

信用等级公告

联合[2014] 2088 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
2015 年度第一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
2015 年度第一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
二零一四年十二月四日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

红豆集团有限公司

2015 年度第一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: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还银行贷款、补充营运资金

评级时间: 2014 年 12 月 4 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	182.51	205.18	247.59	273.69
所有者权益(亿元)	64.54	72.14	78.63	82.83
长期债务(亿元)	35.44	53.04	34.41	58.21
全部债务(亿元)	109.38	114.00	128.56	154.32
营业收入(亿元)	163.02	171.70	168.10	114.84
利润总额(亿元)	11.97	11.21	9.41	5.57
EBITDA(亿元)	17.96	17.97	19.91	--
经营性净现金流(亿元)	1.45	6.96	5.17	7.62
营业利润率(%)	13.40	14.27	16.04	15.71
净资产收益率(%)	14.42	11.85	9.16	--
资产负债率(%)	64.64	64.84	68.24	69.74
全部债务资本化比率(%)	62.89	61.25	62.05	65.07
流动比率(%)	146.38	170.71	129.92	147.29
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	6.34	6.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.22	5.46	3.76	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.59	3.59	3.98	--

注: 2014 年三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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对红豆集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为中国纺织服装行业龙头企业, 在行业地位、品牌和科研实力等方面具有的综合优势。公司不断致力于多元化经营, 核心业务服装板块经营规模稳步增长, 橡胶轮胎板块产能扩大, 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, 轮胎行业整体竞争激烈以及房地产业务波动等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司服装业务品牌商业模式和加盟联营模式的转型, 全钢子午线轮胎产能扩张以及红豆杉产业效益的不断显现, 公司未来发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据属债券创新品种, 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, 认为本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。

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较低, 安全性较高。

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。
2. 公司是国内重要的全钢子午轮胎生产厂商之一, 在产能规模、产品结构和品牌等方面具备一定的竞争优势。
3. 红豆杉种植和紫杉醇提取业务, 因其资源的稀缺性与医用性, 未来发展前景广阔。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据

保障程度强。

关注

1. 纺织服装行业景气度偏低，原材料及劳动力成本攀升，导致公司主业经营压力加大。
2. 公司债务负担不断加重，债务结构有待改善。
3. 房地产业务受政策调控、工程进度及地块地理位置影响大，存在一定波动性，公司存货中开发成本占比较高，未来存在一定的跌价风险。
4. 本期中期票据属债券创新品种，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。

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 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至发行人依据发行条款约定赎回时到期有效；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，股东四次增资扩股，并历经多次股权变更，截至 2014 年 9 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 44 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，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、行政部、人力资源部及服装事业部 8 个职能部门。截至 2014 年 9 月底，公司拥有全资及控股子公司 11 家，其中下属企业江苏红豆实业股份有限公司（以下简称“红豆股份”，股票代码 600400，公司持股 48.57%）于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 247.59 亿元，所有者权益合计 78.63 亿元（其中少数股东权益 8.76 亿元）；2013 年公司实现营业收入 168.10 亿元，利润总额 9.41 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 273.69 亿元，所有者权益合计为 82.83 亿元（其中少数股东权益 8.83 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 114.84 亿元，利润总额 5.57 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

公司计划注册中期票据 5 亿元，本期计划发行 2014 年第一期中期票据（下称“本期中期票据”），发行额度 5 亿元，本期中期票据无担保。公司计划将募集资金中的 4 亿元用于偿还银行贷款，1 亿元用于补充营运资金。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司有权选择在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。其中前 3 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司在第 3 年不行使赎回权，从第 4~6 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点，此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司

¹ 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算数平均值；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司的违约事件。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司及其全资或控股子公司向普通股股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得从事向普通股股东分红或减少注册资本的行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除发生普通股份分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司控股子公司红豆股份近年来经营情况稳定，2011~2013 年分别实现营业收入 17.65 亿元、16.07 亿元和 23.94 亿元，净利润分别为 0.41 亿元、0.22 亿元和 0.44 亿元。根据红豆股份对外公告，2000~2013 年，红豆股份每年均根据自身情况进行分红，具体分红情况如下表。总体来看，红豆股份经

营业绩尚可，未来逐年持续分红的可能性大。红豆股份为公司并表子公司，因此公司递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

表 1 2000~2013 年红豆股份分红情况

年度	分红(每 10 股)	转增股(每 10 股)	送股(每 10 股)	登记日	除权日
2013	0.30 元			2014-5-14	2014-5-15
2012	0.20 元			2013-5-15	2013-5-16
2011	0.20 元			2012-5-18	2012-5-21
2010	0.50 元	3		2011-6-17	2011-6-20
2009	0.20 元			2010-6-8	2010-6-9
2008	0.20 元			2009-5-22	2009-5-25
2007	0.20 元			2008-5-23	2008-5-26
2006	0.12 元		1 股	2007-6-22	2007-6-25
2005	-	3 股		2006-5-30	2006-5-31
2004	1.10 元	4 股		2005-5-26	2005-5-27
2003	1.00 元			2004-5-13	2003-5-14
2002	1.00 元			2003-6-23	2003-6-24
2001	0.80 元			2002-7-17	2002-7-18
2000	0.50 元			2001-6-18	2000-6-19

资料来源：联合资信根据公开资料整理

综上所述，本期中期票据属债券创新品种，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，认为本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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借

贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会

议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财经金[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控

仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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。

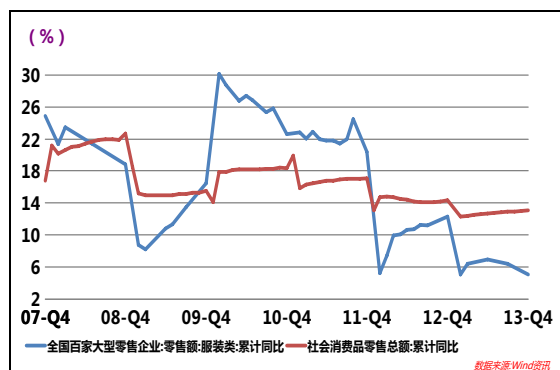
2011年以来,中国纺织服装行业在棉花等原材料价格大幅波动、人民币升值、金融政策紧缩、国际市场需求增速减缓等诸多不利因素影响下,通过积极应对市场风险、转变发展方式、开拓内需市场,行业总体保持了平稳发展。

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%;其中梭织服装139.24亿件,同比增长3.75%,针织服装131.77亿件,同比下降1.08%,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。

根据国家统计局数据, 2014年1~9月, 全国服装产量为217.05亿件, 同比增长2.65%, 增速较上年回落1.17个百分点; 其中针织服装产量104.65亿件, 同比增长3.96%, 梭边服装产量112.40亿件, 同比增长1.47%。投资方面, 2014年1~9月, 纺织行业500万元以上项目固定资产投资完成额7458.31亿元, 同比增长12.93%, 增速低于上年同期3.13个百分点。

图1 2008年~2013年中国社会消费品零售总额及百家大型零售企业服装零售情况 (单位: %)



资料来源: wind 资讯

价格方面, 2013年全国服装类商品零售价格同比上涨2.2%, 较2012年同期下降0.7个百分点。衣着类居民消费价格同比上涨2.3%, 较2012年同期下降0.8个百分点。其中, 服装价格上涨2.4%, 鞋类价格上涨1.6%。2013年, 衣着类生产者出厂价格同比上涨1.2%, 较2012年同期下降0.9个百分点。2013年, 服装价格总体微涨, 但走低趋势显现。

2014年1~9月, 衣着类生产者出厂价格平均同比上涨0.7%, 其中纺织服装、服饰类同比上涨0.3%。

2013年, 服装网络销售增幅明显, 以淘宝网为例, 2013年淘宝网服装类商品销售额同比增长117%, 远远高于实体渠道。2014年以来, 中国服装网络销售规模进一步扩大, 仅2014年第三季度交易规模达916.2亿元, 同比增长54.2%。服装网销对于实体店销售冲击较大, 网销只是实体店销售的转移。

库存方面, 根据国家统计局统计, 2013年, 规模以上服装企业存货和产成品存货虽然有

所增加, 但增幅尚低于主营业务收入的增幅; 而最近三年规模以上服装企业的主营业务收入增幅一直高于存货及产成品存货, 也就是说, 增长的库存是服装企业正常销售活动的需要。

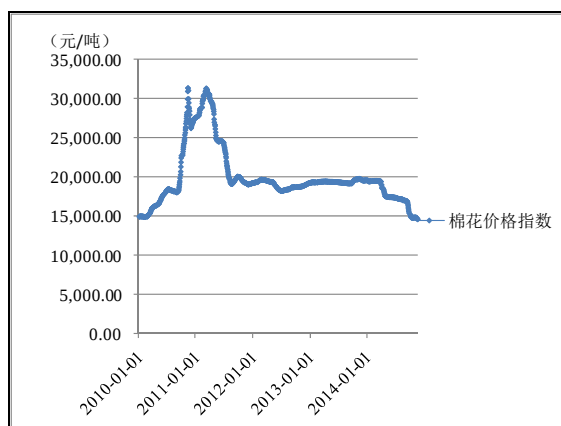
伴随着服装销售增速的不断下滑, 服装市场各品牌之间的竞争激烈程度也明显加剧, 品牌集中度水平呈现明显下降, 领先品牌的领先优势有所缩小。根据国家统计局统计, 2013年, 服装行业规模以上企业15212家。累计实现主营业务收入19250.91亿元, 同比增长11.29%; 利润总额1141.09亿元, 同比增长9.83%。主营业务收入和利润总额增速较2012年分别提高0.7和-0.33个百分点。

