

信用等级公告

联合[2016] 1902 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 年度第四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 年度第四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

二零一六年八月二日

评级业务专用章

1101030046109

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：（010）85679696

传真：（010）85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

红豆集团有限公司

2016 年度第四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: 5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息到期一次性还本

发行目的: 全部用于归还银行借款

评级时间: 2016 年 8 月 2 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	247.59	261.68	299.78	308.26
所有者权益(亿元)	78.63	84.60	99.15	102.91
长期债务(亿元)	34.41	45.76	67.89	65.38
全部债务(亿元)	127.26	143.75	166.42	143.84
营业收入(亿元)	168.10	172.47	168.42	38.64
利润总额(亿元)	9.41	7.71	7.19	1.85
EBITDA(亿元)	19.91	18.80	19.93	--
经营性净现金流(亿元)	5.17	9.13	12.56	0.41
营业利润率(%)	16.04	15.11	15.81	15.44
净资产收益率(%)	9.16	6.34	4.84	--
资产负债率(%)	68.24	67.67	66.93	66.62
全部债务资本化比率(%)	61.81	62.95	62.67	58.29
流动比率(%)	129.92	139.41	150.53	148.18
全部债务/EBITDA(倍)	6.39	7.65	8.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	3.17	2.73	--
EBITDA/本期发债额(倍)	3.98	3.76	3.99	--

注: 1. 2016 年一季度财务数据未经审计; 2. 现金类资产已剔除受限货币资金; 3. 所有者权益中永续中票 5 亿元“15 红豆 MTN001”和 5 亿元“16 红豆 MTN001”未计入全部债务。

分析师

方 晓 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

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,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。

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. 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。
3. 公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

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. 公司债务负担较重，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 年度第四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2016年3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2016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2015年底，公司（合并）资产总额299.78亿元，所有者权益合计99.15亿元（其中少数股东权益18.66亿元）；2015年公司实现营业收入168.42亿元，利润总额7.19亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额308.26亿元，所有者权益合计为102.91亿元（其中少数股东权益18.71亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入38.64亿元，利润总额1.85亿元。

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

公司分别于2016年3月和2016年4月发行“16 红豆 MTN001”5亿元和“16 红豆 MTN002”6亿元，并计划发行2016年第三期中期票据5亿元。

公司拟于2016年注册15亿元中期票据，本期计划发行2016年第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”）5亿元，期限为3年。本期中期票据按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集的资金全部用于偿还银行贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采

购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构

合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016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，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 服装行业

行业概况

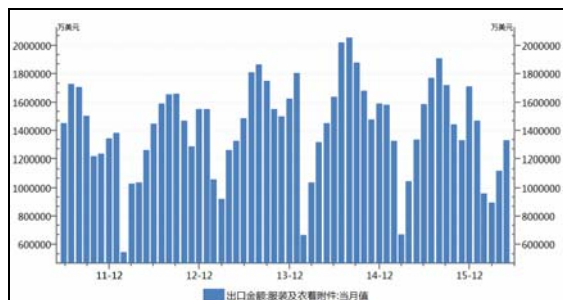
纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，2001年中国加入WTO后，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国纺织服装工业发展迅速。但自2005年7月人民币汇率定价机制改革实施以来，由于人民币升值导致出口竞争力的减弱，中国纺织服装行业增速明显放缓。

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。

图1 2011-2016年5月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%。

据国家统计局数据，2015 年 1~12 月，规模以上纺织企业工业增加值同比增长 6.3%，比上年同期回落 0.7 个百分点。其中纺织业，服装服饰行业，化学纤维行业增加值同比分别增长 7.0%、4.4%和 11.2%。2015 年 1~12 月纺织行业规模以上企业累计实现主营业务收入 70713 亿元，同比增长 5.0%；实现利润总额 3860 亿元，同比增长 5.4%；企业亏损面 11.4%，比上年低 0.1 个百分点，亏损企业亏损总额同比下降 4.6%。2015 年 1~12 月，全国出口纺织品服装 2911 亿美元，同比下降 4.8%。其中全国纺织品出口 1153 亿美元，同比下降 2.3%，服

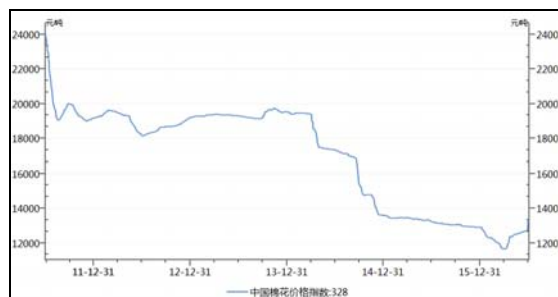
装出口 1759 亿美元，同比下降 6.4%。其中，对美国出口额同比增长 6.7%，对欧盟出口额同比下降 9.3%，对日本出口额同比下降 11.6%，对东盟出口额同比下降 0.8%。2015 年 1~12 月，全国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额为 13484 亿元，同比增长 9.8%。

