

跟踪评级公告

联合[2012] 584 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定提升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“11红豆CP02”的信用等级为A-1、“12红豆MTN01”的信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年八月三日

评级业务专用章

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
11 红豆 CP02	8 亿元	2011/10/27-2012/10/27	A-1	A-1
12 红豆 MTN01	4 亿元	2012/5/23-2015/5/23	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2012 年 8 月 2 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	12 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.13	24.44	27.99
资产总额(亿元)	150.66	182.51	190.62
所有者权益(亿元)	57.33	64.54	66.20
长期债务(亿元)	30.48	35.44	35.79
全部债务(亿元)	83.71	109.38	115.60
营业收入(亿元)	146.36	163.02	38.96
利润总额(亿元)	9.46	11.97	2.44
EBITDA(亿元)	14.57	17.96	--
经营性净现金流(亿元)	-12.52	1.45	2.64
营业利润率(%)	12.82	13.40	13.30
净资产收益率(%)	13.25	14.42	--
资产负债率(%)	61.95	64.64	65.27
全部债务资本化比率(%)	59.35	62.89	63.59
流动比率(%)	152.70	146.38	144.68
全部债务/EBITDA(倍)	5.74	6.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.86	3.86	--
经营现金流流动负债比(%)	-19.99	1.76	--

注: 2012 年一季度财务数据未经审计。

分析师

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

跟踪期内, 红豆集团有限公司(以下简称“公司”)不断致力于多元化经营, 核心业务服装板块稳定经营, 收入规模稳步增长, 盈利能力不断增强, 连锁渠道建设与品牌塑造继续推进; 橡胶轮胎板块产能扩大, 市场需求旺盛, 未来收入有望不断增长; 红豆杉种植和紫杉醇板块正不断产生较好的收益, 市场前景广阔。同时, 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及轮胎行业原材料成本压力较大、行业竞争激烈, 房地产业务业绩波动等多重因素对公司经营及发展带来的不利影响。

公司服装业务销售渠道将不断扩张、已完工轮胎项目带来产能的增长以及红豆杉产业效益的不断显现, 总体看, 公司未来发展前景良好。

江苏省信用再担保有限公司(以下简称“江苏信用再担保”)为“12 红豆 MTN01”提供无条件不可撤销连带责任保证担保, 经联合资信评定, 江苏信用再担保主体长期信用等级 AA⁺, 整体担保实力强, 有效提升了“12 红豆 MTN01”的信用状况。

综合分析, 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“11 红豆 CP02”的信用等级为 A-1、“12 红豆 MTN01”的信用等级为 AA⁺。

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. 跟踪期内, 公司橡胶轮胎板块产能扩大和市场需求旺盛, 收入规模保持增长。
3. 红豆杉种植和紫杉醇提取因其资源的稀缺性与医用性, 未来发展前景广阔。
4. 公司盈利能力稳步提升, 现金类资产及经营性现金流入规模较大, 对“11 红豆 CP02”与

“12 红豆 MTN01”具有较强的保护能力。

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. 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。
3. 房地产业务受政策调控影响较大，公司经营性净现金流受房地产业务的影响而有所波动。

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 2012 年 3 月底，公司注册资本增至 84200 万元，红豆集团自然人股东增至 47 人，其中周耀庭出资 29700.00 万元，占比 35.27%，为实际控制人。

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，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 2011 年底，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 46.95%）于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市。

截至 2011 年底，公司合并资产总额为 182.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 64.54 亿元（其中少数股东权益 8.13 亿元）；2011 年，公司实现营业收入 163.02 亿元，利润总额 11.97 亿元。

截至 2012 年 3 月底，公司合并资产总额为 190.62 亿元，所有者权益为 66.20 亿元（其中少数股东权益 8.20 亿元）；2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 38.96 亿元，利润总额 2.44 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、经营管理分析