从外部竞争环境来看, 周边东南亚国家凭借低廉的劳动力及政府扶持措施, 大力发展纺织服装加工出口, 在中低档纺织服装领域逐渐成为中国有力的竞争者。受以上因素的影响, 成本压力显著上升。据中国海关统计, 2013年, 中国累计完成服装及衣着附件出口1782.24亿美元, 同比增长11.28%, 增幅较2012年同期提升6.75个百分点。服装出口数量为313.59亿件, 同比增长8.46%, 增幅较2012年同期提升9.53个百分点。2013年, 中国对欧盟、美国、日本、香港地区4个传统市场的出口金额总计为1039.46亿美元, 同比增长7.85%, 占全国服装出口总额的58.32%, 份额减少1.86个百分点; 出口数量为171.77亿件, 同比增长6.46%, 占全国服装出口总量的54.77%, 份额减少1.03个百分点。而对新兴市场出口服装金额和数量的比重, 则分别较2012年同期增加2.59和2.79个百分点。2014年1~9月, 中国服装累计出口额1388亿美元, 同比增长6.5%, 增速较去年同期下滑5.80个百分点。

行业关注

(1) 原材料价格

图2 2010年以来棉花328价格走势
(单位: 元/吨)



资料来源: wind 资讯

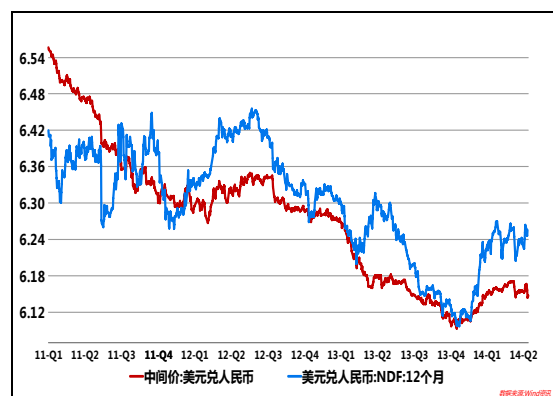
棉花是服装制造企业的三大原料之一,棉花价格的变动影响着行业的盈利水平。自2010年以来,棉花价格开始持续上升,2011年棉花价格大起大落但仍处于高位,2012年9月,国家决定启动棉花临时收储,每吨棉花的收储价提高至20400元,高出国际棉价5000元/吨;2013年,国家发改委调整了进口棉花配额限制以及滑准税税率,进口棉花大幅回落,中国棉花价格则延续了2012年9月以来的涨势。2014年以来,棉花价格有所下跌,但仍处于高位运行。棉花价格持续处于高位,挤压了纺织服装企业的利润。

(2) 汇率变动影响

中国纺织行业外向型企业较多,出口规模较大,但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同服装产业发达的国家相比存在较大差距,整体产品附加值相对较低,出口竞争力主要依靠成本优势。自2005年7月汇率形成机制改革以来,人民币对美元的汇率逐年呈升值趋势。2008年金融危机之后,人民币大幅升值。为推进汇率改革,促进对外贸易进一步趋于平衡,中国人民银行宣布,自2012年4月16日起,银行间即期外汇市场人民币兑美元交

易价浮动幅度由0.5%扩大至1%,人民币汇率波幅再增一倍。2012年,经历了从贬值预期到升值预期的转变,外汇市场出现较大分歧,但全年人民币汇率整体波动不大,仅小幅升值。2013年人民币在外汇市场保持强劲态势,2013年4个季度,人民币对美元汇率升值幅度分别为0.3%、1.4%、0.5%、0.5%。2013年全年人民币对美元汇率升值2.8%。2014年1月人民币汇率小幅震荡,但自2月中旬以来迅速上升,美元兑人民币中间价从2月17日的6.1053一路升至6月5日的6.1708,出现明显贬值,后至6月中小幅波动态势。

图3 2011年以来美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

中国的纺织服装产品出口比重较大,且很大一部分是以美元计价,人民币对美元的升值必然会抬高出口纺织服装产品的价格,削弱该出口产品竞争力,导致纺织服装产品的外贸收入大幅减少,从而对全行业的出口业绩造成较大负面影响。

行业政策

根据国家“十二五”规划制定的“十二五”发展的多项主要目标中,提高居民收入作为重中之重,同时明确指出了扩大内需和消费,加快城镇化建设。2011年3月16日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》指出:“十二五”期间,国家进一步进行结构调整,居民消费率上升,城镇化率提高4个百分点,城乡区域发展的协调性

进一步增强。

纺织服装是国民经济的基础产业之一，也是中国大宗出口商品之一，在国际上具有较强的竞争力，是中国政策鼓励发展的产业。由于中国人口密集，发展服装产业及服装辅料产业有利于解决大量劳动力的就业，有利于满足人们不断增长的生活需求。

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

行业发展

相对于西方主要经济体，中国国内经济受危机影响相对较小，居民对未来预期及消费意愿稳中有增，未来行业重心将逐步转移至国内，中长期看国内消费市场将是未来行业发展的主要推动力。

中国居民收入的提高使消费能力大幅提高。按照发达国家经验，人均收入超过3000美元消费将进入新的提升阶段。2011~2013年，中国城镇居民人均可支配收入水平获得整体提升，年均复合增长11.29%，三年来分别为2.18万元、2.46万元、2.70万元。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

随着经济发展、消费升级，消费者对品牌的青睐是必然趋势，也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。当前国内市场竞争激烈，销售渠道成为较高的进入门槛。品牌和渠道处于价值链的高

端，在国内纺织服装行业品牌尚处于培育阶段，但与大量加工企业相比，已体现出远超行业平均水平的盈利能力。中国品牌服装处于成长阶段，相比海外企业，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，更加适合中国现阶段消费水平及行业发展境况，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主旋律。

总体看，中国纺织服装行业已进入平稳发展期，但受竞争激烈、成本压力等不利因素影响，其发展环境仍较为严峻。预计未来纺织服装行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

2. 轮胎行业

行业概况

轮胎产业是汽车产业的主要配套产业之一，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，应用领域非常广泛，按用途可分为轿车轮胎、客车轮胎、载重轮胎、农业轮胎、工程轮胎、特种车辆轮胎、航空轮胎、摩托车轮胎和自行车轮胎等；按帘线材料可分为全钢丝轮胎、半钢丝轮胎、纤维轮胎等；按胎体帘线的排列方式可分为斜交轮胎与子午线轮胎。传统的斜交胎多用于农用车和部分载重车，全钢载重子午胎多用于重型卡车，而半钢子午胎多用于轿车和轻型卡车。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。

由于中国路况与发达国家差异大，载重卡车超载等因素，国内轮胎企业在全钢载重子午胎方面具有相对优势地位，国外生产厂商未选择全钢载重子午胎细分市场发展，而是集中于轿车和轻型卡车方向的半钢子午轮胎市场。随着中国乘用车产销量增长，国内轮胎企业扩大半钢子午胎投资力度，并与国

外厂商展开竞争。中国轮胎子午化率不断提高，但仍低于国外发达国家水平。

2009年下半年以来，受益于中国宏观经济快速增长，下游汽车行业迅速发展带动轮胎行业发展。2011年，受国内信贷紧缩，下游汽车行业景气度有所下降，轮胎行业产量增速放缓，子午胎产量为3.9亿套，同比增长5.6%。2012年国内轮胎行业经历需求量下滑与原材料下跌，根据国家统计局统计，全年轮胎累计生产8.9亿条，同比增长4.2%，较上年回落4.3个百分点。2013年全国累计生产轮胎9.7亿条，发展态势平稳。2014年1~9月，全国橡胶轮胎累计生产8.27亿条，同比增长7.8%。整体上，中国轮胎行业产量稳步增长，但受宏观经济影响，增速低位震荡。

图4 中国子午线轮胎外胎产量及同比增速



资料来源：中国橡胶工业协会（CEIC）

2012年，受需求低迷、原材料价格下跌等因素影响，轮胎价格同比出现下滑。2012年以来轮胎行业的利润率呈现逐步上升的趋势，原材料价格下跌、企业积极压缩费用是主要原因。2012年轮胎行业实现利润275亿元，同比增长43.7%，高于产量增幅近40个百分点。与此同时，企业投资愿望减弱，行业发展势头放缓，全年新开工项目223个，与上年持平；全年施工项目347个，同比下降11.3%；竣工项目201个，同比下降16.3%。

出口方面，美国是中国轮胎最大的出口市场，欧盟是继美国后中国轮胎企业第二大海外

出口市场，除欧盟以外，中国轮胎也销往越南、哥伦比亚、印度、阿根廷、埃及、巴西等新兴市场。

2013年，中国轮胎市场先抑后扬，上半年轮胎销售形势不佳，但由于美国经济增长，欧洲市场缓慢复苏，中国汽车行业发展，橡胶价格低位震荡，国内轮胎市场从下半年开始形势有所好转。全年轮胎销量、利润等指标创3年来最好水平。轮胎出口量保持良好增长，出口量达1.65亿条，增长9.4%；出口交货值756.8亿元，同比下降2.0%。出口交货值下降主要原因是原材料成本降低，2013年轮胎售价持续下降所致。

2014年上半年，轮胎行业呈现产量增势不减、销量有所下降、价格节节走跌，对出口市场依赖度居高不下的特征，行业增速放缓。根据中国橡胶工业协会轮胎分会发布的47家会员企业统计数据显示，2014年上半年47家会员企业共实现产值1029.62亿元，同比下降0.13%；销售收入9741.48亿元，同比下降3.52%；出口交货值344.30亿元，同比下降1.20%；实现利润增长5.27%，实现利税下降3.22%。

原材料供应

天然橡胶是典型的资源约束性产业，受地域限制，主要产地集中在东南亚和非洲部分地区。中国天然橡胶产量尚不能满足国内需求，天然橡胶对外依存度较高。从产量上看，近几年中国天然橡胶产地主要分布于海南、云南和广东，2011年中国天然橡胶产量72.70万吨，同比增长5.82%；2012年中国天然橡胶产量为80.20万吨，同比增长10.32%；2013年中国天然橡胶产量为85.60万吨，同比增长6.73%。从消费量上看，2011~2013年，中国天然橡胶消费量分别为360.20万吨、383.40和415.00万吨。根据国家海关总署的数据，中国进口数量逐年增多，近三年分别为210万吨、218万吨和247万吨，中国天然橡胶对外依存度较高。

