

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1034号

---

红豆集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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”**  
**红豆集团有限公司公开发行的“15 红豆债”和“17 红豆 01”公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十八日

---

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

## 公司债券 2019 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

### 债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 红豆债	10 亿元	5 年	AA+	AA+	2018 年 6 月 25 日
17 红豆 01	10 亿元	5 年	AA+	AA+	2018 年 6 月 25 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 18 日

### 主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	377.78	433.88	431.13	441.28
所有者权益 (亿元)	151.77	136.05	138.57	142.22
长期债务 (亿元)	73.29	93.80	88.83	94.48
全部债务 (亿元)	188.81	251.63	238.39	228.64
营业总收入 (亿元)	167.25	170.40	183.37	48.80
净利润 (亿元)	9.80	5.47	5.57	1.29
EBITDA (亿元)	25.97	23.30	25.69	--
经营性净现金流 (亿元)	3.92	3.07	21.25	5.45
营业利润率 (%)	16.17	17.78	19.62	20.46
净资产收益率 (%)	7.81	3.80	4.06	0.92
资产负债率 (%)	59.83	68.64	67.86	67.77
全部债务资本化比率 (%)	55.44	64.91	63.24	61.65
流动比率 (倍)	1.66	1.46	1.43	1.45
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.09	0.11	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.96	1.83	1.70	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.30	1.16	1.28	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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. 公司长期应付款中的融资租赁款以纳入长期债务及其指标核算，应付短期融资券、其他流动负债和公司向中央银行借款已纳入短期债务及其指标核算；3. 2019 年 1~3 月数据未经审计，相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 评级观点

跟踪期内，红豆集团有限公司（以下简称“公司”或“红豆集团”）作为中国纺织服装行业龙头企业，在品牌和科研实力等方面仍具有综合优势。2018 年，公司延续了多元化经营策略，核心服装板块和橡胶轮胎板块经营较为稳定，整体收入和毛利率有所提升，经营活动现金流保持净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到服装和轮胎行业竞争激烈、下游需求增速放缓且原材料价格波动较大、公司投资收益对利润贡献较大且持续性弱、期间费用对利润侵蚀严重以及债务负担仍很重且面临集中偿付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司服装业务加盟联营模式的转型及轮胎产能逐步释放，公司未来发展前景较好，盈利能力有望得到提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“15 红豆债”和“17 红豆 01”的债项信用等级为 AA+。

### 优势

1. 跟踪期内，公司作为中国大型服装生产企业之一，品牌优势明显、研发能力突出。
2. 跟踪期内，公司服装纺织业务品牌连锁专卖网络体系逐渐建成，营业收入稳步增长，毛利率有所提高，经营活动现金流保持净流入。
3. 公司是国内重要的全钢子午轮胎生产厂商之一，2018 年公司半钢胎产能投产，产品结构更加丰富。

### 关注

1. 跟踪期内，受全球经济增长缓慢、行业竞争激烈以及需求增速放缓等不利因素影响，公司服装和轮胎板块部分产品经营压力仍较大；

上游原材料价格波动较大，不利于公司生产成本控制。

2. 跟踪期内，公司房地产板块待售规模与期末在建规模较大，存在一定的资金支出压力。

3. 跟踪期内，公司投资收益对利润贡献较大且持续性较弱，期间费用对利润侵蚀严重。

4. 公司债务负担仍很重，且面临着一定集中偿付压力。

## 分析师

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@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

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 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。自2003年8月起，公司历经多次增资扩股和股权变更，截至2019年3月底，公司注册资本11.24亿元，股东全部为自然人，其中周海江持有公司33.86%的股份，周耀庭持有公司33.82%的股份，实际控制人为周耀庭、周海江、周鸣江、周海燕、顾萃、刘连红<sup>1</sup>，合计持股比例80.15%。

表1 截至2019年3月底公司前十大股东情况（单位：万元、%）

股东名称	出资额	持股比例
周耀庭	38,000.00	33.82
周海江	38,050.00	33.86
周鸣江	6,720.00	5.98
周海燕	3,300.00	2.94
龚新度	3,234.00	2.88
顾萃	2,500.00	2.23
顾建清	2,200.00	1.96
王竹倩	2,000.00	1.78
戴敏君	1,870.00	1.66
陈坚刚	1,600.00	1.42
<b>合计</b>	<b>99,474.00</b>	<b>88.53</b>

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司经营范围及组织结构较上年均无变化；公司在职员工人数为20,546人。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围内的一级子公司共12家，其中下属子公司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.SH”，公司持股61.28%）于2001年1月在上海证券交易所上市，截至2019年3月底，公司直接持股比例为49.86%（其中59.68%的股份已质押），通过红豆集团有限公司2018年非公开发行可交换公司债券质押专户持股11.99%，合计持股比例61.86%；子公司江苏通用科技股份有限公司（以下简称“通用股份”，股票代码“601500.SH”）于2016年9月19日在上海交易所上市，截至2019年3月底，公司持股比例为60.99%（其中50.55%的股份已质押）。

截至2018年底，公司资产总额431.13亿元，负债总额292.56亿元，所有者权益合计138.57亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计89.25亿元。2018年，公司实现营业总收入187.37亿元，净利润5.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.89亿元；经营活动产生的现金流量净额21.25亿元，现金及现金等价物净增加额-6.53亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额441.28亿元，负债总额299.07亿元，所有者权益142.22亿元，其中归属于母公司所有者权益合计85.25亿元。2019年1~3月，公司实现营业总收入48.80亿元，净利润1.29亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.67亿元；经营活动产生的现金流量净额5.45亿元，现金及现金等价物净增加额3.44亿元。

<sup>1</sup> 周耀庭与股东周海江、周鸣江为父子关系，周耀庭与股东周海燕为父女关系，股东顾萃、刘连红为周耀庭子女之配偶。

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：周海江。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

### 红豆集团有限公司2015年公司债券

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]1803号文核准，公司于2015年8月20日公开发行公司债券，债券名称为“红豆集团有限公司2015年公司债券”，共募集资金10.00亿元，发行利率为5.99%，发行期限为5年，每年付息，到期还本，于2015年9月28日在上海证券交易所上市（债券简称：“15红豆债”，债券代码：122439.SH）。2018年8月20日，公司支付“15红豆债”2017年8月20日至2018年8月19日期间的利息。截至2018年底，扣除发行费用后，“15红豆债”已按募集说明书约定全部用于补充公司营运资金。

### 红豆集团有限公司2017年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]1356号文核准，公司于2017年10月30日公开发行公司债券，债券名称为“红豆集团有限公司2017年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）”，共募集资金10.00亿元，发行利率为6.50%，发行期限为5年，附债券存续期第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，债券每年付息，到期还本，于2017年11月14日在上海证券交易所上市（债券简称：“17红豆01”，债券代码：143374.SH）。2018年10月31日，公司支付“17红豆01”自2017年10月31日至2018年10月30日期间的利息。截至2018年底，扣除发行费用后，“17红豆01”已按募集说明书约定全部用于偿还公司债务。