1. 经营分析

跟踪期内，公司经营情况保持稳定。表 1 列示了公司营业收入构成情况。可以看出，公司服装业务保持了主导地位，在营业收入中占比较高，2011 年为 57.22%，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，毛利率水平呈现上升趋势，2011 年提升至 14.25%；公司橡胶轮胎产能不断扩张，橡胶业务在营业收入中占比呈稳定上升趋势，2011 年达到 28.21%；机械业务营业收入和占比均逐年下降，未来将面临转型升级，毛利率水平有所波动但总体呈现上升趋势；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，2011 年毛利率分别为 30.37% 和 50.51%，房地产板块受项目建设情况影响，2011 年该项业务收入有所下降。

2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 38.96 亿元，为 2011 年全年收入的 23.90%；实现利润总额 2.44 亿元，为 2011 年全年的 20.35%；同期，公司服装、机械、生物医药板块毛利率均保持上升趋势，橡胶、房地产、其他板块毛利率有所下滑，公司整体毛利率为 13.78%，盈利水平基本保持稳定。

表 1 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元）

分行业	2010 年			2011 年			2012 年 1-3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
服装	82.30	56.23	13.51	93.28	57.22	14.25	21.11	54.20	15.55

橡胶行业	31.76	21.70	10.38	45.98	28.21	10.31	11.65	29.89	9.31
机械行业	9.66	6.60	12.81	6.03	3.70	15.59	2.16	5.54	16.20
房地产	14.03	9.58	21.29	6.29	3.86	30.37	1.39	3.57	13.01
生物医药	1.30	0.89	67.09	1.98	1.21	50.51	0.44	1.12	58.95
其他	7.18	4.91	11.31	9.46	5.80	11.52	2.21	5.68	9.67
其他业务收入	0.13	0.09	51.33	--	--	--	--	--	--
合计	146.36	100.00	13.94	163.02	100	14.09	38.96	100	13.78

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。

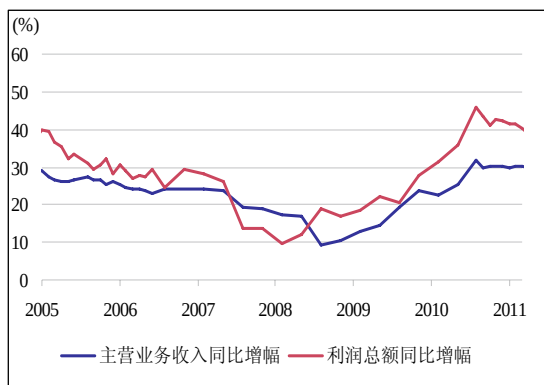
2、公司营业收入中其他为：电、汽收入、彩印包装、货运、塑料制品等，另外还有鞋、煤、酒等收入；

3、公司其他业务收入为废料收入，2011年其他业务收入并入到其他收入。

(1) 纺织服装

2011年以来，中国纺织行业在棉花等原材料价格大幅波动、人民币升值、金融政策紧缩、国内外经济形势复杂多变、国际市场需求增速减缓等诸多不利因素影响下，通过积极应对市场风险、主动转变发展方式，开拓内需市场，行业总体保持了平稳发展。

图1 近年中国纺织行业发展情况



资料来源：wind 资讯

从效益看，2011年以来，全行业盈利保持增长，但增速放缓。2011年，规模以上纺织企业实现工业总产值 54786.5 亿元，同比增长 26.8%；规模以上纺织企业实现利润总额 2956.42 亿元，同比增长 25.94%；其中，2011年前 11 个月纺织服装制造行业累计实现利润 642.06 亿元，同比增长 21.04%。2012 年 1~2 月，规模以上纺织企业实现利润总额 334.2 亿

元，同比下降 2.21%，增速较上年同期下降 59.8 个百分点；同期全行业利润率为 4.6%，较上年同期下降 0.65 个百分点，其中纺织业、纺织服装制造业、化学纤维制造业分别实现利润总额 170.02 亿元、128.27 亿元和 27.35 亿元。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。

服装板块业务收入占公司营业收入的比重较大，并呈逐年增长的良好发展态势。2011 年，公司纺织服装业务实现营业收入 93.28 亿元，占总营业收入的 57.22%，同比增长 13.34%；近年，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，2011 年，公司服装板块毛利率水平提升为 14.25%。