天然橡胶在轮胎产品成本中占比达 40% 左右，其价格对公司生产成本影响较大。

2010 年以来，在全球各国经济刺激政策下，天然橡胶价格呈现上涨趋势，并在 2011 年 2 月达到最高点，在 4 万元/吨高位徘徊，一度给企业生产造成了巨大的压力。但随后价格逐步震荡下跌，年底下跌到 3 万元/吨左右。2012 年，受整体经济增长放缓、下游需求减少以及天然橡胶产量上涨影响，橡胶价格依然呈现震荡下跌趋势。进入 2013 年，橡胶价格进一步下降，以国产标准胶（SCRWF）上海市平均价格为例，12 月份为 18471 元/吨。2014 年，天然橡胶价格继续下滑，从年初的 18000 元/吨下降至 10 月初的 11000 元/吨左右。总体看，天然橡胶价格下跌幅度较轮胎价格跌幅大，有助于提升轮胎制造企业盈利水平，但是胶价长期处于下行通道且好转迹象不明显，可能将严重打击轮胎价格。

图 5 天然橡胶期货结算价



资料来源：Wind 资讯

合成橡胶方面，“十一五”期间，中国合成橡胶主要品种产能从 2005 年的 133 万吨上升到 2010 年的 282 万吨，新增产能 149 万吨，年均增长率为 15.6%。“十二五”期间中国在建和计划的合成橡胶投资项目有数十个，总能力达 350 万吨以上，加上“十一五”全行业 282 万吨的产能，2015 年前后中国合成橡胶装置总能力可能达 640 万吨以上。其中，中石化和中石油的合成橡胶装置能力(包括合资的关

联企业)将达 215 万吨和 133 万吨，地方和民营企业装置能力将达 190 万吨，外资台资企业装置能力将达 107 万吨。2013 年，合成橡胶产能继续增多，顺丁橡胶及丁苯橡胶再增 40 万吨/年和 15 万吨/年。由于产能过剩，合成橡胶价格自 2011 年下半年以来市场价格不断走低，2013 年下跌局势更加恶化，三大胶种全线低迷运行，其全年价格走势均低于过去两年的同期水平。

表 2 主要橡胶产品 2012~2013 年价格对比

(单位：元/吨)

品种及型号	2012 年 年内均价	2013 年 年内均价	均价同比
天胶 SCRWF	25590	20330	-20.55%
丁苯 1502	20479	13885	-32.20%
顺丁 BR9000	22769	13916	-38.88%

资料来源：卓创资讯

行业格局

全球轮胎业发展至今，三大梯队的市场层次已较为明显。从 2011 年全球各大轮胎企业的销售收入看，超过 200 亿美元的普利司通、米其林和固特异牢牢把握了全球轮胎行业的领先地位，形成了行业第一梯队；马牌、倍耐力、住友、横滨年销售收入在 50~150 亿美元之间的企业形成了第二梯队；年销售收入在 30~50 亿美元的大型轮胎企业包含韩泰、正新、固铂、锦湖以及杭州中策，形成了全球轮胎业的第三梯队，中国多数轮胎企业尚未取得进入第三梯队的资格。根据中国橡胶协会轮胎分会统计的数据，2012 年中国轮胎业 31 家重点内资企业的销售收入合计约为 235 亿美元，约占全球第三梯队以外总市场的三分之一（约 10%）。若算上未进入中国橡胶协会轮胎分会统计的众多中小产能，假设其总收入为协会统计企业的一半以上，则该比例将超过二分之一。2013 年中国轮胎产量前十名的企业合计生产轮胎 2.14 亿条，占全年中国轮胎产量的 22.06%。

表3 2013年中国轮胎产量前十名

名次	公司名称	综合产量(万条)
1	中国佳通	3871.28
2	杭州中策	3659.82
3	中国正新	3132.05
4	山东玲珑	2912.86
5	三角集团	2082.82
6	金宇集团	1474.44
7	固铂成山	1195.83
8	广州华南	1060.81
9	赛轮公司	1056.38
10	青岛双星	1000.14

资料来源: CEIC

未来半钢子午胎的需求增速将明显高于全钢子午胎, 因此国内轮胎企业纷纷新建或改造半钢胎产能。行业经验表明, 只有当半钢胎生产规模达到 500 万条, 规模效益才能够体现, 而随着生产规模的不断扩大, 企业的盈利能力将逐步上升。杭州中策、山东玲珑、三角集团等国内知名轮胎企业产能居前, 内销占其总产量 50%~60%, 多以配套、替换长安、铃木、东风、昌河、比亚迪等中低端轿车为主。而合资、外资企业, 如米其林、普利司通、固特异、佳通、韩泰等, 内销占其总产量的 60%~80%, 主要配套、替换宝马、奥迪、奔驰、大众、别克等中高档汽车。

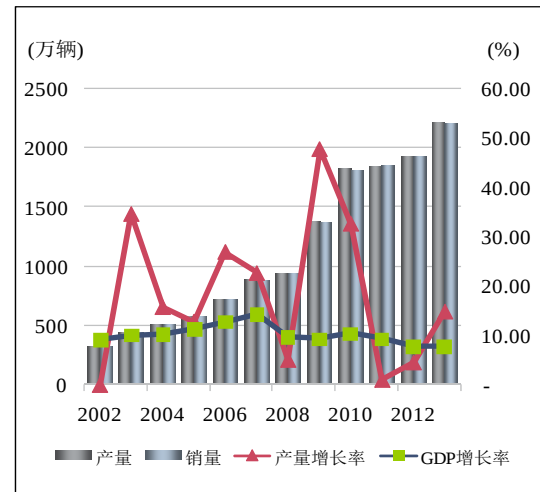
下游行业需求

橡胶轮胎行业的下游客户主要为汽车行业, 汽车产量决定汽车轮胎配套市场的容量, 汽车保有量则决定汽车轮胎替换市场的容量。根据中国汽车工业协会统计, 2011 年~2013 年, 中国汽车产量和销量持续增长, 年均复合增长 9.58%和 9.00%, 2013 年中国汽车产量和销量分别达到 2211.68 万辆和 2198.41 万辆。

2014 年 1~9 月, 中国汽车产销规模分别为 1722.59 万辆和 1700.09 万辆, 同比分别增长 8.1%和 7.0%, 增幅较上年同期分别减缓 4.7 和 5.7 个百分点。其中, 乘用车产销分别完成 1438.62 万辆和 1415.55 万辆, 同比增长 11.3%和 10.2%; 商用车产销分别完成 283.97 万辆和 284.54 万辆, 同比分别下降 5.7%和 6.2%。受宏观经济环境影响和铁路交通的发展, 近年来

公路交通运输需求下降, 直接导致了客车市场的销量增速放缓, 而货车市场受制于排放升级以及房地产等制造业需求的减弱, 也呈现出下滑之势。汽车工业协会数据显示, 2014 年 1~9 月, 客车产销分别增长 6.8%和 8.0%, 货车产销则分别下降 7.7%和 8.4%。

图 6 2002~2013 年中国汽车销量走势图



资料来源: 中国汽车工业协会

从配套市场来看, 随着汽车产业由微增长到低速增长, 产销量不断提升, 轮胎配套需求将会有所增加。从替换市场来看, 汽车保有量在 2009 年之后大幅增加, 经过 2~3 年之后将进入轮胎替换的高峰期, 随着中国经济增速的小幅回升, 汽车保有量将不断增加, 公路货运量、客运量以及公路货物周转量都会大大上升, 这些因素都将拉动替换市场需求。

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。随着天然橡胶进口关税的下调，轮胎行业的盈利水平有望进一步获得提升。

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，该法案将标示出轮胎三个关键性能等级：燃油效率、湿滑路面抓地力和滚动噪音。其中影响较大的轮胎的燃油效率共分为A-G共七个等级，滚动阻力特别低从而油耗也较低的轮胎将被评为最高的A级。使用轮胎标签后，消费者在购买轮胎时即可以清楚地了解所有轮胎的“绿色”程度。具体涉及范围看，该项法案几乎涵盖所有轮胎类型，强制对不符合标准的轮胎禁止进口和销售。标签法实施总共分为三个阶段，分别是2012年、2015年和2018年。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，预计关税将达到60%以上，目前该调查还没有结束，如果真正开始实施，将会对轮胎行业产生很大的影响。

据全国轮胎的调查分析结果显示，国内目前约30%的载重胎还达不到欧盟第一阶段滚动阻力的最低要求，70%达不到欧盟第二阶段滚动阻力的最低要求；而轿车胎滚动阻力多为E、F级，大部分暂时可达到欧盟第一阶段的最低要求，因此预计暂时对欧洲轿车轮胎的出口变化不大，但有相当比例的产品不能达到欧盟第二阶段的最低要求。

标签法的实施对轮胎业中长期的影响不容忽视。单从欧洲市场来计算，到第二阶段，如果国内技术不能提高，按照2011年载重胎将总出口74亿美元计算约影响1.55亿美元，按照2011年轿车胎出口55.6亿美元计算约影响14亿美元，合计约为15.55亿美元，对于国内轮胎行业将是非常严重的冲击。

行业竞争激烈，产品附加值低

国内轮胎企业数量较多，行业集中度偏低，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，高端市场则被国外品牌所主导。中国

轮胎市场上的“拼价格”现象十分严重。

管理需更严格以保证产品质量

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

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

行业发展

现今,绿色轮胎发展迅速,绿色轮胎的整体要求包括三方面:一是原材料绿色化,即原材料无毒无害、符合欧盟REACH标准;二是生产过程绿色化,实现低能耗、低噪音、低粉尘、低烟气生产;三是产品绿色化,满足节油、安全、高耐磨、可翻新等要求。这其中,高性能的原材料对绿色轮胎意义重大。在多个国家和地区先后实施轮胎标签法以及中国节能减排目标提高后,轮胎高性能化将成必然趋势。

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

3. 区域经济概况

公司地处江苏省无锡市,2013年无锡实现地区生产总值8070.18亿元,比上年增长9.3%。按常住人口计算人均生产总值达到12.46万元,按现行汇率折算达到2.04万美元,继续名列江苏省首位。2013年实现第一产业增加值148.53亿元,第二产业增加值4207.43亿元,第三产业增加值3714.22亿元,三次产业比例调整为1.8:52.2:46.0。其中软件和服务外包产业增长32.0%。

