

信用等级公告

联合[2015]214号

红豆集团有限公司：



联合信用评级有限公司通过对红豆集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券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,评级展望为“稳定”
红豆集团有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：  

分析师：  

二零一五年 六 月 一 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

红豆集团有限公司

2015 年公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA
 发行人主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本次发行规模：不超过 10 亿元（含）
 债券期限：5 年
 评级时间：2015 年 6 月 1 日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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之一，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，联合评级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经营带来的不利影响。

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逐步释放以及红豆杉产业效益的不断显现，公司未来发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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；近年来公司调整产品结构，不断加快品牌连锁专卖网络体系建设，使得服装业务板块收入保持稳定增长。
2. 公司是国内重要的全钢子午轮胎生产厂商之一，在产能规模、产品结构和品牌等方面具备一定的竞争优势。
3. 红豆杉种植和紫杉醇提取业务，因其资源的稀缺性与医用性，未来发展前景广阔。

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。

主要财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	206.46	247.59	261.68
所有者权益(亿元)	72.14	78.63	84.60
长期债务(亿元)	46.17	34.41	45.76
全部债务(亿元)	114.00	128.56	144.75
营业总收入(亿元)	171.70	168.10	172.47
净利润(亿元)	8.55	7.20	5.36
EBITDA(亿元)	17.97	19.91	18.80
经营性净现金流(亿元)	6.96	5.17	9.13
营业利润率(%)	14.27	15.98	15.08
净资产收益率(%)	12.51	9.56	6.57
资产负债率(%)	65.06	68.24	67.67
全部债务资本化比率(%)	61.25	62.05	63.11
流动比率	1.56	1.30	1.39
EBITDA 全部债务比	0.16	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	3.48	2.86	2.46
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.80	1.99	1.88

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

2. 中国天然橡胶对外依存度较高，天然橡胶进口价格波动较大，增加了轮胎生产企业的成本控制难度。
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，公司房地产存货较多，距离主城区有一定距离，房地产业务可能存在一定的经营风险。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与红豆集团有限公司构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由红豆集团有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的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1,784万元，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，公司四次增资扩股，并历经多次股权变更，截至2014年底，公司注册资本100,288.00万元，股东全部为自然人，其中周耀庭出资33,000.00万元，占比32.91%，其余周海江等43位股东出资67,288.00万元，占比67.09%，周耀庭为公司实际控制人。

公司经营范围包括：利用自有资金对外投资及管理（国家法律法规禁止、限制的领域除外）；服装、针纺织品、鞋帽、皮革、毛皮制品的制造、设计、技术咨询；自营和代理各类商品和技术的进出口业务，但国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外；红豆杉盆景、苗木的种植、销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

公司设有企管部、品牌文化部、财务部、法务部、战略发展与信息化部、人力资源部、行政部和安保部等8个职能部门。截至2014年底，公司纳入合并范围内的子公司共87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49.59%）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，负债总额177.08亿元，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，净利润5.36亿元；经营活动产生的现金流量净额9.13亿元，现金及现金等价物净增加额3.86亿元。

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、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“红豆集团有限公司2015年公司债券”，本次发行的公司债券期限为5年，发行规模不超过10亿元（含10亿元）。本次债券票面金额为100元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期公司债券票面利率通过簿记建档方式确定，在债券存续期内固定不变。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金扣除发行费用后，全部用于补充流动资金。

三、行业分析

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。

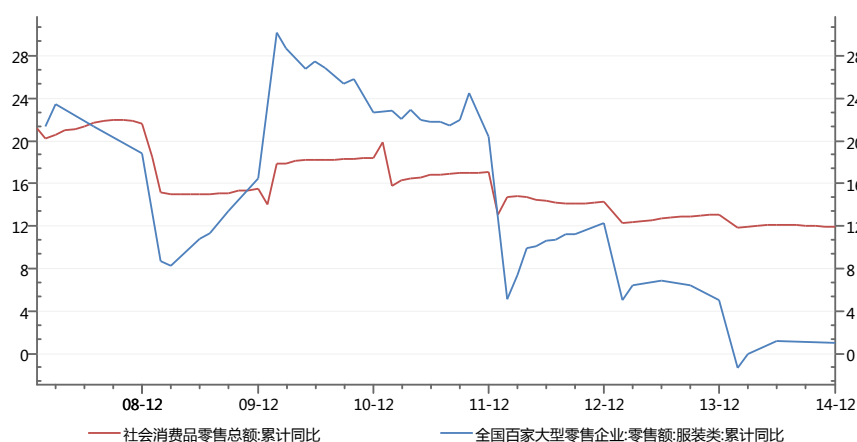
2011年以来，中国纺织服装行业在棉花等原材料价格大幅波动、人民币升值、金融政策紧缩、国际市场需求增速减缓等诸多不利因素影响下，通过积极应对市场风险、转变发展方式、开拓内需市场，行业总体保持了平稳发展。

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3,127.14亿元，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，全国累计完成服装产量299.2亿件，同比增长1.6%；其中针织服装产量144.14亿件，同比增长2.88%，梭边服装产量155.07亿件，同比增长0.46%。投资方面，2014年，纺织服装、服饰业固定资产投资完成额3,704.21亿元，同比增长19.20%，增速低于上年同期4.37个百分点。

图1 2008年~2014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%，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，服装价格走低趋势更为明显，全国工业生产者出厂价格同比下降1.9%，其中纺织服装、服饰类与上年基本持平，同比仅上涨0.2%。

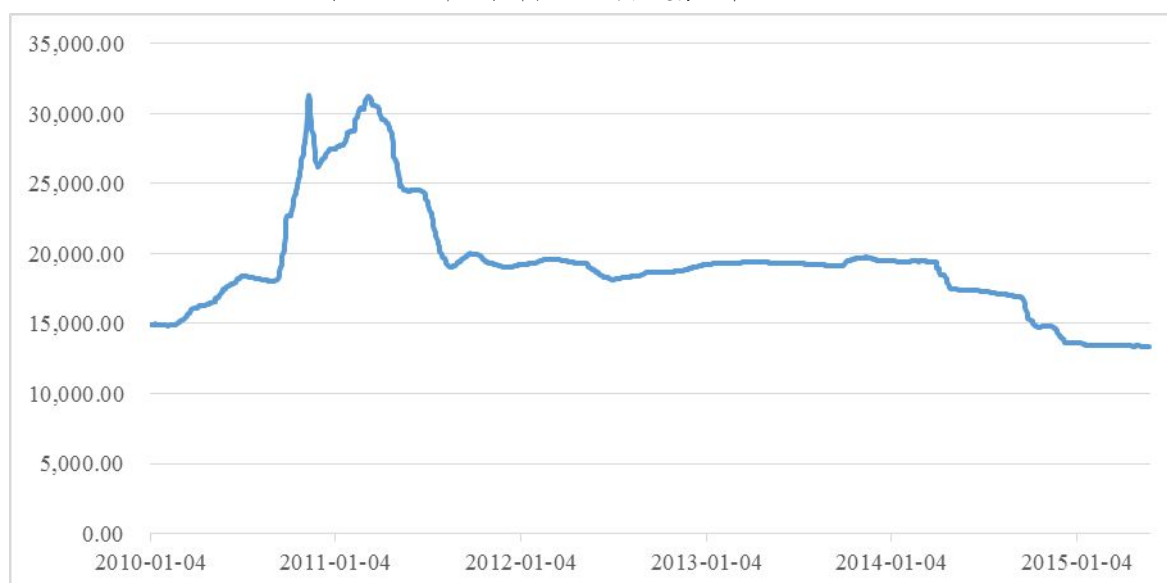
伴随着服装销售增速的不断下滑，服装市场各品牌之间的竞争激烈程度也明显加剧，品牌集中度水平呈现明显下降，领先品牌的领先优势有所缩小。根据国家统计局统计，2014年，服装行业规模以上企业15,167家，累计实现主营业务收入20,769.83亿元，同比增长8.02%；利润总额1,247.28亿元，同比增长10.55%。主营业务收入和利润总额增速较2013年分别下降3.27和提高0.72个百分点。

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1,782.24亿美元，同比增长11.28%，增幅较2012年同期提升6.75个百分点。2014年，中国服装累计出口额1,863亿美元，同比增长5.2%，增速较去年同期下滑6.10个百分点。

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20,400元，高出国际棉价5,000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，棉花价格持续下跌，但仍维持在13,000元/吨以上。

图2 2010年以来棉花328价格走势（单位：元/吨）

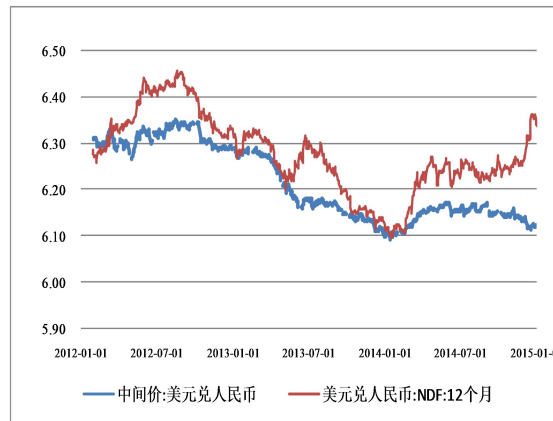


资料来源：wind 资讯

行业关注

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。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，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，全年人民币走势变现为两头贬，中间升的形态。

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。

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。

2013年1月,为进一步推进服装生产企业安全生产标准化工作制度化、规范化和科学化,国家安全监管总局印发了《服装生产企业安全生产标准化评定标准》,要求“各有关企业要严格对照评定标准开展安全生产标准化创建工作,持续改进,建立企业安全生产长效机制。”该标准适用于以面料为主要原料,进行裁剪、缝制等加工后生产服装、服饰的生产企业,皮革、毛皮服装生产企业参照执行。

2015年4月28日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,会议确定有关部门要在科学评估基础上抓紧拿出具体方案,其中包括:对国内消费者需求大的部分国外日用消费品,于今年6月底前开展降低进口关税试点,逐步扩大降税商品范围;结合税制改革,完善服饰、化妆品等大众消费品的消费税政策,统筹调整征税范围、税率和征收环节。联合评级认为,此举有利于促进服装企业的发展,但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。