2012 年 1~3 月，公司服装板块实现营业收入 21.11 亿元，为 2011 年全年的 22.63%，占收入总额的 54.20%，服装板块毛利率水平进一步提升为 15.55%。总体看，服装板块发展较为稳定，盈利水平不断提高。

表 2 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/条)	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)
2010 年	350.00	276.35	273.28	300	482	479	110	99.76	98.53	370	399.26	398.54
2011 年	350.00	281.24	277.62	300	508	493	110	104.75	101.26	370	441.53	410.51
2012 年 1-3 月	350.00	65.26	61.03	300	112	108	110	29.75	31.26	370	85.75	103.93
产品	内衣			文胸			家纺					
	产能 (万件)	产量 (万件)	销量 (万件)	产能 (万件/条)	产量 (万件/件)	销量 (万件/件)	产能 (万套)	产量 (万套)	销量 (万套)			
2010 年	2200.00	3765.25	3747.85	700	695	692	800	1309.28	1312.75			
2011 年	2200.00	3962.18	3717.66	700	712	698	800	1385.44	1297.51			
2012 年 1-3 月	2200.00	453.25	565.75	700	130	142	800	256.51	287.35			

资料来源：公司提供

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。

截至 2012 年 3 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。从产销情况看，公司产销量稳步增长，2010~2011 年产销率均保持在 95%以上。

从销售网络看，国内市场方面，截至 2012 年 3 月底，公司在全国发展的红豆男装自营店 158 家、加盟店 1343 家；依迪菲自营店 217 家、加盟店 51 家；轩帝尼自营店 111 家、加盟店 33 家；红豆居家自营店 347 家、加盟店 279 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 2013 年达到 3700 家以上，其中红豆男装和红豆居家专卖店作为公司主推专卖店，确保至 2012 年自营店和加盟店共完成 2410 家。

总体看，公司服装主业不断稳步发展，主导产品竞争力强，品牌知名度高，盈利能力持续提升。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。

(2) 其他

机车轮胎板块

截至 2011 年底，江苏通用科技股份有限公司（以下简称“江苏通用”）拥有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。2011 年，公司轮胎业务实现营业收入 45.98 亿元，占总营业收入的 28.21%，同比增长 44.77%；公司轮胎板块受行业景气度提升、产能扩充等因素影响，实现较快增长；2012 年 1~3 月，公司轮胎业务实现营业收入 11.65 亿元，占总营业收入的 29.89%，占 2011 年全年收入的 25.34%。

公司“年产 200 万条全钢载重子午胎项目”于 2010 年 3 月正式启动，该项目总投资 16.53 亿元，截至 2012 年 3 月底已投资 15.47 亿元，大部份设备已安装调试结束，2011 年 12 月开始投入试生产。公司预计 2012 年该项目将新增子午胎实际产量 50 万条，增加销售 15 亿元与 7141 万元的净利润，即 2012 年整个全钢子午线能实现 250 万条的产量。公司预计 2014 年将实现 400 万条产能的全部释放。

目前，公司的子午线胎产品仍处于供不应求状态，产能扩张带来的实际产量增长将可以

满足市场需求。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，公司对斜交胎和摩胎压缩生产，目前产能能够满足订单要求，未来没有扩张计划。

2011 年，公司机车业务实现营业收入 6.03 亿元，占总营业收入的 3.70%，同比下降 37.58%。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，2011 年毛利率上升至 15.59%；2012 年 1~3 月，公司机车业务实现营业收入 2.16 亿元，占总营业收入的 5.54%，占 2011 年全年收入的 35.82%。总体看，为了配合集团转型升级的战略规划，近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。

房地产板块

2011 年，公司房地产业务实现营业收入 6.29 亿元，占总营业收入的 3.86%，同比下降 55.17%。；2012 年 1~3 月，公司房地产业务实现营业收入 1.39 亿元，占总营业收入的 3.47%，占比进一步下降。

2010 年，房地产市场运行状况较好，房地产板块实现营业收入较上年增幅较大。2011 年，由于房地产调控趋紧，公司建设进度放慢，同

时由于大部分收入确认在 2010 年，2011 年房地产业务收入大幅下滑。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。