工业生产实现平稳增长,2013年无锡市规模以上工业企业实现增加值3057.34亿元,比上年增长7.0%。分轻重工业看,轻工业实现增加值631.51亿元;重工业实现增加值2425.83亿元。全市统计的244只主要工业产品中,产品产量比上年增长的有1381只,占全市统计产品数的56.6%。在全市跟踪统计的22种重点产品中,有13种产品的产量实现增长。消费品市场持续活跃。2013年无锡市全年实现社会消费品零售总额2740.92亿元,比上年增长12.9%。

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2014年9月底,公司的股东为周耀庭等45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,周耀庭、周海江、周鸣江、周海燕、顾萃合计出资71888.00万元,占比71.68%。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。

2. 规模及竞争实力

行业地位

公司拥有11家二级子公司(其中1家为

上市公司），产业涉及纺织服装、橡胶轮胎、房地产和红豆杉生物医药等领域。在中国企业联合会、中国企业家协会联合公布的“2013年度中国大型民营企业500强”排名中，公司位居第45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2011-2013年连续三年位列中国服装行业竞争力10强企业之一。在2013年度中国服装行业销售收入百强企业排名中，红豆集团名列第二位。

表4 2013年度中国服装行业“销售收入百强企业”排名

排序	名称
1	雅戈尔集团有限公司
2	红豆集团有限公司
3	海澜集团有限公司
4	杉杉控股有限公司
5	波司登股份有限公司
6	山东如意科技集团有限公司
7	太平鸟集团有限公司
8	青岛即发集团控股有限公司
9	新郎希努尔集团股份有限公司
10	巴龙国际集团有限公司

资料来源：中国服装协会

产品及品牌

“红豆”商标于1997年被国家工商局认定为中国驰名商标；2004年4月，“红豆”被评为“中国十大最具文化价值品牌”；2006年“红豆”被商务部评为“最具市场竞争力品牌”；2007年3月，“红豆”荣获中国服装行业最高殊荣——成就大奖。2010年6月，公司被授予“国家商标战略实施示范企业”称号。公司连续多年被国家统计局评选为全国纺织服装制造“效益十佳企业”。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”。

生产规模

公司服装生产能力在同行业中处于领先地位，生产设备处于国内先进水平。公司拥有

亚洲最大的西服生产车间，车间单层面积达1.4万平方米。公司引进的吊挂式西服生产线和全棉免烫衬衫生产线中，其核心设备分别引自德国、日本、美国、法国等发达国家。红豆服装设计中心以其CAD设计系统实现设计、放码、推档及排料的快速化和精确化，大大提高了公司服装设计水平和效率，增强了公司面对市场变化的反应能力。公司通过与法国“ESMOD”国际服装设计学院合作成立“红豆ESMOD国际培训中心”，培养设计师，同时引进欧洲、香港、韩国的著名设计师，保证红豆服装的时尚型，并极大地提升了服装的设计效率。

技术研发

公司通过加大研发投入、与科研院所合作研究等措施，不断提升公司的核心技术优势。公司先后与青岛科技大学、江南大学、清华大学、江苏大学、江苏省农业科学研究院等合作，建立江苏省工程技术研究中心2个、无锡市工程技术研究中心3个；建立了省级博士后科研工作站；与江南大学合作创立“红豆学院”。公司通过产学研合作，共参与国家、省市级科技项目14项，争取各级科技资金1500多万元。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，保证了公司在全国服装行业中技术开发和新产品创新的领先地位。近七年公司每年专利申请都超过100件。

表5 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	铂类抗肝癌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。

3. 人员素质

公司董事局主席周耀庭先生，现年 70 岁，高级经济师，曾任无锡县港下乡针织内衣厂副厂长、党支部副书记，曾当选第九届、十届全国人大代表，2007 年至今任公司董事局主席。

公司总裁周海江先生，现年 47 岁，高级经济师，博士学历，曾任无锡太湖针织制衣总厂副厂长、公司董事局第一副主席、江苏赤兔马总公司总经理等，2007 年至今任公司总裁、党委书记，曾先后获得“全国纺织工业系统劳动模范”、“中国青年五四奖章”、“中国纺织行业十大年度创新人物”、“中国全面小康十大贡献人物”、“新中国成立 60 周年‘三农’模范人物”等荣誉称号，曾当选中国共产党十八大代表。

截至 2014 年 9 月底，公司职工总数 19350 人，从学历构成看，高中和中专及以下学历占 75.60%，大专学历占 14.83%，本科及以上学历占 9.57%；从年龄结构看，30 岁以下占 48.93%，30 岁至 50 岁占 46.70%，50 岁以上占 4.37%；从岗位构成看，生产人员占 59.80%，销售人员占 20.60%，管理人员和研发人员分别占比 9.33% 和 5.97%，其他人员占 4.30%。

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

六、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》及有关法律、法规的要求，建立了完善的治理结构。股东会是公司的最高权力机关；董事会是股东会的常设机构，负责公司和业务经营活动的指挥与管理，对公司股东会负责并报告工作；监事会是公司内部的专职监督机构，以股东代表和职工代表的身份行使监督权力，以董事会和公司高级管理人员为主要监督对象，监督公司的一切经营活动。目前公司董事会成员 7 人，其中董事局主席 1 人，未设独立董事；监事会成员 3 人，职工代表 1 人。

2. 管理制度

公司全国首创的“母子公司制、内部市场制、内部股份制、效益承包制”为内容的“四制联动”的管理机制，使企业管理更加科学规范。母子公司制是指公司本部董事会对下属二级、三级子公司派出经理层及财务人员，对子公司的生产经营情况和财务情况负责；公司本部对子公司生产经营情况定期进行检查、审核，从项目审批、财务、资金使用等方面建立跟踪机制，保证子公司科学决策、规范管理以及安全运行；同时，各子公司按业务板块在生产经营方面相对独立发展。内部市场制是在企业内部全面实行市场机制，培养员工的市场意识，强化成本控制。内部股份制是采取“入股自愿，利益共享，风险共担，股权平等”原则，吸收员工入股，提高员工对企业经营的参与度和关注度，调动员工积极性。效益承包制是对车间、工厂进行效益承包，以效益决定收入，明确权、责、利，激发管理者的积极性和创造性。

公司目前建立了包括劳动人事管理制度、物资采购管理制度、质量管理制度、财务管理制度（资金管理、内部稽核、对外投资管理等制度）及财务审计等制度，从根本上保障公司的各项经营管理。

在财务管理方面，公司按照《企业会计制度》的要求建立了一套独立、完整、规范的财务会计核算体系和财务管理制度，并建立了相应的内部控制制度。公司实施预算管理制度，建立了与预算管理相适应的会计核算办法和预算考评奖惩制度，保证预算执行的严肃性，形成高效的管理体系。公司本部对下属非上市公司实施资金统管制，对外由集团统一与金融机构协调授信，对内以市场化结算方式协调各子公司资金使用。为加强资金集中管理和提高资金使用效率，公司于 2008 年 11 月成立了红豆集团财务有限公司，一方面为集团及成员单位开展财务服务工作，另一方面利用自身的资金管理平台和资源，为集团及成员单位节省融资成本。截至 2014 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 70 个，开户 70 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定期进行审核。

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

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。

2011~2013 年，公司服装业务保持主导地位，在营业收入中占比较高，2013 年为 63.50%；受公司服装板块产品结构调整和销售模式由批发向自营及加盟模式转变影响，近三年服装业务板块毛利率水平呈上升趋势，由 2011 年的 14.25% 提升至 2013 年的 15.18%。公司橡胶轮胎产能不断扩张，橡胶业务在营业收入中占比超过 20%，2013 年占比有所下降主要由于橡胶轮胎成品价格大幅下降所致；机械业务营业收入和占比均逐年下降，未来将面临转型；生物医药占比较小，但毛利率水平较高，2013 年毛利率为 49.80%；房地产板块受项目建设情况影响，收入占比有所波动，2013 年由于公司红豆广场、无锡人民路九号、镇江市江南府邸一期等房地产项目集中交付，公司房地产板块收入大幅增长。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 114.84 亿元，为 2013 年全年收入的 68.32%，同比增长 2.09%；实现利润总额 5.57 亿元，为 2013 年全年的 59.21%，同比下降 15.06%。其中，服装板块实现收入 73.65 亿元，占 2013 年全年服装收入的 69.15%，每年四季度是公司羽绒服、针织类服装的销售旺季，预计四季度的服装收入会有所上升；橡胶轮胎业务实现收入 24.87 亿元，占 2013 年该业务板块收入的 66.91%，收入下降主要由于下游需求不旺及原材料价格下跌导致的成品轮胎价格下降所致。2014 年 1~9 月，公司综合毛利率为 16.73%，

较 2013 年略有下降。

表 6 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
服装	93.28	57.22	14.25	103.53	60.30	15.16	106.51	63.50	15.18	73.65	64.13	14.62
橡胶行业	45.98	28.21	10.31	47.64	27.75	10.36	37.17	22.16	17.47	24.87	21.66	17.76
机械行业	6.03	3.70	15.59	4.59	2.67	17.06	1.60	0.95	16.80	-	-	-
房地产	6.29	3.86	30.37	3.97	2.31	44.05	13.59	8.10	21.43	8.09	7.05	23.68
生物医药	1.98	1.21	50.51	1.96	1.14	58.65	1.46	0.87	49.80	1.20	1.04	51.70
其他	9.46	5.80	11.52	10.01	5.83	12.25	7.77	4.42	26.30	7.03	6.12	21.29
合计	163.02	100.00	14.09	171.70	100.00	14.87	168.10	100	17.00	114.84	100	16.73

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1~9月，公司机械板块业务规模进一步缩减，收入占比很小，故将其归入“其他”。

2. 纺织服装业务

经营概况

公司是中国大型纺织服装生产企业之一，目前该业务板块主要是由下属子公司红豆股份（红豆男装、休闲女装、T 恤、印染系列）、无锡红豆居家服饰有限公司（红豆内衣系列、红豆居家系列和棉纺）、无锡南国企业有限公司（红豆文胸、服装外贸系列）、远东有限公司（羽绒服、休闲服饰等）、江苏红豆国际发展有限公司（外贸服装）及红豆集团无锡长江实业有限公司（家纺、毛毯系列、毛巾、袜子等小商品）等下属生产实体来实现。