近年来,中国居民收入的增长促使消费能力不断提高。按照发达国家经验,人均收入超过3,000

美元消费将进入新的提升阶段。2012~2014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8.20%，三年来分别为2.46万元、2.70万元、2.88万元。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，全国橡胶轮胎累计生产11.14亿条，同比增长6.3%。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：wind 资讯

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、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。根据国家统计局统计，2014 年，轮胎制造行业累计主营业务收入 5,416.5 亿元，同比增长 5.56%；利润总额 333.7 亿元，同比下降 2.92%。

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。

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%；2014 年中国天然橡胶产量为 85.00 万吨，较上年基本持平。从消费量上看，根据中国橡胶信息贸易网，2012~2014 年，中国天然橡胶消费量分别为 389 万吨、421 万吨和 476 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 218 万吨、247 万吨和 261 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 18,471 元/吨。2014 年，天然橡胶价格继续下滑，从年初的 18,000 元/吨下降至 10 月初的 11,000 元/吨左右。2015 年一季度，天然橡胶整体市场价格有所反弹，国内商品市场反弹气氛良好，全钢轮胎厂家表现相对稳定，个别厂家在新资金分配的

提振下扩大了开工规模。总体看，随着天然橡胶价格的逐步回升，厂家开工预计随有所增加，但实际开工水平仍受制于需求下行的压力。

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，外资合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。2014 年合成橡胶主要品种价格整体呈下降趋势，以被广泛用于轮胎生产的丁苯橡胶为例，价格由年初的 13,100/吨下降至年底 9,900/吨。2015 年一季度，合成橡胶主要品种价格整体有所回升，其中丁苯橡胶价格回升至 12,000/吨附近。

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 2013 年全球各大轮胎企业的销售收入看，超过 170 亿美元的普利司通、米其林和固特异牢牢掌握了全球轮胎行业的领先地位，形成了行业第一梯队；大陆、韩泰、倍耐力、住友等年销售收入在 50~120 亿美元之间的企业形成了第二梯队；年销售收入在 15~50 亿美元的大型轮胎企业包含优科豪马、正新、佳通、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 2014 年全球轮胎 75 强排行榜的统计数据，2013 年日本轮胎业销售收入合计约为 422 亿美元，约占全球轮胎市场的 23.5%，中国轮胎业销售收入合计 279 亿美元，约占全球轮胎市场的 15.6%。2014 年中国轮胎销售收入前十名的企业合计实现销售收入 1,127.27 亿元。

表1 2014年中国轮胎销售收入前十名

名次	公司名称	销售收入 (亿元)
1	中策集团	202.21
2	三角集团	175.05
3	佳通(中国)	149.68
4	山东玲珑	102.04

5	中国正新	100.30
6	赛轮金宇	88.71
7	兴源轮胎	85.89
8	风神轮胎	81.52
9	双线集团	81.33
10	盛泰集团	60.54

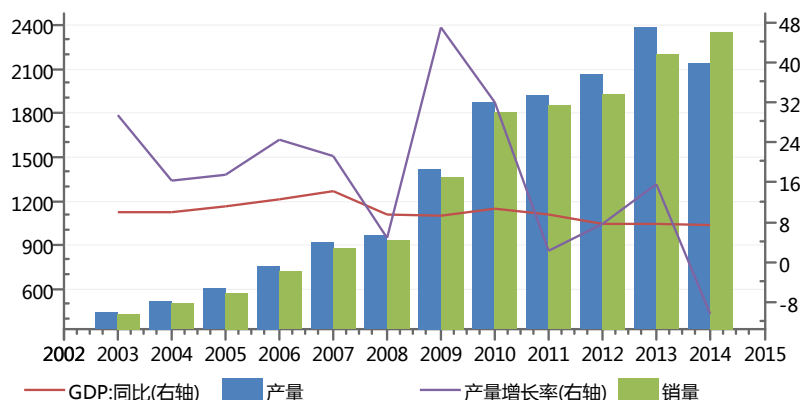
资料来源：CEIC

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 2,211.68 万辆和 2,198.41 万辆。2014 年，中国汽车产销规模分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.3%和 6.9%。其中，乘用车产销分别完成 1,991.98 万辆和 1,970.06 万辆，同比增长 10.15%和 9.89%；商用车产销分别完成 380.31 万辆和 379.13 万辆，同比分别下降 5.69%和 6.53%。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。

图 6 2003~2014 年中国汽车销量走势图



资料来源：wind 资讯

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。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。随着天然橡胶进口关税的下调，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。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；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。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

行业地位与品牌

公司纳入合并范围内的子公司共 87 家，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 57 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（2014 年排名尚未公布）。在 2014 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 2 2014 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

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”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，提高了公司服装设计水平和效率。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，提升了服装的设计效率。

轮胎生产方面，截止到 2014 年底，公司已形成年产全钢子午线轮胎 325 万套、斜交汽车轮胎 100 万套、摩托车轮胎 380 万套的生产规模，轮胎产品质量居国内领先水平，尤其在矿区轮胎市

场具有明显的竞争优势。此外，公司已建立起世界最大规模的红豆杉种植基地和紫杉醇提炼厂，生产模式和技术符合国际紫杉醇生产的主流技术要求。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，并获得国家食品药品监督管理局颁发的 GMP 证书，可生产多种规格的抗肿瘤药注射液与冻干粉针；同时，公司培育的“红豆牌”红豆杉盆栽成批进入了首都中南海和 2010 年上海世博会。

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，在国内服装行业拥有较强的竞争实力。

2. 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1,500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，保证了公司在全中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 3 公司主要国家级科研项目

序号	项目类别	项目名称
1	2003 年国家火炬计划	全棉免烫 T 恤后整理技术产品
2	2004 年国家星火计划	红豆杉的快繁技术与产业化
3	2006 年国家火炬计划	抗癌药物紫杉醇
4	2007 年国家火炬计划	全钢轻型载重子午胎的优质轻量化新产品
5	2008 年科技部科技型中小企业创新基金	南方红豆杉全株提取紫杉醇和其他副产物中试研究开发
6	2008 年国家星火计划重点项目	红豆杉高效栽培及全株采提紫杉醇研发与产业化
7	2008 年“重大新药创制”十一五国家重大科技专项	一类新药新型抗肿瘤光敏剂 HPPH 的临床前研究
8	中国纺织工业协会科技项目	纬编针织防辐射面料
9	国家星火计划	红豆杉高效栽培及全株提紫杉醇研发与产业化
10	国家科技重大专项	一类新药新型抗肿瘤光敏剂 HPPH 的临床前研究
11	江苏省科技支撑计划——社会发展项目	抗肿瘤一类新药 HDT-2016 的临床前研究
12	江苏省科技支撑计划——社会发展项目	铂类抗肝癌新药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，公司技术研发能力突出，是中国纺织服装行业拥有国家级技术中心的唯一一家企业，承担了多项国家级科研项目，在全国服装行业中处于技术开发和新产品创新的领先地位。

3. 人员素质

公司现有董事会成员 7 人，监事会成员 3 人，其中职工监事 1 名；公司高级管理层成员 7 人，其中总裁 1 人，副总裁 4 人，财务部长 1 人，总裁助理兼人力资源部长 1 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作的多年，行业经验丰富。

公司董事局主席周耀庭先生，1943年3月出生，高级经济师，曾任无锡县港下乡针织内衣厂副厂长、党支部副书记，曾当选第九届、十届全国人大代表，2007年至今任公司董事局主席。1997年、2002年分别当选中华人民共和国第九届、第十届全国人民代表大会代表，2006年当选中国乡镇企业家协会会长，中国红豆杉保育委员会主席。

公司总裁周海江先生，1966年2月出生，高级经济师，博士学历，曾任无锡太湖针织制衣总厂副厂长、公司董事局第一副主席、江苏赤兔马总公司总经理等，2007年至今任公司总裁、党委书记，曾先后获得“全国纺织工业系统劳动模范”、“中国青年五四奖章”、“中国纺织行业十大年度创新人物”、“中国全面小康十大贡献人物”、“新中国成立60周年‘三农’模范人物”等荣誉称号，曾当选中国共产党十八大代表。2007年、2012年分别当选中国共产党第十七次、第十八次全国代表大会代表，2012年当选全国工商联副主席。

截至2014年底，公司职工总数19,894人，从学历构成看，高中和中专及以下学历占75.33%，大专学历占13.74%，本科及以上学历占10.93%；从年龄结构看，30岁以下占46.64%，30岁至50岁占48.19%，50岁以上占5.17%；从岗位构成看，生产人员占59.80%，销售人员占20.7%，管理人员和研发人员分别占比9.3%和5.99%，其他人员占4.21%。

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。

五、公司管理

1. 公司治理

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，职工监事1人。

2. 管理体制

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、质量管理体系、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年底，红豆集团财务有限公司上报银监局备案成员单位73个，开户73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。

六、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，产品从最初的针织内衣发展到服装、橡胶、房地产、生物医药等四大领域，目前已形成多元化的产业经营格局。2012~2014年，公司主营业务收入小幅波动，分别为171.57亿元、166.94亿元和171.61亿元。

从主营业务收入结构看，公司服装业务保持主导地位，在营业收入中占比较高，近三年均在60%以上，2014年公司服装板块实现营业收入108.74亿元，较上年增长2.29%，占主营业务收入的63.36%。橡胶行业板块是公司收入的重要组成部分，2014年橡胶行业板块实现业务收入34.87亿元，较上年下降5.91%，占当年主营业务收入的20.32%，占比较上年下降1.88个百分点，近年来公司橡胶行业板块收入规模及在主营业务中的占比呈下降趋势，主要由于随着橡胶价格的下降，公司轮胎产品价格也随之下降，同时，公司将重心转向全钢子午轮胎，斜交胎的产量下降所致。公司房地产行业随着楼盘项目的完工交付，近三年收入迅速增长，2014年公司房地产行业板块收入17.30亿元，较上年增长30.59%，占比由2012年的2.31%提升至2014年的10.08%。公司生物医药行业主要为规模化种植、抗癌原料紫杉醇提炼、盆栽及苗木外销等，目前收入规模较小，在主营业务收入中的占比在1%左右。公司其他行业收入主要为机车销售收入、小贷收入、电费收入、酒店收入、柬埔寨贸易收入、包装装潢收入等，但收入规模相对较小。