2015 年，全国纺织品服装累计贸易额 3095.1 亿美元，下降 4.8%，其中出口 2839 亿美元，下降 4.9%，进口 256.1 亿美元，下降 3.5%。累计贸易顺差 2582.9 亿美元，下降 5%。2015 年，占全国纺织品服装出口额 61%的服装出口下降 6.4%，其中针织、梭织服装合计出口量下降 6.2%。价格相对低的针织服装成为下降主因，出口量下降 11.4%，梭织服装仍保持 2.6%的增长。纺织品出口下降 2.4%，其中仅面料保持 0.7%的小幅增长，纱线和制成品分别下降 8.8%和 4.2%，制成品中，家用纺织品下降 9.8%。2015 年，全国纺织品服装进口再现下降，且降幅超过 2014 年，主要是由纺织品下降所致。纺织品进口下降 6.4%，其中纱线、面料和制成品分别下降 0.2%、12.2%和 9.7%，面料下降最快。服装进口增长 6%，其中针织、梭织服装合计进口量增长 11%，毛皮革服装增长 35.2%。

原材料供应

图2 近年以来棉花 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，棉花 328 价格指数已经跌至约 13600 元/吨。2015 年全年延续了棉花下跌趋势，截至 2015 年 12 月 31 日，棉花 328 指数已经跌至 12922 元/吨。2016 年以来，棉花 328 价格指数呈现 V 字形走势，与 2016 年 3 月 23 日跌至历史低点 11682 元/吨，此后至 2016 年 6 月，价格反弹至 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产权保护 and 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。

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，中国橡胶工业协会轮胎分会对 42 家主要轮胎企业统计数据显示，完成销售收入 1376.3 亿元，同比下降 13.35%；轮胎总产量 3.35 亿条，下降 5.6%，其中子午线轮胎 3.183 亿条，子午化率 90.17%，同比基本持平。全钢胎总产量 8250 万条，下降 6.67%；半钢胎总产量 2.358 亿条，下降 4.52%。在产品出口方面，出口量 1.546 亿条，下降 8.72%；出口交货值 554.8 亿美元，下降 15.81%。两项出口指标“双降”在全国轮胎行业首次发生。出口量占轮胎总量的 43.8%，出口交货值占总销售收入的 36.1%，全国轮胎出口比重相对较大。42 家轮胎企业存货值高达 157.4 亿元，下降 7.97%，占总销售收入的 10.2%。考虑轮胎价格下降因素，估算轮胎库存量同比相当。现在大多企业库存量达到企业一个多月产量。轮胎最高库存时期是六七月份，8 月份后库存增长的拐点出现。

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

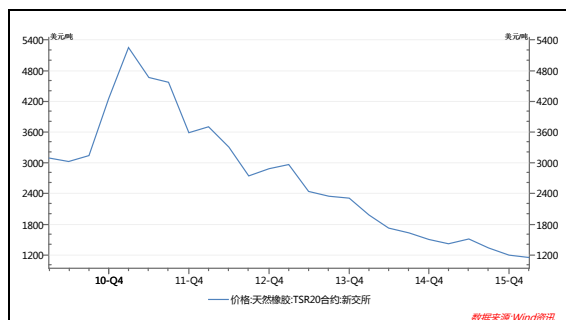
带动载重子午胎行业的持续增长。

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超过 2008 年金融危机前的高点，2010 年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。参照 TSR20 合约（新交所）的天然橡胶价格，2011 年第一季度进口天然橡胶价格已达到 5251 美元/吨的峰值，后又急转直下，总体呈现逐级下跌态势，2015 年四季度已经达到 1199 美元/吨的水平。2016 年以来，天然橡胶价格持续波动下降到约 1152 美元/吨。

图 3 2010-2015 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

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胎，淘汰落后的斜胶轮胎产品。财政部、国家税务总局对子午胎生产免征消费税。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。

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轮胎征收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

无锡地处中国经济最发达的长江三角洲，东邻苏州，距上海128公里，西接省会南京183公里，南邻太湖，北依长江，是中国华东地区连接南北、沟通东西的区域性交通枢纽，公路、铁路、水运、航空网络纵横交错、四通发达。

无锡市经济基础较好，地区生产总值在江苏省 13 个市中位列第三。2015 年，全市实现地区生产总值 8518.26 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.1%。其中，第一、二、三产业增加值分别为 137.72 亿元、4197.43 亿元、4183.11 亿元。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。

2015 年，无锡市固定资产投资小幅增长，全年固定资产投资完成 4901.19 亿元，比上年增长 7.0%。分产业投向：第一产业投资 10.21 亿元，比上年下降 22.7%，第二产业投资 1976.53 亿元，比上年增长 13.2%，第三产业投资 2914.45 亿元，比上年增长 1.4%。

2015 年，无锡市全年房地产业实现增加值 405.95 亿元，比上年增长 7.5%，商品房销售有所回升。完成房地产开发投资 991.66 亿元，比上年下降 21.9%，商品房施工面积为 6589.02 万平方米，比上年下降 3.5%，竣工面积 1180.03 万平方米，比上年增长 23.1%。全年商品房销售面积 986.91 万平方米，比上年增长 14.4%，商品房销售额 776.32 亿元，比上年增长 19.2%。

财政收入稳步提高。全年一般公共预算收入 830 亿元，比上年增长 8.1%。财政支出结构继续调整。一般公共预算支出 820.85 亿元，比上年增长 9.7%。

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 2016 年 3 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。在中国企业联合会公布的“2015 年度中国企业 500 强”排名中，公司位居第 268 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 2015 年中国服装行业销售收入百强企业排名中，红豆集团名列第三位。2015 年红豆集团被中国企业联合会、中国企业家协会等授予“全国企业文化示范基地”单位。

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。公司引进的悬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1 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提取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取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	铂类抗肿瘤新药米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。

