

信用等级公告

联合[2016] 267 号

联合资信评估有限公司通过对红豆集团有限公司及其拟发行的
2016 年度第二期中期票据的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

红豆集团有限公司
2016 年度第二期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年二月二十五日



红豆集团有限公司

2016 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 6 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行贷款

评级时间: 2016 年 2 月 25 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	205.18	247.59	261.68	300.89
所有者权益(亿元)	72.14	78.63	84.60	93.55
长期债务(亿元)	53.04	34.41	45.76	73.11
全部债务(亿元)	114.00	127.26	143.75	150.53
营业收入(亿元)	171.70	168.10	172.47	119.42
利润总额(亿元)	11.21	9.41	7.71	4.65
EBITDA(亿元)	17.97	19.91	18.80	--
经营性净现金流(亿元)	6.96	5.17	9.13	1.80
营业利润率(%)	14.27	16.04	15.11	16.12
净资产收益率(%)	11.85	9.16	6.34	--
资产负债率(%)	64.84	68.24	67.67	68.91
全部债务资本化比率(%)	61.25	61.81	62.95	61.67
流动比率(%)	170.71	128.77	139.41	153.58
全部债务/EBITDA(倍)	6.34	6.39	7.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.46	3.76	3.17	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.00	3.32	3.13	--

注: 2015 年三季报未经审计; 所有者权益中包含 5 亿元“15 红豆 MTN001”永续中票。

分析师

杨学慧 方 晓

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,橡胶轮胎板块产能逐步释放,红豆杉种植和紫杉醇板块市场前景广阔。同时,联合资信也关注到纺织服装行业人工成本压力较大,轮胎行业景气度低迷以及房地产业务波动等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司服装业务销售渠道的扩张、已完工轮胎项目带来产能的增长以及红豆杉产业正逐步产生效益,公司收入水平将有望得到提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

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. 红豆杉种植和紫杉醇提取业务,因其资源的稀缺性与医用性,未来发展前景广阔。
4. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度强。

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. 中国轮胎行业呈结构性产能过剩态势，轮胎价格持续下行。
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，未来存在一定的跌价风险。
4. 公司债务负担不断加重，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、评估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、联合资信与评估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 2016 年度第二期中期票据信用等级自本期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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，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，经过多次增资扩股及股权变更，截至 2015 年 6 月底，公司注册资本 100288.00 万元。2015 年 7 月，公司增加注册资本至 109500.00 万元，新增注册资本 9212.00 万元由周耀庭、周海江等 29 位股东认缴并已于 2015 年 7 月 8 日前缴足；同时，公司股东之间办理了总计 942.00 万元的股权转让手续。截至 2015 年 9 月底，公司的注册资本为 109500.00 万元，股东为 44 位自然人，其中周耀庭出资 36300.00 万元，占注册资本的 33.1507%，其余周海江等 43 位股东出资 73200.00 万元，占注册资本的 66.8493%，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、法务部、战略发展与信息化部、行政部、人力资源部及安保部 8 个职能部门。截至 2015 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 57.82%）于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市；江苏红豆杉生物科技股份有限公司（证券简称：红豆杉，股票代码：430383，公司持股 82.47%）于 2014 年 1 月在新三板挂牌。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 261.68 亿元，所有者权益合计 84.60 亿元（其中少数股东权益 9.25 亿元）；2014 年公司实现营业收入 172.47 亿元，利润总额 7.71 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 300.89 亿元，所有者权益合计为 93.55 亿元（其中少数股东权益 16.95 亿元）；2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 119.42 亿元，利润总额 4.65 亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市锡山区东港镇港下兴港路；法定代表人：周耀庭。

二、本期中期票据概况

公司于 2016 年注册并拟发行 2016 年第一期中期票据，发行额度 5 亿元，公司赎回前长期存续。

公司本期计划注册中期票据 6 亿元，本期计划发行 2016 年第二期中期票据（下称“本期中期票据”），发行额度 6 亿元，发行期限为 3 年，按年付息，到期一次还本。本期中期票据无担保。公司计划将全部募集资金用于偿还银行贷款。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模

式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币

贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。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

行业概况

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，中国纺织服装工业发展迅速。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。

2012 年，受到外需不振、内需增长趋缓、生产要素成本持续上升等因素的影响，中国服装行业进入调整转型期，增速放缓，企业面临着转型升级的紧迫压力。规模以上企业产量增速放缓，规模以下企业产量有所减少，服装总产量与 2011 年基本持平。

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%，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。

2014年，中国纺织工业坚持深入推进产业结构调整，积极适应国内宏观经济发展新常态，基本保持了平稳发展态势，运行质态稳中趋好，但增速比2013年普遍回落。全年纺织行业工业增加值同比增长6.7%，较2013年回落2个百分点。规模以上纺织企业工业增加值同比增长7.0%，增速也较上年同期下降1.3个百分点，实现利润总额3663亿元，同比增长6.1%，增速下降9.7个百分点。

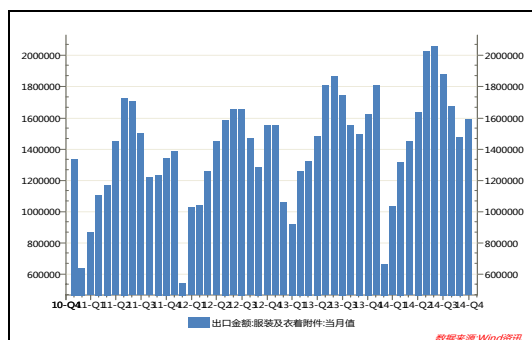
国家统计局数据显示，2014年1-12月，全年社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长11.95%，增速比上年回落1.15%。

图1 2011-2014年社会消费品零售月度额及增幅
(单位：%)



资料来源：wind 资讯

图2 2011-2014年服装出口月度额示意图



资料来源：wind 资讯

据海关总署公布的数据，进入2013年后，

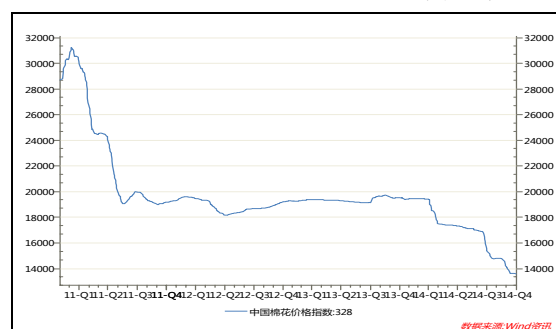
纺织品服装出口贸易回暖，数据显示，2013年中国纺织品服装累计出口2840.7亿美元，同比增长11.4%。其中，纺织品出口1069.8亿美元，同比增长11.7%；服装及其附件出口1770.9亿美元，同比增长11.3%。与2011-2012年相比，纺织品和服装出口呈现逐步恢复势头，整体表现良好。2014年，全国纺织品服装累计出口2984.64亿美元，增长5.08%，其中纺织品出口1121.41亿美元，同比增长4.86%，服装出口1862.85亿美元，同比增长5.22%。

国家统计局数据显示，2015年1~6月，服装行业规模以上企业累计完成服装产量141.98亿件，同比增长1.36%，增幅较2014年同期减少2.40个百分点。其中梭织服装75.79亿件，针织服装66.19亿件，同比分别为2.59%和-0.03%。规模以上企业服装产量的月度增速在逐月趋缓。2015年1~6月东部地区完成服装产量112.70亿件，同比增长1.06%，占全国服装总产量比重下降0.23个百分点。中部地区产量占全国服装总产量比重下降0.02个百分点，同比增长1.22%。西部地区产量占全国服装总产量比重微增0.26个百分点，同比增长13.46%。东北地区产量占全国服装总产量比重下降0.66个百分点，同比下降18.13%。上半年各主要服装产区产量基本稳定。西部地区近两年增速较快，但因总量相对全国较小，所以对于全国产量影响不大；东北地区因为出口数量降幅较大，在产量上相应下降明显。

原材料供应

图3 2011年以来棉花328价格走势

(单位：元/吨)



资料来源：wind 资讯

棉花是服装制造企业的三大原料之一，棉花价格的变动影响着行业的盈利水平。2011 年棉花价格大起大落但仍处于高位，2012 年 9 月，国家决定启动棉花临时收储，每吨棉花的收储价提高至 20400 元，高出国际棉价 5000 元/吨；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，棉花价格震荡下跌，从 2014 年 4 月份起，国家取消棉花临时收储政策，生产者按市场价格出售棉花，受此影响，棉花价格回落，到 2014 年底，328 级皮棉价格已经跌至约 13600 元/吨。2015 年 1 月-9 月，328 级棉花价格由 13607 元/吨波动下降至 13079 元/吨。棉花原材料价格持续走低。