从毛利率看，公司综合毛利率波动上升，近三年分别为14.84%、16.91%和16.12%。分板块看，服装行业板块毛利率较为稳定，2014年为14.51%；橡胶行业得益于原材料价格下降，毛利率较快，2014年为17.07%，较2012年增加6.90个百分点；房地产行业受楼盘交付结构影响，毛利率呈下降趋势，2014年为18.24%。公司生物医药行业毛利率为公司所有板块中最高，三年平均毛利率水平超过50%，主要是由于子公司江苏红豆杉生物科技股份有限公司产、销农产品自2006

年度起免征增值税、企业所得税所致。

总体来看，公司主营业务突出，各业务板块经营情况稳定，主营业务收入及毛利率水平较为稳定。

表 4 公司主营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
服装行业	103.53	60.34	15.16	106.30	63.68	15.24	108.74	63.36	14.51
橡胶行业	47.53	27.70	10.17	37.06	22.20	17.22	34.87	20.32	17.07
房地产行业	3.97	2.31	44.05	13.25	7.94	20.73	17.30	10.08	18.24
生物医药行业	1.94	1.13	60.27	1.46	0.87	49.82	1.53	0.89	51.95
其它	14.60	8.51	13.76	8.88	5.32	24.63	9.17	5.34	21.59
合计:	171.57	100.00	14.84	166.94	100.00	16.91	171.61	100.00	16.12

资料来源：公司提供

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（品牌女装、文胸系列）、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。

公司在服装领域由服装制造主导型向品牌零售主导型转变，更加重视科技研发和品牌网络体系的开拓、更加注重产融结合及资本运营。在研发方面注重创新，加大研发投入，争取技术中心升级，联合科研院所，加快博士后工作站建设。公司出台了激励措施以鼓励技术人员创新。作为国家专利试点企业，红豆连续多年申请专利百件以上，截至 2014 年底累计申请专利达 2,434 件。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 15.24%。2014 年，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 14.51%。在品牌网络方面，公司转变营销模式，打造多渠道的服装品牌，截至 2014 年底自营及加盟店总计 2,577 家，红豆形象男装、红豆居家等品牌网络体系已初步形成。

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 25,000 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 5,200 吨；淮安棉纺厂拥有 22,500 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 2,600 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 14,000 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 20,000 平方米的家纺生产大楼。目前随着公司销售规模的迅速扩张，西裤、内衣、家纺和羽绒服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直接采购成衣来解决；2012 年度，公司的西裤、内衣、家纺和羽绒服外购比例分别为 26%、49%、57%

和 71%；2013 年度，公司的西裤、内衣、家纺和羽绒服外购比例分别为 15%、52%、54%、85.36 %；2014 年度，公司的西裤、内衣、家纺和羽绒服外购比例分别为 38%、61%、56%、100%。目前公司供应商 380 家左右，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，每季度审核合格供应商名单，每年淘汰 10 家。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，公司服装产品产销量稳步增长，近几年来，除羽绒服外各产品产销率均保持在 95%左右；2014 年，公司所有产品产销率均超过 93%。公司服装产品种类较多，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%；2014 年较 2013 年末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%、西服上升 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，综合考虑原材料的成本、人力成本、各项支出。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 5 近年公司服装产品产销量

单位：万件、万条、万套

产品	衬衫			西裤		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
2012 年	307.86	305.49	99.23%	539	536	99.44%
2013 年	311.82	306.08	98.16%	542	538	99.26%
2014 年	315.58	312.96	99.17%	552	551.52	99.91%
产品	西服			羽绒服		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
2012 年	112.31	109.78	97.75%	470.68	448.31	95.25%
2013 年	114.25	110.35	96.59%	465.26	441.67	94.93%
2014 年	158.52	160.16	101.03%	342.76	319.52	93.22%
产品	内衣			文胸		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
2012 年	4,483.75	4,473.17	99.76%	782	775	99.10%
2013 年	4,509.67	4,393.18	97.42%	793	786	99.12%
2014 年	4,588.15	4,445.92	96.90%	807.35	804.97	99.71%
产品	家纺					
	产量	销量	产销率			
2012 年	1,496.73	1,437.65	96.05%			
2013 年	1,521.67	1,503.98	98.84%			
2014 年	1,703.54	1,690.20	99.22%			

资料来源：公司提供

总体看，公司生产设备先进，生产规模较大。随着公司销售规模的迅速扩张，公司主通过外部协议单位直接采购成衣的比例增加，但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。

原材料采购

因服装产品的差异性，公司采购均由下属生产实体的各自采购部门进行自主采购，对于集团

内部企业也采取市场化模式运作。各下属企业在采购中均采用“供应商招标制”的方式，实行“同等价格比质量，同等质量比价格”的原则，与各供应商保持紧密联系，及时掌握其生产经营信息，确保公司能够获得质量可靠、价格合理的原料。同时公司与主要原料供应方建立了紧密的战略联盟关系，在一定时期内锁定供应价格，共同应对价格波动风险，降低了原料价格波动对公司生产经营的影响。2014年，公司服装业务主要原材料采购总金额为49.04亿元，前五名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%，公司采购集中度较低。

2012~2014年，除羽绒服外，公司主要产品产销量保持了相对稳定增长的态势，相应原材料采购量也呈现逐年增长趋势。采购价格方面，普遍服装原材料价格存在一定程度的波动，但整体来看，自2012年以来，除印花布、棉花外，其他主要材料采购价格均小幅回落。

表6 公司纺织服装业务原材料供应情况

主要原材料		采购量			采购均价		
名称	2014年占成本比重(%)	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
印花布(万米)(元/米)	15.79%	8,096	9,039	10,259	13.29	14.2	14.32
棉布(吨)(元/公斤)	11.15%	42,213	43,016	44,125	24.59	23.85	23.51
毛、绒(吨)(元/公斤)	7.95%	2,501	2,633	2,857	261	259	259
纱线(吨)(元/公斤)	7.15%	20,338	20,612	20,359	33.11	32.98	32.65
棉花(吨)(元/吨)	0.26%	5,129	1,973	1,375	16,850	16,520	17,300
西服面料(万米)(元/米)	6.42%	937	919	995	67	66	60
涤纶丝(吨)(万元/吨)	3.19%	30,075	31,189	29,384	1.42	1.37	1.01
衬衫面料(万米)(元/米)	0.81%	464	468	473	16.4	15.46	15.94

资料来源：公司提供

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。

公司服装业务主要原材料采购的结算方式有现汇、银行承兑、商票付款等方式，其中现汇结算占比81%、商票付款占比17%、银行承兑结算占比2%。

总体看，公司采购规模较大，对原料供应商管理规范，近年来大部分原材料价格变化幅度不大，原材料采购量呈现逐年增长趋势。

市场营销

从经营方式来看，公司现在已从原先的工业制造逐步转变为商业经营，更加注重门店管理和品牌营销，现在销售方式包括：最传统的批发市场，常用的超市、商场、专卖店，最新的网络销售方式。2008年初，公司顺应市场发展趋势，以淘宝等第三方平台为切入点，开始进入电子商务。2011年，公司对电子商务的多种形态进行实践和探索，如B2B红豆网络订货平台、B2C红豆商城、D2C高端定制等，同时公司也进一步统筹利用淘宝、京东等第三方平台资源，完善网络销售渠道，近几年来运作情况良好。

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。经过几年的发展，公司连锁专卖店已经形成一定规模，未来公司战略重点主要在加强渠道建设，稳步推进红豆品牌连锁专卖网络。在连锁专卖的经

营战略上，根据公司管理层推出最新的“五化”策略（即人才专业化、产品休闲化、经营标准化、管理信息化、门店优质化），公司在发展策略上同步也作了调整，将更重视门店的优质化、提升单店业绩，更为重视渠道质量的提高而非单纯数量的扩张，对于业绩不佳的门店不断进行调整撤并。

在销售模式方面，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，进一步提升公司对渠道的掌控能力。截至 2014 年底，公司在全国发展的红豆男装自营店 501 家、加盟店 1,123 家；依迪菲自营店 148 家、加盟店 99 家；红豆居家自营店 282 家、加盟店 424 家。总体看，近年来，公司自营店和加盟店总数变化较小，自营店和加盟店所占比例每年有所变化。

自营店的结算模式为当日营业额于次日汇到公司指定账户，运作方式为一切投入费用由公司负担，公司自负盈亏；加盟店的结算模式为加盟商按发货额带款提货，公司按照一定的折扣价与其核算，但投入费用由加盟商负担，加盟商自负盈亏，商品标价统一执行全国零售价。目前公司经营模式已逐渐转型为品牌零售和传统批发业并存，2012 年~2014 年公司品牌零售自营店和加盟店收入占公司服装板块收入的比重分别为 43.31%、39.46%和 42.30%，其余均为批发收入，公司营销转型初见成效。2014 年，公司向前五名服装板块销售客户的总金额为 4.14 亿元，占服装业务采购总额的 3.81%，销售集中度较低，对个体客户依赖程度非常低。

从销售区域看，公司服装产品主要以内销为主，历年来公司出口总额占服装板块总销售额较低，均在 10%以内，2014 年出口总额占服装板块总销售额的 6.61%。

在国际市场方面，公司采用新的视角来看待出口业务，市场决策首先立足于规避汇率风险和交易风险。2012 年~2014 年，公司服装出口总额分别 11,718.87 万美元、12,580.36 万美元和 11,695.17 万美元。公司现与美国、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，还在纽约、洛杉矶设立了分支机构。另外，公司已在柬埔寨建设的西港园区入驻西服和衬衫的生产线，且由于柬埔寨当地的招商政策和我国商务部对走出去企业的资金支持，出口贸易业务将逐步转移到该园区的入驻企业。公司将充分利用当地优惠的税收政策和我国的补贴支持来增大利润空间。

公司经营目标为服装板块 3 年后利润过 10 亿元，并打开一、二线城市市场局面，逐步形成以市区繁华地带为商场专卖店和自营店、外围是加盟店的格局。

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，逐步抢占全国市场。

3. 轮胎板块业务

经营概况

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。轮胎板块 2014 年营业收入 35.02 亿元，占比 20.31%。目前公司对全钢子午线轮胎产品进行扩产，新增 200 万套全钢子午线轮胎是国家大力支持且符合轮胎发展趋势的真空无内胎项目，通过产品的转型升级，达到产品结构的全覆盖，可以满足不同市场的需求。