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。

2013~2015 年，公司服装板块收入和毛利率水平保持较稳定；轮胎板块受行业下行影响，产品价格和收入均有所下降。2015 年，公司实现营业收入 168.13 亿元，同比下降 2.52%，主要来自于轮胎板块和房地产板块的下降。其中，公司服装业务板块保持主导地位，在营业收入中占比高，2015 年为 65.93%；由于服装板块随着连锁专卖体系的逐步转型成功，2015 年服装板块毛利率为 15.51%，较上年增加 1.04 个百分点。公司轮胎板块在营业收入中比重持续下降，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，2015 年轮胎板块毛利率小幅下降至 17.06%。生物医药板块占比较小，但毛利率水平高，2015 年毛利率为 53.18%；公司房地产板块以稳健经营为原则，放缓扩张速度，2015 年公司房地产板块实现收入 13.21 亿元，较 2014 年下降 25.33%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 38.55 亿元，占 2015 年全年的 22.93%。从板块构成来看，纺织服装业务保持平稳向好发展态势，仍是公司收入最高的板块，占比为 70.61%；橡胶轮胎板块实现收入 6.78 亿元，占 2015 年全

年的 21.09%，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，2016 年 1~3 月，公司综合毛利率 15.79%；其中，除服装板块毛利率 16.10%，较 2015 年小幅提升以外，其他板块毛利率都不同程度下降。

表 2 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			2016 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	收入	占比	毛利率
服装板块	106.51	63.50	15.18	108.76	63.06	14.47	110.85	65.93	15.51	27.22	70.61	16.10
轮胎板块	37.17	22.16	17.47	35.02	20.31	17.41	32.15	19.12	17.06	6.78	17.59	11.65
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	13.21	7.86	17.20	1.12	2.90	17.15
生物医药	1.46	0.87	49.80	1.56	0.90	51.50	1.47	0.87	53.18	0.32	0.84	48.40
其他	7.77	4.42	26.30	9.44	5.47	23.70	10.46	6.22	22.78	3.11	8.06	18.27
合计	168.10	100.00	17.00	172.47	100.00	16.38	168.13	100.00	16.72	38.55	100.00	15.79

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

近三年，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、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。2015 年，公司服装板块实现收入 110.85 亿元，较上年增长 1.92%。2016 年 1~3 月，服装业务收入为 27.22 亿元，占 2015 年全年的 24.56%。

采购方面，印花布和棉布占总成本比重较大，2015 年分别为 15.44%和 10.61%；从采购

量来看，2015 年，棉布、纱线和涤纶丝采购量较大；从采购均价来看，毛、绒均价较高。整体看，2015 年公司采购结构、采购价格均较 2014 年变动较小。2016 年 1-3 月，采购均价较 2015 年均有所增长。

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。

表 3 公司纺织服装业务原材料供应情况

主要原材料		采购量				采购均价			
名称	2015 年占成本比重 (%)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
印花布(万米)(元/米)	15.44	9039	10259	10110	2283	14.20	14.32	14.30	14.50
棉布(吨)(元/公斤)	10.61	43016	44125	43950	9662	23.85	23.51	22.61	23.00
毛、绒(吨)(元/公斤)	7.87	2633	2857	2847	630	259.00	259.00	259.00	260.00
纱线(吨)(元/公斤)	6.24	20612	20359	20150	4986	32.98	32.65	29.00	30.00

西服面料(万米)(元/米)	5.86	919	995	922	222	66.00	60.00	59.57	61.45
涤纶丝(吨)(万元/吨)	3.57	31189	29384	29626	6058	1.37	1.01	1.13	1.13
衬衫面料(万米)(元/米)	0.88	468	473	468	144	15.46	15.94	17.51	20.79

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。

从产销方面，近三年公司产销量稳步增长，2015 年主要产品产销率均保持在 98%以上。公

司产品种类较多，各产品由于原材料价格小幅波动、人力成本上升等综合因素，价格走势略有波动，整体变动不大。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，近三年涨价幅度较大，主要是广告投入较前几年有所增加，同时人力成本、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 4 近年公司服装产品产能和产销量

产品	衬衫			西裤			西服			羽绒服		
	产能 (万件)	产量(万件)	销量 (万件)	产能 (万件)	产量 (万件)	销量 (万件)	产能 (万套)	产量(万套)	销量(万套)	产能 (万件)	产量 (万件)	销量 (万件)
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	350	311.71	308.19	300	527.80	525.80	110	130.51	130.17	370	356.45	351.60
2016 年 1-3 月	350	96.01	94.8	300	127.32	125.43	110	30.90	30.71	370	99.04	97.32
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	1690.20			
2015 年	2200	4913.70	4883.23	700	1394.24	1385.18	800	1741.58	1725.21			
2016 年 1-3 月	2200	1006.43	1039.04	700	581.82	579.96	800	380.47	374.19			

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。

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 2016 年 3 月底，公司拥有红豆男装自营店 283 家、加盟店 1289 家；红豆居家（含家纺）自营店 221 家、加盟店 706 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。2015 年，公司服装出口总额为 12560.74 万美元，占服装板块总销售额的比重在 10%以内。2016 年 1~3 月，公司服装出口总额合计 2097.23 万美元，主要出口国为美国和日本。

总体看，跟踪期内公司服装业稳步发展，主导产品竞争力强，品牌知名度高，未来随着销售网络的不断完善，公司将逐步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。

