

跟踪评级公告

联合[2015] 1232 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持红豆集团有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“12红豆MTN2”、“12红豆MTN3”、“13红豆MTN1”和“15红豆MTN001”AA的信用等级。

特此公告。



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

红豆集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 红豆 MTN2	8 亿元	2012/9/20-2015/9/20	AA	AA
12 红豆 MTN3	4 亿元	2012/11/21-2017/11/21	AA	AA
13 红豆 MTN1	4 亿元	2013/3/13-2018/3/13	AA	AA
15 红豆 MTN001	5 亿元	2015/6/12-2018/6/12	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 10 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.86	35.70	46.47	47.29
资产总额(亿元)	205.18	247.59	261.68	269.03
所有者权益(亿元)	72.14	78.63	84.60	84.06
长期债务(亿元)	53.04	34.41	45.76	53.30
全部债务(亿元)	114.00	127.26	143.75	155.72
营业收入(亿元)	171.70	168.10	172.47	38.44
利润总额(亿元)	11.21	9.41	7.71	1.61
EBITDA(亿元)	17.97	19.91	18.80	--
经营性净现金流(亿元)	6.96	5.17	9.13	-2.38
营业利润率(%)	14.27	16.04	15.11	15.09
净资产收益率(%)	11.85	9.16	6.34	--
资产负债率(%)	64.84	68.67	67.67	68.76
全部债务资本化比率(%)	61.25	61.81	62.95	64.94
流动比率(%)	170.71	128.77	139.41	141.56
全部债务/EBITDA(倍)	6.34	6.39	7.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.46	3.76	3.17	--
经营现金流流动负债比(%)	8.72	3.84	6.96	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

杨学慧 王 慧

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

红豆集团有限公司（以下简称“公司”）作为中国纺织服装行业龙头企业，在行业地位、品牌和科研实力等方面具有综合优势。跟踪期内，公司服装业务板块收入规模稳步增长，橡胶轮胎产能和产量进一步扩大，红豆杉种植和紫杉醇板块市场前景良好。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整体竞争激烈，公司盈利能力有所下滑以及债务规模不断上升等因素对公司信用基本面的不利影响。

未来随着公司服装业务销售渠道的扩张、红豆杉产业的不断开拓，公司整体收益水平有望提升。

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“12 红豆MTN2”、“12 红豆MTN3”、“13 红豆MTN1”和“15 红豆MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 公司是中国大型服装生产企业之一，品牌优势明显、技术研发能力突出。
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. 2014 年 1 月，红豆杉业务主要经营主体江苏红豆杉生物科技股份有限公司在新三板挂牌上市，未来发展前景良好。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力好。

关注

1. 受全球经济增长缓慢，中国纺织服装行业竞争激烈、原材料及劳动力成本攀升等不利因素影响，服装行业经营压力较大。
2. 跟踪期内，公司轮胎产品价格下跌，整体盈利能力下滑。

3. 公司存货规模大，且以开发成本为主，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、评级人员与红豆集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于红豆集团有限公司主体长期信用及存续期内的“12 红豆 MTN2”、“12 红豆 MTN3”、“13 红豆 MTN1”和“15 红豆 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

红豆集团有限公司(以下简称“红豆集团”或“公司”)前身为成立于 1984 年的无锡县针织内衣厂,1988 年在无锡县针织内衣厂基础上组建了无锡市太湖针织制衣总厂,1992 年更名为江苏红豆针纺(集团)公司,注册资本 1784 万元,1993 年更名为江苏红豆集团公司,1995 年更名为红豆集团公司,2002 年 11 月,红豆集团公司正式改制为红豆集团有限公司,完成工商注册变更登记,由集体企业改为自然人控股的有限责任公司。从 2003 年 8 月开始,经过多次增资扩股及股权变更,截至 2015 年 3 月底,公司注册资本 100288.00 万元,股东全部为自然人,其中周耀庭出资 33000.00 万元,占比 32.91%,其余周海江等 43 位股东出资 67288.00 万元,占比 67.09%,周耀庭为公司实际控制人。

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

公司内设企管部、品牌文化部、财务部、资金部、战略发展部、行政部、人力资源部及服装事业部 8 个职能部门。截至 2015 年 3 月底,公司拥有全资及控股子公司 11 家,其中下属企业江苏红豆实业股份有限公司(以下简

称“红豆股份”,股票代码 600400,公司持股 48.57%)于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市。