截至 2012 年 3 月底，公司香江花城项目已全部完成建设，实际总投资 131340.95 万元，实现销售收入 177721.59 万元，完成销售比例 97.92%。目前，宜东苑南区（无锡）已完工，实际总投资 9145 万元，截至 2012 年 3 月底实现销售收入 8938.25 万元，完成销售比例 83.53%。截至 2012 年 3 月底，宜东苑北区（无锡）项目已完工，预计总投资 16900 万元，目前已投入 15406.06 万元，实现销售收入 12232.73 万元，完成销售比例 61%。

目前公司在建的房产项目主要是九棉地块、西荷花塘地块一期、红豆美墅二期、红豆国际商务城一期和东港红豆广场（苏家塘地块）。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，公司房地产开发完成投资 155780 万元，相当于 2010 年全年的 71.42%；2012 年 1~3 月，房地产开发完成投资 23974 万元，相当于 2011 年全年的 15.39%，整体开发进度放缓。

表 3 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 (㎡)	预计 售价(元/㎡)	截至 12 年 3 月底预售收 入(万元)	预计销 售收入 (万元)
				自筹	贷款				
九棉地块 (无锡)	2011 年 1 月 -2015 年 12 月	227500	111303	147500	80000	190940	住宅: 12000; 商业: 28000	23980	325000
西荷花塘地 块一期(镇 江)	2010 年 12 月 -2014 年 12 月	56600	36366	28600	28000	136847	住宅: 8500; 商业: 20000; 别墅: 22000	5453	97600
红豆美墅二 期(淮安)	2010 年 1 月 -2012 年 12 月	15500	11402	15500	--	52515	住宅: 4200; 商业: 8000	1922	21580
红豆国际商 务城一期 (淮安)	2009 年 12 月 -2013 年 8 月	31068	25565	31068	--	99696	住宅: 4000; 商业: 7000	1770	37100
东港红豆广 场(苏家塘 地块)(无 锡)	2011 年 10 月 -2015 年 12 月	38389	14129	23389	15000	102400	住宅: 5000; 商业: 8500	4593	58000
合计		369057	198765	246057	123000	582398	--	37718	539280

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 2012 年 3 月底，公司获得土地储备累计 88.70 万平方米，已交土地出让金 240567.65 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。

生物制药板块

跟踪期内，公司生物医药业务板块收入呈增长态势，运行情况良好，利润水平保持在高水平，销售渠道和市场影响不断拓展。2011 年，公司生物制药业务（其中包含盆景销售）实现营业收入 1.98 亿元，占总营业收入的 1.21%，同比增长 52.31%，主要以盆景培育收入为主（占 93.09%）；2012 年 1~3 月，该板块实现营业收入 0.44 亿元，占总营业收入的 1.12%。

截至 2012 年 3 月底，公司建有 27 万平方米的培育大棚，拥有盆景 135 万盆。自 2009 年 10 月正式启动盆景销售，公司已在全国开设了 450 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。

2. 管理分析

跟踪期内，公司在治理结构及高管人员无重大变化。

3. 海外投资项目进展

跟踪期内，柬埔寨一期 1 平方公里工业园区已基本建成，截至 2012 年 3 月底，已实际投入约 10500 万美元，其中 6300 万美元为西哈努克港经济特区有限公司（该公司注册资本 1000 万美元，为江苏太湖柬埔寨国际经济合作区投资有限公司与柬埔寨国际投资开发有限公司共同投资设立，分别持股 80%和 20%）资本金，4200 万美元为中国进出口银行的美元贷款。实际投资超出预计总投资额 3983 万美元，主要原因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。后期项目投资采用的滚动开发形式，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。

现有园区内入驻企业 19 家，其中 15 家已投入生产，另外还有 2 家企业正在安装设备，1 家厂房建设中，吸纳柬埔寨籍员工近 5000 人。2012 年 1-3 月，入园企业总销售额达 2444.71 万美元，获得国家及地方财政补贴 19514.34 万元。