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。

表 5 近年公司主要轮胎原材料采购情况

主要原材料	采购量（吨）				采购价格（元/吨）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
天然橡胶	72849.36	76891.75	81391.62	16166.4	14835.32	11685.92	9591.9	8276.87
钢帘线	36027.07	43521.49	32643.34	5506.69	9847.28	9107.13	7375.1	6344.51
炭黑	39508.38	42903.29	43688.55	8993.25	5773.11	5979.56	5150.41	4267.88

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 2016 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，2015 年平均市场价格为 1071.19 元/条，产量 315 万条，

销量 297 万条，实现销售额 272145 万元；2016 年 1-3 月平均市场价格为 987.35 元/条，产量 73.03 万条，销量 54.59 万条，实现销售额 46068 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。

公司轮胎产品主要是内销为主（2016 年一季度市场分布为：替换市场占 91.78%，配套市场占 0.50%，出口市场占 7.72%）。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 6 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	350	315	297	1071.79	272145	158204	14801
2016 年 1-3 月	350	73.03	54.59	987.35	46068	48211	4153
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	150	56	52	263.72	11699	111429	2233
2016 年 1-3 月	150	11.04	10.85	273.14	2533	25251	547
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	600	289	290	51.46	12794	525050	1974
2016 年 1-3 月	600	58	54	52.72	2433	10	445

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。

2015 年，公司房地产板块实现收入 13.21 亿元，同比下降 25.33%，主要系房地产市场行业周期性波动，公司本年房地产交付业务量减少，致使公司本年房地产销售收入有所下降。

2016 年 1~3 月, 公司完成房产销售收入 1.12 亿元, 占 2015 年全年的 8.48%。

表 7 公司房产项目开发情况

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
房地产开发完成投资 (万元)	128430.07	147589.15	114850.18	22358.56
房屋新开工面积 (万平方米)	43.75	39.76	12.08	0
房屋竣工面积 (万平方米)	26.31	33.34	31.35	0
房屋销售面积 (万平方米)	14.04	19.20	19.40	1.66
销售收入 (万元)	135913.54	176870.41	132149	11172.57
净利润 (万元)	919.10	1076.39	-4970	447.57

资料来源: 公司提供

表 8 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 2016 年 3 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 2016 年 3 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)	2013.6-2016.12	168315	117911	138315	30000	156642	住宅: 12000 商业: 28000	56492	207527
香江花城五期	2013.10-2016.10	18413	8415	18413	--	28745	商业: 12000 公寓: 6500 公寓: 7000	5887	11613
红豆国际商务城	2009.12-2018.6	258150	132112	158150	100000	733826	住宅: 4000 商业: 7000	1175.60	301000
锡东新城项目 B (香江豪庭项目)	2013.4-2017.6	75000	39549	47000	28000	165651	住宅: 6500 商业: 16500	2063.53	91381
红豆美墅三期	2014.7-2018.6	128000	65397	98000	30000	300000	住宅: 8650	10456.65	146000
万花城市广场(镇政府)	2014.10-2017.3	66850	43521	36850	30000	156858	住宅: 6000 商业: 15000	39730	50000
锡东红豆财富广场项目 (A 栋)	2015.7-2017.10	65000	17213	45000	20000	105904	办公: 9000 商业: 15000	0	77738
合计		779728	424118	541728	238000	1647626	--	115804.78	885259

资料来源: 公司提供

表 9 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

从土地储备情况看，截至 2016 年 3 月底，公司土地储备累计 27853 平方米，未来公司会根据实际情况谨慎储备土地。

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。

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、美容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，形成了红豆杉绿化、药用级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 2015 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；2015 年红豆杉公司实现营业收入 1.56 亿元，净利润 0.42 亿元。截至 2016 年 3 月底，红豆杉盆景实现销售收入 1990 万元，生物制药实现销售 3223 万元。

截至 2016 年 3 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 52 家，制剂药则采用代理销售模式，全国代理商、区域代理商共 38 家。截至 2016 年 3 月底，公司建有 27 万平方米的培育大棚，拥有盆景 50 万盆。目前在全国开设了 80 家红豆杉盆景专卖店。

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

2013~2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数平均值分别为 4.74 次、1.47 次和 0.67 次。2015 年，分别为 3.97 次、1.44 次和 0.60 次，较 2014 年均略有下降。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 2016 年 3 月底，公司主要在建项目已累计完成投资 10.35 亿元，2016 年 4~12 月及 2017 年预计分别投资 1.99 亿元和 0.53 亿元。

2015 年，公司新增两项光伏投资建设项目，其中，沛县 20 兆瓦光伏电站项目位于江苏省徐州沛县胡寨镇刘岭村，项目新建 20MW 光伏电站，全部采用固定式支架安装，用地约 540 亩。计划总投资额 14612 万元，截至 2016 年 3 月底已累计投资 14398.33 万元。台州 20 兆瓦光伏电站项目位于浙江省台州市玉环县漩门三期，项目新建发电容量为 20MW，其中包括 16 个发电单元，采用 21°固定倾角安装，用地约 450 亩。计划投资 15063 万元，截至 2016 年 3 月底，已投资 14926.99 万元。两个光伏项目均预计于 2016 年完成投资建设。