截至 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 3 月底,公司(合并)资产总额 269.03 亿元,所有者权益合计为 84.06 亿元(其中少数股东权益 9.33 亿元);2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 38.44 亿元,利润总额 1.61 亿元。

公司注册地址:江苏省无锡市锡山区东港镇港下兴港路;法定代表人:周耀庭。

三、宏观经济和政策环境

2014 年,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,比上年增加 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增加 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860 亿元,比上年增加 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,比上年增加 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增加 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 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,运行质效稳中趋好,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。

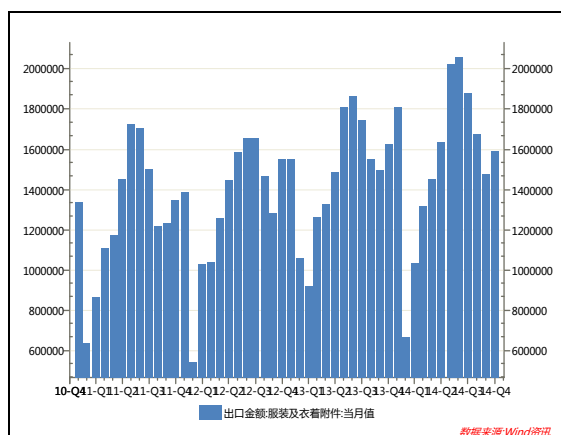
国家统计局数据显示，2014年1-12月，全年社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长11.95%，增速比上年回落1.15%。

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

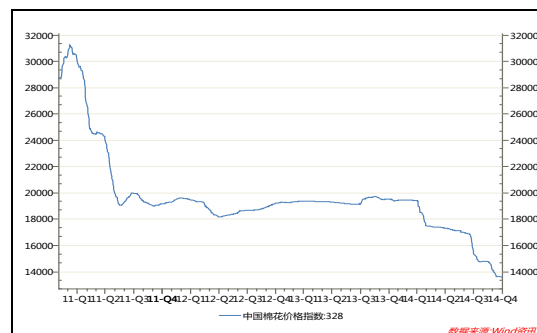
据海关总署公布的数据，2012年，纺织品服装累计出口2549.2亿美元，同比增长2.8%，其中服装出口增幅超过纺织品，服装出口1591.4亿美元，增长3.9%，纺织品出口957.8亿美元，仅增长1.2%。进入2013年后，纺织品服装出口贸易回暖，数据显示，2013年中国纺织品服装累计出口2840.7亿美元，同比增长11.4%。其中，纺织品出口1069.8亿美元，同比增长11.7%；服装及其附件出口1770.9亿美元，同比增长11.3%。与2011-2012年相比，纺织品和服装出口呈现逐步恢复势头，整体表现良好。2014年，全国纺织品服装累计出口2984.64

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%。

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13000元/吨。

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产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、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, 大众对中高档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。

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。

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。

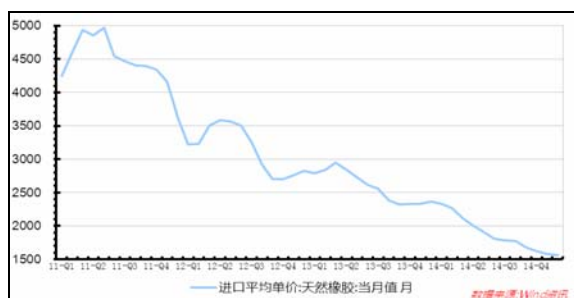
目前中国轮胎的年产量约占世界轮胎总产量的 1/4，中国已经成为全球最大的轮胎制

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。根据中国橡胶工业协会统计，2013 年，中国全钢轮胎累计产量 1.07 亿条，半钢胎 3.69 亿条。但从中国化工装备协会橡胶机械专业委员会统计，2013 年底，中国全钢胎生产能力达到 1.5 亿条以上，半钢胎生产能力达到 4.5 亿条以上，至 2014 年底，中国全钢胎生产能力将达到 1.65 亿条以上，半钢胎生产能力达到 6 亿条以上。

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。

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。原中国石化橡胶司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