## 三、行业分析

公司核心业务为服装业务和全钢子午线轮胎业务，分别属于纺织服装行业和轮胎制造行业。

### 1. 纺织服装行业

#### （1）行业概况

由于我国纺织服装产品附加值较低、行业竞争激烈、国际贸易保护主义升温、资源环境约束增大以及人力成本等生产要素成本上升，加上中国纺织服装业之前高速增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题，2018年，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速仍延续平缓增长状态。具体来看，2018年我国社会消费品零售总额达38.10万亿元，同比增长8.98%；服装类零售额9,870.41亿元，同比增长8.55%。

原材料方面，2018年，国内棉花价格整体呈震荡走势，5月由于新疆棉区受灾引发供应恐慌，在市场炒作之下，国内328棉花价格由5月初的15,451元/吨上涨至6月初的16,900元/吨，直到6月份相关保供政策出台才得以控制，随之棉花价格逐渐下调；7月以来，中美贸易摩擦逐渐升温，市场对未来棉花走势忧虑氛围渐浓，棉花价格持续下跌，截至2018年底已跌至15,375元/吨。国际棉价方面，2018年，外棉价格震荡下降，由年初的89.35美分/磅将至年底的80.80美分/磅。

图1 近年来国内外棉花价格走势（单位：元/吨、美分/磅）



资料来源：Wind

从进出口方面来看，2018年，我国服装出口止跌回升，服装及衣着附件出口额1,576.33亿美元，同比增长0.30%，其中纺织服装出口表现优于梭织服装，我国针织服装及衣着附件出口733.35亿美元，同比增长2.1%，梭织服装及衣着附件出口713.02亿美元，同比下降2.9%；纺织纱线、织物及制品出口金额1,190.98亿美元，同比增长8.10%，纺织品外需市场回暖显著。

从盈利状况上看，2018年，我国服装行业规模以上企业14,827家，累计实现主营业务收入17,106.57亿元，同比增长4.07%；利润总额1,006.75亿元，同比增长10.84%，行业盈利能力和资金周转效率比上年有所提升。

总体看，2018年，国内纺织服装市场需求较上年小幅增长，国内棉花价格波动较大，服装出口止跌回升，行业盈利能力有所提升。

## （2）行业关注

在节能环保方面，国家淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。2018年1月1日起，《环境保护税法》开始施行，行业环保压力更加突出，特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，发展形势更为严峻。

出口方面，我国是世界上最大的纺织品服装出口国，同时，纺织品服装出口也是我国贸易出口的重要组成部分。纺织品服装出口在我国对外贸易总额中的占比维持在13%左右的水平。在中国纺织品服装出口前10大市场中，美国占第一位，中国和美国在纺织品服装贸易上有巨大贸易顺差。目前受中美贸易摩擦影响，美国对我国部分纺织品征收25%的关税，这些产品的关税若提升至45%将对出口带来较大影响。

面对原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大，调整升级任务紧迫。同时由于受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业。

总体看，预计在未来相当长的一段时间内，中国纺织服装行业将继续受到节能环保、调整转型等多方压力，纺织品服装出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

### (3) 行业发展

根据工业和信息化部编制的《纺织工业发展规划（2016-2020年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了指导。

随着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。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。但目前中国品牌服装与大量加工企业相比仍处于成长阶段，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，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。随着经济发展、消费升级、新零售全渠道融合，消费者对品牌服饰的青睐将成为必然趋势，这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。

总体看，未来纺织服装行业仍需积极推进产业结构升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展，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

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。

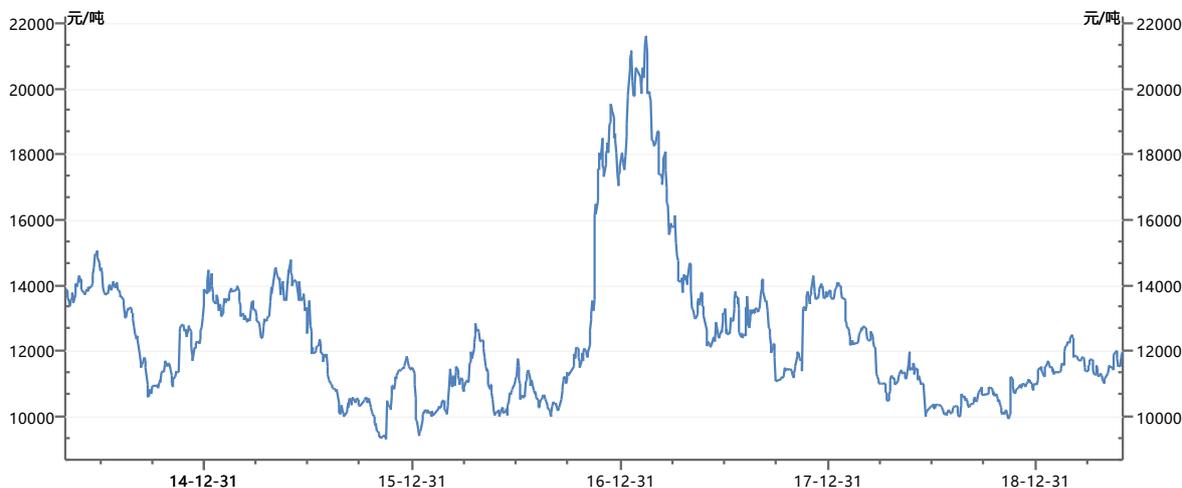
从全球市场看，目前世界轮胎产业已发展成为一个规模庞大、高度发达的产业，并已进入相对稳定的发展时期。根据美国市场研究公司 TechSci Research 发布的“全球轮胎市场预测和机遇”报告称，2016 年至 2021 年，全球轮胎市场复合年增长率将达 8.4%。目前，全球轮胎市场已经形成亚太、北美和欧洲三足鼎立的格局，其中，亚太市场占据主导地位，未来产能向亚太地区转移的趋势还将继续加强。当前，中国已是世界汽车第一生产大国，汽车产业的增速拉动轮胎内销市场长期稳定发展。中国橡胶工业协会发布的《橡胶行业“十三五”规划纲要》，指出“十三五”期间发展目标为全行业销售额年增长约 7%，生胶消耗年增长 6% 左右，并在“十三五”末达到橡胶工业强国初级阶段。

2018 年，行业供给侧改革不断深入，在兼并重组、智能制造、绿色制造、国际化发展等方面取得新进展。据中国橡胶工业协会轮胎分会统计和调查，2018 年全国汽车轮胎总产量约为 6.48 亿条，同比微降 0.76%，其中子午胎 6.09 亿条，同比微降 0.65%，斜交胎 0.39 亿条，同比下降 2.50%，子午化率 94%。子午胎产量中，全钢胎 1.33 亿条，同比增长 1.53%，半钢胎 4.76 亿条，同比微降 1.24%。

原材料方面，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。天然橡胶是典型的资源约束性产业，受地域限制，主要产地依然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。2017 年 2 月下旬以来，天然