整体看，公司未来综合投资规模仍较大，

在继续保持主业优势的前提下，平行发展轮胎、化产业结构。
 房地产、生物制药等产业，分散经营风险，优

表 10 截至 2016 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 2016 年 3 月底累计投资	2016 年 4~12 月拟投资	2017 年拟投资	项目进度
		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	46051.07	8948.93	--	83.73%
科研大楼及辅房	27800.00	--	27800.00	26009.89	1790.11	--	93.56%
600 万条摩托车胎及力车胎项目	16198.00	10000.00	6198.00	2089.00	8783.00	5326.00	12.9%
台州 20 兆瓦光伏电站	15063.00	10804.00	4259.00	14926.99	136.01	--	99.1%
沛县 20 兆瓦光伏电站	14612.00	12000.00	2612.00	14398.33	213.67	--	98.54%
合计	128673.00	68004.00	60669.00	103475.28	19871.72	5326.00	--

资料来源：公司提供

8. 重大事项

红豆股份非公开发行股票

公司子公司红豆股份于 2014 年 11 月 3 日召开的第六届董事会第八次会议、2014 年 11 月 21 日召开的 2014 年第五次临时股东大会，逐项表决通过了《关于公司符合非公开发行股票条件的议案》、《关于公司本次非公开发行股票方案的议案》、《关于公司本次非公开发行 A 股股票预案的议案》、《关于<江苏红豆实业股份有限公司关于非公开发行股票募集资金运用的可行性报告>的议案》、《关于提请公司股东大会授权公司董事会全权办理本次非公开发行相关事宜的议案》等议案。于 2015 年 6 月通过中国证监会审核，根据 2015 年 7 月由江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）会计师事务所出具的，截至 2015 年 7 月 22 日，红豆股份非公开发行普通股 151450674 股，募集资金总额为 782999984.58 元，扣除各项发行费用 11187625.66 元，实际募集资金净额为 771812358.92 元。

2015 年 11 月，红豆股份于 2015 年 11 月 20 日、2015 年 12 月 8 日分别召开第六届董事会第十九次会议、2015 年第六次临时股东大会，审议通过了《关于公司本次非公开发行股票方案的议案》等相关议案。根据红豆股份于 2016 年 7 月 16 日公布的《江苏红豆实业股份有限公司关于非公开发行股票申请获得中国证监会核

准批复的公告》，红豆股份已于 2016 年 7 月 15 日通过证监会核准批复。本次非公开发行拟募集资金总额不超过 18.10 亿元，发行数量不超过 2.22 亿股。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 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。2016 年一季报未经审计。

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 2015 年底，公司（合并）资产总额 299.78 亿元，所有者权益合计 99.15 亿元（其中少数股东权益 18.66 亿元）；2015 年公司实现营业收入 168.42 亿元，利润总额 7.19 亿元。

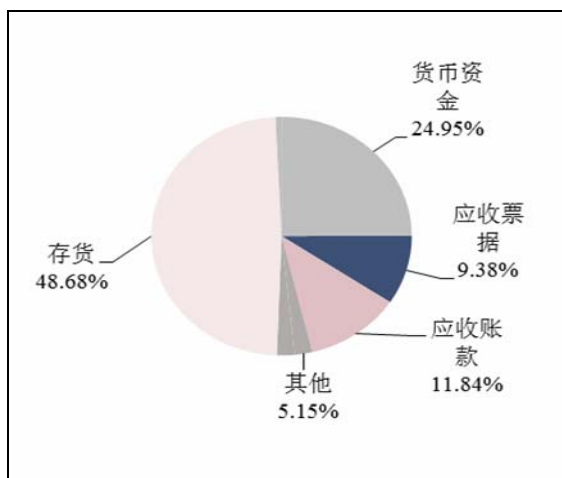
截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 308.26 亿元，所有者权益合计为 102.91 亿元（其中少数股东权益 18.71 亿元）；2016 年 1~3

月，公司实现营业总收入 38.64 亿元，利润总额 1.85 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 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 10.04%。截至 2015 年底，公司资产总额 299.78 亿元，其中流动资产占 66.61%，非流动资产占比 33.39%，公司资产以流动资产为主。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司流动资产稳定增长，年复合增速为 6.91%。截至 2015 年底，公司流动资产为 199.69 亿元，同比增长 9.12%，主要由货币资金(占 24.95%)、应收票据(占 9.38%)、应收账款(占 11.84%)和存货(占 48.68%)构成。

2013~2015 年，公司货币资金规模增长较快，年均增长 22.81%。截至 2015 年底，公司货币资金为 49.82 亿元，同比增长 32.41%，其中银行存款占 71.79%，其他货币资金占 28.13%，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。

2013~2015 年，公司应收票据波动增长，年复合增长率为 18.18%。截至 2015 年底，公司应收票据为 18.74 亿元，同比下降 7.65%，主要由于公司在收取货款方面减少了银行承兑的收取所致。

2013~2015 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，使得公司应收账款整体呈增长趋势，年均增长 2.98%。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额为 23.65 亿元，账龄在 1 年以内的占 89.92%，1-2 年的占 8.29%，2-3 年的占 1.21%，3 年以上的占 0.57%，账龄较短。应收账款前 5 名客户欠款占应收账款期末余额的 2.16%，集中度低。公司共计提坏账准备 1.50 亿元，占应收账款账面余额的 5.96%。

2013~2015 年，公司预付账款年均增长 4.44%，截至 2015 年底，公司预付款项为 4.41 亿元，同比增长 29.19%，主要系为了发展业务增加了部分对供应商的预付款项所致。预付款项前五名客户占预付款项期末余额合计的 14.71%，集中度一般。