公司的股东为周耀庭等 44 位自然人，其中，周耀庭出资 33000.00 万元，占比 32.91%，为公司第一大股东；周耀庭与股东周海江、周鸣江为父子关系，周耀庭与股东周海燕为父女关系，股东顾萃为周耀庭女儿之配偶，股东刘连红为周耀庭儿子周海江之配偶，周耀庭、周海江、周鸣江、周海燕、顾萃、刘连红合计出资 73886.00 万元，占比 73.67%。公司的实际控制人为周耀庭，其持有的公司股份不存在质押等限制用途情况。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以纺织服装为主业，以轮胎、房地产、生物制药等为辅，目前已形成多元化的产业经营格局。2014 年公司实现营业收入 172.47 亿

元，同比增长 2.60%，除了橡胶轮胎业务收入下降以外，主要业务板块均呈上涨趋势。其中，服装业务随着公司品牌商业模式的转型和加盟联营模式的不断推进，销售收入同比增长 2.11%；橡胶产品受原材料天然橡胶价格大幅下降、行业产能过剩以及下游需求不旺盛等因素影响，收入规模同比下滑 5.78%；同期，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。

从收入构成来看，服装业务是公司的核心业务，2014 年收入占营业收入比重为 63.06%，同比减少 0.44 个百分点；同期，公司其他板块中橡胶业务、房地产业务和生物医药业务收入占比分别为 20.31%、10.26%和 0.90%。

盈利能力方面，跟踪期内，公司综合毛利率为 16.38%，较上年减少 0.62 个百分点。其中，服装板块受原材料采购成本和人工成本上升影响，2014 年毛利率小幅下降至 14.47%；橡胶业务板块毛利率为 17.41%，较上年下降 0.06 个百分点；房地产业务板块毛利率同比下降 2.29 个百分点至 19.14%；生物医药板块占比小，2014 年毛利率为 51.50%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 38.44 亿元，为 2014 年全年收入的 22.29%，同比增长 3.14%；其中，服装板块实现收入 25.96 亿元，占 2014 年全年服装收入的 23.87%；橡胶轮胎业务实现收入 6.97 亿元，占 2014 年该业务板块收入的 19.90%。2015 年 1~3 月，公司综合毛利率为 16.07%，较 2014 年略有下滑；其中，橡胶行业受成品轮胎价格下滑以及公司一季度产销量下降影响，毛利率降至 11.94%。

表 1 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2013 年			2014 年			2015 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	106.51	63.50	15.18	108.76	63.06	14.47	25.96	67.53	15.39
橡胶行业	37.17	22.16	17.47	35.02	20.31	17.41	6.97	18.14	11.94

机械行业	1.60	0.95	16.80	-	-	-	-	-	-
房地产	13.59	8.10	21.43	17.69	10.26	19.14	2.83	7.36	25.35
生物医药	1.46	0.87	49.80	1.56	0.90	51.50	0.36	0.92	48.71
其他	7.77	4.42	26.30	9.44	5.47	23.70	2.33	6.05	19.77
合计	168.10	100.00	17.00	172.47	100.00	16.38	38.44	100.00	16.07

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

跟踪期内，公司积极调整产品结构，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以批发为主的销售渠道模式转向以自营和加盟店为主的销售模式。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1~3月，服装业务收入为25.96亿元，占2014年全年的23.87%。

采购方面，2014年公司向前五名服装原材料供应商采购的金额为4.64亿元，占服装业务

采购总额的9.47%，采购集中度较低。未来公司将在稳定现有供应渠道的基础上，继续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，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。

表2 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	14年占成本比重(%)	2013年	2014年	2015年1-3月	2013年	2014年	2015年1-3月
印花布(万米)(元/米)	15.79	9039	10259	2156	14.20	14.32	14.25
棉布(吨)(元/公斤)	11.15	43016	44125	9563	23.85	23.51	23.65
毛、绒(吨)(元/公斤)	7.95	2633	2857	625	259.00	259.00	260.00
纱线(吨)(元/公斤)	7.15	20612	20359	4725	32.98	32.65	32.72
棉花(吨)(元/吨)	0.23	1973	1375	271	16520.00	15300.00	13800.00
西服面料(万米)(元/米)	6.42	919	995	226	66.00	60.00	62.00
涤纶丝(吨)(元/吨)	3.19	31189	29384	6025	1.37	1.01	1.13
衬衫面料(万米)(元/米)	0.81	468	473	136	15.46	15.94	15.88

资料来源：公司提供

公司生产模式主要是以销定产，即通过订单确定生产规模，经营风险相对较小。截至2015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。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，跟踪期内，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，而原材料的成本、人力成本、各项支出增幅均超在逐年增加。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 3 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)
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 1-3 月	350	90.55	89.45	300	133.53	131.46	110	28.16	27.95	370	91.74	87.60
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)			
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	1690.2			
2015 年 1-3 月	2200	992.43	1020.81	700	128.12	119.84	800	408.59	397.48			