橡胶主产国泰国连续 4 次放储，使得国内天然橡胶供应大幅增加，再加上国内库存高企，天然橡胶价格一路下滑，截至 2018 年底已回落至 11,000.00 元/吨左右。

图 2 近年来天然橡胶期货结算价（单位：元/吨）



资料来源：Wind

下游需求方面，2018 年汽车工业总体运行平稳，汽车产销增速低于年初预期，但目前我国汽车产业仍处于普及期，有较大的增长空间。中国汽车工业协会统计数据显示，2018 年汽车产销量分别为 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，与 2017 年相比，同期分别下降 4.16% 和 2.76%；其中乘用车产销量分别为 2352.94 万辆和 2370.98 万辆，同比下降 5.15% 和 4.08%；商用车产销量分别为 428 万辆和 437.1 万辆，同比增长 1.7% 和 5.1%。2018 年，货车销量同比增长 6.9%，带动了全钢子午胎的需求增长。

从替换市场来看，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。截至 2018 年底，全国汽车保有量达 2.40 亿辆，比 2017 年增加 2,285 万辆。从车辆类型看，载货汽车保有量达 2,570 万辆，新注册登记 326 万辆，为历史最高水平。随着汽车保有量不断增加，轮胎替换需求超过配套需求成为影响轮胎行业的主要因素。

行业竞争方面，国内轮胎企业在卡客车全钢子午胎领域占据较大的市场份额，中重型载重车胎销量目前为全球首位；在乘用车及轻卡子午胎市场，随着汽车保有量的提高，市场占有率不断提升，未来前景良好。

行业政策方面，2018 年 8 月 2 日，美方发布声明：考虑将对华 301 措施中 2,000 亿美元产品清单的征税率从 10% 增至 25%，清单中包含了大部分轮胎等橡胶产品。2018 年 8 月 3 日，国家国务院关税税则委员会发布公告：对原产于美国的 5,207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税，其中部分产品隶属于轮胎类。2019 年 2 月 15 日，美国商务部宣布将对从中国进口的卡客车轮胎征收“双反”税。2019 年 5 月 7 日，美国商务部发布正式公告，宣布撤销对中国非公路用轮胎的反倾销和反补贴税令，对 2019 年 2 月 4 日之后自中国进口的非公路用轮胎不再征收反倾销和反补贴税。

总体看，2018 年，受汽车行业景气度下滑影响，轮胎行业整体产销量有所下降；贸易壁垒对轮胎行业出口及整体发展影响较大，美国撤销对非公路用轮胎的“双反”，将对其出口产生一定积极影响；考虑到我国汽车保有量较高，未来客车、货车周转量较大，轮胎替换市场下游需求量仍呈刚性。

#### 四、管理分析

跟踪期内，公司管理层无变动，其他核心团队稳定，管理制度连续，经营运作良好。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司以纺织服装为主业，以橡胶轮胎、房地产、生物制药等为辅业。2018年，公司实现营业收入183.37亿元，较上年增长7.61%，主要系服装纺织业务收入增长所致；实现利润总额8.52亿元，较上年增长5.99%；实现净利润5.57亿元，较上年增长1.79%。

2018年，主营业务收入占营业收入的比重为98.33%，主营业务仍十分突出。具体来看，2018年，公司服装业务依旧保持主导地位，实现收入114.83亿元，较上年增长6.92%，主要系随着服装业务转型升级逐步成熟，销售收入有所增长所致，占主营业务收入比重由上年的63.15%下降至62.77%；橡胶行业板块实现收入38.28亿元，较上年增长1.65%，占主营业务收入的比重为20.93%；房地产板块收入16.37亿元，较上年增长22.40%，主要系昆达球场二期、无锡香江豪庭、淮安红豆美墅等项目交付所致；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，2018年收入为1.17亿元，较上年减少12.86%，主要系由于宏观环境不景气，绿化行业景气度下降，导致红豆杉盆景、绿化苗木销售下降所致；公司其他收入主要为机车销售收入、小额贷款收入、电费收入、酒店收入、柬埔寨贸易收入、包装装潢收入等，2018年，公司其他板块收入为12.28亿元，占主营业务收入的比重为6.71%。

从毛利率看，2018年，公司主营业务毛利率为20.37%，较上年上升2.00个百分点，主要系房地产板块毛利率上升所致。分板块看，2018年，服装、橡胶和生物医药板块毛利率分别为19.99%、14.60%和40.81%，基本保持稳定；房地产板块毛利率为27.89%，较上年上升13.66个百分点，主要系本期交付楼盘毛利率较高所致。

表2 2016~2018年公司主营业务收入、构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
服装	104.53	62.68	16.74	107.39	63.15	18.81	114.83	62.77	19.99
橡胶	33.61	20.16	16.73	37.65	22.14	14.98	38.28	20.93	14.60
房地产	17.27	10.36	16.08	13.38	7.86	14.23	16.37	8.95	27.89
生物医药	1.04	0.62	51.51	1.34	0.79	41.84	1.17	0.64	40.81
其他	10.31	6.18	21.76	10.30	6.06	28.36	12.28	6.71	29.84
合计	166.76	100.00	17.19	170.06	100.00	18.36	182.92	100.00	20.37

资料来源：公司提供

2019年1~3月，公司实现营业收入48.80亿元，营业利润2.12亿元，净利润1.29亿元，分别较上年增长7.50%、17.25%和21.76%。

总体看，跟踪期内，受益于服装业务转型升级逐步成熟及地产结转项目增加，公司营业收入有所增长，毛利率小幅上升。

## 2. 服装纺织业务

### (1) 经营概况

2018年，公司作为中国规模较大的服装生产企业之一，服装业务仍主要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（以下简称“居家服饰”）（红豆内衣系列、红豆居家系列和棉纺）、南国控股有限公司（品牌女装、文胸系列）、红豆集团童装有限公司（羽绒服、休闲服饰等）、江苏红豆国际发展有限公司（外贸服装）及红豆集团红豆家纺有限公司（家纺、毛毯系列、毛巾、袜子等小商品）等下属生产实体来承担。2018年1月，公司通过首批“全国纺织行业质量奖”复审；2018年1月，公司被评为“2017年度标准化工作先进单位”；2018年6月，红豆品牌位居2018中国500最具价值品牌榜单第81位。

2018年，公司继续在服装领域从生产运营型向创造运营型转变，红豆门店销量持续增长。在品牌网络方面，公司转变营销策略，打造多渠道的营销模式，截至2018年底，公司在全国发展的男装自营店225家，加盟联营店1,349家；居家自营店410家，加盟联营店1,388家，红豆形象男装、红豆居家等品牌网络体系已初步形成。研发方面，公司连续多年申请专利200件以上，2018年申请专利217件，截至2018年底，公司累计申请专利2,325件。