由于园区 1 平方公里已形成规模，未来在基础建设部分投入将会减少，未来公司将通过土地及厂房租赁的形式获取部分资金来满足园区建设发展需要。

三、财务分析

公司 2010 年度以及 2011 年度报表均经无锡嘉誉会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2012 年一季度财务报表未经审计。以下分析以公司公开披露的 2011 年报表数据为基础。

从公司财务报表合并范围看，2010 年纳入公司合并报表范围的子公司合计 11 家，截至 2011 年底，公司合并报表范围无变化。

1. 盈利能力

跟踪期内，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。2011 年，公司实现营业收入 163.02 亿元，利润总额 11.97 亿元，同比分别增长 11.39%和 26.52%。2011 年，公司营业外收入 2.95 亿元，同比大幅增长 160.60%，主要为补贴收入的增加。受此影响，跟踪期内，公司净利润同比增长 22.53%，2011 年为 9.31 亿元。

从期间费用上看，公司正处于销售渠道扩张时期，期间费用增幅较快，其中销售费用同

比增长 18.85%，管理费用同比增长 13.50%，财务费用同比增长 20.69%。2011 年，公司期间费用 11.93 亿元，同比增长 16.98%。

从盈利指标上看，公司各项盈利指标均有所回升，2011 年，营业利润率和净资产收益率分别为 13.40%和 14.42%；受公司债务增长影响，总资本收益率不断降低至 6.60%。

公司 2012 年 1~3 月实现营业收入 38.96 亿元，利润总额 2.44 亿元，分别占 2011 年全年的 23.90%和 20.35%。公司营业利润率 13.30%，保持稳定。

总体来看，跟踪期内，公司主营业务收入持续增长，盈利状况较稳定。

2. 现金流及保障

伴随着公司销售规模的扩大和营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入稳步增长，2011 年分别为 159.11 亿元和 192.51 亿元，同比增长 17.26%和 18.71%。同期，公司房地产项目开发导致开发成本大幅增加，同时销售收入增长带来原材料备货的增长，且橡胶及棉纱等原材料采购价格上涨，公司增加了原材料储备，导致经营活动现金流出额也大幅增长。2011 年，公司经营活动现金流量净额均为 1.45 亿元，同比有所增长。从收入实现质量看，公司现金收入比指标有所回升，2011 年为 97.60%。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入同比减少 32.91%，2011 年为 0.16 亿元，主要是因公司适当收缩了投资规模，收回投资收到的现金以及取得投资收益收到的现金减少。同期，公司投资支付的现金增长较快，受购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少影响，2011 年投资活动现金流出降至 14.79 亿元。目前经营活动产生的现金流净额不能覆盖投资支出需求，外部融资仍是保证公司现金流运转正常的有效途径之一。

从筹资活动来看，2011 年，公司筹资活动

现金流入为借款所收到的现金以及发行债券收到的现金，现金流出主要为偿还债务和分配股利或利润或偿付利息所支付的现金。2011 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 13.95 亿元，同比下降 53.49%。

2012 年 1~3 月，公司经营活动现金流情况较好，销售商品、提供劳务收到的现金为 39.02 亿元，较上年同期增长 8.10%，现金收入比提升至 100.17%，现金流量净额 2.64 亿元，较上年同期有所增加；公司投资活动现金流入有所上升，现金流出有所下降，投资活动现金流量净额为-0.85 亿元；经营活动现金流量净额能够满足投资活动资金需求，同期，公司筹资活动产生的现金流量净额随之减少，为 1.81 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流有所增长，投资活动支出与筹资活动现金流净额均有所减少。随着房地产开发进度的放缓，公司投资性现金流出规模有所减小，对外部筹资活动的依赖一定程度上有所减少。

3. 资本及债务结构

截至 2011 年底，公司资产总额 182.51 亿元，其中流动资产占 66.07%，非流动资产占比 33.93%，公司资产以流动资产为主，但流动资产中存货占比大。截至 2012 年 3 月底，公司资产总额 190.62 亿元，其中流动资产占 67.16%，非流动资产占比 32.84%，公司资产构成仍以流动资产为主。变化较大的科目为应收账款、存货、长期股权投资和在建工程。

