

河南瑞贝卡发制品股份有限公司

2015 年公司债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



报告编号:

鹏信评【2015】第 Z【268】
号 01

分析师

姓名:
罗力 王晨 杨建华

电话:
010-66216006

邮箱:
luol@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

河南瑞贝卡发制品股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行主体长期信用等级: AA

发行规模: 不超过人民币 5.6 亿元

评级展望: 稳定

债券期限: 5 年

评级日期: 2015 年 9 月 24 日

债券偿还方式: 每年付息一次, 附第 3 年末投资者回售选择权, 债券余额超过 3.6 亿元
部分第 4 年末偿还, 未超过 3.6 亿元部分到期一次性偿还

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对河南瑞贝卡发制品股份有限公司(以下简称“瑞贝卡”或“公司”)本期拟发行总额不超过人民币 5.6 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA, 该级别反映了债务安全性很高, 违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司是发制品生产龙头企业、非洲及国内销售收入增加、产业链延伸有利于降低生产成本, 同时我们也关注到了欧美发制品市场低迷以及需求结构变化对公司业绩冲击较大、税收优惠政策的变动将削弱公司的盈利能力、公司存货对运营资本形成较大占用、汇兑损失较大以及短期偿债压力较大等风险因素。

正面:

- 公司是发制品生产龙头企业。截至 2015 年 6 月末, 公司具备 1,200 万条工艺发条、2,100 万条化纤发条、400 万套化纤假发和 120 万套人发假发生产能力, 是全国最大的发制品生产企业; 2012 年以来, 公司共获得发明专利 6 项, 实用新型专利 11 项, 外观专利 1 项, 生产工艺较为先进。
- 公司积极开拓非洲市场并拓宽国内销售渠道, 非洲及国内发制品销售收入逐年增加。近年公司通过整合和规范品牌并加大品牌宣传力度、调整产品结构及丰富产品系列、调整营销策略等多种方式开拓非洲市场, 2012-2014 年非洲市场实现销售收入 50,138.00 万元、60,716.99 和 71,956.60 万元; 公司持续完善和优化国内发制品销售渠道, 2012-2014 年国内市场实现销售收入 23,126.62 万元、25,094.69 万元和 27,030.35 万元。
- 公司向产业链上游延伸有利于降低生产成本。2012 年 5 月公司年产 4,000 吨负离

子聚氯乙烯发丝生产线正式投产，公司还建设了许昌纤维发丝工厂年产 3,000 吨 PET 项目，公司向产业链上游的延伸提高了发制品原材料自给能力，有利于降低生产成本。

关注：

- **欧美发制品市场低迷以及需求结构变化对公司业绩冲击较大。**欧美经济增速放缓导致此区域发制品消费向中低端产品转移，高档发制品市场较为低迷，给公司欧美市场销售造成较大压力，2012-2014 年美洲市场实现销售收入 119,685.27 万元、96,065.32 万元和 68,936.14 万元；欧洲市场实现销售收入 23,656.74 万元，22,985.69 万元和 21,249.39 万元，导致公司营业收入逐年下滑。
- **税收优惠政策的变动将削弱公司的盈利能力。**自 2015 年 4 月 1 日开始，档发的出口退税由 15% 下调至 9%，公司部分出口产品将受冲击，盈利也将受此不利影响。
- **公司存货对营运资本形成较大占用。**2012-2014 年公司存货账面价值分别为 206,487.64 万元、213,064.63 万元、251,684.12 万元，占总资产的比重分别为 48.61%、51.10% 和 58.84%；2015 年 6 月末，公司存货账面价值为 269,238.05 万元，占总资产的比重为 57.76%。
- **公司汇兑损失较大。**公司产品主要用于出口，2012-2014 年公司汇兑损失分别为 1,023.29 万元、3,758.37 万元和 3,289.19 万元，占利润总额的比重分别为 5.60%、19.27% 和 18.27%。
- **公司存在一定的短期偿债压力。**截至 2015 年 6 月末，公司短期有息债务规模为 143,794.30 万元，占有息债务的比重为 68.87%，存在一定的短期偿债压力。