### (2) 原材料采购

2018年，公司原材料采购仍由下属生产实体的各自采购部门进行自主采购，对于公司内部企业也采取市场化模式运作。

从原材料采购量看，原材料采购量随产品产量的变化而变化，2018年，公司服装板块部分原材料采购量有所下降，印花布、棉布和西服面料采购量分别较上年减少8.21%、2.45%和11.35%；纱线、涤纶丝和衬衫面料采购量分别较上年增长5.46%、10.95%和13.14%，各项原材料在采购成本总额中的占比无重大变化。

采购价格方面，2018年，服装原材料价格存在一定程度的波动，印花布和棉布价格分别较上年增长3.12%和6.37%，西服面料价格较上年减少2.89%，整体来看，服装板块各项原材料采购价格变化不大。

表3 2016~2018年公司纺织服装业务原材料供应情况

原材料	类别	2016年	2017年	2018年
印花布	采购量（万米）	9,528	8,079	7,416
	采购均价（元/米）	14.40	13.77	14.20
	占成本比重（%）	15.76	12.76	11.46
棉布	采购量（吨）	43,269	50,732	49,487
	采购均价（元/公斤）	22.50	24.33	25.88
	占成本比重（%）	11.19	14.16	13.94
纱线	采购量（吨）	20,604	18,118	19,108
	采购均价（元/公斤）	26.00	25.00	25.00
	占成本比重（%）	6.16	5.20	5.20
西服面料	采购量（万米）	853	872	773
	采购均价（元/米）	60.35	61.60	59.82
	占成本比重（%）	5.91	6.16	5.03
涤纶丝	采购量（吨）	28,584	24,237	26,892
	采购均价（万元/吨）	1.07	1.07	1.07
	占成本比重（%）	3.51	2.97	3.13

衬衫面料	采购量（万米）	427	685	775
	采购均价（元/米）	20.04	19.25	19.25
	占成本比重（%）	0.98	1.51	1.62

资料来源：公司提供

2018年，公司服装业务前五名供应商采购的金额为3.66亿元，占服装业务采购总额的9.85%（2017年为9.24%），采购集中度较低。公司服装业务原材料采购结算方式有现汇、银行承兑、商票付款等方式。

总体看，2018年，公司服装纺织业务采购规模变化不大，公司相应原材料采购量随之变动，总体采购量和采购均价变化幅度不大，有利于公司采购成本控制。

### （3）产销情况

跟踪期内，公司生产模式仍采用以销定产的模式，经营风险相对较小。

公司经营服装产品种类较多、销售规模较大，西裤、内衣、家纺和羽绒服等自有产能无法满足公司现阶段发展需要，公司主要以自主生产和外协加工相结合的方式进行生产，并以外协加工为主。截至2018年底，公司服装板块各产品产能较上年底未发生变化，公司产能利用率整体处于较高水平，但因产量统计包含外购产品，大部分产品产能利用率超过100%，因此产能利用率不能完全反应公司自有产能利用情况，此处不做分析。

从经营模式来看，公司已从原来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。目前销售渠道包括传统的批发市场、常用的超市、商场、专卖店和线上销售方式。从销量来看，2018年，受市场需求变动影响，公司主要产品衬衫、西服和内衣的销量较上年有所增长，其中衬衫和西服销量增幅明显，分别较上年增长14.92%和25.85%；其他产品销量均有所下降，其中西裤销量减少21.57%至381.33万件，文胸销量减少37.06%至783.31万件。由于公司采取以销定产的产销策略，公司各产品产量变动趋势基本与销量一致，产销率均在95%以上，较为稳定。

表4 2016~2018年公司服装产品产销量（单位：万件、万条、万套、%）

产品	项目	2016年	2017年	2018年
衬衫	产量	284.58	456.70	516.46
	销量	281.91	448.43	515.32
	产销率	99.06	98.19	99.78
西裤	产量	476.05	494.97	388.79
	销量	472.77	486.21	381.33
	产销率	99.31	98.23	98.08
西服	产量	133.17	127.74	163.28
	销量	132.59	126.32	158.98
	产销率	99.56	98.89	97.37
羽绒服	产量	359.84	274.02	266.74
	销量	354.87	270.9	255.52
	产销率	98.62	98.86	95.79
内衣	产量	5,151.02	6,039.47	5,891.34
	销量	5,092.81	5,712.73	5,759.37
	产销率	98.87	94.59	97.76
文胸	产量	1,425.01	1,306.17	797.26
	销量	1,417.31	1,244.52	783.31
	产销率	99.46	95.28	98.25

家纺	产量	1,587.98	1,346.47	1,235.97
	销量	1,572.74	1,329.24	1,217.80
	产销率	99.04	98.72	98.53

资料来源：公司提供

从销售区域看，2018年，公司服装产品主要仍以内销为主，内销占比在90%以上。公司服装板块前五名客户的销售金额为4.58亿元，占服装业务销售总额的3.99%（2017年为3.42%），销售集中度很低。

总体看，受订单量变动影响，2018年，公司衬衫和西服产销量有所增长，西裤和文胸等产品产销量有所下降，产销率维持在较高水平，公司整体生产销售情况较为稳定。

### 3. 轮胎板块业务

公司子公司通用股份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。2018年公司轮胎板块实现营业收入38.28亿元，较上年增长1.65%，占主营业务收入的比例为20.93%。

#### （1）原材料采购

2018年，公司主要原材料天然橡胶、钢帘线和炭黑采购均价分别为0.86万元/吨、0.90万元/吨和0.76万元/吨，受市场价格波动影响，近年来公司原材料价格波动幅度较大。

采购量方面，受产品结构变化影响，2018年，公司天然橡胶采购量9.84万吨，较上年增长9.82%；钢帘线和炭黑采购量分别为3.76万吨和4.70万吨，分别较上年减少9.40%和10.65%。

表5 2016~2018年公司主要轮胎原材料采购情况（单位：万吨、万元/吨）

主要原材料	采购量			采购价格		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
天然橡胶	8.51	8.96	9.84	0.94	1.20	0.86
钢帘线	3.63	4.15	3.76	0.74	0.83	0.90
炭黑	4.81	5.29	4.70	0.46	0.64	0.76

资料来源：公司提供

2018年，公司轮胎业务前五大原材料供应商采购规模达7.08亿元，占该板块采购规模的21.66%（2017年为30.43%），采购集中度较上年有所下降。

总体看，2018年，公司主要原材料价格随市场价格波动；受产品结构变化影响，主要原材料采购量有所变动。

#### （2）产销情况

从产能来看，2018年，公司半钢子午线项目投产，半钢胎新增产能300万条，全钢子午胎和斜交力车胎（斜交胎和摩胎）产能较上年无变化，分别为350万条和600万条。

从产量来看，2018年，受销量变动影响，公司全钢子午胎产量339.58万条，较上年减少3.13%，产能利用率仍处于很高水平；斜交力车胎产量289.00万条，较上年减少0.16%，产能利用率48.17%，仍处于较低水平，主要系下游需求较低所致；半钢胎产量62.14万条，产能利用率20.71%，仍处于产能爬坡阶段。