随着营业收入规模的扩大，公司应收账款有所增长，截至 2011 年底，公司应收账款账面余额为 13.57 亿元，账龄在 1 年以内的占 92.83%，账龄较短。应收账款前 5 名客户质量较好，账龄均在 1 年以内，集中度很低。公司共计提了 0.84 亿元坏账准备，占应收账款账面余额的 6.20%。

截至 2011 年底，公司存货账面余额为 75.59

亿元（其中原材料占 8.77%、在产品占 3.78%、开发成本占 60.23%、开发产品占 1.80%、消耗性生物资产占 3.83%、产成品占 21.60%），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 0.39 亿元跌价准备，占产成品的 2.40%，主要是对服装类产品执行了较严格的计提政策。公司存货的增长主要是房地产项目开发导致开发成本的增加；同时，由于连锁专卖店增加，销售收入增长带来原材料备货的增长。

截至 2011 年底，公司长期股权投资净额为 5.40 亿元，较上年增长 135.20%，主要是公司对无锡农村商业银行、利安人寿保险股份有限公司、紫金财产保险股份有限公司等金融机构投资的增加。

截至 2011 年底，公司在建工程为 11.22 亿元，较上年增长 65.88%，主要是子午线二期工程投入的增加，西港基础设施工程的投入。

截至 2012 年 3 月底，公司资产总额为 190.62 亿元，较 2011 年底增长 4.45%，其中货币资金和存货增长较快。资产构成较 2011 年底变动不大，其中流动资产占比有所上升，为 67.16%，仍以流动资产为主。

截至 2011 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）64.54 亿元，其中股本占 12.39%、资本公积占 9.46%、盈余公积占 13.74%，未分配利润占 51.18%，少数股东权益占 12.59%，构成与 2010 年底基本一致（2010 年末未分配利润占 50.00%），未分配利润占比较大。截至 2012 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 66.20 亿元，较 2011 年底增长 2.56%，主要是未分配利润增长所致。公司所有者权益结构变动不大。

截至 2011 年底，公司负债总额为 117.96 亿元，其中流动负债占 69.83%，非流动负债占 30.17%。截至 2012 年 3 月底，公司负债总额为 124.43 亿元，较 2011 年底增长 5.48%，全部债务 115.60 亿元，其中短期债务占 69.04%，长期债

务占 30.96%，长期债务占比有所下降。公司 2011 年底资产负债率与全部债务资本化比率分别为 64.64% 和 62.89%，债务负担有所加重；2012 年 3 月底，上述两项指标进一步上升，分别为 65.27% 和 63.59%。

总体看，跟踪期内，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。债务规模有所上升，但有息债务略有下降，债务结构基本合理。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率有所下滑，2011 年底分别为 146.38% 和 55.09%，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 2012 年 3 月底，公司上述两项指标分别为 144.68% 和 57.55%，全部债务中短期债务占比较高，短期内存在一定支付压力。2010~2011 年公司经营现金流负债比分别为 -19.99% 和 1.76%，有所上升。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债指标来看，跟踪期内，公司 EBITDA 分别为 14.57 亿元和 17.96 亿元，同比增长 23.27%；公司 EBITDA 利息倍数（已包含资本化利息支出）有所下降，分别为 4.86 倍和 3.86 倍，EBITDA 对利息保护能力仍处于较好水平；公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 5.74 倍和 6.09 倍，EBITDA 对全部债务保护能力有所下滑。

截至 2012 年 3 月底，公司下属子公司红豆股份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总额为 1.71 亿元的银行按揭担保，累计对外担保 1.71 亿元，担保比率 2.58%。

截至 2012 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额度为 119.22 亿元，尚未使用额度为

25.70 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 存续期内债券偿还能力分析

公司于 2011 年 4 月发行了 366 天短期融资券 7 亿元（“11 红豆 CP01”），目前已经到期兑付；2011 年 10 月发行了 366 天短期融资券 8 亿元（“11 红豆 CP02”）；2012 年 5 月发行了 3 年期的中期票据 4 亿元（“12 红豆 MTN01”）。

