35

附件 3 2008~2011 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1-6 月
一、营业总收入	1119001.00	1223082.73	1463554.12	14.36	719220.93
其中: 营业收入	1119001.00	1223082.73	1463554.12	14.36	719220.93
利息收入					
已赚保费					
手续费及佣金收入					
二、营业总成本	1051959.76	1153009.88	1379856.93	14.53	679680.94
其中: 营业成本	966684.42	1061946.77	1259594.86	14.15	620426.36
营业税金及附加	6298.25	6223.41	16279.85	60.77	5200.68
销售费用	29418.92	31712.96	44354.07	22.79	21390.91
管理费用	31356.42	32604.51	41254.92	14.70	22892.76
财务费用	15757.54	18042.68	16377.21	1.95	9532.16
资产减值损失	2444.21	2479.55	1996.02	-9.63	238.07
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)					
投资收益 (损失以“-”号填列)	1409.97	2082.14	2334.39	28.67	
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损失以“-”号填列)					
三、营业利润 (亏损以“-”号填列)	68451.21	72154.99	86031.58	12.11	39539.99
加: 营业外收入	2355.38	2253.53	11335.19	119.37	7722.94
减: 营业外支出	2241.72	2860.96	2721.64	10.19	1694.70
其中: 非流动资产处置损失					
四、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	68564.87	71547.56	94645.13	17.49	45568.23
减: 所得税费用	15950.12	14707.81	18677.47	8.21	7612.49
五、净利润 (净亏损以“-”号填列)	52614.75	56839.75	75967.66	20.16	37955.74
其中: 被合并方在合并前实现的净利润					
归属于母公司所有者的净利润	50412.81	53880.12	72193.50	19.67	36126.07
少数股东损益	2201.94	2959.63	3774.16	30.92	1829.67

附件4-1 2008~2011年6月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011年1-6月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	1117346.85	1308966.46	1356898.81	10.20	679316.77
收到的税费返还	188543.90	205221.52	243543.70	13.65	151306.87
收到的其他与经营活动有关的现金	3277.21	10531.95	21229.87	154.52	16551.55
经营活动现金流入小计	1309167.96	1524719.93	1621672.38	11.30	847175.19
购买商品、接受劳务支付的现金	1018976.94	1176438.19	1416603.98	17.91	681635.53
支付给职工以及为职工支付的现金	29435.99	44602.83	56698.20	38.79	33546.78
支付的各项税费	159355.40	190019.86	222714.09	18.22	112375.48
支付的其他与经营活动有关的现金	66407.83	42159.65	50841.05	-12.50	26789.36
经营活动现金流出小计	1274176.16	1453220.53	1746857.32	17.09	854347.15
经营活动产生的现金流量净额	34991.80	71499.40	-125184.94		-7171.96
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		2625.90			
取得投资收益收到的现金	1409.97	2082.14	.		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1721.00	129.97	3.49	-95.50	150.20
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到的其他与投资活动有关的现金			2334.39		354.87
投资活动现金流入小计	3130.97	4838.01	2337.88	-13.59	505.07
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	51471.13	61199.06	159134.50	75.83	79721.09
投资支付的现金	29712.77	10650.90	8905.84	-45.25	18082.50
支付的其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	81183.90	71849.96	168040.34	43.87	97803.59
投资活动产生的现金流量净额	-78052.93	-67011.95	-165702.46	45.70	-97298.52
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金	169448.85	166095.32	358934.17	45.54	176952.23
收到其他与筹资活动有关的现金			80000.00		70000.00
筹资活动现金流入小计	169448.85	166095.32	438934.17	60.95	246952.23
偿还债务支付的现金	93224.25	116320.00	113526.50	10.35	104207.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	16126.39	9369.71	6098.04	-38.51	21932.45
支付其他与筹资活动有关的现金	15757.54	18042.68	19325.64	10.74	
筹资活动现金流出小计	125108.18	143732.39	138950.18	5.39	126139.56
筹资活动产生的现金流量净额	44340.67	22362.93	299983.99	160.10	120812.67
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	1279.54	26850.38	9096.59	166.63	16342.19
加: 期初现金及现金等价物余额	158601.17	159880.71	186731.09	8.51	195827.68
六、期末现金及现金等价物余额	159880.71	186731.09	195827.68	10.67	212169.87

附件 4-2 2008~2011 年 6 月合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

现金流量表补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
1、将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	52614.75	56839.75	75967.66	20.16
加: 资产减值准备	2444.21	2479.55		-100.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16301.38	23229.36	22955.18	18.67
无形资产摊销	714.39	4413.23	7025.78	213.60
长期待摊费用摊销	301.57	935.88	2952.91	212.92
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	-615.62	-89.23	-50.08	-71.48
固定资产报废损失 (收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失 (收益以“-”号填列)				
财务费用 (收益以“-”号填列)	15757.54	18042.68	16377.21	1.95
投资损失 (收益以“-”号填列)	-1409.97	-2082.14	-2334.39	28.67
递延所得税资产减少 (增加以“-”号填列)	-80.45	634.51	-562.74	164.48
递延所得税负债增加 (减少以“-”号填列)				
存货的减少 (增加以“-”号填列)	-29903.50	-62999.72	-178000.74	143.98
经营性应收项目的减少 (增加以“-”号填列)	4785.10	62132.40	-85365.80	
经营性应付项目的增加 (减少以“-”号填列)	-25917.60	-32036.87	15850.07	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	34991.80	71499.40	-125184.94	
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	159880.71	186731.09	195827.68	10.67
减: 现金的期初余额	158601.17	159880.71	186731.09	8.51
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	1279.54	26850.38	9096.59	166.63

附件 5 主要财务指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	9.00	10.04	9.38	--
存货周转次数(次)	3.59	3.36	2.89	--
总资产周转次数(次)	1.18	1.10	1.08	--
现金收入比(%)	99.85	107.02	92.71	94.45
盈利能力				
营业利润率(%)	13.05	12.67	12.82	13.01
总资本收益率(%)	7.53	7.38	6.67	--
净资产收益率(%)	11.68	11.26	13.25	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	23.29	22.91	34.71	33.79
全部债务资本化比率(%)	51.70	51.31	59.35	60.96
资产负债率(%)	55.55	58.34	61.95	63.62
偿债能力				
流动比率(%)	137.26	130.85	152.70	144.98
速动比率(%)	70.49	68.33	68.85	66.01
经营现金流动负债比(%)	8.22	12.88	-19.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	3.85	4.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.66	4.44	5.74	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	0.01	-0.35	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.56	0.14	-9.71	--

附件 6 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

联合资信评估有限公司关于 红豆集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在红豆集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

红豆集团有限公司应按联合资信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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注红豆集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现红豆集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

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，联合资信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。

在跟踪评级过程中，如红豆集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送红豆集团有限公司、主管部门、交易机构等。