近年来，公司在服装板块上积极调整产品结构，增加设计与创新元素，提高产品的流行与美观度，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销售模式，进一步提升了产品的盈利能力，2013 年，公司服装板块毛利率水平为 15.18%。2014 年 1~9 月，受人工成本上升等因素影响服装业务毛利率水平小幅下降，为 14.62%。

原材料采购

因服装产品的差异性，公司采购均由下属生产实体的各自采购部门进行自主采购，对于集团内部企业也采取市场化模式运作。各下属

企业在采购中均采用“供应商招标制”的方式，实行“同等价格比质量，同等质量比价格”的原则，与各供应商保持紧密联系，及时掌握其生产经营信息，确保公司能够获得质量可靠、价格合理的原料。同时公司与主要原料供应方建立了紧密的战略联盟关系，在一定时期内锁定供应价格，共同应对价格波动风险，降低了原料价格波动对公司生产经营的影响。2013 年，公司向前五名服装原材料供应商采购的金额为 3.40 亿元，占服装业务采购总额的 7.07%，采购集中度较低。

公司还专门成立了红博面料馆，目前共引进 270 多家面料供应商，各供应商按照季节与品种展示其产品，便于公司选择，为其形成快捷的配套供应链，提高沟通效率，使上下游环节共赢。公司与原料供应商谈判议价能力较强，未来公司将在稳定现有供应渠道的基础上，不断拓展新渠道和精选供应商名单。

公司服装产品主要以内销为主，受门店扩张及品牌拓展影响，2011~2013 年，公司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，但整体来看，2013 年以来除印花布以外，其他材料采购价格均小幅回落。

表 7 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	13 年占成本比重 (%)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
印花布(万米)(元/米)	14.21	6791	8096	9039	6931	13.30	13.29	14.20	14.29
棉布(吨)(元/公斤)	11.36	38134	42213	43016	32816	24.67	24.59	23.85	23.67
毛、绒(吨)(元/公斤)	7.55	2513	2501	2633	1978	262.00	261.00	259.00	259.00
纱线(吨)(元/公斤)	7.53	18328	20338	20612	14375	33.23	33.11	32.98	32.78
棉花(吨)(元/吨)	0.36	6546	5129	1973	398	21700.00	16850.00	16520.00	17200.00
西服面料(万米)(元/米)	6.71	658	937	919	563	68.00	67.00	66.00	60.00
涤纶丝(吨)(万元/吨)	4.73	23011	30075	31189	19758	1.47	1.42	1.37	1.10
衬衫面料(万米)(元/米)	0.80	1525	464	468	400	16.50	16.40	15.46	15.93

资料来源：公司提供

随着公司销售规模的迅速扩张，西裤、内衣和家纺的自有产能已无法满足公司发展需要，公司主要通过外部协议单位（OEM 或 ODM）直接采购成衣来解决。在成衣供应商选择上，公司严格按照价格（原料、加工费用、付款方式）、品质（组织与体系、规范与标准、检验与预防）、交期、服务四方面进行评定，并每季度进行合格供应商名单的审核。

生产经营

公司生产模式主要是以销定产，即通过订单确定生产规模，经营风险相对较小。

从生产能力看，纺织方面，公司控股子公司无锡红豆居家服饰有限公司拥有无锡棉纺厂和淮安棉纺厂两大车间，其中无锡棉纺厂拥有 25000 平方米钢结构标准化车间一座，10 万锭的生产基础，可年产 32~80 支棉纱 5200 吨；淮安棉纺厂拥有 22500 平方米钢结构标准化车间一座，5 万锭的生产基础，可年产 32~80 支棉纱 2600 吨。另外，公司下属无锡红豆居家服饰有限公司拥有无锡红豆棉纺公司 100% 股权。服装方面，公司下属红豆股份拥有亚洲最大的西服衬衫生产车间，车间单层面积达 14000 平方米，拥有法国力克 CAD 设计系统、CAM 自动裁床系统、瑞典 ETON 吊挂成

衣流水线、意大利 MACPI 后整理整烫设备等国际先进的生产设备。另外，公司下属无锡长江实业有限公司还建有 20000 平方米的家纺生产大楼。截至 2014 年 9 月底，公司拥有年产衬衫 350 万件、西裤 300 万件、西服 110 万套、羽绒服 370 万件、内衣 2200 万件、文胸 700 万件和家纺 800 万套的产能规模。未来公司重点主要是发展销售终端以逐步向品牌运营商转变，因此尚无产能扩张计划。

从产销情况看，公司产销量稳步增长，近三年产销率均保持在 94% 以上；2014 年 1~9 月，公司所有产品产销率均超过 97%。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，2013 年较 2012 年出厂成本均价波动幅度分别为：文胸上涨 3%、家纺上涨 2%、羽绒服上涨 4%、西服下降 2%、内衣上涨 3%。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 2011 年以来涨价幅度较往年较大，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、各项支出增幅均超过往年。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 8 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)
2011 年	350	281.24	277.62	300	508	493	110	104.75	101.26	370	441.53	410.51
2012 年	350	307.86	305.49	300	539	536	110	112.31	109.78	370	470.68	448.31
2013 年	350	311.82	306.08	300	542	538	110	114.25	110.35	370	465.26	441.67
2014 年 1-9 月	350	267.26	264.02	300	307	305	110	95.18	92.82	370	309.17	305.69
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)			
2011 年	2200	3962.18	3717.66	700	712	698	800	1385.44	1297.51			
2012 年	2200	4483.75	4473.17	700	782	775	800	1496.73	1437.65			
2013 年	2200	4509.67	4393.18	700	793	786	800	1521.67	1503.98			
2014 年 1-9 月	2200	2783.22	2766.31	700	626	619	800	928.32	925.89			

资料来源：公司提供

注：产能为公司自有产能部分，不足部分由外部协议单位解决。

市场营销

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

从销售模式看，面对服装行业的激烈竞争，近年公司开始整合销售网络，提出“大力发展商场、专卖店销售，提升产品的档次和品位，加大品牌宣传，提高产品附加值”的全新经营模式，在商场、商业中心通过自营、特许加盟的方式建立品牌专柜、专卖店，力图从“批发经销商”模式向“品牌运营商”模式转变。

从销售网络看，国内市场方面，截至 2014 年 9 月底，公司在全国发展的红豆男装自营店 330 家、加盟店 1309 家；依迪菲自营店 152 家、加盟店 102 家；红豆居家自营店 289 家、加盟店 421 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。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国际服装贸易大公司建立了长期、友好、稳定的合作关系，公司还在纽约、洛杉矶设立了分支机构。2011~2013 年，公司服装出口总额分别为 10009.80 万美元、11718.87 万美元和 12580.36 万美元，2013 年约占公司服装销售总额的 7.32%；2014 年 1~9 月，公司服装出口总额为 9399.85 万美元，约占服装板块总销售额的 7.82%。

总体看，公司服装业稳步发展，主导产品竞争力强，品牌知名度高，未来随着销售网络的不断完善，公司将逐步向品牌运营商转变。

3. 轮胎板块

江苏通用科技股份有限公司（以下简称“江苏通用”，公司持股 96.38%）以生产经营全钢载重子午线轮胎为主，是公司轮胎业务板块的核心载体。

从技术水平和质量控制看，公司拥有国内先进的生产、试验设备和一批专业的工程技术人员，公司下属江苏省全钢载重子午线轮胎工程技术研究中心，专门从事轮胎等高分子材料领域的高新技术研发。江苏通用成立以来相继承担了江苏省火炬计划项目——“高性能环保型全钢子午胎”、国家火炬计划项目——“全钢轻型载重子午胎的优质轻量化新产品”等项目。2008 年 3 月，江苏通用获得了第一个全钢

子午线轮胎的发明专利：四层结构钢丝束束层轮胎。截至 2013 年底，江苏通用已先后通过了 ISO9001: 2000 质量体系认证、ISO14000 环境体系认证、TS16949 认证、中国强制性产品 CCC 认证、欧洲共同体 ECE 认证和美国交通部 DOT 认证，被评为“中国质量服务信誉 AAA 级企业”，“千里马”商标、“赤兔马”商标被评为“江苏省著名商品”等。

从原材料看，主要由天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂组成。其中占成本比重最高的天然橡胶价格波动较

为剧烈，公司通过把握库存量、跟踪适时买进原料等采购策略，2011 年，天然橡胶价格持续走高，公司采取现货交易，在保证生产的基础上减少库存。2012 年，天然橡胶价格有所回落，公司根据市场价格波动及时调节了采购策略。2013 年以来，天然橡胶价格持续走低，2014 年前三季度，天然橡胶价格依然是呈下降趋势。

从结算方式上看，公司橡胶以采用现款现货交易为主，账期一般在 60 天以内。

表 9 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 年占成本比重（%）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
天然橡胶	44.28	43173.00	64232.00	72849.36	55302.94	29630.00	20480.00	14835.32	12293.78
钢帘线	12.31	19615.00	29370.00	36027.07	27578.10	12230.00	12893.00	9847.28	9345.19
炭黑	5.89	23118.00	31553.00	39508.38	36090.58	6660.00	7160.00	5773.11	5894.72

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 2014 年 9 月底，公司拥有年产全钢子午线轮胎 300 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已经于 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。

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，产品附加值高，2013 年平均市场价格为 1532 元/条，产量 262 万条，销

量 251 万条，实现销售额 328775 万元。2014 年 1~9 月平均市场价格为 1276 元/条，产量 225 万条，销量 191 万条，实现销售额 208463 万元。目前，公司的子午线胎产品销售情况良好，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。斜交胎和摩托胎的产品附加值较低，公司对斜交胎和摩托胎压缩生产。

公司轮胎产品主要是内销为主（2014 年 1~9 月市场分布为：替换市场占 91.10%，配套市场占 1.51%，出口市场占 7.39%），其中摩托胎全部内销，给自产摩托车配套的部分约占摩托胎销售额的 1/3；子午线胎和斜交胎的外贸出口只占不到 5%，主要出口亚洲地区，如巴基斯坦和马来西亚等。