截至 2012 年 3 月底，公司现金类资产 27.99 亿元，为公司存续期内债券总额度的 2.33 倍；2011 年，公司经营活动产生的现金流入量为 192.51 亿元，是存续期内债券总额度的 16.04 倍。综合分析，公司现金类资产及经营活动现金流入量对公司存续期内债券总额度保障能力强。

另外，江苏信用再担保为“12 红豆 MTN01”提供无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，江苏信用再担保主体长期信用等级 AA⁺，整体担保实力较强，有效提升了“12 红豆 MTN01”的安全性。

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“11 红豆 CP02”的信用等级为 A-1，维持“12 红豆 MTN01”的信用等级为 AA⁺。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 3 月
流动资产：				
货币资金	195827.68	203517.48	3.93	239540.49
交易性金融资产				
应收票据	35449.29	40870.50	15.29	40316.35
应收账款	98462.18	127262.87	29.25	133713.28
预付款项	95190.85	67805.59	-28.77	79272.32
应收利息				
应收股利				
其他应收款	6259.51	14303.83	128.51	16405.74
买入返售金融资产				
存货	525164.76	751999.30	43.19	771024.32
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	956354.27	1205759.57	26.08	1280272.50
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	22980.03	54049.53	135.20	55049.53
投资性房地产	60696.31	59030.63	-2.74	61727.59
固定资产	263544.39	282488.51	7.19	293371.89
在建工程	67652.83	112225.10	65.88	103692.76
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	127873.18	103068.15	-19.40	104430.75
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	6427.17	6806.80	5.91	6299.99
递延所得税资产	1076.82	1627.55	51.14	1390.53
其他非流动资产				
非流动资产合计	550250.73	619296.27	12.55	625963.04
资产总计	1506605.00	1825055.84	21.14	1906235.54

附件 1-2 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	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 3 月
流动负债：				
短期借款	295399.92	375029.49	26.96	402136.63
交易性金融负债	80000.00	150000.00	87.50	150000.00
应付票据	156930.00	214339.82	36.58	245944.68
应付账款	35978.98	32895.63	-8.57	28581.81
预收款项	46776.03	36890.41	-21.13	42596.07
应付职工薪酬	5629.05	6295.26	11.84	5490.81
应交税费	2270.15	5100.87	124.69	6244.68
应付利息				
应付股利				
其他应付款	3316.47	3166.22	-4.53	3880.84
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	626300.60	823717.70	31.52	884875.52
非流动负债：				
长期借款	255009.51	304502.86	19.41	307202.86
应付债券	49792.83	49942.83	0.30	50732.83
长期应付款	2227.00	1468.00	-34.08	1465.00
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	307029.34	355913.69	15.92	359400.69
负债合计	933329.94	1179631.39	26.39	1244276.21
所有者权益（或股东权益）				
实收资本（或股本）	80000.00	80000.00		84200.00
资本公积	73980.22	61047.92	-17.48	61174.12
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	81883.94	88669.14	8.29	89225.95
一般风险准备		4133.26		4138.98
未分配利润	260476.14	330297.98	26.81	341190.53
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	496340.30	564148.30	13.66	579929.58
少数股东权益	76934.76	81276.15	5.64	82029.75
所有者权益合计	573275.06	645424.45	12.59	661959.33
负债和股东权益合计	1506605.00	1825055.84	21.14	1906235.54

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~3 月
一、营业总收入	1463554.12	1630220.30	11.39	389561.63
其中: 营业收入	1463554.12	1630220.30	11.39	389561.63
利息收入				
已赚保费				
手续费及佣金收入				
二、营业总成本	1379856.93	1533738.34	11.15	367169.28
其中: 营业成本	1259594.86	1400515.43	11.19	335875.83
营业税金及附加	16279.85	11191.69	-31.25	1884.66
销售费用	44354.07	52712.80	18.85	11660.20
管理费用	41254.92	46824.69	13.50	11913.46
财务费用	16377.21	19765.88	20.69	5829.41
资产减值损失	1996.02	2727.85	36.66	5.72
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)	2334.39	1189.56	-49.04	59.77
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)	86031.58	97671.52	13.53	22452.12
加: 营业外收入	11335.19	29539.51	160.60	2720.62
减: 营业外支出	2721.64	7470.43	174.48	810.62
其中: 非流动资产处置损失				
四、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	94645.13	119740.60	26.52	24362.12
减: 所得税费用	18677.47	26658.91	42.73	5154.61
五、净利润 (净亏损以“-”号填列)	75967.66	93081.69	22.53	19207.51
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	72193.50	88740.30	22.92	18453.91
少数股东损益	3774.16	4341.39	15.03	753.60