原材料采购

轮胎板块原材料主要由天然胶、合成胶、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是天然胶，在 30%以上，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。近年来，天然胶价格呈下降趋势，2014 年公司采购均价为 11,686 元/吨，较上年下降 21.23%。其他轮胎原材料除炭黑有所波动外，整体呈现

下降趋势，原材料价格的下降有助于缓解成本压力。

随着公司生产规模稳步上升，对原材料的需求也不断增加，天然胶采购量由 2012 年的 64,232 吨上升至 2014 年的 76,892 吨，年均复合增长 9.41%，其他原材料采购量也呈增长趋势。

表 7 2012~2014 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	2014 年占成本比重	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
天然胶	31.08%	64,232	72,849	76,892	20,480	14,835	11,686
合成胶	8.09%	88,04	12,073	13,803	23,350	17,030	14,750
钢帘线	10.47%	29,370	36,027	43,521	11,073	9,847	9,107
炭黑	8.61%	31,553	39,508	42,903	6,130	5,773	5,980

资料来源：公司提供

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

公司轮胎业务原材料主要向云南高深橡胶有限公司、金马士有限公司、嘉兴东方钢帘线有限公司等公司采购，2014 年公司向轮胎业务前五大原材料供应商采购规模达 8.88 亿元，占该板块采购规模的 33.80%，采购集中度一般。

总体看，公司轮胎板块采购规模不断增加，但主要原材料价格呈下降趋势，原材料价格的下降有助于缓解公司成本压力。

生产经营

公司重视内部管理，严格按技术施工标准进行生产，推进精益生产管理模式，执行“5S 管理、自主保安全管理、快速处理管理、OEE 管理”，在现场、设备、特发事件等方面提高了员工的质量意识，轮胎生产工厂成为集团的“精益生产”样板工厂。在产品质量方面，公司建立了检测中心，所有原材料必须检测合格后方可入库供生产使用，并对供应单位实行质量一票否决制。公司每个车间均配备车间质量员、工艺员，专门对轮胎生产进行过程检验、跟踪过程质量，同时还专门成立了工厂质量巡检岗，并对车间质量员的漏检率进行考核。公司对成品的外检测、内部的 X 光机检测率达到 100%。

从生产能力看，公司通过自主研发和外部技术合作，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。截止到 2014 年底，公司已形成年产全钢子午线轮胎 325 万套、斜交汽车轮胎 100 万套、摩托车轮胎 380 万套的生产规模。新增 200 万套全钢子午线轮胎达产后，公司全钢子午线轮胎产能将达到年产 400 万套的规模。

公司全钢子午胎产能不断扩大，且产能利用率较高，全钢子午胎生产线常年处于饱和状态，全钢子午胎产能亟待进一步扩大。2012 年 8 月，公司全钢一期工程项目部分生产线投产，全年平均产能由 2012 年初的 200 万条增长至 220.83 万条；2013 年 6 月，公司全钢一期工程项目生产线全部投产，全年平均产能由 2012 年的 220.83 万条增长至 279.16 万条；2014 年下半年，公司全钢二期工程项目生产线部分投产，全年平均产能由 2013 年的 279.16 万条增至 2014 年的 325.00 万条。2013 年、2014 年，随着产能不断增长，公司全钢子午胎产能利用率略有降低。

2012~2013 年，公司斜交胎中轻卡、农用斜交胎产能、产量和产能利用率基本保持稳定，2014

年由于生产线改造，其产量和产能利用率有所下滑；2012~2014年，公司斜交胎中摩托车胎的产能保持不变，产量和产能利用率均小幅提升。

表 8 近年公司主要轮胎产品生产情况

产品名称		项目	2012 年度	2013 年度	2014 年度
全钢子午胎		产能（万条）	220.83	279.16	325.00
		产量（万条）	209.13	262.39	301.09
		产能利用率（%）	94.70	93.99	92.64
斜交胎	轻卡、农用斜交胎	产能（万条）	100	100	100
		产量（万条）	81.39	81.71	55.04
		产能利用率（%）	81.39	81.71	55.04
	摩托车胎	产能（万条）	380	380	380
		产量（万条）	269.96	288.42	300.2
		产能利用率（%）	71.04	75.90	79.00

资料来源：公司提供

总体开口，公司轮胎整体生产规模不断增加，主力产品全钢子午胎产能利用率较高，生产线常年处于饱和状态。

市场营销

公司主要采取“以销定产，产销平衡”的生产模式，产品销售情况良好，主要产品的产销率均超过 90%。2014 年，公司全钢子午胎产销率有所降低，主要是因为：①随着新增产能释放，公司全钢子午胎产量有所增长；②2014 年轮胎行业增速有所放缓。

目前，公司的全钢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。2014 年公司全钢子午线胎销量 276.34 万条，较上年增长 9.57%；仅实现销售额 295,188.30 万元，较上年下降 5.63%。公司全钢子午线胎销售额下降，主要由于销售均价下降所致，2014 年公司子午线胎销售均价为 1,068.21 元/条，较上年下降了 13.87%。近年来，由于同期原材料价格下降幅度大于轮胎产品下降幅度，导致公司以子午线胎为代表的轮胎产品价格持续下跌的同时产品利润毛利率有所增长。以占产品成本比重超过 30%的天然橡胶为例，2014 年，公司天然胶采购均价为 11,686 元/吨，较上年下降 21.23%，而同期公司全钢子午线胎的售价仅下降 13.87%。

表 9 近年公司主要轮胎产品销售情况

产品名称		项目	2012 年度	2013 年度	2014 年度
全钢子午胎		产量（万条）	209.13	262.39	301.09
		销量（万条）	209.67	252.21	276.34
		产销率（%）	100.26	96.12	91.78
		销售收入（万元）	292,829.99	312,785.09	295,188.30
		销售均价（元/条）	1,396.62	1,240.18	1,068.21
斜交胎		产量（万条）	81.39	81.71	55.04
		销量（万条）	378.97	368.96	355.52

产品名称	项目	2012 年度	2013 年度	2014 年度
	产销率 (%)	107.86	99.68	100.08
	销售收入 (万元)	42,209.09	33,454.44	27,765.18
	销售均价 (元/条)	111.38	90.67	78.10

资料来源：公司提供

公司轮胎产品主要是内销为主，其中替换市场仍占据主导地位，2014 年产品市场分布为：替换市场占 91.83%，出口市场占 6.72%，配套市场占 1.45%。替换市场是相对于配套市场而言，配套市场是为整车生产厂家提供配套服务，而替换市场即维修市场。公司产品销售布局为：在替换市场，目前在全国建立了 20 个营销管理服务中心，已基本做到国内市场全覆盖。今后公司将更好地贴近市场，同时建立客户关系管理，通过完善售前、售中、售后服务，强化服务功能，巩固市场份额。在出口市场方面，公司将在原东南亚市场的基础上，加大对欧美、中东、非洲市场的开发力度，目前出口国家主要是智利、秘鲁、巴基斯坦、马来西亚、印尼等。

2014 年，公司轮胎板块前五大客户（按照同一实际控制人口径）主要有四川路易轮胎有限责任公司、四川易途轮胎股份有限公司等，公司向前五大客户销售金额为 7.14 亿元，占板块收入的 20.89%。公司轮胎板块主要产品的销售结算方式以现汇、信用证、承兑为主，其中现汇结算占比 52%、承兑结算占比 40%、信用证结算占比 8%。

从销售区域看，2014 年，华东地区（占 29.38%）及中南地区（占 20.71%）销售收入占板块收入的 20%以上，对板块贡献率较大。

总体来看，公司轮胎板块销售仍以替换市场为主，虽然近年来公司主产轮胎销售均价有所下降，但由于其降幅低于原材料的降幅，利润水平有所提升。

4. 房地产板块

公司房地产业务板块以无锡红豆置业有限公司（以下简称“红豆置业”，注册资金 50,000 万元，其中江苏红豆实业股份有限公司出资 30,000 万元，江苏红豆国际发展有限公司出资 20,000 万元）为业务载体。红豆置业具备二级房地产开发资质，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）。2012~2014 年，房地产板块销售收入以及销售占比均有较大幅度的增长。2012 年房地产板块实现营业收入 39,683.43 万元，占主营业务收入 2.31%，当年收入规模较小主要因为部分楼盘尚在建设中，未完全交付而结转收入；2013 年完成营业收入 135,913.54 万元，占比 8.10%，主要是部分在建楼盘转入销售实现收入；2014 年完成营业收入 176,870 万元，占比 10.26%。

目前公司在建的住宅项目主要是人民路九号地块、江南府邸地块、香江花城五期、红豆美墅三期、红豆国际商务城、万花城市广场（镇政府地块）、清华苑、锡东新城香江豪庭项目等。公司在建商用项目主要是人民路九号地块项目，该项目地处无锡市中心地段，紧靠锡沪宁城铁，半小时辐射长三角，地理位置优越。其中，人民路 9 号、江南府邸、香江花城五期、清华苑预计将于 2015 年陆续竣工，预计 2015 年竣工项目预售收入占总预售收入比重的 72.34%。

表 10 公司在建房产项目情况

单位：万元

序号	项目名称	投资额	建设计划(期限)	自有资本金	已完成	项目现状	规划建筑面积(平方)	截至 2014 年 12 月预售收入
1	人民路 9 号	168,315	2013.6-2015.12	138,315	90,015	在建中	156,642	12,879
2	江南府邸	9,979	2010.12-2014.12	1,059	9,021	在建中	12,366	12,835
3	香江花城五期	20,005	2013.10-2015.8	20,005	6,023	在建中	32,116	2,886
4	红豆国际商务城	258,150	2009.12-2018.6	158,150	122,966	在建中	733,826	1,866
5	万花城市广场(镇政府)	66,850	2014.10-2017.3	36,850	28,903	在建中	156,858	1,042
6	锡东新城香江豪庭项目	117,194	2013.4-2017.6	65,789	66,654	在建中	271,294	14,020
7	清华苑	55,000	2012.12-2015.12	30,000	27,701	在建中	149,038	17,011
8	红豆美墅三期	128,000	2014.7-2018.6	98,000	53,723	在建中	300,000	1,412
合计		823,493		548,168	405,006		1,812,140	63,951