表 10 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)
2011 年	200	179	178	2249.00	342260	91944	13878
2012 年	300	216	215	1944.00	357264	109487	13906
2013 年	300	262	251	1532.00	328775	148563	18575
2014 年 1-9 月	300	225	191	1276.00	208463	141285	15309
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)
2011 年	150	82	81	402.00	27864	111011	4366
2012 年	150	89	86	398.00	29247	109020	3454
2013 年	150	82	80	253	17243	112799	4193
2014 年 1-9 月	150	39.66	37.41	287	9174	77569	1875
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)
2011 年	600	322	320	78.00	21312	0	0
2012 年	600	319	320	70.00	19268.00	0	0
2013 年	600	295	296	64	16208	0	0
2014 年 1-9 月	600	215	218	59.2	11031	0	0

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，目前开发重点主要在镇江、无锡等地，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）。

房地产板块受项目建设情况影响，收入占比有所波动，2013 年由于公司红豆广场、无锡人民路九号、镇江市江南府邸一期等房地产项目集中交付，公司房地产板块收入大幅增长。2014 年 1~9 月，公司完成房产销售收入 8.09 亿元，占 2013 年全年的 59.54%。

表 11 公司房产项目开发情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
房地产开发完成投资(万元)	155780.34	109874.69	128430.07	95080.68
房屋施工面积(万平方米)	21.75	29.81	43.75	18.14
房屋竣工面积(万平方米)	8.31	6.05	26.31	8.74
房屋销售面积(万平方米)	8.85	5.76	14.04	9.43
销售收入(万元)	62868.76	39683.43	135913.54	80927.80
净利润(万元)	2065.22	434.90	919.10	409.68

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 12 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 2014 年 9 月底已投资(万元)	资金来源(万元)		规划建筑面积(m²)	预计售价(元/m²)	截至 2014 年 9 月底预售收入(万元)	预计销售收入(万元)
				自筹	贷款				
人民路九号(无锡)	2013.6-2015.12	168315	86497	138315	30000	156642	住宅：12000 商业：28000	6593	207527

江南府邸 (镇江)	2010.12-2014.12	20724	19766	11804	8920	60253	住宅: 8500 商业: 20000 别墅: 22000	30500	34584
香江花城五期	2013.10-2015.8	20005	5969	20005	--	32116	商业: 12000 公寓: 6500 公寓: 7500	2105	16113
红豆国际商务城一期 (淮安)	2009.12-2014.6	27650	23536	27650	--	81896	住宅: 4000 商业: 7000	3239	30500
东港红豆广场 (昆达地块)	2012.4-2015.12	29982	23684	29982	11629	96745	住宅: 5000 商业: 8500	27930	51242
南京江宁地块	2012.7-2014.9	46477	39307	45183	1294	53197	住宅: 13500 商业: 25000	34175	59581
锡东新城项目 B	2012.5-2015.12	150000	114087	97000	53000	322294	住宅: 7100 商业: 17500	20805	207579
清华苑	2012.12-2015.12	55000	16593	30000	25000	149038	住宅: 5000 商业: 9000	15760	70000
红豆美墅三期 (公园里一期)	2014.7-2016.6	40000	14340	40000	--	62617	住宅: 8650		
合计		558153	343779	439939	118214	1014798	--	141107	677126

资料来源: 公司提供

表 13 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	73365	16730	商业、办公
东港广场(镇政府地块)	无锡	2011.10	19810	57050	19810	住宅、商业
淮安商务城南地块	淮安	2010.05	64216	379099.90	64216	住宅、商业
红豆美墅三期(剩余地块)	淮安	2011.07	26842	119555.30	26842	住宅、商业

资料来源: 公司提供

从土地储备情况看,截至 2014 年 9 月底,公司土地储备累计 62.91 万平方米。公司目前土地储备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的发展需要。

总体看,公司房地产收入规模较小,收益情况受工程进度、地块地理位置及房地产市场行情影响较大,波动性较大。

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 89%)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。

盆景培育

红豆杉是健康树,被称为“人类呼吸系统的天然保健品”。根据江苏省环境监测中心的检测报告显示,红豆牌红豆杉盆景对空气中的二氧化硫、二氧化氮、一氧化碳的净化效率分别是 31.8%、49.0%、22.2%,总挥发性有机物的净化效率更是达到 65.1%。自 2009 年 10 月正式启动盆景销售,公司已在全国开设了 400 家红豆杉盆景专卖店,销售省份从江苏省发展到国内近 20 多个省份。

截至 2014 年 9 月底,公司建有 27 万平方米的培育大棚,拥有盆景 79 万盆。目前在全国

开设了 280 家红豆杉盆景专卖店。

生物制药

原料药方面，公司紫杉醇原料药厂总投资 8000 万元，按 GMP 标准建成 28800 平方米标准厂房，拥有国内外最先进的全自动生产线，并配备全套的原料加工设备、先进的检测仪器及配套的污水处理系统，目前已形成紫杉醇粗制品到精品的整套加工工艺，年可提炼 300 公斤紫杉醇成品。2009 年 8 月，红豆杉药业公司通过了江苏省食品药品监督管理局对紫杉醇原料药的 GMP 认证现场检查，并获得了国家食品药品监督管理局颁发 GMP 证书。

制剂药方面，公司于 2009 年 8 月投资 3500 万元建设完成一期新型无菌制剂车间，可生产多种规格的抗肿瘤药注射液与冻干粉针，投产后可达到年产 600 万支抗肿瘤药针剂的能力，目前车间已投入使用。

公司产品系列为专业化抗肿瘤产品，主打产品是紫杉醇注射液，以后还将连续推出：多西他赛（多烯紫杉醇）、奥沙利铂、吉西他滨等抗肿瘤市场主流品种。目前公司正与美国 Roswell Park 癌症研究所、国家新药开发工程技术研究中心合作开发新型抗肿瘤光敏剂 HPPH 的研发与产业化项目。未来公司将致力于生产与研发同步推进的发展战略。

截至 2014 年 9 月底，公司已打造了原料药销售和制剂销售两大营销网络，建立原料药销售客户 35 家，制剂药则采用代理销售模式，全国代理商、区域代理商共 27 家。

总体看，公司已初步形成从红豆杉资源培育、盆景销售到紫杉醇原料药及制剂的产业链经营模式，发展前景广阔。

6. 经营效率

2011~2013 年，公司销售债权周转次数不断下降，三年分别为 9.38 次、7.41 次和 5.83 次；同期公司存货周转次数受房地产开发成本和开发产品增加的影响，呈下降趋势，三年分别为 2.89 次、2.19 次和 1.52 次；近三年，公司总资

产周转次数分别为 1.08 次、0.98 次和 0.74 次，逐年下降。总体来看，公司经营效率逐年下降，整体效率一般。

7. 未来发展

根据公司最新编制的“十二五”规划（草案），公司将继续走多元化发展之路，在立足做精做强纺织服装主业的前提下，稳步发展轮胎、红豆杉药业和房地产等业务，不断提高自身实力。

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

从产业发展看，服装方面，公司将大力加强渠道建设，稳步推进红豆四大品牌连锁专卖网络；实现平稳发展同时，注重自主品牌建设，拓展传统销售渠道，创新商业销售模式，大力发展网上销售；积极开展高级定制等个性化、差异化服务，满足多样化市场需求。轮胎方面，公司将快速扩大全钢子午线的生产规模，新增 200 万套全钢载重子午胎项目已于 2011 年底完工投产，目前主体投资基本结束。生物医药方面，将加快红豆杉基地建设及相关生物制药项目的研发及申报工作，大力发展绿色经济。

截至 2014 年 9 月底，公司主要在建项目已累计完成投资 5.81 亿元，2014 年 9~12 月及 2015 年预计分别投资 0.57 亿元和 1.15 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 14 截至 2014 年 9 月底公司未来三年投资项目进展情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2014 年 9 月底累计投资 (万元)	2014 年 9~12 月拟投资 (万元)	2015 年拟投资 (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	31441.86	1558.14	8000.00	14000	57.17%
科研大楼及辅房	27800.00	--	27800.00	22073.70	3226.3	2500.00	--	79.40%
职工集体宿舍	6500.00	--	6500.00	4549.01	950.99	1000.00	--	69.98%
合计	89300.00	35200.00	54100.00	58064.57	5735.43	11500.00	14000.00	--

资料来源: 公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2012 年度财务报表经无锡嘉誉会计师事务所有限公司审计, 2013 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。2014 年三季度财务报表未经审计。

从财务报表合并范围看, 2011~2013 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。2014 年三季度合并范围无变化。

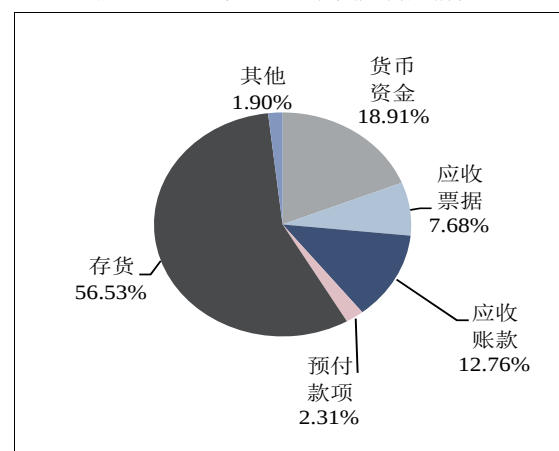
截至 2013 年底, 公司 (合并) 资产总额 247.59 亿元, 所有者权益合计 78.63 亿元 (其中少数股东权益 8.76 亿元); 2013 年公司实现营业收入 168.10 亿元, 利润总额 9.41 亿元。

截至 2014 年 9 月底, 公司 (合并) 资产总额 273.69 亿元, 所有者权益合计为 82.83 亿元 (其中少数股东权益 8.83 亿元); 2014 年 1~9 月, 公司实现营业收入 114.84 亿元, 利润总额 5.57 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 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 16.47%。截至 2013 年底, 公司资产总额 247.59 亿元, 其中流动资产占 70.56%, 非流动资产占比 29.44%, 公司资产以流动资产为主。