行业政策

（1）出口退税政策

2005 年-2007 年，为了缓解国际贸易争端压力，以及促进纺织行业产业结构调整，中国政府多次下调纺织品出口退税，2007 年 7 月，服装、鞋帽、箱包等纺织品出口退税率由 13% 下调至 11%，粘胶纤维出口退税率由 11% 下调至 5%。2008 年下半年，为缓冲国际贸易环境急剧恶化对国内纺织产业的冲击，国家税务总局和财政部分别于 8 月、11 月以及 2009 年 2 月和 4 月四次提高出口退税比例。从 2009 年 4 月 1 日起，纺织品、服装的出口退税率提高到 16%，较 2007 年底提高 5 个百分点。在中国纺织行业景气周期持续下滑的情况下，出口退税比例的提高能够在一定程度上缓解纺织企业面临的困难。2014 年 12 月 31 日，财政部和国家税务总局联合下发财税〔2014〕150 号文，通知提高部分高附加值产品、玉米加工产品、纺织品服装的出口退税率，其中纺织品服装出口退税率自 2015 年 1 月 1 日起提升至 17%。本次出口退税率由 2009 年的 16% 提升至 17%，主要是应对近年来纺织品服装的出口持续低迷、中低端订单加速流向东南亚国家等不利环境。

（2）国内其他相关政策

2009 年 10 月 10 日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会等七部委联合出台了《关于加快推进服装家纺自主品牌建设的指导意见》，对中国纺织服装企业在品牌建设、研发创新、金融支持以及加强知识保护和行业协会的作用等方面提出了一系列的指导意见。

2010 年 7 月 2 日，工业和信息化部发布《关于推进纺织产业转移的指导意见》，要求东部地区通过兼并重组或新增投资等方式将纺纱、缫丝、织造、制品等部分制造环节转移到具有一定产业基础的中西部和东北地区，而将自身定位于发展纺织服装高端制造业。

2011 年 1 月 14 日，国家标准化管理委员会发布新版《国家纺织产品基本安全技术规范》GB18401-2010，于 2011 年 8 月 1 日起正式实施。作为纺织行业唯一的一部国家强制性标准法规，该标准的全部技术内容为强制性，适用于中国境内市场的所有纺织产品，其目的在于控制纺织品中主要的有毒有害物质以及保障人民的基本安全健康，引导纺织品生产销售企业逐步以产品质量为主，提升中国企业市场竞争力，以便从容应对国际贸易保护。纺织工业“十二五”规划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”。

2012 年 5 月，中国纺织工业联合会通过《建设纺织强国纲要（2011~2020 年）》，提出要整合国内外资源、进一步调整结构，向纺织强国迈进，到 2020 年，实现规模以上纺织企业工业总产值比 2010 年增加 2 倍以上，出口纺织品服装价值量年均增长 7% 左右。国务院关税税则委员会下发通知称，2013 年 1 月 1 日起，中国对 780 多种进口商品实施低于最惠

国税率的年度进口暂定税率，其中填充用羽毛、羽绒进口关税税率将由 10% 降至 5%，亚麻短纤及废麻由 4% 降到 1%。

2013 年 9 月 27 日，商务部出台《2014 年羊毛、毛条进口关税配额管理实施细则》，规范中国羊毛等纺织原料的进口贸易，保护相关产业健康发展。

行业发展

从近年来服装制造业生产经营情况来看，在纺织原辅材料价格普遍上涨和国内外需求减弱等多重因素影响下，服装制造业整体运行情况放缓，未来仍面临着生产继续趋冷、出口增长乏力、订单萎缩、库存持续走高、人工成本压力大、亏损企业增亏加重等问题。同时，汇率问题、货币政策、中小企业融资、用工问题等，都是中国服装行业面临的现实问题。

从长远看，中国巨大的市场内需已经成为国内服装行业平稳增长的主要动力来源，且随着城镇居民收入水平和生活质量的提高，大众对中高端纺织服装产品的需求增长将显著加快，品牌服装将更越来越得到消费者的青睐。

2. 轮胎行业

行业概况

轮胎产业属于资本密集、技术密集和劳动密集型产业。轮胎的种类繁多，其中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。中国从 20 世纪 60 年代开始研制子午胎，经过“七五”至“九五”的发展，不断引进国外先进的子午胎制造技术和设备，使国内子午胎生产技术和装备水平得到迅速提高，从 2001 年起中国子午胎进入快速发展阶段。

2013 年全国轮胎总产量 4.9 亿条，比上年增长 4%；其中，子午胎产量 4.35 亿条（全钢胎 1 亿条，半钢胎 3.35 亿条），比上年增长 5%；子午化率为 89% 左右，比上年提高 1 个百分点。

2014 年，中国橡胶工业协会轮胎分会对 46 家主要轮胎企业统计数据显示，46 家轮胎企业销售收入 1876.80 亿元，同比下降 1.73%；轮胎总产量 4.02 亿条，增长 10.04%，其中子午胎 3.63 亿条；子午化率 90.3%，较上年提高 0.9 个百分点。46 家企业中只有 13 家企业轮胎产量下降，但是销售额下降的企业达 30 家。轮胎产量增幅超过 20% 的有 11 家，其中 3 家增幅超过 100%，轮胎销售额增长 10% 以上的只有 10 家，但降幅超过 10% 的有 16 家。目前，轮胎行业主要指标出现背离，产量增长而销售收入下降，库存高位，利润率走低。

2015 年上半年，中国轮胎产量 4.55 亿条，同比下降 3.90%；营业收入 2193 亿元，同比下降 0.80%；利润总额 122 亿元，同比下降 14.40%；开工率 60%，同比下降 10.00% 以上。从行业业绩指标来看，内资企业 32 家中，亏损企业 9 家，亏损金额 51751 万元。外资企业 10 家中，亏损企业 2 家，亏损金额 2624 万元。在 42 家统计单位中，亏损企业 11 家，亏损金额 54375 万元，亏损面达 26.19%。

从细分市场来看，目前国内轮胎企业在全钢载重子午胎上的研究和生产方面均处于世界前列，并占据国内绝大部分市场份额，这是由于中国道路状况总体较差，载重车受成本压力有超载习惯，而国外轮胎企业生产的子午胎严格按照标准载荷要求，导致无法适应中国市场，且大型跨国企业对占全球 15% 的载重胎市场不愿多投入也造就了国内企业牢牢占据国内市场，并凭借低成本优势大量出口。而未来中国重型卡车依旧处于高速增长期，每年国家在基础设施方面的投资将为运输和机械行业带来 10% 以上的增长。尽管房地产行业受紧缩政策影响收到抑制，但短期内 1000 万套保障房的建设及长期城市化的推进使得重卡的需求在今后相当长的一段时间内得到保证，进而带动载重子午胎行业的持续增长。

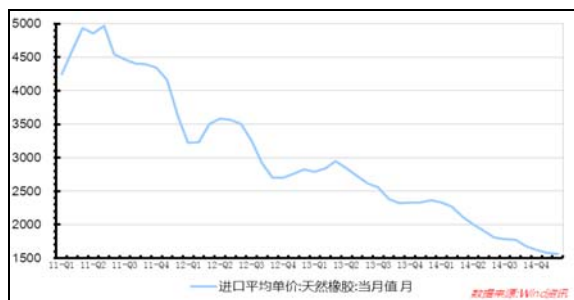
中国轮胎的年产量约占世界轮胎总产量的 1/4，中国已经成为全球最大的轮胎制造国、

出口国和消费国。国内轮胎企业数量较多，产能较大，行业集中度偏低。

原材料供应

天然橡胶在轮胎生产成本中占比最高，一般达 40%左右，故其价格的变动对轮胎价格的影响较大。东南亚产区天然橡胶产量超过全球总产量的 70%，而中国是全球最大的橡胶消费国。据相关统计数据显示，2010 年，中国天然橡胶的消费量已突破 350 万吨，约占全球天然橡胶消费总量的 1/3 以上，而中国的天然橡胶产量却只有 68.7 万吨，对外依存度已超过 80%。2011 年中国进口天然橡胶总量为 210 万吨，比 2010 年增加 24 万吨左右，同比增长 12.9%。同时，天然橡胶作为一种大宗商品和战略物资，价格会受到国际金融市场走势影响。2008 年下半年，受金融危机影响，天然橡胶价格大幅下滑，2009 年在全球各国刺激政策下逐步回升，至 2010 年 9 月，中国进口天然橡胶价格已上涨至 3054.65 美元/吨，超过 2008 年金融危机前的高点。2010 年第四季度，在美国第二轮定量宽松政策预期下，大宗商品期货价格迅猛上涨，截至 2010 年底，进口天然橡胶价格已上涨至 3846 美元/吨。进入 2011 年，进口天然橡胶价格经历了过山车似的大幅波动，从年初一路飙升，在 5 月到达 4969 美元/吨的峰值，后又急转直下，总体呈现逐级下跌态势，2014 年四季度已经达到 1560 美元/吨的水平。2015 年以来，天然橡胶价格持续波动下降由年初约 1500 美元/吨下降到约 1300 美元/吨。