主要财务指标：

项目	2015 年 6 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	466,123.19	427,773.31	416,955.28	424,825.14
归属于母公司所有者权益（万元）	229,022.40	226,187.98	225,032.68	217,595.89
有息债务（万元）	208,794.30	164,928.83	163,010.76	184,245.42
资产负债率	50.77%	47.02%	45.91%	48.66%
流动比率	2.19	2.03	2.73	1.89
速动比率	0.63	0.52	0.97	0.75
营业收入（万元）	104,266.50	193,226.00	212,914.21	224,554.65
营业利润（万元）	6,283.79	3,711.10	860.40	2,469.08
利润总额（万元）	9,367.54	18,007.82	19,506.35	18,283.83

综合毛利率	26.67%	25.73%	22.19%	20.95%
总资产回报率	-	6.50%	6.53%	6.84%
EBITDA（万元）	16,183.26	32,436.00	32,702.36	31,513.64
EBITDA 利息保障倍数	3.41	3.43	4.10	3.59
经营活动现金流净额（万元）	-6,979.99	-4,535.33	4,510.40	-8,384.74

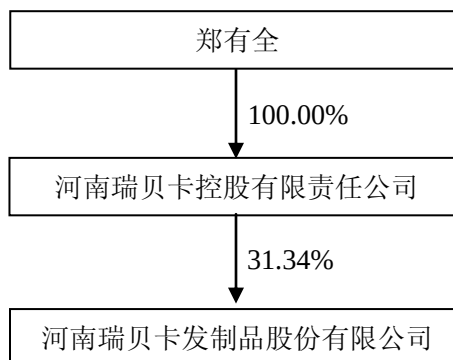
资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为河南瑞贝卡发制品有限公司（以下简称“发制品公司”），是经许昌市对外经济贸易委员会许外经贸字【1993】023号文批准、于1993年3月由许昌县发制品总厂与美国新亚国际有限公司（以下简称“美国新亚”）共同出资组建的中外合资企业，注册资本为180万美元，其中，发制品总厂出资126万美元，美国新亚出资54万美元，分别持股70%和30%。1996年10月，经许昌市对外经济贸易局许外资字第（1996）112号文批准，发制品公司将注册资本调整为142万美元，其中许昌县发制品总厂出资106.5万美元，持股75%；美国新亚出资35.5万美元，持股25%。1999年7月，经许昌市对外经济贸易局许外经贸字【1999】056号文批准，美国新亚将其持有的发制品公司25%的股权分别转让给许昌县发制品总厂、许昌市魏都利达发制品厂、许昌县新和工艺品有限责任公司、许昌县盛隆工艺有限责任公司和自然人郑桂花。此次股权转让完成后，发制品公司由中外合资企业变更为内资企业，许昌县发制品总厂、许昌市魏都利达发制品厂、许昌县新和工艺品有限责任公司、许昌县盛隆工艺有限责任公司和郑桂花分别持有发制品公司80%、10%、6%、3%和1%的股权。

经河南省人民政府豫股批字【1999】26号文批准，发制品公司整体变更为股份有限公司，公司名称更改为现名，注册资本为6,600万元。2003年6月，公司经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监发行字【2003】62号文批准向社会公开发行人民币普通股2400万股，成功在上海证券交易所上市，股票代码为600439，公司注册资本增加至9,000万元。此后经历历次转增股本及发行新股，截至2015年6月末，公司注册资本为94,332.12万元，总股本为94,332.12万股，河南瑞贝卡控股有限责任公司（以下简称“瑞贝卡控股”）持有公司31.34%股权，为公司控股股东，郑有全先生持有瑞贝卡控股100%股权为公司实际控制人。截至2015年6月末公司股权及控制关系图如图1所示。

图1 截至2015年6月末公司股权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司主营业务为假发饰品系列产品的研制、生产和销售，主要产品有工艺发条、化纤发条、人发假发、化纤假发、教习头等各种假发饰品。截至2015年6月末，公司纳入合并报表范围的子公司共20家，详见附录五。

截至2014年12月31日，公司资产总额为427,773.31万元，归属于母公司的所有者权益为226,187.98万元，资产负债率为47.02%；2014年度，公司实现营业收入193,226.00万元，利润总额18,007.82万元，经营活动现金净流出4,535.33万元。

截至2015年6月30日，公司资产总额为466,123.19万元，归属于母公司的所有者权益为229,022.40万元，资产负债率为50.77%；2015年1-6月，公司实现营业收入104,266.50万元，利润总额9,367.54万元，经营活动现金净流出6,979.99万元。