资料来源：公司提供

从土地储备情况看,2014 年度,公司房地产开发完成投资 147,589.15 万元,新增施工面积 39.76 万平方米,期末土地储备 2.79 万平方米,同比减少 95.91%,实际销售额 176,870.41 万元,净利润 1,076.39 万元。从本期土地储备变化上看,公司目前土地储备只剩下位于无锡市的锡东新城商业地块,公司在储备土地方面依旧保持保守的态度。未来公司会根据实际情况谨慎储备土地。

表 11 公司房产项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
房地产开发完成投资(万元)	109,875	128,430.07	147,589.15
新增施工面积(万平方米)	29.81	43.75	39.76
房屋竣工面积(万平方米)	6.05	26.31	33.34
房屋销售面积(万平方米)	5.76	14.04	19.2
土地储备情况(万平方米)	68.16	68.16	2.79
实际销售额(万元)	39,683.43	135,913.54	176,870.41
净利润(万元)	434.90	919.10	1,076.39

资料来源：公司提供

表 12 公司土地储备情况

名称	地区	获得时间	获得价格	已交出让金	权益面积	兴建项目性质	项目基本情况
			(万元)	(万元)	(平方米)		
锡东新城商业地块	无锡	2010.11	16,730	16,730	27,853	商业、办公	规划中
合计			16,730	16,730	27,853		

资料来源：公司提供

总体看,公司房地产收入近几年来有较大浮动的增长,收益情况主要受工程进度、地块地理位置及房地产市场行情影响。短期来看,随着在建土地储备当期有较大幅度的降低,预期未来房地产收入占公司总收入的比重依旧处于低水平。

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”，公司直接持股 82.48%，间接持股 10%）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。2012 年度，生物医药板块实现营业收入 19,445.28 万元，占营业收入总额的 1.143；2013 年度，生物医药板块实现营业收入 14,553.93 万元，占营业收入总额的 0.87%；2014 年，生物医药板块实现营业收入 15,272.61 万元，占营业收入总额的 0.89%。截止到 2014 年底，生物医药板块其中红豆杉盆景苗木销售占比 85.45%，抗肿瘤药品以及保健品销售占比 13.55%。

盆景培育

公司拥有全球人工培育实生苗最多的红豆杉基地，种植面积超万亩，拥有红豆杉约 5,000 万株，占全国人工培育红豆杉数量的 90%以上，其中 5 年龄以上的更占到全国 95%以上。自 2009 年 10 月正式启动盆景销售，公司已在全国开设了 400 多家红豆杉盆景专卖店，销售省份从江苏省发展到国内 20 多个省份。公司目前致力于加强红豆杉的综合利用，进一步开发“红豆杉健康枕、靠垫、红豆杉洗化用品、工艺品”等产品。

生物制药

公司紫杉醇原料药厂总投资 8,000 万元，按 GMP 标准建成 28,800 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。公司形成了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，公司顺利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。2009 年 8 月建设完成的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。公司生产的原料药产品包括紫杉醇、去甲斑蝥素、雷莫司琼和别嘌醇；生产的制剂产品包括紫杉醇注射液、注射用盐酸雷莫司琼、去甲斑蝥酸钠注射液和注射用去甲斑蝥。目前，公司生物医药板块的销售收入不高，主要是由于公司进入医药行业时间不长，尚未进行大规模的生产和销售。2010 年 9 月，公司制剂车间获得 GMP 证书。目前公司美国 FDA 注册已经获批，待确定合作外商后将激活。

截至 2014 年底，公司已建立原料药销售网点 38 家。制剂采用代理销售模式，目前全国代理商、区域代理商共 33 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，原料药销售和制剂销售两大销售网络业务销售客户、代理商数量有所增加、范围不断扩大，发展前景逐渐明朗。

6. 经营效率

2012~2014 年公司应收账款周转次数分别为 10.84 次、7.89 次和 7.34 次，存货周转次数分别为 1.83 次、1.51 次和 1.46 次，总资产周转次数分别为 0.88 次、0.74 次和 0.68 次。公司三年来应收账款周转次数、存货周转次数、总资产周转次数均呈现下降趋势，主要是由于总资产、存货和应收账款近年来增幅大于营业收入增幅所致。

从同行业上市公司比较情况看，公司应收账款周转率处于行业中等水平；公司存货周转率处于行业一般水平；公司总资产周转率处于行业较高水平。总体看，虽然近年来公司经营效率逐年下降，但是下降程度有所放缓，经营指标有望好转，公司整体经营效率尚可。

表13 服装类上市公司2014年经营效率指标 单位：次

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
杉杉股份	3.29	3.36	0.44
海澜之家	43.16	2.24	1.13
雅戈尔	41.92	0.48	0.33
江苏阳光	10.86	3.83	0.59
七匹狼	6.50	1.89	0.35
红豆集团	7.34	1.46	0.68

资料来源：Wind 资讯；红豆集团数据由联合评级整理。

7. 经营关注

原材料价格波动风险

公司以服装生产、轮胎制造以及生物医药为主业，所需主要原材料包括：印花布、棉布、毛、绒、纱线、棉花、西服面料、涤纶丝、衬衫面料等；天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂；红豆杉；土地。上述原材料构成了公司产品的主要生产成本，其价格受宏观经济环境以及国内外市场需求的影响较为明显，较易出现较大的价格波动。虽然公司通过采取不断加强原材料采购管理、发挥集中采购优势、与供应商建立战略联盟关系等措施，争取较优惠的原材料价格，但如果原材料价格在短期内发生剧烈变化，将会对公司产品的生产成本造成一定程度的影响。

市场竞争的风险

公司是从事服装生产、橡胶轮胎制造、房地产开发以及生物医药研发等，目前已成为我国规模较大的服装制造和轮胎制造企业之一。公司核心业务涉及服装、轮胎、房地产、生物医药等领域，产品广泛应用于居民普通生活、汽车制造、抗肿瘤药物研发等行业。公司在服装、轮胎和抗肿瘤药物研发等领域具有一定的规模、技术优势和市场地位，但也面临其他大型企业的竞争；随着越来越多的国内外同行业公司扩大其生产和销售规模，公司在上述应用行业的市场竞争将日趋激烈。虽然当前上述应用行业对服装及轮胎的需求呈持续增长趋势，且公司产品在某些方面具有一定的竞争优势，但是竞争对手数量增加、竞争实力增强可能对公司各项业务的市场份额、毛利率产生影响。

国际贸易汇率风险

公司部分业务涉及到国际贸易，包括服装、机械和橡胶产品在内的多种产品均出口至国外。2014年，公司出口总额为16,489.9万美元，其中服装出口11,695.17万美元，占营业收入4.17%，橡胶出口3,721万美元，占营业收入1.33%。服装产品主要出口地区为日本、美国、法国等国家，橡胶产品主要出口地区为智利、秘鲁、巴基斯坦、马来西亚、印尼等国家。公司出口产品一般以美元计价，从当前一段时期汇率变化走势看，人民币兑美元仍有贬值趋势，短期内公司产品在国际市场上价格竞争力将有所提升，但相对美元收入将会有所降低；同时，尽管企业将回款期限控制在1个月以内，但是国际金融市场动荡造成的汇率波动仍可能导致企业出现结算汇兑损失。因此，公司在国际贸易过程中可能面临一定的汇率风险。

8. 未来发展

公司将以国家“十二五”总体战略规划为指导，贯彻落实科学发展观，贯彻“以人为本”的经营管理理念，大实施人才战略，加强人才培养力度，建立公司科学的内部管理机制，着力进行信息化建设，加快转型升级，走集约化的经营管理发展道路。公司将不断优化资源配置，重点发

展服装、轮胎、生物医药产业，加快推进柬埔寨工业园区建设以及红豆杉种植项目发展。

从产业发展来看，在服装板块方面，公司发展规划重点以服装连锁专卖网络建设以及品牌发展为主，通过提升品牌、提升人才的专业化水平、提升产业链、提升卓越绩效管理、提升业绩来达到规划目的。公司未来计划投入 3,000 万左右资金建立服装研发中心，在 5 年内成为国家级服装研发中心。目前公司运作品牌网络覆盖红豆形象男装、红豆居家等品牌。在橡胶板块方面，公司将快速扩大公司全钢子午线的生产规模，继续保持子午线轮胎和矿山轮胎产品国内的领先优势，加大研发投入，增加产品科技含量，新增 200 万套全钢载重子午线轮胎项目建成达产后，将形成较强的规模优势。在生物医药板块方面，公司规划主要是通过红豆杉药业研发项目，建成国家级红豆杉综合利用工程技术研究中心，加快抗肿瘤药中间体、原料药、制剂的产品开发。在房地产板块方面，公司根据国家政策及宏观经济态势，分期开发现有土地项目，暂无储备土地计划；加快部分商业项目的开工建设，尽快实现销售，放慢住宅项目的建设速度，对已开工住宅加快以小户型的刚需房型开发速度。其他板块方面，财务公司坚持“立足集团、依托集团、服务集团、壮大集团”的服务宗旨，在监管部门的监督指导下，秉持“审慎性、安全性、流动性、盈利性”经营管理原则，稳步开展财务公司各项业务；小贷公司则主要以创建农村和谐社会为宗旨，以支持农村中小企业和扶持农民创业、青年创业、妇女创业为重点，依法、合规、稳健地开展新农村金融业务。

整体看，公司未来总体投资规模保持相对稳定，公司在以发展主业为经营重点、继续保持主业优势的同时，争取进一步扩大轮胎、房地产、生物制药等产业的市场空间、分散经营风险、调整优化产业结构。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司的合并报表范围符合财政部规定及企业会计准则的相关规定。2013 年公司合并范围新增 6 家，2014 年合并范围新增 9 家，新增合并子公司多为新设，且规模不大，对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 261.68 亿元，负债总额 177.08 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，净利润 5.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.13 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.86 亿元。