图 4 2011-2014 年中国天然橡胶月度进口价格走势
(单位：万吨)



资料来源：wind 资讯

据海关总署公布的 2014 年全国进口重点商品量值数据显示，2014 年，中国累计进口天然橡胶 261 万吨，较 2013 年（248 万吨）高出 5.24%；进口金额为 49.53 亿美元，同比下降 22.57%，这意味着天然橡胶进口量增加的同时，价格却在下降。2014 年，受需求低迷、原材料价格下跌等因素影响，轮胎价格同比下降，轮胎行业盈利水平同时下滑。预计 2015 年轮胎行业总体仍然盈利，亏损企业只有个别斜交胎企业，行业利润率将继续下滑。

行业政策

子午胎是国家重点支持和发展的产业。国家先后出台了一系列优惠政策扶持国内轮胎企业发展全钢子午轮胎，淘汰落后的斜胶轮胎产品。财政部、国家税务总局对子午轮胎生产免征消费税。国家发改委发布的《产业结构调整指导目录》中规定“高等级子午线轮胎及配套专用材料、设备生产”属于国家鼓励发展类产业。全钢载重子午线轮胎成套设备及工程子午线轮胎关键设备列入“十一五”国家重大技术装备研制计划中，同时国家也将高等级子午线轮胎列入国家重点技术改造内容中。2010 年 10 月，工信部公布了《轮胎行业政策》，全钢载重子午胎和半钢子午胎产能建设一次形成生产能力门槛分别提高至 120 万套和 600 万套以上。同时，鼓励发展高性能子午线轮胎，巨型工程子午胎，宽断面、扁平化的乘用车子午线轮胎以及无内胎载重子午线轮胎。准入政策拟在 2015 年实现乘用车胎子午化率 100%、轻型载重车胎子午化率 85%和载重车胎子午化率 90%。子午化率提高一定程度上缓解了国内轮胎产能过剩的现状。在天然橡胶供应方面，准入政策鼓励企业参与天然橡胶种植加工，引导企业建立境外天然橡胶种植和加工基地，减轻天然橡胶较高对外依存度的现状。

根据中国橡胶工业“十二五”发展规划纲要框架指出，“十二五”期间轮胎产品发展目标包括子午化率从 80%提高到 85%；行业

准入和产业集中度目标包括新建乘用车子午胎不低于 600 万条/年、新建载重子午胎不低于 120 万条/年、禁建斜交胎生产线等。

2013 年起，国务院决定将天然橡胶进口关税下调 800 元/吨。2014 年 9 月 17 日，中华人民共和国工业和信息化部正式发布了《轮胎行业准入条件》（2014 年第 58 号文件），重点强调了节能环保，对轮胎企业提出了能耗、资源消耗以及污染物排放等硬指标要求；鼓励发展节能、环保、安全的绿色轮胎；鼓励新建、改扩建轮胎项目采用自主知识产权技术；规定了轮胎产品质量必须符合相关标准等。目前工信部正在制定准入条件的公告管理办法，并将对轮胎企业进行公告管理。该政策的发布，将对轮胎行业淘汰落后产能、规范行业发展起到较好的推动作用。《轮胎行业准入条件》于 2014 年 10 月 1 日正式实施。

行业关注

贸易壁垒情况

轮胎企业面对贸易壁垒情况增多。2009 年 9 月，美国政策批准美国国际贸易委员会裁定，针对中国输美乘用车子午胎和轻型载重子午胎征收 3 年附加关税，征收税率分别为 35%、30%和 25%。2010 年 1 月欧盟实施新的轮胎环保法案，限制轮胎多环芳烃含量。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；6 月，哥伦比亚称，将对进口自中国的子午线卡车及公共汽车轮胎展开反倾销调查；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 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。

行业结构性产能过剩，产品附加值低

经过多年的高速发展，尤其是近两年投资“井喷”后，中国轮胎无论轿车胎还是载重卡车胎都出现较为严重的结构性过剩，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，中低档轮胎过剩；同时高端及绿色轮胎仍有较大缺口，高端市场被国外品牌所主导。中国轮胎市场上的“拼价格”现象十分严重。

管理需更严格以保证产品质量

2011 年，部分轮胎企业在生产中不按工艺标准要求比例掺用返回胶导致出现的质量问题被曝光，中国橡胶工业协会指出：返回胶是指在轮胎制造的开机初期由于设备的压力、温度等波动因素，导致开始时生产的部分半成品尺寸出现误差，或者表面出现气孔等现象，不能满足下一步工序使用要求的胶料，需进行返回加工处理；另外，开机初期因调整半成品的尺寸及规格替换时产生的部分余量的橡胶也作为返回胶。返回胶的使用在轮胎生产中是普遍的工艺过程，但是必须严格按照工艺标准使用。原中国国家化工部橡胶司 1991 年 5 月制定的《子午线轮胎工艺技术若干规定》（第二版）中规定了返回胶均匀掺用比例不能大于 20%。第三部分胎侧胶、胎肩垫胶、三角胶压出工艺中第十四项第 27 款规定：返回胶应按胶种不同分开回炼，出片后掺用，掺用比例不大于 20%。

轮胎质量问题促使建立轮胎召回制度，2012 年国务院法制办全文公布《缺陷汽车产品召回管理条例(征求意见稿)》，向社会各界征求意见。新条例明确将轮胎列入召回范围之内。

行业发展

现今，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 REACH 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。

未来，控制成本、加强产品科技含量、增强对经济波动的抵抗能力，以及发展绿色、节能、高性能产品将成为行业发展的主要方向。

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。

工业生产实现平稳增长，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%。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%。其中，批发和零售业零售额 2830.42 亿元，比上年增长 11.6%。

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2015年9月底，公司注册资本109500

万元，股东为周耀庭等44位自然人，其中，周耀庭出资36300.00万元，占比33.1507%，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、刘连红为周耀庭女儿之配偶，周耀庭、周海江、周鸣江、周海燕、顾萃、刘连红合计出资82228.30万元，占比75.0944%。公司的实际控制人为周耀庭。

2. 企业规模

行业地位

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“2014 年度中国大型民营企业 500 强”排名中，公司位居第 53 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，公司连续三年位列中国服装行业竞争力 10 强企业之一。在中国服装协会发布的 2014 年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 2014 年中国服装行业“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

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；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”。2012年，红豆荣获中国消费市场20年最具影响力品牌，红豆衬衫、男裤荣列市场销售前三位。2011年12月，红豆杉获农业部、财政部、发改委等联合颁发的“第五批农业产业化国家重点龙头企业”。2012年1月，华尊奖组委会授予红豆的千里马轮胎“华尊奖—中国轮胎行业最具影响力标杆品牌”。2015年3月，公司荣获“全国质量和服务诚信优秀企业”称号。

生产规模

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1.4 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，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。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，并极大地提升了服装的设计效率。

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；与江南大学合作创立“红豆学院”。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。近年来公司每年专利申请都超过100件。

表 2 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
8	中国纺织工业协会科技项目	纬编针织防辐射面料
9	国家星火计划	红豆杉高效栽培及全株提紫杉醇研发与产业化
10	国家科技重大专项	一类新药新型抗肿瘤光敏剂 HPPH 的临床前研究
11	江苏省科技支撑计划——社会发展项目	抗肿瘤一类新药 HDT-2016 的临床前研究
12	江苏省科技支撑计划——社会发展项目	铂类抗肝癌新药铂原料和制剂的临床前研究

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，技术研发能力突出，在国内服装行业拥有较强的竞争实力。

3. 人员素质

公司董事局主席周耀庭先生，1943年出生，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，1966年出生，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，曾当选中国共产党十八大代表。

截至2015年9月底，公司职工总数20167人，从学历构成看，高中和中专及以下学历占74.42%，大专学历占14.02%，本科及以上学历占11.56%；从年龄结构看，30岁以下占46.75%，30岁至50岁占48.33%，50岁以上占4.92%；从岗位构成看，生产人员占58.40%，销售人员占21.60%，管理人员和研发人员分别占比9.28%和6.12%，其他人员占4.60%。