表 6 2016~2018 年公司主要轮胎产品生产情况 (单位: 万条、%)

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
全钢子午胎	产能	350.00	350.00	350.00
	产量	339.00	350.57	339.58
	产能利用率	96.86	100.16	97.02
半钢胎	产能	--	--	300.00
	产量	--	--	62.14
	产能利用率	--	--	20.71
斜交力车胎	产能	600.00	600.00	600.00
	产量	325.15	289.45	289.00
	产能利用率	54.19	48.24	48.17

资料来源: 公司提供

2018 年, 公司仍主要采取“以销定产, 产销平衡”的生产模式, 主要产品的产销率均超过 95%。具体来看, 2018 年, 全钢子午胎销量为 331.71 万条, 较上年减少 4.46%, 产销率为 97.68%, 销售均价较上年增长 3.49% 至 1,137.27 元/条 (含税); 半钢胎销量 61.95 万条, 产销率 99.69%, 销售均价 197.50 元/条 (含税); 斜交力车胎销量 293.06 万条, 较上年减少 0.19%, 产销率为 101.40%, 销售均价较上年下降 6.97% 至 90.82 元/条 (含税)。

表 7 2016~2018 年公司主要轮胎产品销售情况

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
全钢子午胎	产量 (万条)	339.00	350.57	339.58
	销量 (万条)	346.65	347.18	331.71
	产销率 (%)	102.26	99.03	97.68
	销售收入 (亿元、不含税)	28.83	32.93	32.52
	销售均价 (元/条、含税)	973.06	1,098.96	1,137.27
半钢胎	产量 (万条)	--	--	62.14
	销量 (万条)	--	--	61.95
	产销率 (%)	--	--	99.69
	销售收入 (亿元、不含税)	--	--	1.05
	销售均价 (元/条、含税)	--	--	197.50
斜交力车胎	产量 (万条)	325.15	289.45	289.00
	销量 (万条)	305.26	293.61	293.06
	产销率 (%)	93.88	101.44	101.40
	销售收入 (亿元、不含税)	2.24	2.45	2.29
	销售均价 (元/条、含税)	85.85	97.63	90.82

资料来源: 公司提供

公司轮胎产品主要以内销为主, 内销市场占比 85% 以上, 其中替换市场<sup>2</sup>仍占据主导地位。2018 年, 公司轮胎板块前五大客户 (按照同一实际控制人口径) 销售金额为 5.72 亿元, 占该板块收入的 14.95% (2017 年为 10.97%), 集中度一般。

2018 年 12 月, 公司位于江苏省无锡市锡山区东港镇的 4 号轮胎仓库发生火灾事故。2019 年 1

<sup>2</sup> 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。

月7日，无锡市公安消防支队锡山区大队出具了《火灾事故认定书》（锡锡公消火认字【2019】第0001号），起火原因认定如下：起火地点位于4号仓库的中间仓库东南角南侧第一排、由东向西第二排轮胎架上方，起火原因为该处电器线路发生故障引起的火灾。经公司相关部门核实，此次火灾事故造成总损失约为604.46万元，扣除保险理赔款后，本次火灾事故实际造成的净损失约为104.53万元，本次火灾事故未对公司正常生产经营造成重大影响。

总体看，2018年，公司新增半钢胎产能，产品结构更加丰富；受下游需求下降影响，公司轮胎产销量均小幅下降，产销率仍处于很高水平；轮胎板块销售仍以替换市场为主。

#### 4. 其他业务板块

##### (1) 房地产业务

2018年，公司房地产业务仍以无锡红豆置业有限公司（以下简称“无锡置业”）（注册资金50,000万元）为业务载体。

截至2018年底，公司在建的项目主要是红豆国际商务城、天邑华府（天一地块）、南京香江华庭（2017G03南京禄口地块）项目等，业态包括住宅和商用。截至2018年底，公司房地产在建项目总投资119.65亿元，已投资76.74亿元，尚需投资42.90亿元，公司存在一定的资金支出压力。

表8 截至2018年底公司在建房地产项目情况（单位：亿元、平方米）

项目名称	总投资额	建设计划（期限）	自有资本金	已完成投资额	规划建设面积	累计预售收入	预计销售收入
红豆国际商务城	24.25	2009.12-2021.12	14.25	14.64	68.07	0.35	27.71
无锡香江豪庭（锡东新城A2）	4.00	2013.4-2019.12	4.00	2.39	8.61	5.53	8.00
无锡财富广场（锡东新城B栋）	3.50	2018.9-2020.12	3.50	0.90	4.20	0.00	4.00
红豆美墅三期（公园里）	8.20	2014.7-2021.12	5.20	4.49	13.55	2.42	9.04
天邑华府（天一地块）	26.50	2017.5-2021.6	14.50	18.77	13.70	6.77	30.00
扬州红豆万花城（杭集地块）	5.00	2017.9-2019.12	2.50	2.47	8.45	4.20	4.00
南京香江华庭(2016G72南京禄口地块)	8.00	2017.10-2019.6	5.00	5.80	6.56	0.60	8.70
南京香江华庭(2017G03南京禄口地块)	26.00	2018.4-2020.2	18.00	18.59	19.18	0.00	29.00
江南府邸二期	8.50	2018.9-2021.8	3.50	2.92	10.27	0.14	12.00
聆湖美墅一期	5.70	2019.12.1	5.70	5.78	4.00	3.34	5.98
<b>合计</b>	<b>119.65</b>	<b>--</b>	<b>76.15</b>	<b>76.74</b>	<b>156.61</b>	<b>23.34</b>	<b>138.43</b>

资料来源：公司提供

从房地产开发情况看，2018年，公司房地产开发完成投资15.44亿元，新增施工面积46.62万平方米；期末土地储备30.67万平方米；房屋销售面积15.08万平方米，实际销售额16.37亿元。

表9 2016~2018年公司房产项目开发情况（单位：亿元、万平方米）

项目	2016年	2017年	2018年
房地产开发完成投资额	10.60	19.42	15.44
新增施工面积	4.78	36.95	46.62
房屋竣工面积	21.68	28.74	19.46
房屋销售面积	22.25	28.17	15.08
土地储备面积	15.45	10.60	30.67
实际销售额	17.27	13.37	16.37
净利润	0.26	0.06	1.41

资料来源：公司提供

从土地储备来看，2018年，公司购置1处新的地块，为江阴香江华府（澄地2018-C-1（A、B、C、D））；截至2018年底，公司土地储备全部为位于无锡市的地块。

表10 截至2018年底公司土地储备情况

名称	地区	获得时间	获得价格 (亿元)	已交出让金 (亿元)	权益面积 (万平方米)	项目性质	项目基本情况
无锡财富广场（锡东新城C栋）	无锡	2010.11	0.81	0.81	1.35	商业、办公	规划中
江阴香江华府（澄地2018-C-1(A、B、C、D)）	无锡	2018.3	5.48	5.48	21.53	住宅、办公	规划中
聆湖美墅二期	无锡	2009	1.31	1.31	7.79	居住用房	待建
<b>合计</b>	--	--	<b>7.60</b>	<b>7.60</b>	<b>30.67</b>	--	--