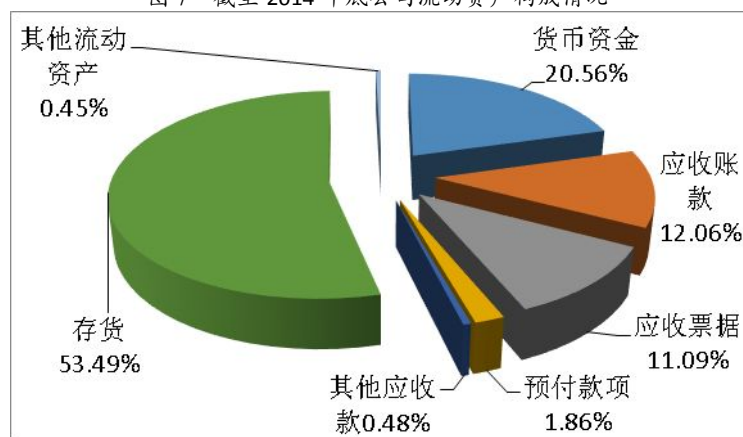
2. 资产质量

2012~2014 年，随着公司经营规模的不断扩张，公司合并资产总额平稳增长，三年年均复合增加 12.58%。截至 2014 年底，公司资产总额 261.68 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 69.93% 和 30.07%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈波动态势，三年年均复合减少 15.33%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 183.00 亿元，主要由货币资金（占 20.56%）、应收账款（占 12.06%）和存货（占 53.49%）构成（如图）。

图7 截至2014年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金规模逐年上升，三年复合增长率为25.97%，公司2013年末较2012年末货币资金增长较快，系银行存款增加以及存放中央银行法定准备金、银行承兑汇票保证金增加所致。公司近年来业务规模及领域均在不断扩张，在日常经营、固定资产项目投资建设、研发投入等方面的现金资金需求也逐步增加，因此需要维持一定的货币资金水平以满足日常公司运营需求。截至2014年底，公司货币资金37.63亿元，较上年底增长13.91%，其中，现金、银行存款、其他货币资金的占比分别为0.08%、69.50%、30.42%，其他货币资金主要为银行承兑票据保证金、信用证保证金及法定存款准备金，公司受限资金11.45亿元。

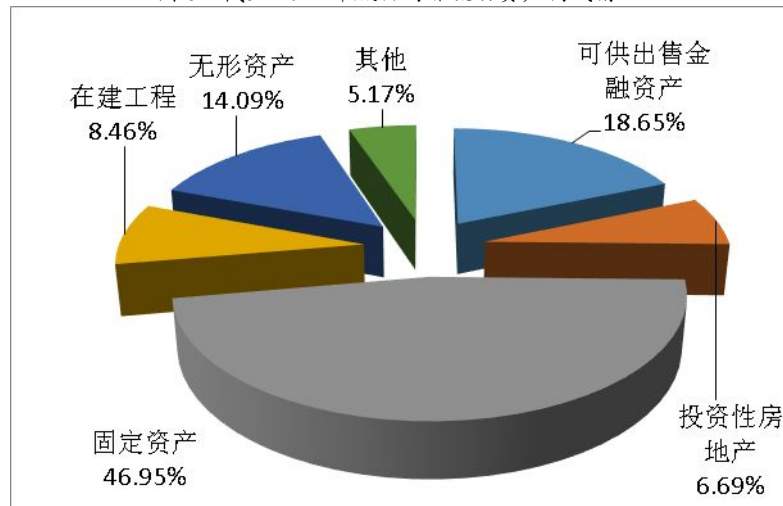
2012~2014年，公司应收账款规模逐年增长，三年复合增长率为11.43%。截至2014年底，公司应收账款净额22.07亿元，较上年小幅下降1.02%。公司应收账款期限以一年以内为主（占比94.78%），总共计提坏账准备1.30亿元，坏账准备计提较为充分。应收账款金额前五名单位合计占比2.31%，集中度较低。

2012~2014年，公司存货规模一直处于较高水平，整体呈波动趋势，三年复合增长率为7.49%。截至2014年底，公司存货净额97.89亿元，较上年下降0.88%。公司存货中，以库存商品（占28.76%）、开发成本（占49.52%）和开发产品（占9.79%）为主，公司存货规模较大主要来自于两方面原因：一方面，公司的服装、轮胎等板块需保持一定的库存商品规模，从而保证产品的正常销售；另一方面，公司旗下的子公司从事房地产开发业务，形成了较大规模的开发成本和开发产品。公司存货总共计提跌价准备6,022.84万元，考虑到房地产暂无跌价迹象，因此存货计提比例尚可。截至2014年底，公司存货中有10.90亿元受限资产，被用于银行抵押借款。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产逐年增长，三年复合增长率为6.88%。截至2014年底，公司非流动资产合计78.68亿元，主要由固定资产（占46.95%）、可供出售金融资产（占18.65%）在建工程（占8.46%）、无形资产（占14.09%）、投资性房地产（占6.69%）构成（如图）。

图8 截至2014年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2012~2014年，公司固定资产规模逐年增长，三年复合增长率为1.71%。截至2014年底，公司固定资产36.94亿元，较上年下降1.34%；公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备、电子设备、运输设备和其他设备构成，成新率64.12%。

2012~2014年，公司可供出售金融资产规模逐年增长，三年复合增长率为43.46%。截至2014年底，公司可供出售金融资产14.67亿元，较上年增长70.43%，主要由于公司增加对利安人寿保险股份有限公司、量宇瑞国（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）、江苏大丰农村商业银行股份有限公司、江苏金创信用再担保股份有限公司、中国民生投资股份有限公司和上海祥禾涌安股权投资合伙企业（有限合伙）的投资所致。

2012~2014年，公司在建工程规模波动下降，三年复合增长率为-8.62%，主要系近年来在建工程转入固定资产所致。截至2014年底，公司在建工程项目6.65亿元，较上年增长3.36%，公司在建项目主要是红豆杉项目工程、轮胎项目工程、西港基础设施工程、科技大楼及辅房、宿舍楼工程、电厂4#5#炉改造等项目，各项目目前仍处于建设阶段，进展情况良好。

2012~2014年，公司无形资产年均复合增长2.89%，较为稳定。截至2014年底，公司无形资产11.08亿元，较上年增长3.32%。公司无形资产主要由土地使用权、商标使用权、技术使用权和软件等组成。

2012~2014年，公司投资性房地产年均复合增长-2.66%，保持平稳。截至2014年底，公司投资性房地产5.26亿元，较上年小幅下降2.60%。公司投资性房地产全部为子公司红豆股份名下的房屋、建筑物和土地使用权。

总体看，公司近三年资产呈波动上升态势，资产构成中流动资产占比偏高，存货和应收账款规模较大，一定程度上影响了公司资金使用效率，但公司货币资金规模较大，公司资产流动性较好。

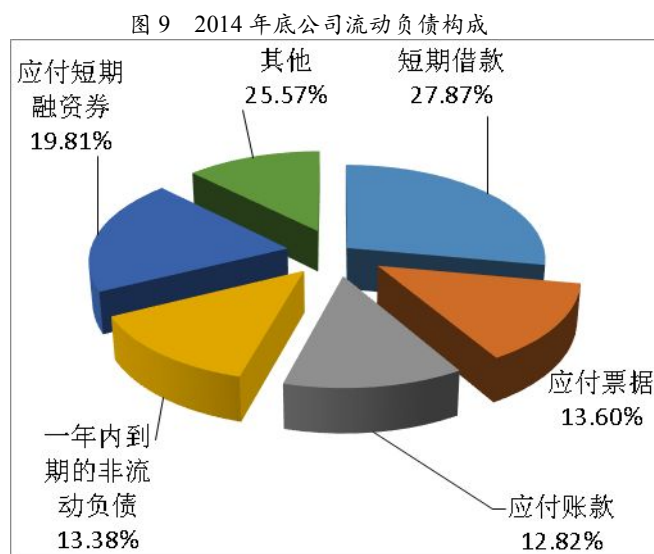
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014年，公司负债规模年均复合增长率为14.82%。截至2014年底，公司负债总额177.08亿元，其中流动负债和非流动负债分别占74.13%和25.87%，流动负债占比较高。

2012~2014年，公司流动负债三年复合增长率为22.14%。截至2014年底，流动负债合计131.27亿元，流动负债主要以短期借款（占27.87%）、应付票据（占13.60%）、应付账款（占12.82%）、

应付短期融资券（占 19.81%）和一年内到期的非流动负债（占 13.38%）构成（如图）。



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款规模保持平稳，三年复合增长率为 1.30%。截至 2014 年底，短期借款余额 36.58 亿元，短期借款中保证借款占比 59.02%、质押借款占比 27.26%、抵押借款占比 13.72%。

2012~2014 年，公司应付短期融资券规模增长较快，三年复合增长率为 61.25%，2012 年以来，公司为拓宽融资渠道，降低融资成本，相继发行了多只短期融资券、一年期非公开定向债务融资工具等短期债券融资品种，为公司日常经营和业务拓展提供了进一步的资金来源。截至 2014 年末，公司应付短期融资券 26.00 亿元（见表）。公司短期借款及应付短期融资券规模较大，公司存在较大的短期偿债压力。

表 14 公司应付短期融资券情况

单位：亿元

债券名称	利率	发行日期	债券期限	发行金额
红豆集团有限公司 2014 年度第一期短期融资券	6.30%	2014 年 3 月 3 日	1 年	12.00
红豆集团有限公司 2014 年度第二期短期融资券	6.80%	2014 年 9 月 12 日	1 年	8.00
红豆集团有限公司 2014 年度第一期超短期融资券	5.80%	2014 年 12 月 4 日	6 个月	6.00
合计	--	--	--	26.00

数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应付票据规模逐年上升，三年复合增长率 7.95%，主要系前期票据到期付款、直接开具承兑汇票给供应商进行采购结算的规模有所增加所致。截至 2014 年底，公司应付票据 17.85 亿元，较上年增长 39.08%，主要由于公司购买原材料、商品等开具的银行承兑汇票和商业承兑汇票增加所致，其中银行承兑汇票 16.03 亿元。

2012~2014 年，公司应付账款规模基本平稳，三年复合增长率 101.01%，主要是由于公司资产规模和业务规模不断扩大，固定资产项目建设规模和原材料采购规模增大所致。截至 2014 年底，公司应付账款 16.83 亿元，账龄均在 1 年以内。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债增长较快，三年复合增长率 59.87%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 17.56 亿元，公司一年内到期的非流动负债主要是一年内到