综合看，公司高管人员综合素质高，企业管理经验丰富；公司人员文化素质符合制造行业劳动密集型特点，公司目前的人员结构基本适应公司发展的需求。

六、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》及有关法律、法规的要求，建立了完善的治理结构。股东会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7人，其中董事局主席1人，未设独立董事；监事会成员3人，职工代表1人。

2. 管理制度

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，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。

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、质量管理制度、财务管理制度（资金管理、内部稽核、对外投资管理等制度）及财务审计等制度，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《企业会计制度》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，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，形成高效的管理体系。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，一方面为集团及成员单位开展财务服务工作，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。截至2015年9月底，红豆集团财务有限公司上报银监局备案成员单位79个，开户79个，成员单位开户归集率为100%。

在对外投资管理方面，公司根据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门分别对项目的进程及资金使用情况进行定期审核。

在质量管理方面，公司依据 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与产品有关的要求的评审，采购部门、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，运作规范，管理效率较高，整体管理水平较好。

七、生产经营

1. 经营现状

目前，公司已形成包括纺织服装业、轮胎、房地产、生物制药等板块在内的多元化经营格

局，其中纺织服装和轮胎业务是公司收入和利润的主要来源。

2012~2014 年，公司服装业务板块保持主导地位，在营业收入中占比高，2014 年为 63.06%；受原材料采购成本波动和人工成本上升影响，近三年服装业务板块毛利率水平呈波动下降趋势，2014 年为 14.47%，较上年下降 0.71 个百分点。公司橡胶轮胎产能不断扩张，橡胶业务在营业收入中占比超过 20%，2013 年以来占比有所下降主要由于橡胶轮胎成品价格大幅下降所致，同时受行业产能过剩及下游需求不旺盛影响，2014 年轮胎板块毛利率小幅下降至 17.41%。生物医药板块占比较小，但毛利率水平高，2014 年毛利率为 51.50%；近年来房地产板块收入规模不断上升，2014 年受益于公司红豆广场、无锡人民路九号、镇江市江南府邸等房地产项目集中交付，公司房地产板块实现收入 17.69 亿元，同比增长 30.17%，对公司收入形成良好补充。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 119.42 亿元，同比增长 3.99%。从板块构成来看，纺织服装业务保持平稳向好发展态势，收入同比增长 3.36%，占比为 63.74%；橡胶轮胎板块实现收入 23.13 亿元，同比下降 7.01%，主要由于下游需求放缓以及轮胎产品价格下跌影响。从毛利率水平看，2015 年 1~9 月，受益于占比较大的服装业务及房地产板块毛利率上升影响，公司综合毛利率提升至 17.21%。

表 3 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			2015 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	收入	占比	毛利率
服装	103.53	60.30	15.16	106.51	63.50	15.18	108.76	63.06	14.47	76.12	63.74	15.51
橡胶行业	47.64	27.75	10.36	37.17	22.16	17.47	35.02	20.31	17.41	23.13	19.37	16.97
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	17.69	10.26	19.14	9.81	8.22	22.32
生物医药	1.96	1.14	58.65	1.46	0.87	49.80	1.56	0.90	51.50	1.14	0.95	51.47
其他	10.01	5.83	12.25	7.77	4.42	26.30	9.44	5.47	23.70	9.22	7.72	22.14
合计	171.70	100.00	14.87	168.10	100.00	17.00	172.47	100.00	16.38	119.42	100	17.21

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 年以来，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

经营概况

表4 服装板块经营主体及主要产品情况

序号	公司名称	主要产品
1	江苏红豆实业股份有限公司	红豆男装、休闲女装、T恤、印染系列
2	南国控股有限公司	红豆文胸系列、服装外贸
3	无锡红豆居家服饰有限公司	棉纺、红豆内衣系列和红豆居家系列
4	红豆集团无锡长江实业有限公司	床上用品、毛毯、雨衣、袜子等
5	红豆集团公司远东有限公司	羽绒服、休闲服饰等
6	江苏红豆国际发展有限公司	外贸服装

资料来源：公司提供

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由下属子公司红豆股份、无锡红豆居家服饰有限公司等生产实体来经营。

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、美观与时尚度，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连锁专卖销售模式。2014年，公司服装板块实现收入108.76亿元，较上年增长2.11%。2015年1~9月，服装业务收入为76.12亿元，占2014年全年的69.99%，同比增长3.36%。

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。2014年和2015年1~9月，公司向前五名服装原材料供应商采购的金额分别为4.64亿元和2.83亿元，占服装业务采购总额的9.48%和8.70%，采购集中度较低。

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。

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，2012~2014年，公司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，受棉花价格波动影响，普遍服装原材料价格也存在一定程度的波动，整体来看，2014年印花布和衬衫面料价格出现上涨，其他材料采购价格有所回落。2015年1~9月，仅有涤纶丝和衬衫面料价格有小幅上涨。

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				采购均价			
名称	2014年占成本比重(%)	2015年9月占成本比重(%)	2012年	2013年	2014年	2015年1-9月	2012年	2013年	2014年	2015年1-9月
印花布(万米)(元/米)	15.79	15.08	8096	9039	10259	6830	13.29	14.20	14.32	14.2
棉布(吨)(元/公斤)	11.15	11.41	42213	43016	44125	32540	24.59	23.85	23.51	22.55
毛、绒(吨)(元/公斤)	7.95	7.62	2501	2633	2857	1900	261.00	259.00	259.00	258
纱线(吨)(元/公斤)	7.15	6.54	20338	20612	20359	14015	33.11	32.98	32.65	30
棉花(吨)(元/吨)	0.23	0.12	5129	1973	1375	608.24	16850.00	16520.00	15300.00	12300
西服面料(万米)(元/米)	6.42	5.16	937	919	995	557	67.00	66.00	60.00	59.55
涤纶丝(吨)(万元/吨)	3.19	3.50	30075	31189	29384	19600	1.42	1.37	1.01	1.15
衬衫面料(万米)(元/米)	0.81	1.13	464	468	473	410	16.40	15.46	15.94	17.74

资料来源：公司提供

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。

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。

从生产能力看，纺织方面，公司控股子公司无锡红豆居家服饰有限公司拥有无锡棉纺厂和淮安棉纺厂两大车间，其中无锡棉纺厂拥有 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，公司下属无锡红豆居家服饰有限公司拥有无锡红豆棉纺公司 100% 股权。服装方面，公司下属红豆股份拥有亚洲最大的西服衬衫生产车间，车间单层面积达 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 2015 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，公司产销量稳步增长，近三年产销率均保持在 93% 以上。公司产品种类较多，各产品由于原材料价格小幅波动、各种人力成本上升等综合因素，价格走势有所波动，2014 年较 2013 年出厂成本均价波动幅度分别为：文胸上涨 1.73%、家纺上涨 1.06%、羽绒服上涨 2.79%、西服上涨 2.79%、内衣上涨 0.39%。定价策略上，一方面公司每年根据成本原则，会有固定的加价倍数，不过近三年涨价幅度较大，主要是广告投入较前几年有所增加，而人力成本、各项支出增幅均在逐年增加。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就是在海澜与七匹狼之间。

表 6 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)
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	350	315.58	312.96	300	552	551.52	110	158.52	160.16	370	342.76	319.52
2015 年 1-9 月	350	273.58	272.15	300	302.63	300.57	110	95.32	94.21	370	241.84	234.66
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)			
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	2200	4588.15	4445.92	700	807.35	804.97	800	1703.54	1690.20			
2015 年 1-9 月	2200	3616.56	3586.17	700	956.24	945.91	800	1207.17	1197.52			

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。

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，公司从 2008 年开始进行转型升级，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。经过几年的转型发展，目前公司服装板块有约 55%通过经销商批发进行销售，其余 45%通过连锁专卖店、品牌专柜的模式进行销售。截至 2015 年 9 月底，公司拥有红豆男装自营店 383 家、加盟店 1221 家；红豆居家（含家纺）自营店 255 家、加盟店 624 家。

未来公司战略重点仍然是加强渠道建设，稳步推进红豆四大品牌连锁专卖网络。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。2012~2014 年，公司服装出口总额分别为 11718.87 万美元、12580.36 万美元和 11695.17 万美元，占服装板块总销售额的比重均在 10%以内。2015 年 1~9 月，公司服装出口总额合计 10016.07 万美元，主要出口国为美国和日本。

总体看，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，公司将逐步完成向品牌运营商的转变。

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。

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，公司下属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。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：四层结构钢丝束束层轮胎。截至 2014 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。