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司房地产收入较上年有所增长，存在一定的区域集中风险，待售规模与期末在建规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

#### （2）柬埔寨园区

公司子公司江苏太湖柬埔寨国际经济合作区投资有限公司（以下简称“太湖柬埔寨合作公司”）与柬埔寨投资开发集团有限公司（以下简称“柬埔寨开发投资”）在柬埔寨金边市合资设立了西哈努克港经济特区有限公司（以下简称“西港特区公司”），专门负责西港特区的开发、建设、运营和管理。公司主要进行道路、排污、通电等基础设施及厂房、行政办公、生活配套设施的建设，项目采用多期滚动开发形式。西港特区位于西哈努克市东郊，总占地面积11.13平方公里，其中一期规划用地5.3平方公里，项目一期总投资3.2亿美元。该项目为海外投资项目，易受项目所在地柬埔寨的政治环境、经济环境以及市场利率、汇率和货币政策等变化的影响，投资回报存在不确定性。

总体看，公司柬埔寨园区项目为海外投资项目，易受项目所在地柬埔寨的政治环境、经济环境以及市场利率、汇率和货币政策等变化的影响，投资回报存在不确定性。

#### 5. 在建项目

截至2018年底，公司主要在建项目为轮胎技改和产能扩建、智慧红豆项目。截至2018年底，公司主要在建项目预计总投资44.85亿元，已完成投资8.34亿元，尚需投资36.52亿元，公司面临一定资金支出压力。在建项目投产后，将扩充现有产能，提高运营效率，综合实力有望进一步增强。

表11 截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预计投资	已投资	尚需投资	工程进度
600万条高性能半钢子午线轮胎技改项目	8.49	4.41	4.08	52.00
120万条高性能智能化全钢子午胎建设项目	14.46	2.47	11.99	17.11
泰国子午胎项目	20.57	0.48	20.09	2.32
智慧红豆俞家塘物流项目	1.33	0.98	0.36	73.16
<b>合计</b>	<b>44.85</b>	<b>8.34</b>	<b>36.52</b>	--

资料来源：公司提供

## 6. 经营关注

### (1) 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、涤纶丝和衬衫面料等；天然橡胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂。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、发挥集中采购优势以及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。

### (2) 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企业和轮胎制造企业之一。目前国内服装行业和轮胎行业均存在产能过剩情况，且行业内竞争激烈，在下游需求放缓的背景下，随着竞争加剧，公司市场份额和毛利率可能受到一定影响，公司面临一定市场竞争风险。

### (3) 海外投资风险

公司柬埔寨园区项目为海外投资项目，易受项目所在地柬埔寨的政治环境、经济环境以及市场利率、汇率和货币政策等变化的影响，投资回报存在不确定性。

## 7. 未来发展

未来，公司将重点围绕“三自”、“六化”：自主创新、自主品牌、自主资本、智能化、绿色化、服务化、高端化、国际化和规范化开展各项工作。

在服装板块上，公司将进一步加强科技创新，加强人才引进，开展源头战略和产学研合作，加大研发投入，建设升级研发中心；推动线上线下全渠道营销；推动纺织服装工业互联网平台和智慧红豆项目建设，创新升级传统产业。

在轮胎板块上，公司将深化科技创新，落实智能化生产和重大项目推进；在生物医药板块上，公司将充分重视红豆杉综合开发利用和药业重大项目的推进实施；房地产板块，公司将聚焦长三角区域，拥抱沪宁线，加速“健康和谐+”体系建设，找到最有成长性的细分市场机会；海外园区建设上，公司将创新运营管理模式，推进特区 2.0 升级版的建设。全面优化园区平台服务，提升产业承接能力和生活配套服务能力，推动产业集聚化，招商国际化。

总体看，公司根据自身特点和实际情况，制定了全面、详细的未来发展战略，规划较为清晰，可操作性较强。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2018 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，并出具了标准无保留意见的审计结论，2019 年 1~3 月合并财务报表未经审计。公司的合并报表符合财政部规定及企业会计准则的相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号-财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。公司根据财政部颁发的财会[2018]15 号《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》等相关要求进行会计政策变更，对财务报表部分列报项目进行调整。

从合并范围变化来看，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司合并范围无变化。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共 12 家。公司会计政策连续，主要经营业务未发生变化，财务数据可比性很强。

截至 2018 年底，公司资产总额 431.13 亿元，负债总额 292.56 亿元，所有者权益合计 138.57 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 89.25 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 187.37 亿元，净利润 5.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 21.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.53 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 441.28 亿元，负债总额 299.07 亿元，所有者权益 142.22 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 85.25 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 48.80 亿元，净利润 1.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.44 亿元。

## 2. 资产及负债结构

### (1) 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 431.13 亿元，较年初减少 0.64%，基本保持稳定；其中，流动资产和非流动资产占比分别为 67.48% 和 32.52%，仍以流动资产为主。

#### 流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 290.93 亿元，较年初减少 0.87%；公司流动资产主要由货币资金（占 25.17%）、应收票据及应收账款（占 13.88%）和存货（占 52.00%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 73.22 亿元，较年初减少 23.17%，主要系偿还债务支付的现金、以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占 77.29%）和其他货币资金（占 22.64%）构成；受限资金为 15.71 亿元，受限比例 21.46%，占比较高，主要为银行承兑汇票保证金、信用证、借款保证金及法定存款准备金。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款账面价值 40.38 亿元，较年初增长 4.97%。截至 2018 年底，公司应收票据 13.24 亿元，全部为银行承兑汇票。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 27.14 亿元，累计计提应收账款坏账准备 1.77 亿元，计提比例为 6.12%；从账龄看，1 年以内的应收账款占 92.93%，账龄较短；从应收账款集中度来看，期末余额前五名应收账款合计为 1.72 亿元，占期末应收账款账面余额的 5.95%，集中度很低。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 151.29 亿元，较年初增长 17.69%，主要系房地产业务开发成本增加所致；存货账面余额主要由库存商品（占 28.22%）、开发成本（占 58.27%）和开发产品（占 7.99%）构成；累计计提存货跌价准备 1.05 亿元，计提比例 0.69%，主要为库存商品的跌价准备，公司房地产开发项目未计提存货跌价准备，考虑到公司房地产开发项目主要位于无锡及周边地区，销售情况良好，减值风险较低。截至 2018 年底，公司使用权或所有权受限的存货合计 56.19 亿元，占存货期末账面价值的 37.14%，主要用于银行借款抵押，受限比例较高。

#### 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 140.20 亿元，较年初减少 0.14%，基本保持稳定，主要由可供出售金融资产（占 33.53%）、投资性房地产（占 11.24%）、固定资产（占 29.43%）、在建工程（占 8.21%）和无形资产（占 7.10%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值 47.01 亿元，较年初减少 13.32%，主要系处置农银二号无锡股权投资中心（有限合伙）、天津填图兴华股权投资合伙企业（有限合伙）、光大兴