资料来源：公司提供

注：产能为公司自有产能部分，不足部分由外部协议单位解决。

面对服装行业的激烈竞争，公司加速转型升级，不断加快品牌连锁专卖网络体系建设，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。截至 2015 年 3 月底，公司在全国发展的红豆男装自营店 486 家、加盟店 1125 家；红豆居家自营店 254 家、加盟店 642 家。

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。

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。截至 2015 年 3 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。公司新增的 200 万套全钢子午线轮胎生产线于 2011 年 9 月开始试生产，目前产能正在逐步释放，全部释放后，全钢子午线轮胎产能将达到 400 万套。

表 4 近年公司主要轮胎原材料采购情况

主要原材料	采购量（吨）			采购价格（元/吨）		
名称	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
天然橡胶	72849.36	76891.75	14196.71	14835.32	11685.92	9623.89

钢帘线	36027.07	43521.49	1762.92	9847.28	9107.13	9903.01
炭黑	39508.38	42903.29	8707.60	5773.11	5979.56	5482.32

资料来源：公司提供

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，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 1-3 月平均市场价格为 1155 元/条，产量 58 万条，销量 49 万条，实现销售额 47041 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

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；但受行业产能过剩、供大于求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。

表 5 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）
2013 年	300	262	251	1532	328775	148563	18575
2014 年	325	301	276	1250	295188	185100	19318
2015 年 1-3 月	350	58	49	1155	47041	40323	3966
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）
2013 年	150	82	80	253	17243	112799	4193
2014 年	150	55	57	262	12823	99030	2447
2015 年 1-3 月	150	12	12	299	3126	27323	691
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）
2013 年	600	295	296	64	16208	0	0
2014 年	600	300	298	59	14942	0	0
2015 年 1-3 月	600	59	54	52	2787	0	0

资料来源：公司提供

4. 房地产板块

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 1~3 月，公司完成房产销售收入 2.83 亿元，占 2014 年全年的 16.00%。

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）。从土地储备情况看，截至 2015 年 3 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。

表 6 公司房产项目开发情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
房地产开发完成投资（万元）	109874.69	128430.07	147589.15	28759.55
房屋新开工面积（万平方米）	29.81	43.75	39.76	0.00
房屋竣工面积（万平方米）	6.05	26.31	33.34	0.00
房屋销售面积（万平方米）	5.76	14.04	19.20	4.32
销售收入（万元）	39683.43	135913.54	176870.41	28287.30
净利润（万元）	434.90	919.10	1076.39	203.70

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 7 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）	已交出让金（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

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 82.48%）为业务载体。

2014 年 1 月，经全国中小企业股份转让系统有限责任公司《关于同意江苏红豆杉生物科技股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函[2014]18 号）的批准，红豆杉公司股票在全国中小企业股份转让系统公开转让，正式在新三板挂牌（证券简称：红豆杉，代码：430383）。

跟踪期内，公司以红豆杉人工繁殖与培育为基础，着力发展红豆杉在绿化、制药及保健领域的产业化应用，充分发掘红豆杉的综合利用价值，形成了集红豆杉绿化、药用及保健功能产品为一体的综合产品开发体系，发展前景良好。截至 2014 年底，红豆杉公司资产总额为 6.73 亿元，所有者权益 4.39 亿元；2014 年红豆杉公司实现营业收入 1.56 亿元，利润总额 0.42 亿元。

6. 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。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 80 亿元。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 3 月底，公司主要在建项目已累计完成投资 6.96 亿元，2015 年 4~12 月及 2016 年预计分别投资 0.84 亿元和 1.13 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 8 截至 2015 年 3 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 3 月底累计投资（万元）	2015 年 4~12 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	39555.66	5933.20	9511.14	71.92%
科研大楼及辅房	27800.00	--	27800.00	23689.89	2280.82	1829.29	85.21%
职工集体宿舍	6500.00	--	6500.00	6351.23	148.77	--	97.71%
合计	89300.00	35200.00	54100.00	69596.78	8362.79	11340.43	--