公司生产轮胎的主要原材料有：天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂，其中占成本比重最高的是天然橡胶，达 40%左右，其价格波动幅度较大。公司通过把握库存量，密切跟踪市场价格，适时买进原料，力求控制原材料成本。

公司轮胎业务主要原材料采购的结算方式有现汇、信用证、承兑等方式，其中承兑结算占比 52%、信用证结算占比 28%、现汇结算占比 20%。

表 7 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）			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
名称								

天然橡胶	64232.00	72849.36	76891.75	57308.23	20480.00	14835.32	11685.92	9862.18
钢帘线	29370.00	36027.07	43521.49	20717.63	12893.00	9847.28	9107.13	7755.71
炭黑	31553.00	39508.38	42903.29	31951.7	7160.00	5773.11	5979.56	5307.03

资料来源：公司提供

从生产能力看，江苏通用通过自主研发和技术合作，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 2015 年 9 月底，公司拥有年产全钢子午线轮胎 350 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。公司于 2011 年 9 月建成的 200 万套全钢子午线轮胎生产线产能正在逐步释放，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，产品附加值较高，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 年平均市场价格为 1250 元/条，产量 301 万条，销量 276 万条，实现销售额 295188 万元；2015 年 1-9 月平均市场价格为 1146.41 元/条，产量 230.80 万条，销量 205.90 万条，实现销售额 201748.00 万元。目前，公司的子午线胎产品

产销量逐年提升，新生产线的一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；但受行业产能结构性过剩、下游需求放缓以及原材料天然橡胶价格下降影响，轮胎产品市场价格持续下降，预计 2015 年轮胎价格将继续探底。

公司轮胎产品主要是内销为主（2015 年前三季度市场分布为：替换市场占 93.27%，配套市场占 1.15%，出口市场占 5.58%）。在替换市场，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。在配套市场，公司将在原有陕西重汽、二汽配套的基础上，增加与一汽、北汽福田、山东重汽等总装厂的深度合作。在出口市场，在原东南亚市场的基础上，公司将加大对欧美、中东、非洲市场的开发力度，择优选择，目前出口国家主要是智利、秘鲁、巴基斯坦、马来西亚、印尼等。未来，通过对项目进度的严格控制和对自身品牌的提升，并结合销售网络的不断完善，公司计划在两年内橡胶轮胎业务板块能实现销售规模的较大提升。

表 8 近年公司主要轮胎产品产销情况

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）（不含税）	出口量（条/套）	出口额（万元）（不含税）
2012 年	300	216	215	1944	357264	109487	13906
2013 年	300	262	251	1532	328775	148563	18575
2014 年	325	301	276	1250	295188	185100	19318
2015 年 1-9 月	350	230.80	205.90	1146.41	201748	115737	11252
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）（元/条）	销售额（万元）（不含税）	出口量（条/套）	出口额（万元）（不含税）
2012 年	150	89	86	398	29247	109020	3454
2013 年	150	82	80	253	17243	112799	4193
2014 年	150	55	57	262	12823	99030	2447
2015 年 1-9 月	150	42	31.18	302	8047	80687	1664
产品	摩托胎						

	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)(不含税)	出口量(条/套)	出口额(万元)(不含税)
2012年	600	319	320	70	19268	0	0
2013年	600	295	296	64	16208	0	0
2014年	600	300	298	59	14942	0	0
2015年1-9月	600	215	215	57.30	10529	123097	462

资料来源：公司提供

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，经过多年的发展，地产板块已初具规模。

目前开发重点主要在镇江、无锡、东港、淮安等地，并成立了相应的分公司，包括镇江开发公司（香江花城、江南府邸、红豆商业广场），无锡开发公司（无锡国际广场项目、人民路九号项目），东港开发公司（红豆花园A区项目、宜东苑项目、怀仁中心西侧地块），淮安开发公司（红豆美墅项目、红豆国际商务

城项目）。公司的房地产项目在无锡树立了良好的品牌形象，先后荣获：“江苏省房地产50强企业、中国房地产500强企业，江苏省诚信开发企业、中国十大风尚名盘、广厦奖、引领中国最具投资价值楼盘、中国城市新地标”等百余项荣誉。

2014年，受益于公司红豆广场、无锡人民路九号、镇江市江南府邸等房地产项目集中交付，公司房地产板块实现收入17.69亿元，同比增长30.17%。2015年1~9月，公司完成房产销售收入9.81亿元，占2014年全年的55.46%。

表9 公司房产项目开发情况

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年1-9月
房地产开发完成投资(万元)	109874.69	128430.07	147589.15	88,505.15
房屋新开工面积(万平方米)	29.81	43.75	39.76	12.08
房屋竣工面积(万平方米)	6.05	26.31	33.34	30.31
房屋销售面积(万平方米)	5.76	14.04	19.20	13.91
销售收入(万元)	39683.43	135913.54	176870.41	98,129.27
净利润(万元)	434.90	919.10	1076.39	184.11

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。

表10 公司在建房产项目情况

项目名称	规划建设期	总投资(万元)	截至2015年9月底已投资(万元)	资金来源(万元)		规划建筑面积(㎡)	预计售价(元/㎡)	截至2015年9月底预售收入(万元)	预计销售收入(万元)
				自筹	贷款				
人民路九号(无锡)	2013.6-2015.12	168315	106815	138315	30000	156642	住宅：12000 商业：28000	36876	207527
香江花城五期	2013.10-2016.10	20005	9560	20005	--	32116	商业：12000 公寓：6500 公寓：7000	5357	16113
红豆国际商务城	2009.12-2018.6	258150	128404	158150	100000	733826	住宅：4000 商业：7000	1173.30	301000
锡东新城项目B(香江豪庭)	2013.4-2017.6	75000	33119	47000	28000	165651	住宅：6500 商业：16500	997.28	91381
红豆美墅三期	2014.7-2018.6	128000	60820	98000	30000	300000	住宅：8650	7156.98	146000

万花城市广场（镇政府）	2014.10-2017.3	66850	33621	36850	30000	156858	住宅：6000 商业：15000	31634	50000
锡东红豆财富广场项目（A栋）	2015.7-2017.10	65000	12008	45000	20000	105904	办公：9000 商业：15000	0	77738
合计		781320	384347	543320	238000	1650997	--	83194.56	889759

资料来源：公司提供

表 11 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
锡东新城商业地块	无锡	2010.11	16730	27853	16730	商业、办公

资料来源：公司提供

从土地储备情况看，截至 2015 年 9 月底，公司土地储备累计 2.79 万平方米，未来公司会根据实际情况谨慎储备土地。

总体看，2013~2014 年，公司房地产收入规模稳定增长，未来公司地产开发项目将锁定在“长三角”的沪宁城市带上，产品定位于中、高端的住房和商用房，满足不同客户的需求，提升产品质量和品位，通过建立品牌知名度来增加产品的附加值。

5. 生物医药板块

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”，公司持股 82.47%）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。目前主要包括苗木培育和生物制药两大业务。

2012~2014 年，公司生物医药板块实现收入分别为 1.96 亿元、1.46 亿元和 1.56 亿元。2015 年 1~9 月，该业务板块收入为 1.14 亿元，其中红豆杉苗木盆景销售占 78.23%，原料药和制剂销售占 21.77%。

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%。自 2009 年 10 月正式启动盆景销售，公司已在全国开设了 400 家红豆杉盆景专卖店，销售省份从江苏省发展到国内近 20 多个省份。

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，目前车间已投入使用。

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。

截至 2015 年 9 月底，公司已打造了原料药

销售和制剂销售两大营销网络，建立原料药销售客户 48 家，制剂药则采用代理销售模式，全国代理商、区域代理商共 35 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. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数不断下降，三年分别为 7.41 次、5.83 次和 4.42 次；同期公司存货周转次数受房地产开发成本和开发产品增加的影响，呈下降趋势，三年分别为 2.19 次、1.52 次和 1.47 次；近三年，公司总资产周转次数分别为 0.98 次、0.75 次和 0.68 次，逐年下降。总体来看，公司经营效率呈下降趋势，整体效率一般。

7. 未来发展

未来，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，计划在两年内实现销售收入大幅增长。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。

截至 2015 年 9 月底，公司主要在建项目已累计完成投资 7.38 亿元，2015 年 10~12 月及 2016 年预计分别投资 0.73 亿元和 1.81 亿元。