陇信托有限责任公司集合资金信托计划等股权所致；公司可供出售金融资产中，按公允价值和成本法计量的分别占 45.81% 和 54.19%，尚未计提减值准备。

公司投资性房地产采用成本法计量，截至 2018 年底，账面价值合计 15.76 亿元，较年初增长 6.81%，账面余额由房屋及建筑物（占 69.82%）和土地使用权（占 30.18%）构成，累计计提折旧和摊销 2.24 亿元；使用权或所有权受限的合计 13.34 亿元，占期末账面价值的 84.67%，主要系用于银行借款抵押，受限比重较高。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值合计 41.26 亿元，较年初增长 4.27%，账面余额主要由房屋及建筑物（占 44.99%）、电站设备（占 5.49%）和机器设备（占 43.43%）构成；累计计提折旧 35.63 亿元，固定资产成新率 53.66%，成新率较低；使用权或所有权受限的固定资产合计 9.10 亿元，占固定资产期末账面价值的 22.06%，占比一般。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 11.52 亿元，较年初大幅增长 72.92%，主要系公司 600 万套轮胎项目、120 万条全钢及其他技改项目、智慧红豆俞家塘仓储项目投入增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 9.95 亿元，较年初增长 1.05%，账面余额主要由土地使用权（占 61.05%）和商标使用权（占 35.79%）构成，公司未计提无形资产减值准备。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限制的资产合计 101.17 亿元，占期末合并资产总额 23.47%，占比较高，如下表所示。

表 12 截至 2018 年底公司所有权或使用权受限制的资产明细（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	15.71	3.64	银行承兑汇票、信用证、借款保证金及发行存款保证金
存货	56.19	13.03	银行借款抵押
投资性房地产	13.34	3.09	银行借款抵押
固定资产	9.1	2.11	银行借款抵押
无形资产	5.89	1.37	银行借款抵押
发放贷款及垫款	0.94	0.22	优易融融资基础资产
<b>合计</b>	<b>101.17</b>	<b>23.47</b>	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 441.28 亿元，较年初增长 2.35%，基本保持稳定；公司资产中流动资产占比 67.02%，非流动资产占比 32.98%，资产结构较上年底变化不大。

总体看，截至 2018 年底，公司资产规模基本保持稳定，仍以流动资产为主；流动资产中存货及应收账款规模较大，影响了公司资金使用效率，公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

## （2）负债及所有者权益

### 负债

截至 2018 年底，公司负债合计 292.56 亿元，较年初减少 1.77%，基本保持稳定，流动负债和非流动负债分别占 69.35% 和 30.65%，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 202.90 亿元，较年初增长 0.60%，基本保持稳定；公司流动负债主要由短期借款（占 32.01%）、应付票据及应付账款（占 23.00%）、预收款项（占 12.66%）、一年内到期的非流动负债（占 14.38%）和其他流动负债（占 12.83%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 64.94 亿元，较年初增长 10.98%，主要系公司经营需要增加银行借款所致，主要由质押借款（占 31.10%）、抵押借款（占 17.12%）和保证借款（占 51.78%）构成；应付票据及应付账款合计 46.66 亿元，较年初增长 18.02%，主要系公司业务规模扩大所致；

预收款项 25.69 亿元，较年初增长 47.12%，主要系房地产项目预收商品房款增加所致；一年内到期的非流动负债 29.18 亿元，较年初减少 22.99%；其他流动负债 26.03 亿元，较年初增加 25.31 亿元，主要系应付短期债券转入所致，其中超短期融资券余额 24.50 亿元，面临一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司非流动负债 89.66 亿元，较年初减少 6.74%，主要系长期借款减少所致；主要由长期借款（占 48.41%）和应付债券（占 46.00%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 43.40 亿元，较年初减少 14.50%，将于 2020 年到期的为 26.57 亿元，将于 2021 年到期的有 7.93 亿元，其余的将于 2022 年及以后到期，2020 年公司存在一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券 41.24 亿元，较年初减少 1.74%，2020~2022 年到期债券规模较大，存在一定的集中偿付压力。公司应付债券明细如下表所示。

表 13 截至 2018 年底公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	发行日期	期限	发行金额
17 红豆 MTN001	2017/3/13	5 年	5.00
17 红豆 MTN002	2017/8/9	3 年	5.00
15 红豆债	2015/8/20	5 年	10.00
17 红豆 01	2017/10/31	5 年	10.00
18 红豆 EB	2018/1/25	3 年	10.00
<b>合计</b>	--	--	<b>40.00</b>

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司全部债务为 238.39 亿元，较年初减少 5.26%，其中短期债务占 62.74%，长期债务占 37.26%，仍以短期债务为主，债务结构有待改善。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.86%、63.24% 和 39.07%，分别较年初上下下降 0.78 个百分点、1.67 个百分点和 1.74 个百分点。如果将公司发行的永续债（金额合计 14.50 亿元）调入长期债务，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.22%、67.09% 和 45.44%，债务负担进一步加重。整体看，公司债务负担很重，债务结构有待调整。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 299.07 亿元，较年初增长 2.22%；其中流动负债占 68.07%，非流动负债占 31.93%，公司负债结构较上年底变化不大，仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 228.64 亿元，较年初增减少 4.09%，其中短期债务占 58.68%，长期债务占比 41.32%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.77%、61.65% 和 39.92%；如果将公司发行的永续债调入长期债务，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.06%、65.56% 和 46.04%。

总体看，截至 2018 年底，公司负债略有下降，仍以流动负债为主，整体债务负担很重，集中偿付压力较大，债务结构有待改善。

### 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 138.57 亿元，较年初增长 1.85%。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 64.41%；归属于母公司所有者权益中，股本占 12.59%，其他权益工具占 16.25%，未分配利润占 71.26%，权益结构以未分配利润为主，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 142.22 亿元，较年初小幅增长 2.63%。从权益结构看，归属于母公司的所有者权益中，仍以未分配利润为主（占 72.99%），所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，截至 2018 年底，公司所有者权益基本保持稳定，未分配利润比重较高，所有者权益

结构的稳定性有待提高。

### 3. 盈利能力

2018年，公司实现营业总收入183.37亿元，较上年增长7.61%，主要系服装纺织业务收入增长所致；实现利润总额8.52亿元，较上年增长5.99%；实现净利润5.57亿元，较上年增长1.79%，其中，归属于母公司的净利润为2.89亿元，较上年减少29.17%。

2018年，公司期间费用合计32.01亿元，较上年增长15.52%。其中，销售费用11.29亿元，较上年增长18.76%，主要系职工薪酬及广告宣传费增加所致；管理费用9.70亿元，较上年增长20.21%，主要系职工薪酬支出增加所致；研发费用1.91亿元，较上年增长14.66%；财务费用9.11亿元，较上年增长7.58%。2018年，公司费用收入比由2017年的16.26%上升至17.46%，公司费用控制能力较上年有所下降，期间费用对公司利润侵蚀严重。