图 7 2013 年公司流动资产构成情况



资料来源: 公司审计报告

2011~2013 年, 公司流动资产快速增长, 年复合增速为 20.37%, 主要来自于货币资金、应收票据、应收账款和存货的增长。截至 2013 年底, 公司流动资产为 174.70 亿元, 主要由存货、货币资金及应收账款构成。

2011~2013 年, 公司货币资金规模增长较快, 年均增长 27.40%, 主要由于公司增加了存放中央银行存款及债券保证金。截至 2013 年底为 33.03 亿元, 其中银行存款占 67.27%, 其他货币资金占 32.55%, 其他货币资金主要为债券、汇票和保函保证金以及存放中央银行法定准备金, 公司现金类资产较为充足。

2011~2013 年, 公司应收票据快速增长, 年复合增长率为 81.20%, 主要由于公司客户在付款时增加了票据结算比例。截至 2013 年底, 公司应收票据为 13.42 亿元, 全部为银行承兑汇票。

2011~2013 年, 随着公司服装业务板块销

售模式的转变，加盟联营店的增加带来铺货的增加，使得公司应收账款不断增长，年均增长 32.37%。截至 2013 年底，公司应收账款为 22.30 亿元，账龄在 1 年以内的占 94.07%，1-2 年的占 4.74%，2-3 年的占 0.64%，3 年以上的占 0.55%，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，占比 2.95%，集中度低。公司共计提了 1.36 亿元坏账准备，占应收账款账面余额的 5.73%，计提充分。

2011~2013 年，由于公司房地产板块取得土地进度放缓，公司预付账款年均减少 22.82%。截至 2013 年底，公司预付账款为 4.04 亿元，账龄在 1 年以内的占比 94.92%。

2011~2013 年，公司存货有所增长，年均增长 14.60%，主要为开发产品增加所致。截至 2013 年底，公司存货账面余额为 99.26 亿元（其中原材料占 6.53%、在产品占 2.23%、开发成本占 49.27%、开发产品占 9.74%、库存商品占 29.06%）。公司按存货成本与可变现净值孰低原则计提存货跌价准备，2013 年公司共对原材料、在产品 and 库存商品计提 4971.65 万元跌价准备。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。

2011~2013 年，公司非流动资产稳定增长，年复合增长率为 8.49%，主要来自于长期股权投资和固定资产的增加。截至 2013 年底，公司非流动资产 72.89 亿元，主要由固定资产、无形资产等项目构成。

2011~2013 年，公司长期股权投资净额年均增长 32.94%，截至 2013 年底，公司长期股权投资净额为 9.55 亿元，较上一年增长 26.88%，主要是公司对利安人寿保险股份有限公司和江苏银行股份有限公司等金融企业投资的增加。

2011~2013 年，公司投资性房地产年均减少 4.33%。截至 2013 年底，公司投资性房地产为 5.40 亿元。

2011~2013 年，公司固定资产年均增长

15.13%，截至 2013 年底，固定资产原值为 58.40 亿元，固定资产账面价值为 37.44 亿元，固定资产成新率为 64.11%。固定资产净值中占比较高的为房屋建筑物和机器设备，分别占比 53.12%和 43.96%。

2011~2013 年，公司在建工程年均减少 24.26%，截至 2013 年底，公司在建工程为 6.44 亿元，同比下降 19.22%，主要是西港基础建设工程部分转为固定资产所致。

2011~2013 年，公司无形资产年均增长 2.02%，截至 2013 年底，公司无形资产为 10.73 亿元，主要为土地使用权 9.39 亿元，占比 87.51%。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额为 273.69 亿元，较 2013 年底增长 10.55%，主要来自货币资金、应收票据及长期股权投资等科目的增长。其中货币资金增加 13.38 亿元，主要来自公司对外融资取得的现金及经营活动现金流入；应收票据增加 4.38 亿元，主要由于公司服装板块收到货款中应收票据占比增加所致；长期股权投资增加 5.39 亿元，主要是增加利安人寿保险股份有限公司 3500 万股权投资、量宇瑞国（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）234.78 万股权投资、中国民生投资股份有限公司 50000 万股权投资、江苏金创信用再担保股份有限公司 300 万股权投资所致。

从资产构成来看，截至 2014 年 9 月底，公司流动资产占比 71.35%，非流动资产占比 28.65%，较 2013 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较高，资产流动性一般，公司资产质量整体一般。

3. 负债及所有者权益

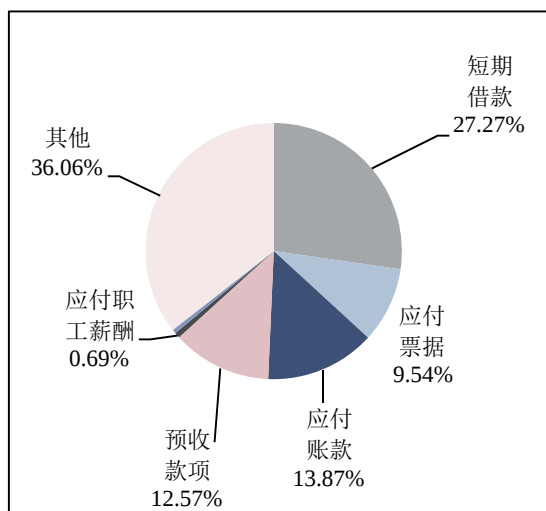
负债

2011~2013 年，公司负债总额快速增长，年均增长 19.68%。截至 2013 年底，公司负债合计 168.95 亿元，其中流动负债占 79.59%，非

流动负债占 20.41%，流动负债所占比重较上年上升 19.58 个百分点。

2011~2013 年，公司流动负债年均增长 27.77%，主要来自于应付短期债券、应付账款以及一年内到期的非流动负债的增加所致。截至 2013 年底，公司流动负债 134.47 亿元，其中短期借款占 27.27%、应付短期债券占 19.34%、应付账款占 13.87%、预收款项占 12.57%、一年内到期的非流动负债占 12.90%。

图 8 2013 年公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

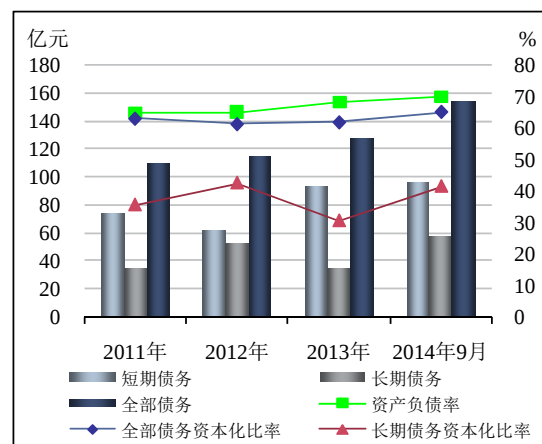
截至 2013 年底，公司应付短期债券 26.00 亿元，较 2012 年增长 160.00%，为 2013 年发行的两期分别为 8 亿元和 7 亿元的短期融资券以及 2013 年发行的 11 亿元非公开定向债务融资工具；公司预收款项三年年均增长 114.06%，主要为房地产板块的预收房屋销售款增加所致，截至 2013 年底，预收款项为 16.90 亿元；截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 17.35 亿元，主要为一年内到期的长期借款 12.33 亿元和一年内到期的应付债券 5.02 亿元。

2011~2013 年，公司非流动负债波动下降，年均降幅为 1.57%。截至 2013 年底，公司非流动负债 34.48 亿元，其中长期借款占比 40.29%，应付债券占比 59.48%，主要为公司于 2012 年~2013 年发行的四期中票（共 20.00 亿元）。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额为 190.86 亿元，较 2013 年底增长 12.97%，主要由于短期借款、应付票据、长期借款及应付债券的增加所致。其中应付票据增加 6.58 亿元，均为银行承兑汇票；应付债券增加 16.95 亿元，主要由于公司于 2014 年发行了 17.00 亿元非公开定向债务融资工具所致；长期借款增加 6.86 亿元，主要是房地产板块项目贷款增加所致。从结构来看，流动负债占 69.46%，非流动负债占 30.54%，非流动负债占比较上年底增加 10.13 个百分点。

债务负担方面，2011~2013 年，公司债务规模不断增长，年均增幅 7.86%。截至 2013 年底，公司全部债务总额为 128.56 亿元，其中短期债务占 73.23%，长期债务占 26.77%，债务结构有待改善。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务合计 154.32 亿元，较 2013 年底增长 20.04%，其中短期债务占 62.28%，长期债务占 37.72%，债务结构较上年底有所改善。

图 9 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标看，2011~2013 年，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，截至 2013 年底分别为 62.05%和 30.44%；近三年资产负债率呈上升趋势，2013 年底为 68.24%。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率均有所上升，分别为 65.07%、41.27%和 69.74%，公司债务负担有所加重。

总体看，公司债务规模总量有所增长，债务负担较重，且以短期债务为主，债务结构有待进一步改善。

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益（含少数股东权益）年均增幅为10.38%。截至2013年底，公司所有者权益合计78.63亿元，其中归属于母公司所有者权益合计69.87亿元。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占12.05%、资本公积占6.94%，未分配利润占81.05%。

2014年6月，公司增加注册资本至10.03亿元，新增注册资本1.61亿元由周耀庭、周海江等38位股东认缴并已于2014年6月5日前缴足；同时，公司股东之间办理了总计890.50万元的股权转让手续。截至2014年9月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计82.83亿元，其中归属于母公司的所有者权益74.00亿元，较上年底增长5.91%，主要来自实收资本和未分配利润的增加。

总体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

随着公司服装业务板块商业模式的转型和加盟联营店模式的不断推进以及房地产项目的集中交付，2011~2013年，公司营业收入小幅波动增长，年均增速1.54%。2013年，公司实现营业收入168.10亿元，同比下滑2.10%，主要由于①橡胶产品主要原材料天然橡胶价格大幅下降，公司橡胶产品销售价格随原材料价格联动下降，使得橡胶板块收入同比下滑21.98%；②受下游需求下降、行业内竞争激烈以及产品附加值低等因素影响，公司主动调整了机械产品产量，收入同比下降65.14%。2013年，公司营业外收入0.47亿元，同比下降46.53%，主要为补贴收入的减少。受此影响，2013年公司利润总额为9.41亿元，同比下降16.06%。