整体看，公司未来投资规模不大，在继续保持主业优势的前提下，平行发展轮胎、房地产、生物制药等产业，分散经营风险，优化产业结构。

表 12 截至 2015 年 9 月底公司未来三年投资项目进展情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2015 年 9 月底累计投资（万元）	2015 年 10~12 月拟投资（万元）	2016 年拟投资（万元）	项目现状
		贷款	自筹				
西港基础建设工程一期第二批项目	55000.00	35200.00	19800.00	42369.65	3119.21	9511.14	77.04%
科研大楼及辅房	27800.00	--	27800.00	24289.89	1680.82	1829.29	87.37%
职工集体宿舍	6500.00	--	6500.00	6434.73	0	--	98.99%
600 万条摩托车胎及力车胎项目	16198.00	10000.00	6198.00	697.00	2484	6780.00	4.30%
合计	105498.00	45200.00	60298.00	73791.27	7284.03	18120.43	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012 年度财务报表经无锡嘉誉会计师事务所有限公司审计，2013~2014 年财务报表经江苏公证天业会计师事务所审计，

均出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年三季度报未经审计。

会计政策变更对主要科目的影响：公司对 2012 年和 2013 年“长期股权投资”和“可供出售金融资产”科目进行追溯调整，将 2012 年“长期股权投资”712887852.34 元调整至“可

供出售金融资产”，将 2013 年“长期股权投资”860887852.34 元调整至“可供出售金融资产”。

从财务报表合并范围看，2013 年以来公司合并范围内二级子公司无变化，财务报表可比性较强。

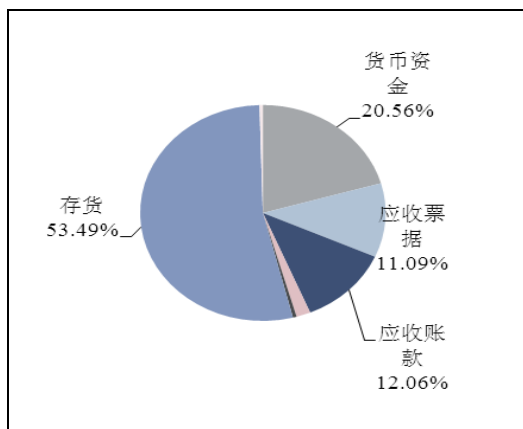
截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 261.68 亿元，所有者权益合计 84.60 亿元（其中少数股东权益 9.25 亿元）；2014 年公司实现营业收入 172.47 亿元，利润总额 7.71 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 300.89 亿元，所有者权益合计为 93.55 亿元（其中少数股东权益 16.95 亿元）；2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 119.42 亿元，利润总额 4.65 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 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 12.93%。截至 2014 年底，公司资产总额 261.68 亿元，其中流动资产占 69.93%，非流动资产占 30.07%，公司资产以流动资产为主。

图 5 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年复合增速为 15.87%，主要来自于货币资金、应收票据、应收账款和存货的增长。截至 2014 年底，公司流动资产为 183.00 亿元，由存货、货币资金、应收票据和应收账款等项目构成。

2012~2014 年，公司货币资金规模增长较

快，年均增长 25.97%。截至 2014 年底为 37.63 亿元，其中银行存款占 69.50%，其他货币资金占 30.42%，其他货币资金主要为银行承兑票据保证金、信用证准备金及法定存款准备金。

2012~2014 年，公司应收票据快速增长，年复合增长率为 120.05%，主要由于公司客户在付款时增加了票据结算比例。截至 2014 年底，公司应收票据为 20.29 亿元，全部为银行承兑汇票。

2012~2014 年，随着公司服装业务板块销售模式的转变，加盟联营店的增加带来铺货的增加，使得公司应收账款不断增长，年均增长 11.43%。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额为 23.37 亿元，账龄在 1 年以内的占 94.78%，1-2 年的占 4.18%，2-3 年的占 0.74%，3 年以上的占 0.30%，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，账龄均在 1 年以内，占应收账款期末余额的 2.31%，集中度低。公司共计提坏账准备 1.30 亿元，占应收账款账面余额的 5.55%，计提较充分。

2012~2014 年，公司预付账款年均下降 18.43%，截至 2014 年底为 3.41 亿元，同比下降 15.57%，主要由于部分预付设备款及预付工程款随着设备到场及工程进度到位从预付账款中转出。从账龄俩看，1 年以内的占预付款项余额的比重为 95.10%。

2012~2014 年，公司存货波动增长，年均增长 7.49%，主要是库存商品和开发产品增加所致。截至 2014 年底，公司存货账面余额为 98.49 亿元，以开发成本（占比 42.53%）、开发产品（占比 13.98%）、库存商品（占比 32.99%）为主。2014 年公司共对原材料、在产品和库存商品计提跌价准备 6022.85 万元。由于近年房地产受国家宏观调控影响大，公司较高的存货存在一定的跌价风险。

2012~2014 年，公司非流动资产稳定增长，年复合增长率为 6.88%。截至 2014 年底，公司非流动资产 78.68 亿元，主要由固定资产、无

形资产等项目构成。

2014 年底,公司可供出售金融资产为 14.67 亿元,主要是对银行、保险公司等金融类企业的投资,其中投资金额前五位的有:对中国民生投资股份有限公司投资 5.00 亿元(持股 1.00%)、利安人寿保险股份有限公司投资 2.25 亿元(持股 9.00%)、江苏银行股份有限公司投资 1.94 亿元(持股 1.18%)、无锡农村商业银行股份有限公司投资 1.52 亿元(持股 4.99%)和江苏大丰农村商业银行股份有限公司 1.06 亿元(持股 10.00%)。

2012~2014 年,公司长期股权投资波动下降,年均下降 55.42%,主要是由于 2014 年公司根据相关会计政策对该科目进行调整,导致当年该科目下降幅度较大,同比下降 88.44%,为 1.10 亿元。

2012~2014 年,公司固定资产基本保持稳定,截至 2014 年底为 36.94 亿元,以房屋及建筑物和机器设备为主,固定资产累计计提折旧 23.95 亿元,固定资产成新率为 60.67%。

2012~2014 年,公司在建工程年均下降 8.62%,截至 2014 年底为 6.65 亿元,主要是西港基础建设工程和轮胎项目工程。

2012~2014 年,公司无形资产保持相对稳定,截至 2014 年底为 11.08 亿元,主要为土地使用权和商标使用权。

截至 2015 年 9 月底,公司资产总额为 300.89 亿元,较 2014 年底增长 14.98%,主要来自货币资金和可供出售金融资产等科目的增长。其中货币资金 49.54 亿元,较 2014 年底增长 31.65%;可供出售金融资产 25.61 亿元,较 2014 年底增长 74.55%,主要是增加对深圳力合创业投资有限公司的投资 3.00 亿元、中国民生投资股份有限公司的投资 5.34 亿元,并增加了对利安人寿保险股份有限公司等企业的投资。从资产构成来看,截至 2015 年 9 月底,公司流动资产占 68.42%,非流动资产占 31.58%,较 2014 年底变化不大,仍以流动资产为主。

总体看,公司资产以流动资产为主,流动

资产中存货占比高,资产流动性一般,公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年,公司所有者权益(含少数股东权益)年均增长 8.29%。截至 2014 年底,公司所有者权益为 84.60 亿元。归属于母公司所有者权益构成中,实收资本占 13.31%、资本公积占 6.50%,未分配利润占 79.96%。

截至 2015 年 9 月底,公司所有者权益(含少数股东权益 16.95 亿元)合计 93.55 亿元,较 2014 年底增长 10.58%,主要系其他权益工具和少数股东权益增长所致。公司于 2015 年 6 月发行 5 亿元“15 红豆 MTN001”(期限不少于 3 年,公司赎回前长期存续),并记入其他权益工具中;截至 2015 年 9 月底,公司少数股东权益 16.95 亿元,较 2014 年底增长 83.24%,主要系子公司红豆实业股份实行定向增发、子公司南国控股公司增资并增加个人股东和红豆杉生物科技转让部分股权所致。

总体看,公司未分配利润占比高,所有者权益结构稳定性一般。

负债

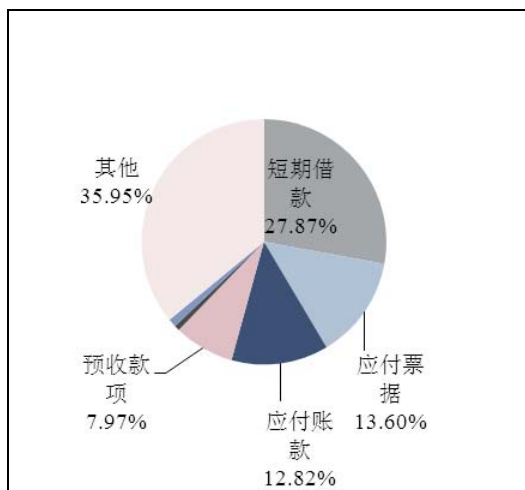
2012~2014 年,公司负债总额快速增长,年均增长 15.37%。截至 2014 年底,公司负债合计 177.08 亿元,其中流动负债占 74.13%,非流动负债占 25.87%。