期的长期借款和中期票据，账面余额分别为 5.29 亿元和 12.27 亿元。

2012~2014 年，公司非流动负债规模基本平稳，三年复合增长率-0.56%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 45.82 亿元，主要为长期借款（占比 42.99%）和应付债券（占比 56.88%）。

2012~2014 年，公司长期借款规模逐年下降，三年复合增长率-10.99%，均为项目建设所形成的长期信用借款和抵押借款等。截至 2014 年底，公司长期借款为 19.69 亿元。

2012~2014 年，公司应付债券规模逐年上升，三年复合增长率为 10.58%，公司应付债券主要为已发行的企业债券、中期票据和非公开定向债务融资工具，近年来保持平稳增长，公司债务融资结构更加侧重于直接融资，2014 年公司应付债券主要为 8.24 亿元中期票据和 17.82 亿元的非公开定向债务融资工具。

截至 2014 年底，长期债务在 1~2 年内到期的占比 12.19%，2~3 年内到期的占比 54.08%，3~4 年到期的占比 16.87%，4 年以上到期的占比 16.86%。

2012~2014 年，公司债务规模逐年增长，三年复合增长率 12.68%。截至 2014 年底，公司债务规模为 144.75 亿元，其中短期债务占比 68.35%，长期债务占比 31.65%，短期债务占比较高。

2012~2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率波动上升，长期债务资本化比率逐年上升，截至 2014 年底分别为 67.67%、63.11%、35.10%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较上年年末有所上升，资产负债率较上年年末略有下降，公司债务结构趋于合理。

总体看，公司债务结构较为合理，债务规模增长较快，公司债务负担较重。

所有者权益

2012~2014 年，随着未分配利润的增加，公司所有者权益逐年增长，三年复合增长 8.29%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 84.60 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 75.35 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 13.31%、资本公积占 6.50%、未分配利润占 79.96%。未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司分别实现营业总收入 171.70 亿元、168.10 亿元、172.47 亿元，三年年均复合增长率为 0.22%；受劳动力、土地、环保成本提高的影响，公司实现利润总额分别为 11.21 亿元、9.41 亿元和 7.71 亿元，呈下降趋势，三年年均复合增长率为-17.04%；实现净利润分别为 8.55 亿元、7.20 亿元和 5.36 亿元，三年年均复合增长率为-20.80%。其中，归属于母公司所有者的净利润分别为 8.23 亿元、6.65 亿元和 4.92 亿元。

期间费用方面，2012~2014 年，公司费用总额呈上升趋势，三年复合增长率为 17.18%。销售费用、管理费用和财务费用均逐年上升。近三年公司费用收入比分别为 7.94%、10.48%、10.86%，期间费用控制能力较好。

2012-2014 年，公司投资收益分别为 0.25 亿元、0.26 亿元和 0.25 亿元，三年年均复合增长率为-0.48%，主要是来自于可供出售金融资产持有期间产生的投资收益。

2012~2014 年，公司取得营业外收入分别为 0.88 亿元、0.47 亿元、0.44 亿元，三年年均复合增长率为-29.07%，主要为政府补贴，营业外收入占利润总额的比较低；近三年营业外支出分别为 0.50 亿元、0.26 亿元、0.23 亿元，三年年均复合增长率为-31.93%。

2012~2014 年，从盈利指标看，受到国内经济增速放缓增速持续回落的影响，公司盈利指标同比均出现小幅下降。2014 年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 5.17%、

5.36%、6.57%，分别较 2013 年下降 1.19、1.12 和 2.99 个百分点。

总体看，受到国内经济增速放缓持续回落，劳动力、土地、环保成本提高的影响，公司盈利能力指标等同比均出现小幅下滑，收入保持平稳，净利润下降幅度较大。

5. 现金流量

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额呈上升趋势，三年复合增长率为 14.51%，2014 年公司经营活动产生的现金净流量为 9.13 亿元，公司经营活动获取现金的能力较强。从收入质量上看，随着公司房地产项目销售的推进，近三年公司的现金收入比为 118.88%、105.03%、99.89%，收入实现质量有所下降但仍较好。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额呈净流出状态，且波动较大，三年复合增长率为-8.02%。2014 年公司投资活动现金流量净额为-9.05 亿元，投资活动产生的现金流入主要是由于长期股权投资取得投资收益而收到的现金，投资活动产生的现金流出主要为投资参股公司所支付现金。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额波动下降，三年复合增长率为-27.00%，主要系公司近年来加大了偿还债务规模所致。2014 年公司筹资活动现金流量净额为 3.78 亿元。

总体看，公司经营现金流净额自 2012 年起呈上升趋势，收入实现质量较好，经营活动产生的现金流基本可以满足目前公司投资活动需求，同时公司目前拟建项目较少，对外融资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.39 倍和 0.65 倍，较年初小幅上升了 0.09 和 0.09 个百分点。2014 年公司经营现金流流动负债比为 6.96%，同比上升 3.12 个百分点，主要由于经营活动产生的现金流量净额同比上升较多，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度有所上升。2014 年公司现金短期债务比为 0.59，较年初提升了 0.10 个百分点，现金类资产对短期债务保护较好。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标来看，2014 年公司 EBITDA 为 188,003.74 万元，同比下降 5.59%，同期公司利息支出有所增加，EBITDA 利息倍数为 2.46，同比下降 0.40，EBITDA 对利息的保障能力尚可；2014 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.13，同比下降 0.02 个百分点，处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力尚可。

公司控股子公司无锡红豆置业有限公司及全资子公司淮安红豆置业有限公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保，阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起至公司为业主办妥所购商品房的房地产权证并办妥房屋抵押登记、将房地产权证或房地产他项权证交银行保管之日止。截至 2014 年底，无锡红豆置业有限公司及全资子公司淮安红豆置业有限公司承担阶段性担保额为人民币 79,664.70 万元。

公司控股子公司江苏通用科技股份有限公司为哈尔滨中策商贸有限公司提供担保 4400.00 万元，担保起始日 2014.5.29，担保到期日 2015.5.28。

截至 2015 年 3 月底，公司不存在重大诉讼、仲裁事项，不存在股东及其关联方占用或转移公司资金、资产及其他资源的情况，不存在资产被查封、扣押、冻结或者被抵押、质押的情况，不存在被调查处罚的事项。

截至 2015 年 3 月底，公司已经取得的银行授信总额为 129.06 亿元，其中已用授信额度 69.37 亿元，尚可使用授信额度 59.69 亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(报告号 NO.B201505250080346077),截至 2015 年 5 月 25 日,公司无未结清不良信贷信息,有 41 笔已结清的不良和关注类贷款。

总体看,公司债务负担水平正常,经营现金流量和现金类资产规模较大,整体偿债能力尚可。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年底,公司全部债务总额为 144.75 亿元,公司本次拟申请发行公司债券额度为 10 亿元,相对于目前的债务规模,债券发行额对于公司整体负债水平影响不大,公司的债务结构将得以优化。

以 2014 年底相关财务数据为基础,本次 10 亿元公司债发行后,在其他因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 39.73%、64.65%、68.86%,债务负担有所增加,但仍处在可控范围。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础,公司 2014 年 EBITDA 为 18.80 亿元,为本次公司债发行额度(10 亿元)的 1.88 倍,而经营活动现金流入量偿债倍数和经营活动现金净流量净额偿债倍数分别为 17.59 倍和 0.91 倍,公司自身的财务状况对于本次公司债券的保障程度较高,偿还能力较强。

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逐步释放以及红豆杉产业效益的不断显现,公司经营规模、盈利水平将有望获得提高,公司对本期债券的偿还能力有望得到增强。

综合以上分析,并考虑到公司规模、竞争优势、板块发展阶段和盈利能力等因素,联合评级认为,公司对本期债券的偿还能力很强。

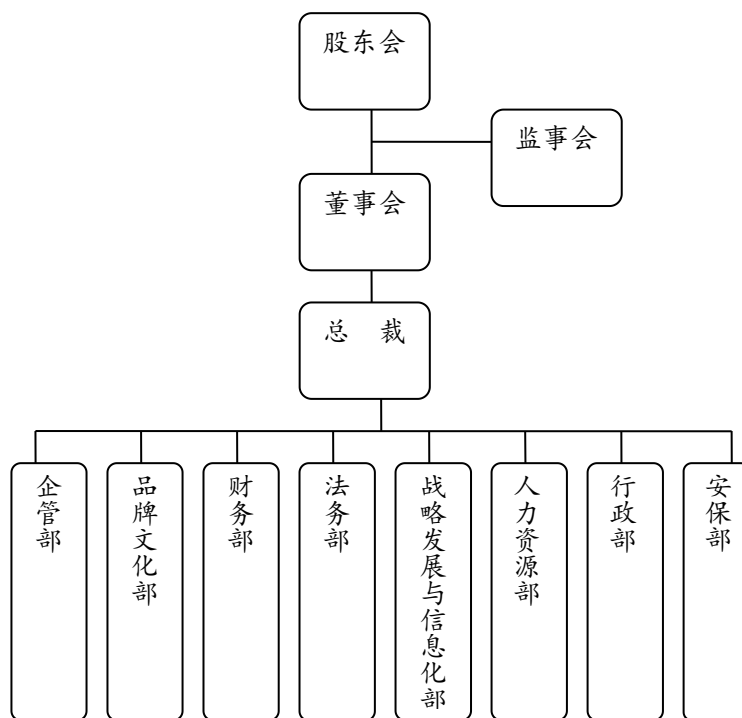
九、综合评价

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。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。同时,联合评级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。

近年公司资产规模平稳增长,目前以流动资产为主,流动资产中货币资金规模较大,资产流动性较好,整体资产质量尚可。公司债务规模总量持续增长,债务负担较重。

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逐步释放以及红豆杉产业效益的不断显现,公司未来发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为稳定。综合看,公司主体信用风险很低,本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 红豆集团有限公司组织结构图