2013~2015 年，公司存货略有下降，年均复合下降 0.78%。截至 2015 年底，公司存货账面余额为 97.22 亿元，以开发成本(占比 41.98%)、开发产品(占比 13.85%)、库存商品(占比 34.96%)为主。2015 年公司共对原材料、在产品 and 库存商品计提跌价准备 0.76 亿元。

截至 2015 年底，公司其他应收款较 2014 年底大幅增长，为 4.39 亿元，主要系公司 2015 年增加了上海勇权投资管理有限公司 1.47 亿元往来款，深圳鼎晟合泰投资咨询合伙企业 1.12 亿元往来款和贵州红桥服饰有限公司 0.25 亿元往来款。

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年复合增长率为 17.18%。截至 2015 年底，公司非流动资产 100.08 亿元，同比增长 27.20%，主要由可供出售金融资产(占 27.66%)、固定资产(占 39.00%)和无形资产(占 10.69%)构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 27.68 亿元，同比增长 88.69%，主要系增加对银行、保险公司等金融类企业的投资，其中期末投资金额前五位的有：对中国民生投资股份有限公司投资 10.34 亿元(持股 2.00%)、利

安人寿保险股份有限公司投资 3.19 亿元（持股 9.37%）、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%）和力合科创集团有限公司 3.00 亿元（持股 9.79%）。

2013~2015 年，公司长期股权投资大幅下降，年均下降 53.83%，主要是由于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。

2013~2015 年，公司固定资产基本保持稳定，截至 2015 年底，公司固定资产为 39.04 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 27.34 亿元，未计提减值准备。

2013~2015 年，公司在建工程年均增长 13.83%，截至 2015 年底为 8.34 亿元，主要是西港基础建设工程、沛县 20 兆瓦光伏电站和台州 20 兆瓦光伏电站项目。

2013~2015 年，公司无形资产保持相对稳定，截至 2015 年底，公司无形资产为 10.70 亿元，主要为土地使用权和商标使用权。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 308.26 亿元，较 2015 年底增长 2.83%，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 53.75 亿元，较 2015 年底增长 7.88%，其中受限货币资金 14.01 亿元；可供出售金融资产 28.38 亿元，较 2015 年底增长 2.50%。从资产构成来看，截至 2016 年 3 月底，公司流动资产占 67.26%，非流动资产占 32.74%，较 2015 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

2013~2015 年，公司所有者权益（含少数股东权益）年均增长 12.27%。截至 2015 年底，公司所有者权益为（含少数股东权益 18.66 亿

元）合计 99.15 亿元。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 13.60%、资本公积占 5.63%，未分配利润占 72.35%。截至 2015 年底，公司少数股东权益 18.66 亿元，同比增长 101.83%，主要系红豆实业股份定向增发、南国控股公司增资和集团转让了部分红豆杉生物科技的股权所致。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 18.71 亿元）合计 102.91 亿元，较 2015 年底增长 3.79%，主要系其他权益工具和少数股东权益增长所致。公司于 2016 年 3 月发行 5 亿元“16 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。

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

2013~2015 年，公司负债总额增长较快，年均增长 8.97%。截至 2015 年底，公司负债合计 200.63 亿元，其中流动负债占 66.12%，非流动负债占 33.88%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债略有下降，年均复合下降 0.67%。截至 2015 年底，公司流动负债 132.66 亿元，以短期借款（占 28.08%）、应付票据（占 14.76%）、应付账款（占 12.05%）、一年内到期的非流动负债（占 8.44%）和短期融资券（占 22.99%）为主。

2013~2015 年，公司应付短期债券年均增长 8.31%，截至 2015 年底，公司短期融资券为 30.50 亿元，同比增长 17.31%，主要系公司于 2015 年发行的四期短期融资券和两期超短期融资券所致。

近三年，公司应付票据快速增长，年均增长 23.54%，主要是公司增加了票据结算所致，截至 2015 年底为 19.59 亿元，主要是银行承兑汇票。

2013~2015 年，公司应付账款年均复合下降 7.43%，截至 2015 年底为 15.98 亿元，同比下降 5.01%，全部为购买商品、承建工程设备

及接受劳务应付的款项。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均增幅为 40.39%。截至 2015 年底，公司非流动负债 67.97 亿元，其中长期借款占 35.50%，应付债券占 64.39%（包括应付中期票据期末余额 8.24 亿元、应付非公开定向债务融资工具 25.30 亿元和应付公司债券 10.22 亿元）。

债务负担方面，2013~2015 年，公司债务规模不断增长，年均增幅 14.36%。截至 2015 年底，公司全部债务 166.42 亿元，同比增长 15.77%，其中短期债务占 59.21%，长期债务占 40.79%，债务结构有待调整。2015 年 6 月，公司发行一期永续中票“15 红豆 MTN001”本金 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 年底，公司全部债务 171.42 亿元，其中短期债务占 57.48%，长期债务占 42.52%。

图 5 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 3 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分别为 58.29%、38.85%和 66.62%。考虑“15 红豆

MTN001”5 亿元永续中票和“16 红豆 MTN001”5 亿元永续中票后，截至 2016 年 3 月底三项指标分别为 60.32%、41.82%和 68.24%，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，2013~2015 年，公司营业收入有所波动，2015 年公司实现营业收入 168.42 亿元。