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

“12红豆MTN2”募集资金额度为8亿元，其中4.5亿元补充流动资金，3.5亿元偿还银行贷款；“12红豆MTN3”募集资金额度4亿元，全部用于偿还银行贷款；“13红豆MTN1”募集资金额度4亿元，1亿元补充流动资金，3亿元偿还银行贷款；“15红豆MTN001”募集资金额度5亿元，4亿元用于偿还银行贷款，1亿元用于补充营运资金。截至目前所有中长期债券募集资金已全部按规定用途使用完毕。

九、财务分析

公司2014年财务报表已经江苏公证天业会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。2015年一季度财务报表未经审计。

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”。

从合并范围来看，2014年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3月底，公司（合并）资产总额 269.03亿元，所有者权益合计为84.06亿元（其

中少数股东权益9.33亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入38.44亿元，利润总额1.61亿元。

1. 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，2014年，公司实现营业收入172.47亿元，同比增长2.60%。同期营业成本144.21亿元，同比增长3.59%；由于营业成本增速高于营业收入增速，2014年公司营业利润率为15.11%，同比减少0.93个百分点。

2014年，公司期间费用18.72亿元，同比增长5.70%，期间费用占营业收入的比重为10.86%，占比略高。期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用分别占比36.05%、39.80%和24.16%，以销售和管理费用为主。总体来看，公司期间费用占营业收入的比重略高，对利润有一定侵蚀，需加强控制。

2014年公司营业利润为7.51亿元，同比下降18.28%；同期实现公司利润总额7.71亿元，同比下降18.07%。从盈利指标看，受利润规模下降及有息债务上升影响，2014年公司总资本收益率和净资产收益率均出现下滑，分别为4.95%和6.34%，较2013年减少1.12和2.82个百分点。

2015年1~3月，公司实现营业收入38.44亿元，同比增长3.14%；利润总额1.61亿元，同比下降16.58%；同期，公司营业利润率15.09%，盈利能力较2014年基本保持稳定。

总体看，跟踪期内公司收入规模小幅增长，利润水平有所下滑。

2. 现金流及保障

2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 172.27 亿元，较上年下降 2.42%，主要由于本年货款结算中应收票据增多所致；经营活动现金流入量为 175.86 亿元。同期经营活动现金流出量为 166.73 亿元，同比下降 5.63%，主要由于公司房地产板块新增土地储备放缓。2014 年公司经营活动现金流量净额为 9.13 亿元，较上年增长 76.60%；公司现金收入比为 99.89%，较上年下降 5.14 个百分点，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流出 9.99 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，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；投资活动现金流量净额表现为净流出，为-9.05 亿元。2014 年公司筹资前现金流量净额为 790.37 万元，经营活动基本满足投资活动的现金缺口。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入 108.38 亿元，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金；筹资活动现金流出 104.60 亿元，2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额 3.78 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 44.16 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 -2.38 亿元；投资活动现金流出 5.17 亿元，投资活动产生的现金流量净额-5.16 亿元；筹资活动现金流净额 7.73 亿元。同期，公司现金收入比为 111.65%，较 2014 年底增长 11.76 个百分点。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流入量小幅下降，收入实现质量一般；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。

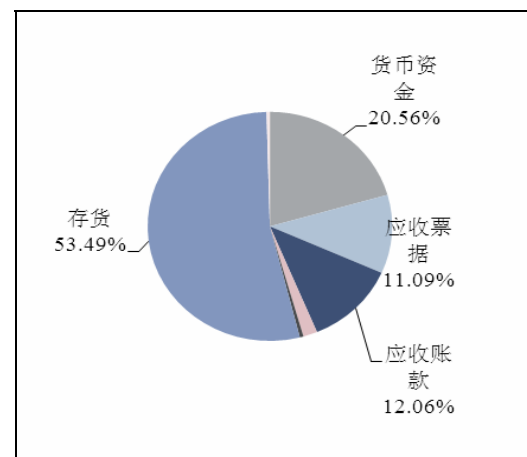
3. 资本及债务结构

资产

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

截至 2014 年底，公司流动资产为 183.00 亿元，主要由存货、货币资金、应收票据和应收账款构成。

图5 2014年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金为 37.63 亿元，同比增长 13.93%，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。

截至 2014 年底，公司应收票据为 20.29 亿元，同比增长 51.19%，主要由于客户在付款时增加了票据结算比例。

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，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%，计提充分。

截至 2014 年底，公司预付款项为 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。从账龄看，1 年以内的占预付款项余额的比重为 95.10%。