2011~2013年，因公司正处于销售渠道扩张时期，期间费用增幅较快，其中销售费用年均增长11.16%，管理费用年均增长22.99%，财务费用年均增长42.63%。2013年，公司期间费用17.62亿元，占营业收入的比重为10.48%。

从盈利指标看，近三年，公司营业利润率不断回升，2013年营业利润率为16.04%；受公司债务增长影响，总资本收益率不断降低至6.04%；净资产收益率不断下滑，2013年为9.16%。

公司2014年1~9月实现营业收入114.84亿元，利润总额5.57亿元，分别占2013年全年的68.32%和59.21%；同期，公司营业利润率15.71%，盈利能力较2013年小幅下降。

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

5. 现金流分析

从经营活动来看，2011~2013年，伴随着服装业务销售规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所增长，年复合增速5.34%，2013年为176.54亿元；近三年经营活动现金流入量波动下降，年均降幅2.81%，2013年为181.84亿元，较2012年下降13.05%，主要由于收到的税费返还较上年大幅下降所致；2011~2013年，公司经营活动现金流出量波动下降，2013年为176.67亿元。从收入实现质量看，2011~2013年，公司现金收入比呈增长趋势，分别为97.60%、102.86%和105.03%，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2011~2013年，公司投资活动现金流入年均增长66.46%，2013年为0.43亿元；公司在建工程项目不断推进，购置设备以及土地使用权的现金流出保持一定规模，2013年投资活动现金流出7.60亿元，较上年减少30.78%，主要是全钢子午胎产能建设项目逐步竣工，投资支出需求减少。

从筹资活动来看，2013年，公司筹资活动

现金流入为借款所收到的现金（61.56亿元）以及发行债券收到的现金（30.00亿元），现金流出主要为偿还债务支付的现金（75.83亿元）和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金（7.82亿元）。2011~2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为13.95亿元、7.10亿元和0.60亿元，年均下降79.15%。

2014年1~9月，公司经营活动现金流入132.71亿元，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7.62亿元；投资活动现金流入为0.44亿元，投资活动现金流出9.17亿元，投资活动产生的现金流量净额-8.73亿元；筹资活动现金流净额12.36亿元。同期，公司现金收入比为114.05%，继续保持增长态势。

总体看，公司经营性现金流入波动下降，未来几年，从公司房地产在建项目和土地储备规模看，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，2011~2013年，公司流动比率和速动比率有所波动，三年平均值分别为145.45%和58.64%，2013年底为129.92%和56.47%，较上年分别减少40.79和8.14个百分点，主要由于流动负债的快速增长所致（较上年增长68.42%，其中新增应付短期债券16.00亿元，新增一年内到期的非流动负债17.35亿元）；截至2014年9月底，公司上述两项指标分别升至147.29%和73.55%。2011~2013年公司经营现金流动负债比分别为1.76%、8.72%和3.84%。考虑到公司流动资产中存货占比高，流动负债中有息债务规模较大，总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2011~2013年，公司EBITDA分别为17.96亿元、17.97亿元和19.91亿元，年均增长5.30%；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7.22倍、5.46倍和3.76倍，EBITDA

对利息保护能力尚可；公司全部债务/EBITDA倍数分别为6.09倍、6.34倍和6.46倍，EBITDA对全部债务保护能力有所下滑。

截至2014年9月底，公司对外担保93346.72万元，其中87346.72万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。公司担保比率为10.55%，或有风险尚在可控范围内。

表15 截至2014年9月底，公司对外担保明细
(单位：万元)

被担保公司名称	担保金额	担保期限
哈尔滨中策商贸有限公司	4000.00	2013/05/27-2015/05/26
厦门祥轮贸易有限公司	2000.00	2013/11/26-2015/11/26
合计	6000.00	--

资料来源：公司提供

截至2014年9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。

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（报告编号为：B-201407170040388788），截至2014年11月11日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，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

截至 2014 年 9 月底，公司全部债务 154.32 亿元，其中长期债务 58.21 亿元。本期中期票据发行额度为 5 亿元，分别占公司长期债务和全部债务的 8.59% 和 3.24%，对公司现有债务影响不大。

以 2014 年 9 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将由 69.74% 和 65.07% 分别上升至 70.28% 和 65.79%，考虑到本期中期票据部分募集资金用于偿还债务，公司实际债务负担指标可能低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 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 38.50 倍、41.83 倍和 36.37 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 0.29 倍、1.39 倍和 1.03 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尚可。近三年，公司 EBITDA 分别为 17.96 亿元、17.97 亿元和 19.91 亿元，对本期发债额度的覆盖倍数分别为 3.59 倍、3.59 倍和 3.98 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性较小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

公司是中国大型服装生产企业之一，主导

产品竞争实力强、品牌优势明显、技术研发能力突出。公司是国内重要的全钢子午轮胎生产厂商之一，在产能规模、产品结构和品牌等方面具备一定的竞争优势。红豆杉种植和紫杉醇提取业务，因其资源的稀缺性与医用性，未来发展前景广阔。

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

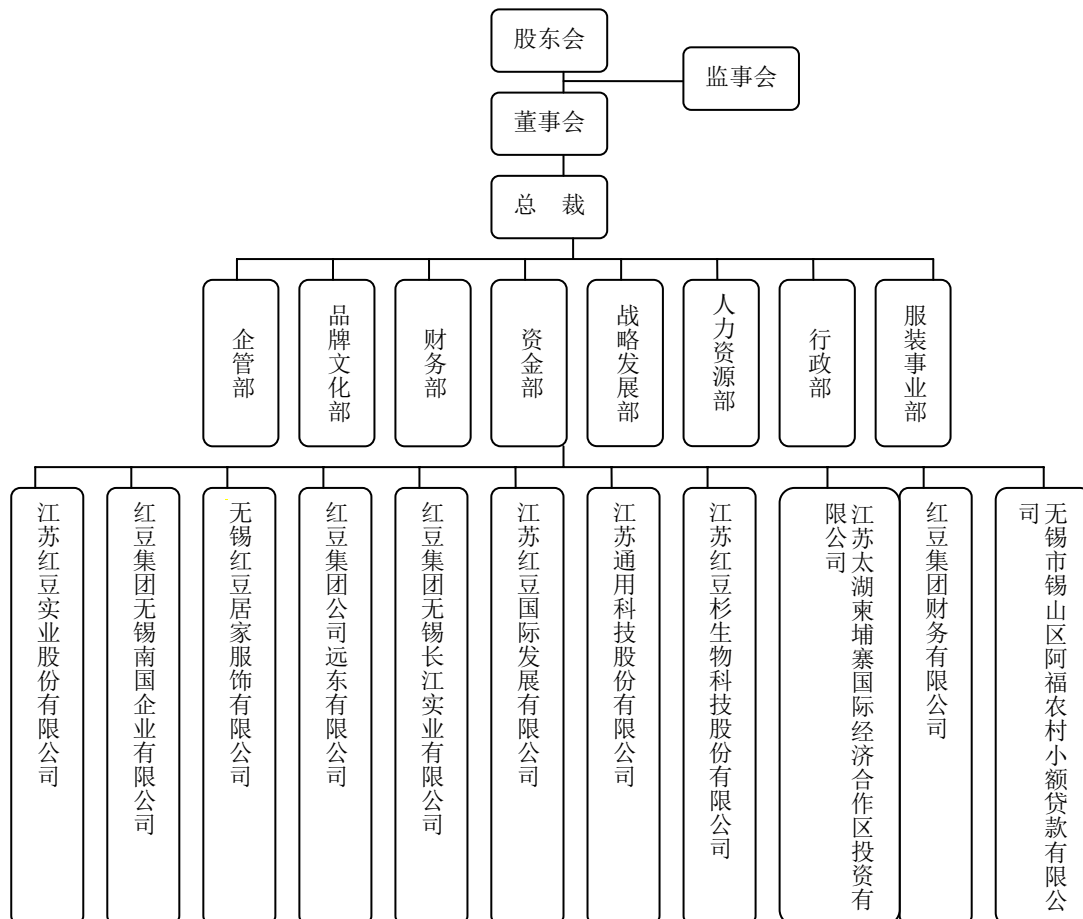
未来随着公司服装业务销售渠道的扩张、已完工轮胎项目带来产能的增长以及红豆杉产业正逐步产生效益，公司发展前景良好，整体收益水平有望提升。综合看，公司主体信用风险低。

本期中期票据属债券创新品种，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，认为本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。本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度高。

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，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险较低，安全性较高。

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 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.44	27.90	46.45	64.22
资产总额(亿元)	182.51	205.18	247.59	273.69
所有者权益(亿元)	64.54	72.14	78.63	82.83
短期债务(亿元)	73.94	60.96	94.15	96.11
长期债务(亿元)	35.44	53.04	34.41	58.21
全部债务(亿元)	109.38	114.00	128.56	154.32
营业收入(亿元)	163.02	171.70	168.10	114.84
利润总额(亿元)	11.97	11.21	9.41	5.57
EBITDA(亿元)	17.96	17.97	19.91	--
经营性净现金流(亿元)	1.45	6.96	5.17	7.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.38	7.41	5.83	--
存货周转次数(次)	2.89	2.19	1.52	--
总资产周转次数(次)	1.08	0.98	0.74	--
现金收入比(%)	97.60	102.86	105.03	114.05
营业利润率(%)	13.40	14.27	16.04	15.71
总资本收益率(%)	6.60	6.22	6.04	--
净资产收益率(%)	14.42	11.85	9.16	--
长期债务资本化比率(%)	35.45	42.37	30.44	41.27
全部债务资本化比率(%)	62.89	61.25	62.05	65.07
资产负债率(%)	64.64	64.84	68.24	69.74
流动比率(%)	146.38	170.71	129.92	147.29
速动比率(%)	55.09	64.61	56.47	73.55
经营现金流动负债比(%)	1.76	8.72	3.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.22	5.46	3.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.09	6.34	6.46	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	38.50	41.83	36.37	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.29	1.39	1.03	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.59	3.59	3.98	--

注：2014 年三季度财务报表未经审计。

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/主营业务收入×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%
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
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 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 2015 年度第一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。