附件3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~3 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	1356898.81	1591085.19	17.26	390227.75
收到的税费返还	243543.70	272165.04	11.75	65368.76
收到的其他与经营活动有关的现金	21229.87	61817.66	191.18	28966.58
经营活动现金流入小计	1621672.38	1925067.89	18.71	484563.09
购买商品、接受劳务支付的现金	1416603.98	1637530.72	15.60	360916.55
支付给职工以及为职工支付的现金	56698.20	58647.09	3.44	17593.26
支付的各项税费	222714.09	151782.16	-31.85	63755.87
支付的其他与经营活动有关的现金	50841.05	62648.84	23.22	15895.11
经营活动现金流出小计	1746857.32	1910608.81	9.37	458160.79
经营活动产生的现金流量净额	-125184.94	14459.08		26402.30
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	.	.		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.49	379.03	10760.46	546.95
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	1189.56	-49.04	59.77
投资活动现金流入小计	2337.88	1568.59	-32.91	606.72
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	159134.50	116796.44	-26.61	8120.03
投资支付的现金	8905.84	31069.50	248.87	1000.00
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	168040.34	147865.94	-12.01	9120.03
投资活动产生的现金流量净额	-165702.46	-146297.35	11.71	-8513.31
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	358934.17	346361.39	-3.50	83397.19
发行债券收到的现金	80000.00	150000.00	87.50	
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	438934.17	496361.39	13.08	83397.19
偿还债务支付的现金	113526.50	297088.47	161.69	52803.05
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6098.04	59744.85	879.74	12460.12
支付其他与筹资活动有关的现金	19325.64		-100.00	
筹资活动现金流出小计	138950.18	356833.32	156.81	65263.17
筹资活动产生的现金流量净额	299983.99	139528.07	-53.49	18134.02
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	9096.59	7689.80	-15.47	36023.01
加: 期初现金及现金等价物余额	186731.09	195827.68	4.87	203517.48
六、期末现金及现金等价物余额	195827.68	203517.48	3.93	239540.49

附件 3-2 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	2010 年	2011 年	变动率 (%)
1、将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	75967.66	88740.30	16.81
加: 资产减值准备			
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	22955.18	21506.23	-6.31
无形资产摊销	7025.78	11402.24	62.29
长期待摊费用摊销	2952.91	5220.17	76.78
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)	-50.08	-379.03	-656.85
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)	16377.21	19765.88	20.69
投资损失(收益以“-”号填列)	-2334.39	-1189.56	49.04
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-562.74	-550.73	2.13
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)	-178000.74	-226834.54	-27.43
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-85365.80	-47179.43	44.73
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	15850.07	143957.55	808.25
其他			
经营活动产生的现金流量净额	-125184.94	14459.08	
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	195827.68	203517.48	3.93
减: 现金的期初余额	186731.09	195827.68	4.87
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	9096.59	7689.80	-15.47

附件 4 主要财务指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	9.38	7.41	--
存货周转次数(次)	2.89	2.19	--
总资产周转次数(次)	1.08	0.98	--
现金收入比(%)	92.71	97.60	100.17
盈利能力			
营业利润率(%)	12.82	13.40	13.30
总资本收益率(%)	6.67	6.60	--
净资产收益率(%)	13.25	14.42	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	34.71	35.45	35.10
全部债务资本化比率(%)	59.35	62.89	63.59
资产负债率(%)	61.95	64.64	65.27
偿债能力			
流动比率(%)	152.70	146.38	144.68
速动比率(%)	68.85	55.09	57.55
经营现金流动负债比(%)	-19.99	1.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.86	3.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.74	6.09	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.35	-0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-9.71	-2.83	--

附件 5 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	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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率	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: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

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，企业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 7 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