2013~2015 年，因公司正处于销售渠道扩张时期，期间费用增幅较快，其中财务费用年均增长 18.11%，销售费用年均增长 3.22%，管理费用年均增长 5.12%。2015 年，公司期间费用 20.38 亿元，占营业收入的比重为 12.10%，控制能力有待提升。

2015 年，公司投资收益 1.51 亿元，同比大幅增长，主要系公司收到对外投资企业的红利所致；其中主要包括：收到中国民生投资股份有限公司 7000 万现金红利，无锡农村商业银行股份有限公司 1079.51 万元现金红利和量宇瑞国（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）2070.35 万元现金红利。

2013~2015 年，公司利润总额较快下降，年均下降 12.59%，主要是由于期间费用的侵蚀，2015 年公司利润总额为 7.19 亿元。

从盈利指标看，近三年，公司营业利润率波动上升，2015 年为 15.81%；受全部债务影响，总资产收益率和净资产收益率均持续下降，2015 年分别为 4.56%和 4.84%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 38.64 亿元，同比略有增长；利润总额 1.85 亿元，同比增长 14.91%；同期，公司营业利润率 15.44%，盈利能力较 2015 年基本保持稳定。

总体来看，近三年，公司营业收入有所波动，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, 2013~2015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0.55%, 2015年为178.50亿元; 近三年经营活动现金流入量年均增幅0.34%, 2015年为183.09亿元, 同比增长4.11%; 2013~2015年, 公司经营活动现金流出量波动下降, 2015年为170.53亿元。从收入实现质量看, 2013~2015年, 公司现金收入比波动下降, 分别为105.03%、99.89%和105.09%, 公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看, 2013~2015年, 公司投资活动现金流入规模较小, 2015年, 公司投资活动现金流入2.27亿元, 较2014年大幅增加, 主要系公司收回了部分对外投资及收到的投资收益所致; 2015年公司投资活动现金流出21.14亿元, 同比增长111.59%, 主要来自于投资支付的现金, 其中投资支付的现金13.50亿元, 主要为增加了对中国民生投资股份有限公司、力合科创集团有限公司等的投资; 投资活动现金流量净额表现为净流出, 为-18.87亿元。2015年公司筹资前现金流量净额为-6.31亿元, 经营活动无法满足投资活动的现金缺口。

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。2013~2015年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.60亿元、3.78亿元和15.94亿元。

2016年1~3月, 公司经营活动现金流入44.75亿元, 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0.41亿元; 投资活动现金流出2.06亿元, 投资活动产生的现金流量净额-1.98亿元, 主要系增加了对中民嘉业投资有限公司等的投资所致; 筹资活动现金流净额7.55亿元。同期, 公司现金收入比为111.86%, 较2015年增长5.87个百分点。

总体看, 公司经营性现金流入持续增长,

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, 2013~2015年, 公司流动比率持续增长, 三年平均值为139.95%, 2015年底为150.53%; 受存货规模较大影响, 公司速动比率较低, 三年平均值为66.19%, 2015年底为77.25%。2016年3月底, 公司流动比率和速动比率分别为148.18%和77.86%。2013~2015年公司经营现金流负债比分别为3.84%、6.96%和9.47%。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, 2013~2015年, 公司EBITDA分别为19.91亿元、18.80亿元和19.93亿元; 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3.76倍、3.17倍和2.73倍, EBITDA对利息保护能力有所弱化; 公司全部债务/EBITDA分别为6.39倍、7.65倍和8.35倍, EBITDA对全部债务保护能力一般。

截至2016年3月底, 公司对外担保118474.35万元, 公司担保比率为11.51%。其中115174.35万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(截至跟踪报告出具日, 该担保已经到期), 或有风险尚在可控范围内。

截至2016年3月底, 公司获得各家银行授信总额度为139.20亿元, 尚未使用额度为63.02亿元, 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8月2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

公司拟发行本期中期票据额度为5亿元, 分别为2016年3月底公司全部债务和长期债务的3.48%和7.65%, 对公司现有债务规模影响较小。

截至2016年3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66.62%、58.29%和38.85%, 以2016年3月底财务数据为基础, 考虑“16 红豆MTN002”6亿元和第三期中期票据5亿元, 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68.26%、60.83%和44.16%, 公司整体债务负担有所加重。同时, 将公司已发行的“15 红豆 MTN001”5亿元永续中票和“16 红豆 MTN001”5亿元永续中票纳入考虑, 预计本期中期票据发行后, 公司上述三项指标将上升至69.21%、62.27%和47.03%。考虑到本期中期票据募集资金5亿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

2013~2015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36.37倍、35.17倍和36.62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1.03倍、1.83倍和2.51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较高。近三年, 公司EBITDA分别为19.91亿元、18.80亿元和19.93亿元, 分别为本期中期票据发行额度的3.98倍、3.76倍和3.99倍, 公司EBITDA对本期中期票据保障程度高。

总体看, 公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA对本期中期票据的保障能力好。

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, 公司收入水平将有望得到提升。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA对本期中期票据的保障能力好。