2012~2014 年,公司流动负债波动增长,年均增速 28.22%,主要来自应付短期债券、应付账款以及一年内到期的非流动负债的增加。截至 2014 年底,公司流动负债 131.27 亿元,以短期借款(占 27.87%)、应付票据(占 13.60%)、应付账款(占 12.82%)、一年内到期的非流动负债(占 13.38%)和应付短期债券(占 19.81%)为主。

2012~2014 年,公司应付短期债券快速增长,年均增长 61.25%,2014 年底为 26.00 亿元,系公司于 2014 年发行的两期短期融资券,额度

分别为 12 亿元和 8 亿元，以及一期超短期融资券，额度为 6 亿元。

图 6 2014 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

近三年，公司应付票据波动增长，年均增长 7.95%，主要是公司增加了票据结算所致，截至 2014 年底为 17.85 亿元，主要是银行承兑汇票。

2012~2014 年，公司应付账款增幅较大，年均增长 98.84%，截至 2014 年底为 16.83 亿元，为购买商品、承建工程设备及接受劳务应付的款项。

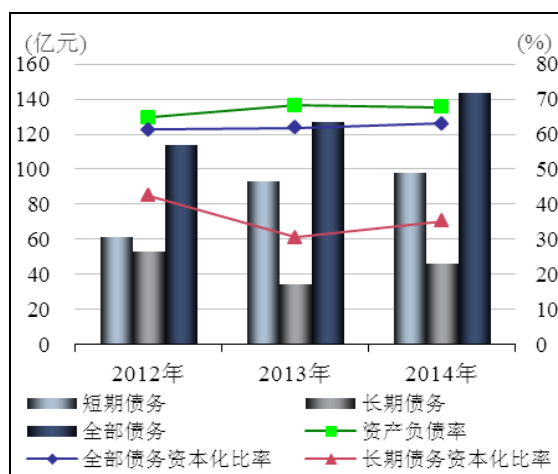
截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 17.56 亿元，同比变化不大，主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付中期票据。

2012~2014 年，公司非流动负债波动下降，年均降幅为 7.20%。截至 2014 年底，公司非流动负债 45.82 亿元，其中长期借款占 38.01%，应付债券占 61.86%（系公司于 2012~2013 年发行的两期中票 8 亿元和 2014 年发行的三期非公开定向债务融资工具 17 亿元）。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额为 207.34 亿元，较 2014 年底增长 17.09%，主要由于公司应付长短期债券和长期借款增加所致。从结构来看，流动负债占 64.65%，非流动负债占 35.35%，较 2014 年底变流动负债比重大幅下降。

债务负担方面，2012~2014 年，公司债务规模不断增长，年均增幅 12.29%。截至 2014 年底，公司全部债务 143.75 亿元，其中短期债务占 68.17%，长期债务占 31.83%，债务结构有待调整。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务 150.53 亿元，较 2014 年底增长 4.72%，主要系公司应付长短期债券和长期借款增加所致。2015 年 6 月，公司发行一期永续中票“15 红豆 MTN001”，本金合计 5 亿元，公司将其计入了财务报表所有者权益科目，考虑到该期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为该期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑，考虑该期永续中票后，截至 2015 年 9 月底，公司全部债务为 155.53 亿元，其中短期债务占 49.78%，长期债务占 50.22%。

图 7 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标看，2012~2014 年，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续上升，截至 2014 年底分别为 62.95%和 35.10%；近三年资产负债率波动上升，2014 年底为 67.67%。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率均有所上升，分别为 61.67%、43.87%和 68.91%。考虑“15 红豆 MTN001”永续中票后，2015 年

9 月底三项指标分别为 63.72%、46.87% 和 70.57%，公司债务负担较上年进一步加重。

总体看，公司债务规模持续增长，债务负担较重，且以短期债务为主。

4. 盈利能力

随着公司服装业务板块商业模式的转型和加盟联营店模式的不断推进以及房地产项目的集中交付，2012~2014 年，公司营业收入保持相对稳定，年均增长 0.22%，2014 年公司实现营业收入 172.47 亿元。

2012~2014 年，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 11.90%，管理费用年均增长 17.68%，财务费用年均增长 25.66%。2014 年，公司期间费用 18.72 亿元，占营业收入的比重为 10.86%，控制能力有待提升。

2012~2014 年，公司利润总额较快下降，年均下降 16.77%，主要是由于期间费用的侵蚀，2014 年公司利润总额为 7.71 亿元。

从盈利指标看，近三年，公司营业利润率波动上升，2014 年为 15.11%；受全部债务影响，总资本收益率和净资产收益率均持续下降，2014 年分别为 4.95% 和 6.34%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 119.42 亿元，同比增长 3.99%；利润总额 4.65 亿元，同比下降 16.52%；同期，公司营业利润率 16.12%，盈利能力较 2014 年基本保持稳定。

总体来看，近三年，公司营业收入波动中略有增长，期间费用增长较快，整体盈利能力有所下降。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持相对稳定，年复合增速-1.24%，2014 年为 172.27 亿元；近三年经营活动现金流入量有所下降，年均降幅 8.30%，2014 年为 175.86 亿元，同比下降 3.29%，主要由于本年应收票据增多，销售商品、提供

劳务收到的现金减少所致；2012~2014 年，随着公司房地产板块新增土地储备放缓，以及总体经营业绩的稳步提升，公司经营活动现金流出量持续下降，2014 年为 166.73 亿元。从收入实现质量看，2012~2014 年，公司现金收入比波动下降，分别为 102.86%、105.03% 和 99.89%，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流入年均增长 83.94%，2014 年为 0.94 亿元；公司在建工程项目不断推进，购置设备以及土地使用权的现金流出保持一定规模，2014 年投资活动现金流出 9.99 亿元，其中投资支付的现金 5.73 亿元，主要为对中国民生投资股份有限公司的投资；近三年公司投资活动产生的净现金流均表现为净流出，2014 年为 -9.05 亿元。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款和发行债券收到的现金，现金流出主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.10 亿元、0.60 亿元和 3.78 亿元。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 138.46 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 1.80 亿元；投资活动现金流出 19.74 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -18.82 亿元，主要系公司增加 10.94 亿元可供出售及融资产投资所致（主要包括对深圳力合创业投资有限公司的投资 3.00 亿元、中国民生投资股份有限公司的投资 5.34 亿元，并增加了对利安人寿保险股份有限公司等企业的投资）；筹资活动现金流净额 24.50 亿元。同期，公司现金收入比为 113.09%，较 2014 年底增长 13.21 个百分点。

总体看，公司经营性现金流入持续下降，未来几年，从公司房地产在建项目和土地储备情况看，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。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看, 2012~2014 年, 受一年内到期的非流动负债增加影响, 公司流动比率波动下降, 三年平均值为 142.82%, 2014 年底为 139.41%; 受存货规模较大影响, 公司速动比率较低, 三年平均值为 61.94%, 2014 年底为 64.84%。2015 年 9 月底, 公司上述两项指标分别升至 153.58%和 78.56%。2012~2014 年公司经营现金流动负债比分别为 8.72%、3.84%和 6.96%。考虑到流动资产中存货占比较重, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看, 2012~2014 年, 公司 EBITDA 分别为 17.97 亿元、19.91 亿元和 18.80 亿元; 受有息债务不断增长的影响, 公司 EBITDA 利息倍数不断下降, 三年分别为 5.46 倍、3.76 倍和 3.17 倍, EBITDA 对利息保护能力较强; 公司全部债务/EBITDA 分别为 6.34 倍、6.39 倍和 7.65 倍, EBITDA 对全部债务保护能力一般。

截至 2015 年 9 月底, 公司对外担保 83388.84 万元, 公司担保比率为 8.91%。其中 80088.84 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; 3300 万元为对哈尔滨中策商贸有限公司担保, 担保期限为 2015 年 4 月 22 日至 2016 年 4 月 21 日, 或有风险尚在可控范围内。

截至 2015 年 9 月底, 公司获得各家银行授信总额度为 144.66 亿元, 尚未使用额度为 51.61 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。

7. 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 (机构信用代码: G10320205002879202), 截至 2016 年 2 月 18 日, 公司本部无未结清的关注和不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