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加大，公司较高的存货存在一定的跌价风险。

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%）。

截至 2014 年底，公司固定资产为 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%。

截至 2014 年底，公司无形资产为 11.08 亿元，主要为土地使用权和商标使用权。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 269.03 亿元，较 2014 年底增长 2.81%，主要来自预付账款和可供出售金融资产等科目的增长。其中预付账款 4.49 亿元，较 2014 年底增长 31.67%；可供出售金融资产 19.21 亿元，较 2014 年底增长 30.90%，主要是增加对深圳力合创业投资有限公司的投资 4.09 亿元。从资产构

成来看，截至 2015 年 3 月底，公司流动资产占比 69.25%，非流动资产占比 30.75%，较 2014 年底变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，资产构成以流动资产为主，流动资产中存货占比高，公司整体资产质量一般。

所有者权益

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 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 9.33 亿元）合计 84.06 亿元，较 2014 年底基本保持稳定。

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

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%，公司负债以流动负债为主。

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。2014 年底，公司应付短期债券为 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。

截至 2014 年底，公司非流动负债 45.82 亿元，其中长期借款占比 38.01%，应付债券占比 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）。

债务负担方面，截至 2014 年底，公司全部债务 143.75 亿元，同比增长 12.96%，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 3 月底，公司全部债务合计 155.72 亿元，较 2014 年底增长 8.33%，其中短期债务占 65.77%，长期债务占 34.23%。

截至 2014 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.95% 和

35.10%，较上年底分别增加 1.14 个和 4.66 个百分点；资产负债率为 67.67%，较上年减少 1.00 个百分点。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 184.97 亿元，较 2014 年底增长 4.46%，主要由于公司发行 7 亿元定向工具导致应付债券增加所致。从结构来看，流动负债占 71.15%，非流动负债占 28.85%，较 2014 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司债务规模总量有所增长，债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014 年公司流动资产增速高于流动负债，流动比率和速动比率均有所上升，分别为 139.41%和 64.84%。2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率进一步上升至 141.56%和 67.06%。2014 年公司经营现金流动负债比为 6.96%，较上年上升 3.12 个百分点。考虑到流动资产中存货占比较重，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司实现 EBITDA18.80 亿元，同比下降 5.58%，同时受有息债务规模上升影响，公司 EBITDA 利息倍数小幅降至 3.17 倍，全部债务/EBITDA 倍数从上年的 6.39 倍升至 7.65 倍。整体看，跟踪期内公司 EBITDA 对全部债务及利息的保护能力较 2013 年有所下滑，保障能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保 86503.84 万元，全部为子公司无锡红豆置业有限公司和淮安红豆置业有限公司为购买镇江香江花城、无锡宜东苑、无锡市人民路九号等房屋的客户提供的银行按揭担保。公司担保比率为 10.29%，或有风险尚在可控范围内。

截至 2015 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额度为 138.51 亿元，尚未使用额度为 64.00 亿元，公司间接融资渠道畅通；子公司红豆股份为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10320205002879202），截至 2015 年 7 月 7 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。

6. 抗风险能力

公司是中国大型纺织服装生产企业之一，在规模、市场等方面具有优势，综合竞争实力强。基于对公司自身经营、财务风险等情况的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债能力

截至目前，公司存续期内的中长期债券包括“12红豆MTN2”、“12红豆MTN3”、“13红豆MTN1”和“15红豆MTN001”，合计21亿元。

2014年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为175.86亿元和9.13亿元，对存续期内待偿还中长期债券的覆盖倍数分别为8.37倍和0.43倍，公司经营活动现金流入量对待偿还中长期债券的保障能力好；2014年公司 EBITDA为18.80亿元，对存续期内待偿还中长期债券的覆盖倍数为0.90倍，保障程度一般。

“12红豆MTN2”发行额度为8亿元，于2015年9月20日到期。截至2014年底，公司现金类资产57.92亿元，剔除票据保证金后为46.47亿元，对“12红豆MTN2”的保障倍数为5.81倍；截至2015年3月底，公司现金类资产58.42亿元，剔除票据保证金后为47.29亿元，对“12红豆MTN2”的保障倍数为5.92倍，公司现金类资产对“12红豆MTN2”的保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流入量对待偿还中长期债券的覆盖程度好，现金类资产对一年内到期的“12红豆MTN2”保障能力强。