附件 2 红豆集团有限公司
2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资 产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	237,110.74	330,339.30	376,276.06	25.97
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	
应收票据	41,908.70	134,186.87	202,931.02	120.05
应收账款	177,756.71	222,996.25	220,714.41	11.43
预付款项	51,247.25	40,388.65	34,098.93	-18.43
应收利息	3,186.15	3,539.93	618.99	-55.92
应收股利	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	7,819.65	12,445.40	8,828.44	6.25
存货	847,144.14	987,585.53	978,853.73	7.49
一年内到期的非流动资产	9,612.60	15,485.15	7,645.18	-10.82
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	1,375,785.94	1,746,967.08	1,829,966.76	15.33
非流动资产：				
可供出售金融资产	71,288.79	86,088.79	146,718.75	43.46
发放贷款及垫款	0.00	13,250.47	8,958.06	
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	4,000.00	9,435.60	11,038.36	66.12
投资性房地产	55,542.52	54,028.12	52,625.27	-2.66
固定资产	357,097.57	374,446.95	369,420.80	1.71
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
在建工程	79,694.05	64,375.75	66,541.09	-8.62
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
无形资产	104,698.06	107,272.86	110,830.21	2.89
开发支出	651.04	918.40	1,110.79	30.62
商誉	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	14,458.50	14,915.20	15,095.71	2.18
递延所得税资产	1,390.53	4,152.19	4,492.91	79.75
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	688,821.05	728,884.32	786,831.97	6.88
资产总计	2,064,606.99	2,475,851.40	2,616,798.73	12.58

附件3 红豆集团有限公司
2012年~2014年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012年	2013年	2014年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	356,466.00	366,681.37	365,818.63	1.30
向中央银行借款	0.00	13,000.00	10,000.00	
应付短期融资券	100,000.00	260,000.00	260,000.00	61.25
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	153,152.49	128,325.50	178,474.81	7.95
应付账款	41,645.06	186,509.67	168,261.22	101.01
预收款项	130,057.94	169,044.11	104,654.57	-10.30
应付职工薪酬	8,102.58	9,258.47	9,080.89	5.87
应交税费	14,016.80	21,557.22	17,213.74	10.82
应付利息	4,098.63	10,086.59	9,128.73	49.24
应付股利	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	3,673.22	6,722.90	14,421.03	98.14
一年内到期的非流动负债	68,709.72	173,494.23	175,611.10	59.87
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	879,922.43	1,344,680.05	1,312,664.72	22.14
非流动负债：				
长期借款	248,577.64	138,947.92	196,947.80	-10.99
应付债券	213,107.83	205,106.02	260,607.28	10.58
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	6.00	0.00	
递延收益	1,637.16	777.70	607.63	-39.08
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	463,322.64	344,837.63	458,162.71	-0.56
负债合计	1,343,245.07	1,689,517.69	1,770,827.42	14.82
所有者权益：				
股本	84,200.00	84,200.00	100,288.00	9.14
资本公积	48,476.79	48,476.79	48,957.04	0.49
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
其他综合收益	0.00	-338.24	1,331.48	
盈余公积	72.74	72.74	422.29	140.94
未分配利润	508,197.26	566,308.55	602,494.71	8.88
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司所有者权益合计	640,946.80	698,719.85	753,493.52	8.42
少数股东权益	80,415.12	87,613.86	92,477.78	7.24
所有者权益合计	721,361.92	786,333.71	845,971.31	8.29
负债和所有者权益总计	2,064,606.99	2,475,851.40	2,616,798.73	12.58

附件 4 红豆集团有限公司
2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业总收入	1,716,993.78	1,680,952.74	1,724,684.86	0.22
减: 营业成本	1,461,635.06	1,393,099.92	1,442,660.74	-0.65
营业税金及附加	10,327.40	19,153.79	22,007.38	45.98
销售费用	53,904.76	65,132.74	67,492.10	11.90
管理费用	53,822.56	70,829.35	74,530.97	17.68
财务费用	28,631.73	40,209.62	45,210.02	25.66
资产减值损失	2,849.39	3,407.25	229.02	-71.65
加: 公允价值变动收益	0.00	241.08	0.00	
投资收益 (损失以“-”号填列)	2,538.27	2,587.88	2,513.95	-0.48
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	135.60	-98.41	
汇兑收益 (损失以“-”号添列)	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	108,361.14	91,949.02	75,068.59	-16.77
加: 营业外收入	8,764.50	4,685.98	4,409.48	-29.07
减: 营业外支出	5,045.93	2,554.42	2,338.01	-31.93
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额	112,079.71	94,080.59	77,140.06	-17.04
减: 所得税费用	26,613.30	22,043.94	23,524.28	-5.98
四、净利润	85,466.41	72,036.65	53,615.78	-20.80
其中: 归属于母公司所有者的净利润	82,335.76	66,531.29	49,165.71	-22.73
少数股东损益	3,130.66	5,505.36	4,450.08	19.22

附件 5 红豆集团有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	2,041,116.83	1,765,425.52	1,722,726.31	-8.13
向中央银行借款净增加额	0.00	13,000.00	-3,000.00	
收取利息、手续费及佣金的现金	0.00	3,589.22	1,158.27	
收到的税费返还	9,401.38	9,233.45	8,959.76	-2.38
收到其他与经营活动有关的现金	40,906.86	27,173.50	28,749.65	-16.17
经营活动现金流入小计	2,091,425.07	1,818,421.69	1,758,593.99	-8.30
购买商品、接受劳务支付的现金	1,721,765.79	1,419,037.94	1,321,955.97	-12.38
客户贷款及垫款净增加额	0.00	13,457.04	-4,408.49	
存放中央银行和同业款项净增加额	0.00	4,619.97	-666.25	
支付利息、手续费及佣金的现金	0.00	192.25	985.61	
支付给职工以及为职工支付的现金	66,544.36	83,096.19	92,962.48	18.19
支付的各项税费	166,257.88	157,662.36	176,797.83	3.12
支付其他与经营活动有关的现金	67,227.12	88,680.49	79,657.02	8.85
经营活动现金流出小计	2,021,795.15	1,766,746.25	1,667,284.16	-9.19
经营活动产生的现金流量净额	69,629.92	51,675.44	91,309.83	14.51
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	1,349.00	3,936.85	
取得投资收益收到的现金	0.00	2,681.86	2,809.43	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现	240.19	315.56	2,654.68	232.45
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	2,538.27	0.00	0.00	-100.00
投资活动现金流入小计	2,778.46	4,346.42	9,400.96	83.94
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现	88,535.84	55,890.34	42,633.29	-30.61
投资支付的现金	21,239.26	20,100.00	57,287.13	64.23
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	109,775.10	75,990.34	99,920.42	-4.59
投资活动产生的现金流量净额	-106,996.64	-71,643.92	-90,519.46	-8.02
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	4,200.00	120.00	16,088.00	95.72
发行债券所收到的现金	260,000.00	300,000.00	430,000.00	28.60
取得借款收到的现金	324,593.86	615,632.03	637,691.43	40.16
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	4,325.28	0.00	
筹资活动现金流入小计	588,793.86	920,077.31	1,083,779.43	35.67
偿还债务支付的现金	477,222.85	758,263.69	960,913.83	41.90
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	40,611.03	78,247.42	74,921.08	35.83
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	77,498.74	10,128.58	
筹资活动现金流出小计	517,833.88	914,009.85	1,045,963.49	42.12
筹资活动产生的现金流量净额	70,959.98	6,067.46	37,815.94	-27.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-1.71	5.23	
五、现金及现金等价物净增加额	33,593.26	-13,902.73	38,611.55	7.21
加: 期初现金及现金等价物余额	203,517.48	237,110.74	223,208.01	4.73
六、期末现金及现金等价物余额	237,110.74	223,208.01	261,819.56	5.08

附件 6 红豆集团有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	85,466.41	72,036.65	53,615.78	-20.80
加: 资产减值准备	2,849.39	3,407.25	229.02	-71.65
固定资产折旧及投资性房地产摊销	24,466.15	38,423.70	37,174.44	23.26
无形资产摊销	5,480.74	5,657.73	5,974.44	4.41
长期待摊费用摊销	7,448.90	7,972.82	8,378.57	6.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-240.19	187.02	-295.41	10.90
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	-241.08	0.00	
财务费用	28,631.73	55,889.10	58,471.51	42.91
投资损失	-2,538.27	-2,587.88	-2,513.95	-0.48
递延所得税资产减少	237.02	-2,761.66	-340.73	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-95,144.84	-97,952.95	24,930.39	
经营性应收项目的减少	55,607.24	-124,115.51	-60,172.60	
经营性应付项目的增加	-42,634.36	95,760.25	-34,141.63	-10.51
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	69,629.92	51,675.44	91,309.83	14.51
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	237,110.74	223,208.01	261,819.56	5.08
减: 现金的期初余额	203,517.48	237,110.74	223,208.01	4.73
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	33,593.26	-13,902.73	38,611.55	7.21

附件 7 红豆集团有限公司
2012 年~2014 年主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	10.84	7.89	7.34
存货周转次数(次)	1.83	1.51	1.46
总资产周转次数(次)	0.88	0.74	0.68
现金收入比率(%)	118.88	105.03	99.89
盈利能力			
总资本收益率(%)	6.43	6.36	5.17
总资产报酬率(%)	7.32	6.48	5.36
净资产收益率(%)	12.51	9.56	6.57
主营业务毛利率(%)	14.84	16.91	16.12
营业利润率(%)	14.27	15.98	15.08
费用收入比(%)	7.94	10.48	10.86
财务构成			
资产负债率(%)	65.06	68.24	67.67
全部债务资本化比率(%)	61.25	62.05	63.11
长期债务资本化比率(%)	39.03	30.44	35.10
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	3.48	2.86	2.46
EBITDA 全部债务比(倍)	0.16	0.15	0.13
经营现金债务保护倍数(倍)	0.06	0.04	0.06
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	-0.02	0.00
流动比率(倍)	1.56	1.30	1.39
速动比率(倍)	0.60	0.56	0.65
现金短期债务比(倍)	0.41	0.49	0.59
经营现金流动负债比率(%)	7.91	3.84	6.96
经营现金利息偿还能力(倍)	2.30	0.97	1.54
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.24	-0.38	0.01
本次公司债券偿债能力			
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.80	1.99	1.88

附件 8 发行人有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用+勘探费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
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/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 红豆集团有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年红豆集团有限公司年报公告后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

红豆集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级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或本次债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如红豆集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至红豆集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送红豆集团有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年六月一日