2018年，公司实现投资收益5.20亿元，较上年减少9.46%，主要系可供出售金融资产持有期间的投资收益减少所致；公司投资收益占营业利润的59.91%，投资收益对利润总额的贡献程度较高，且可持续性较弱。

2018年，公司实现其他收益0.31亿元，较上年减少15.95%，其他收益占营业利润的3.60%，占比较低，公司营业外收入对公司利润贡献较小。

2018年，公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为19.62%、4.06%、4.51%和4.33%，较上年分别上升2.14个百分点、0.25个百分点、0.23个百分点和0.27个百分点，盈利能力小幅提升。

2019年1~3月，公司实现营业总收入48.80亿元，营业利润2.12亿元，净利润1.29亿元，分别较上年增长7.50%、17.25%和21.76%。

总体看，2018年，公司收入和利润规模有所增长，费用控制能力有所下降；由于投资收益对利润的贡献程度仍较高，整体盈利能力略有提升。

### 4. 现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入208.09亿元，较上年增长3.02%，主要系房地产板块预收房款增加所致；经营活动现金流出186.84亿元，较上年减少6.07%，主要系2017年购买的南京禄口地块成本高于2018年购买的江阴香江华府成本所致。受上述因素影响，2018年，公司经营活动现金流净额为21.25亿元，较上年增加18.18亿元。从收入质量上看，2018年，公司现金收入比率为110.94%，较上年下降5.32个百分点，收入实现质量仍较高。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入53.93亿元，较上年减少10.57%，主要系收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出66.35亿元，较上年减少17.09%，主要系购买理财产品减少所致。受上述因素影响，2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-12.42亿元，净流出规模较上年减少37.03%。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入202.99亿元，较上年增长1.26%；公司筹资活动现金流出218.38亿元，较上年增长29.52%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流入31.83亿元转为净流出15.39亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金净流入5.45亿元，投资活动现金净流出6.82亿元，筹资活动现金净流入4.82亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金流保持净流入，且净流入规模大幅增长，基本可以满足公

司对外投资需求，筹资活动现金转为净流出。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.46 倍下降至 1.43 倍；速动比率由年初的 0.82 倍下降至 0.69 倍，流动资产对流动负债的保护程度一般；公司现金短期债务比由年初的 0.70 倍下降至 0.58 倍，现金类资产对短期债务保护能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 25.69 亿元，较上年增长 10.24%，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增加所致。2018 年，公司 EBITDA 由利润总额（占 33.16%）、计入财务费用的利息支出（占 42.77%）、摊销（占 7.74%）和折旧（占 16.33%）构成；EBITDA 全部债务比由上年的 0.09 倍上升至 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力依旧较弱；EBITDA 利息倍数由上年的 1.83 倍下降至 1.70 倍，EBITDA 对利息的保障能力有所下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司不存在未决诉讼或仲裁等或有事项。

截至 2018 年底，公司银行授信额度总计 173.12 亿元，尚未使用的授信额度为 37.98 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保余额 16.20 亿元，担保比率 11.69%，主要是下属房地产开发公司为客户提供的阶段性银行按揭担保，客户在产权证办理完成后，子公司担保到期，担保期限一般在两年以内。若客户在房屋产权手续完成前产生违约，可能存在担保风险。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证：G10320205002879202），截至 2019 年 4 月 9 日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清的信贷信息中有 1 笔欠息，由于协定自动从收息户划转存款户导致还款日存款不足以支付利息，下一工作日收息全部完成，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司长短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司的多元化经营布局、经营活动现金流状况和过往债务履约情况良好，其整体偿债能力仍属很强。

### 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 91.30 亿元，约为“15 红豆债”和“17 红豆 01”债券本金合计（20 亿元）的 4.57 倍，公司现金类资产对“15 红豆债”和“17 红豆 01”的覆盖程度较强；净资产 142.21 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 7.11 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 红豆债”和“17 红豆 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 25.69 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 1.28 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 208.09 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 10.40 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，跟踪期内，公司对“15 红豆债”和“17 红豆 01”的偿还能力仍很强。

## 八、综合评价

跟踪期内，公司作为中国纺织服装行业龙头企业，在品牌和科研实力等方面仍具有综合优势。2018年，公司延续了多元化经营策略，核心服装板块和橡胶轮胎板块经营较为稳定，整体收入和毛利率有所提升，经营活动现金流保持净流入。同时，联合评级也关注到服装和轮胎行业竞争激烈、下游需求增速放缓且原材料价格波动较大、公司投资收益对利润贡献较大且持续性弱、期间费用对利润侵蚀严重以及债务负担仍很重且面临集中偿付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司服装业务加盟联营模式的转型及轮胎产能逐步释放，公司未来发展前景较好，盈利能力有望得到提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“15 红豆债”和“17 红豆 01”的债项信用等级为 AA+。

## 附件 1 红豆集团有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	377.78	433.88	431.13	441.28
所有者权益 (亿元)	151.77	136.05	138.57	142.22
短期债务 (亿元)	115.53	157.83	149.56	134.16
长期债务 (亿元)	73.29	93.80	88.83	94.48
全部债务 (亿元)	188.81	251.63	238.39	228.64
营业总收入 (亿元)	167.25	170.40	183.37	48.80
净利润 (亿元)	9.80	5.47	5.57	1.29
EBITDA (亿元)	25.97	23.30	25.69	--
经营性净现金流 (亿元)	3.92	3.07	21.25	5.45
应收账款周转次数 (次)	6.63	6.87	6.90	--
存货周转次数 (次)	1.34	1.17	1.03	--
总资产周转次数 (次)	0.49	0.42	0.42	0.11
现金收入比率 (%)	113.30	116.26	110.94	130.68
总资本收益率 (%)	5.66	4.06	4.33	--
总资产报酬率 (%)	5.88	4.27	4.51	--
净资产收益率 (%)	7.81	3.80	4.06	0.92
营业利润率 (%)	16.17	17.78	19.62	20.46
费用收入比 (%)	12.98	16.26	17.46	16.14
资产负债率 (%)	59.83	68.64	67.86	67.77
全部债务资本化比率 (%)	55.44	64.91	63.24	61.65
长期债务资本化比率 (%)	32.56	40.81	39.07	39.92
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.96	1.83	1.70	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.09	0.11	--
流动比率 (倍)	1.66	1.46	1.43	1.45
速动比率 (倍)	0.94	0.82	0.69	0.71
现金短期债务比 (倍)	0.75	0.70	0.58	0.68
经营现金流动负债比率 (%)	2.64	1.52	10.48	2.68
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.30	1.16	1.28	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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.公司长期应付款中的融资租赁款以纳入长期债务及其指标核算，应付短期融资券、其他流动负债和公司向中央银行借款已纳入短期债务及其指标核算；3.2019年1~3月数据未经审计，相关指标未年化；4.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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%
<b>盈利指标</b>	
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)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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 3 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。