近三年世界经济处于弱复苏态势, 中国纺织服装行业已进入平稳发展期, 但受宏观经济增速放缓、市场竞争激烈、成本压力等不利因素影响, 其发展环境仍较为严峻, 未来拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的纺织服装企业将在竞争中占据有利地位。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。

目前公司多元化经营, 核心业务服装板块收入规模稳步增长, 业务销售渠道扩张; 橡胶轮胎板块产能扩大, 销售保持稳定; 房地产板块收益良好。

总体看, 公司抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 6 亿元, 发行后将在现有全部债务的基础上增加 6 亿元有息债务, 占 2015 年 9 月底全部债务的 3.99%。将公司已发行的“15 红豆 MTN001”(永续中票) 5 亿元纳入考虑范围, 则占 2015 年 9 月底全部债务的 3.86%, 对公司现有债务有一定影响。

截至 2015 年 9 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 68.91%、61.67%和 43.87%, 以 2015 年 9 月底财务数据为基础, 预计本期中期票据发行后, 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上升至 69.52%、62.59%和 45.82%, 公司整体债务负担有所加重。将公司已发行的“15 红豆 MTN001”5 亿元和公司拟发行的“2016 年第一期中期票据”5 亿元纳入考虑, 预计本期中期票据发行后, 公司上述三项指标将上升至 71.61%、65.29%和 50.16%。考虑到本期中期票据募集资金 6 亿元用于偿还银行贷款, 公司实际债务负担指标可能低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年,公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 34.86 倍、30.31 倍和 29.31 倍,公司经营活动现金流入对本期中期票据的覆盖程度高;公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 1.16 倍 0.86 倍和 1.52 倍,经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度一般。近三年,公司 EBITDA 分别为 17.97 亿元、19.91 亿元和 18.80 亿元,分别为本期中期票据发行额度的 3.00 倍、3.32 倍和 3.13 倍,公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度强。

十、结论

公司是中国大型服装生产企业之一,主导产品竞争实力强、品牌优势明显、技术研发能力突出。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。红豆杉种植和紫杉醇提取业务,因其资源的稀缺性与医用性,未来发展前景广阔。

近年公司资产平稳增长,目前以流动资产为主,但流动资产中存货占比较高,资产流动性一般,整体资产质量一般。公司债务规模总量持续增长,债务负担较重。

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

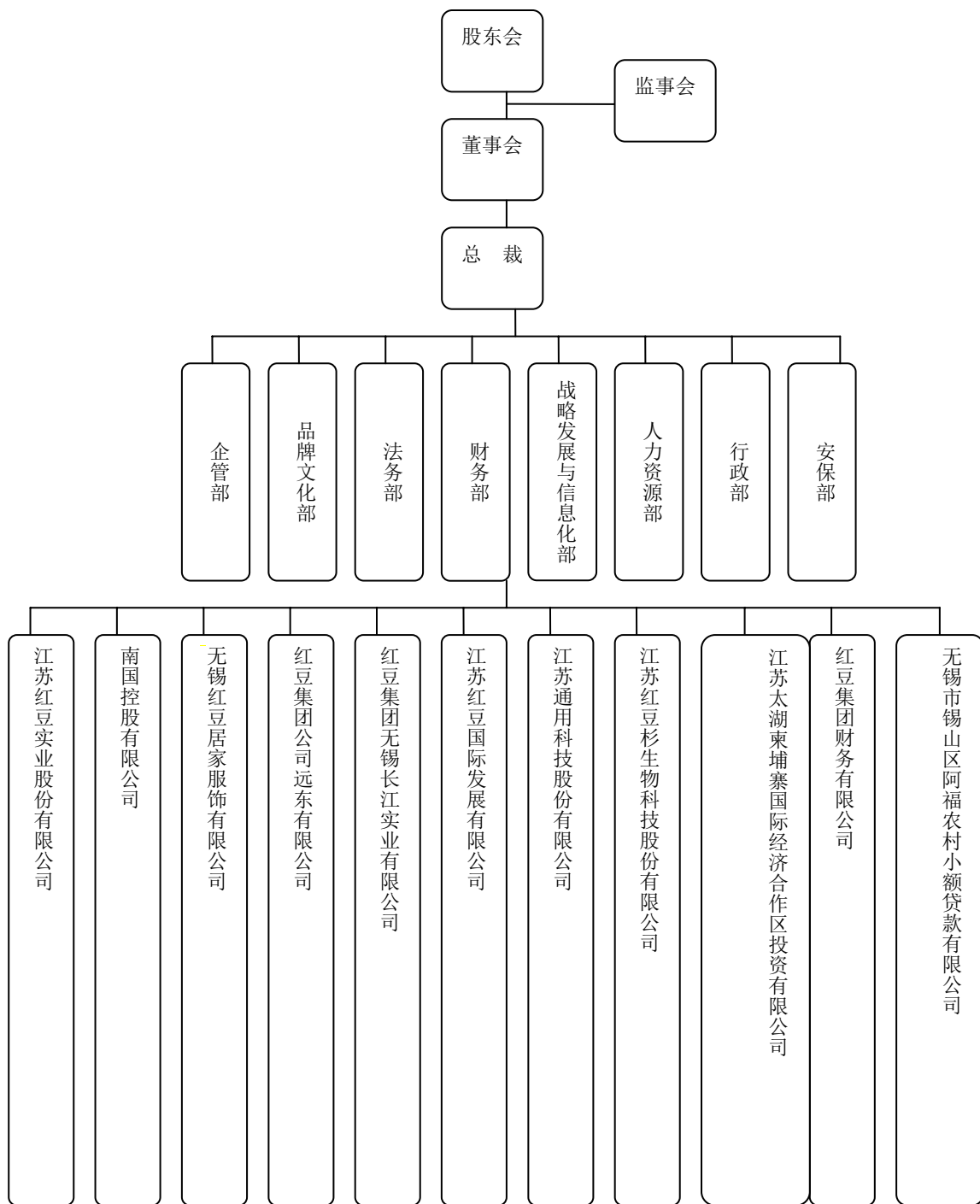
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

附件 1-1 截至 2015 年 9 月底公司股权结构

股权投资人	出资额(万元)	持股比例 (%)
周耀庭	36300.00	33.15
周海江	32892.30	30.04
周鸣江	5916.00	5.40
龚新度	2860.00	2.61
周海燕	3300.00	3.01
褚菊芬	2000.00	1.83
顾萃	2500.00	2.28
顾建清	1900.00	1.74
刘连红	1320.00	1.21
其他人合计	20511.70	18.73
合计	109500.00	100.00

注：持股比例合计数与加总数有细微差别，主要系四舍五入所致。

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.86	35.70	46.47	68.08
资产总额(亿元)	205.18	247.59	261.68	300.89
所有者权益(亿元)	72.14	78.63	84.60	93.55
短期债务(亿元)	60.96	92.85	97.99	77.41
长期债务(亿元)	53.04	34.41	45.76	73.11
全部债务(亿元)	114.00	127.26	143.75	150.53
营业收入(亿元)	171.70	168.10	172.47	119.42
利润总额(亿元)	11.21	9.41	7.71	4.65
EBITDA(亿元)	17.97	19.91	18.80	--
经营性净现金流(亿元)	6.96	5.17	9.13	1.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.41	5.83	4.42	--
存货周转次数(次)	2.19	1.52	1.47	--
总资产周转次数(次)	0.98	0.75	0.68	--
现金收入比(%)	102.86	105.03	99.89	113.09
营业利润率(%)	14.27	16.04	15.11	16.12
总资本收益率(%)	6.22	6.07	4.95	--
净资产收益率(%)	11.85	9.16	6.34	--
长期债务资本化比率(%)	42.37	30.44	35.10	43.87
全部债务资本化比率(%)	61.25	61.81	62.95	61.67
资产负债率(%)	64.84	68.67	67.67	68.91
流动比率(%)	170.71	128.77	139.41	153.58
速动比率(%)	64.61	55.32	64.84	78.56
经营现金流动负债比(%)	8.72	3.84	6.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.46	3.76	3.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.34	6.39	7.65	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	34.86	30.31	29.31	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.16	0.86	1.52	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.00	3.32	3.13	--

注：2015年三季度财务报表未经审计；所有者权益中包含5亿元“15红豆MTN001”永续中票。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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	
总资产收益率	(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
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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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+一年内到期的非流动负债+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 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 红豆集团有限公司

2016 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，红豆集团有限公司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，据以确认或调整信用等级。

如红豆集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

联合资信评估有限公司
二零一六年二月二十五日