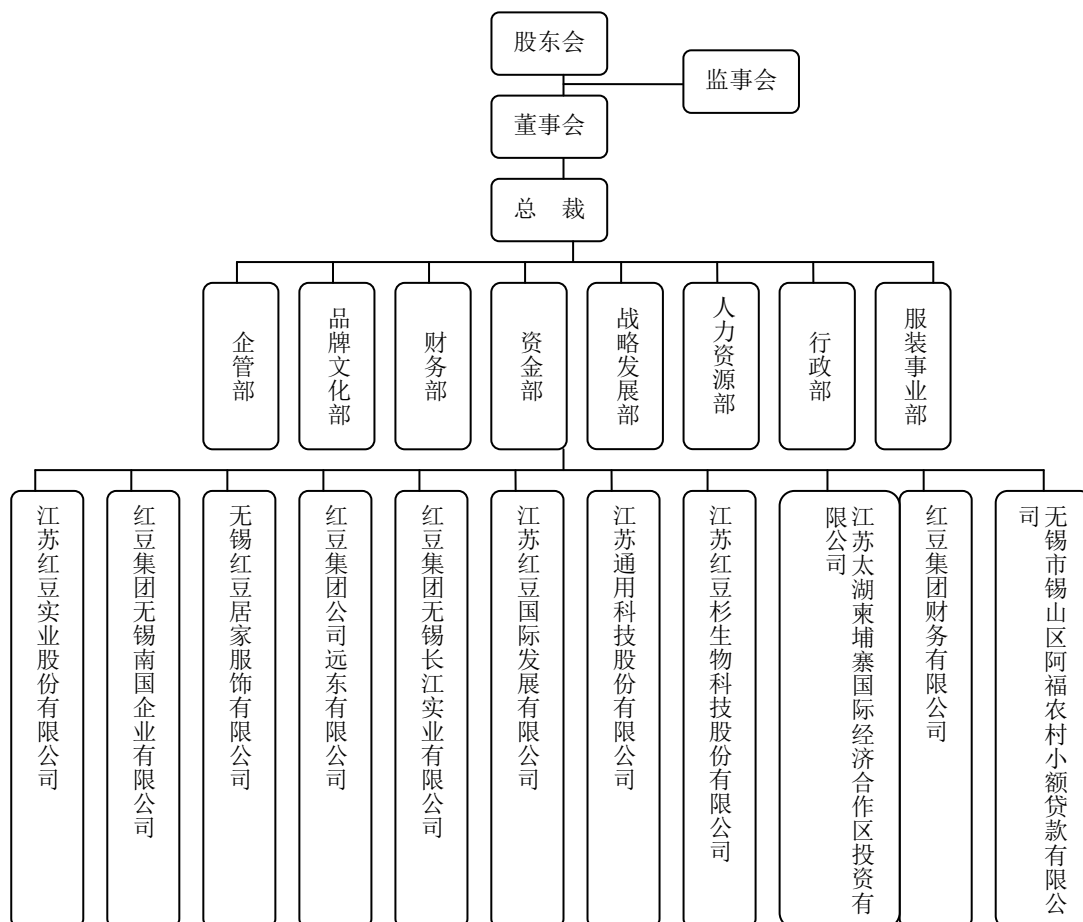
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信

用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12红豆MTN2”、“12红豆MTN3”、“13红豆MTN1”和15红豆MTN001”的信用等级为AA。

附件 1 公司股权结构及组织结构图

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



附件2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.86	35.70	46.47	47.29
资产总额(亿元)	205.18	247.59	261.68	269.03
所有者权益(亿元)	72.14	78.63	84.60	84.06
短期债务(亿元)	60.96	92.85	97.99	102.42
长期债务(亿元)	53.04	34.41	45.76	53.30
全部债务(亿元)	114.00	127.26	143.75	155.72
营业收入(亿元)	171.70	168.10	172.47	38.44
利润总额(亿元)	11.21	9.41	7.71	1.61
EBITDA(亿元)	17.97	19.91	18.80	--
经营性净现金流(亿元)	6.96	5.17	9.13	-2.38
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	111.65
营业利润率(%)	14.27	16.04	15.11	15.09
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	38.80
全部债务资本化比率(%)	61.25	61.81	62.95	64.94
资产负债率(%)	64.84	68.67	67.67	68.76
流动比率(%)	170.71	128.77	139.41	141.56
速动比率(%)	64.61	55.32	64.84	67.06
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	--

注：2015年一季度财务报表未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。