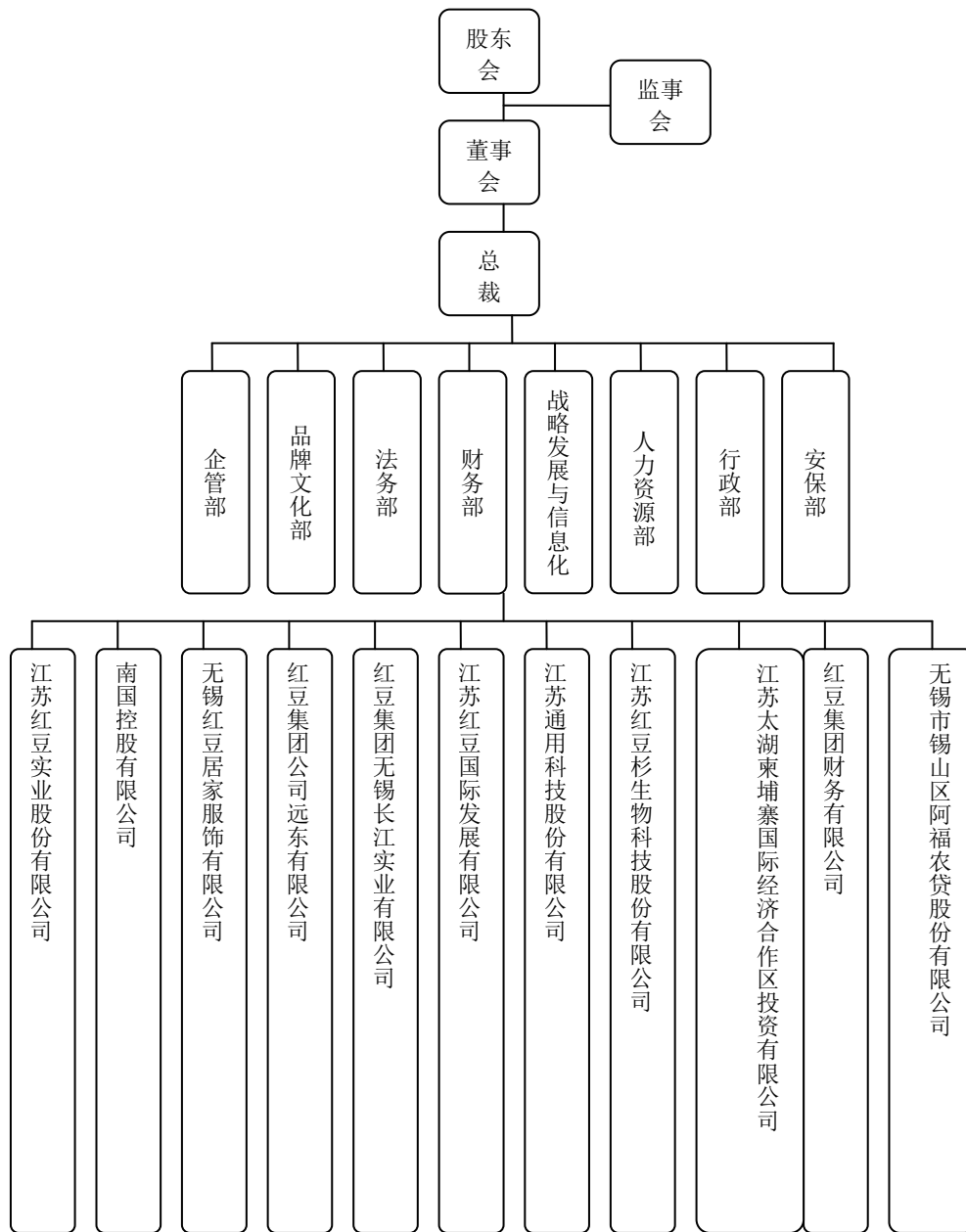
综合分析, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

附件 1-1 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	33.1507
周海江	32892.30	30.0387
周鸣江	5916.00	5.4027
周海燕	3300.00	3.0137
顾萃	2500.00	2.2831
刘连红	1320.00	1.2055
其他人合计	27271.70	24.9056
合计	109500.00	100.0000

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.70	46.47	54.54	59.46
资产总额(亿元)	247.59	261.68	299.78	308.26
所有者权益(亿元)	78.63	84.60	99.15	102.91
短期债务(亿元)	92.85	97.99	98.53	78.45
长期债务(亿元)	34.41	45.76	67.89	65.38
全部债务(亿元)	127.26	143.75	166.42	143.84
营业收入(亿元)	168.10	172.47	168.42	38.64
利润总额(亿元)	9.41	7.71	7.19	1.85
EBITDA(亿元)	19.91	18.80	19.93	--
经营性净现金流(亿元)	5.17	9.13	12.56	0.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.83	4.42	3.97	--
存货周转次数(次)	1.52	1.47	1.44	--
总资产周转次数(次)	0.75	0.68	0.60	--
现金收入比(%)	105.03	99.89	105.99	111.86
营业利润率(%)	16.04	15.11	15.81	15.44
总资本收益率(%)	6.07	4.95	4.56	--
净资产收益率(%)	9.16	6.34	4.84	--
长期债务资本化比率(%)	30.44	35.10	40.64	38.85
全部债务资本化比率(%)	61.81	62.95	62.67	58.29
资产负债率(%)	68.24	67.67	66.93	66.62
流动比率(%)	129.92	139.41	150.53	148.18
速动比率(%)	56.47	64.84	77.25	77.86
经营现金流动负债比(%)	3.84	6.96	9.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	3.17	2.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.39	7.65	8.35	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	36.37	35.17	36.62	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.03	1.83	2.51	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.98	3.76	3.99	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已剔除受限货币资金；3.所有者权益中永续中票 5 亿元“15 红豆 MTN001”和 5 亿元“16 红豆 MTN001”未计入全部债务。

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 年度第四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。