二、本期债券概况

债券名称：河南瑞贝卡发制品股份有限公司 2015 年公司债券；

发行总额：不超过人民币 5.6 亿元（含）；

债券期限：5年，附债券存续期第三年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权；

债券利率：本期债券存续期前3年的票面利率固定不变，在本期债券存续期内第3年末，如公司行使上调票面利率选择权，未回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加上调基点，并在本期债券存续期后2年固定不变；若公司未行使上调票面利率选择权，未回售部分债券在债券存续期后2年票面利率仍维持原有票面利率不变；本期债券采取单利按年计息、不计复利；

还本付息方式：每年付息一次，分期还本；在本期债券存续期第3年末投资者行使回售选择权时，则本期债券本金未回售且超过3.6亿元的部分将在债券存续期第4年末兑付（本期债券未被赎回及回售部分不超过3.6亿元时，第4年末不兑付债券本金），剩余3.6亿元将于本期债券存续期第5年末兑付；如在本期债券存续期第3年末投资者未行使回售选择权，则本期债券本金超过3.6亿元的部分将在债券存续期第4年末兑付，剩余3.6亿元将于本期债券存续期第5年末兑付；

公司上调票面利率选择权：公司有权决定在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率。公司将于本期债券第3个计息年度付息日前的第30个交易日，通过中国证监会指定的上市公司信息披露媒体发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告；

投资者回售选择权：公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第3个计息年度付息日将持有的本期债券按面值全部或部分

回售给公司或选择继续持有本次债券；若投资者决定行使回售权，须在回售登记期内进行登记，登记手续完成即视为已不可撤销地行使回售权；若投资者未在回售登记期内进行登记，则视为接受公司关于是否调整本期债券票面年利率及调整幅度的决定，视为放弃回售权和同意继续持有本期债券。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过人民币5.6亿元，全部用于补充流动资金。

四、运营环境

世界经济复苏缓慢，发达经济体经济分化加剧

2008以来，世界经济一直处于危机后的修复期，结构失衡、老龄化加剧、新经济增长点尚在孕育、内生增长动力不足等因素制约全球经济发展。2012年以来全球增长回升，主要系印度等发展中国家经济增长加快，而欧美等先进经济体复苏缓慢，尤其欧元区经济仍表现负增长，南非等非洲国家经济增速也有所放缓。2014年世界经济复苏缓慢且弱于预期，但发达经济体经济运行分化加剧，美国经济表现出较强的韧性，欧元区和日本经济基本上陷入停滞状态；而发展中国家经济增速进一步放缓。美国2014年前三季度经济增长率分别为-2.1%、4.6%和5.0%，全年经济增长3.4%。欧元区前三季度GDP环比分别增加0.3%、0.1%和0.2%；日本因消费税上调引发提前消费潮，前三季度GDP分别增长1.4%、-1.7%和-0.5%，经济出现技术性衰退。2014年以来多数发展中国家经济增速普遍疲软，仅有印度经济增长提速，2014年第二和第三季度分别增长6.5%和8.2%，全年经济增长7.2%。国际货币基金组织对未来经济增长保持乐观态度，预测2015年和2016年世界GDP增长率分别为3.5%和3.8%。在全球货币政策总体宽松、原油价格下跌、发达国家去杠杆力度继续减弱及全球外需逐步回暖的预期下，预计未来经济持续增长，但仍需关注英美等国加息、欧元区通缩、欧洲主权债务危机风险及地缘政治风险对经济发展的制约作用和不确定性影响。

表 1 世界及主要经济体 GDP 增速及未来预测（%）

地区	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
世界	3.2	3.4	3.4	3.5	3.8
美国	2.8	2.2	2.4	2.4	2.4
欧元区	-0.7	-0.5	0.9	1.5	1.6
日本	1.4	1.6	-0.1	1.0	1.1
南非	2.5	2.2	1.5	2.0	2.1

巴西	1.0	2.7	0.1	-1.0	1.0
印度	4.7	6.9	7.2	7.5	7.5
俄罗斯	3.4	1.3	0.6	-3.8	-1.1
墨西哥	3.9	1.4	2.1	3.0	3.3

注：2012 年数据来自国际货币基金组织《世界经济展望》（2014 年 10 月），其他年份数据来自国际货币基金组织《世界经济展望》（2015 年 4 月），2015 年和 2016 年数据为预测数据

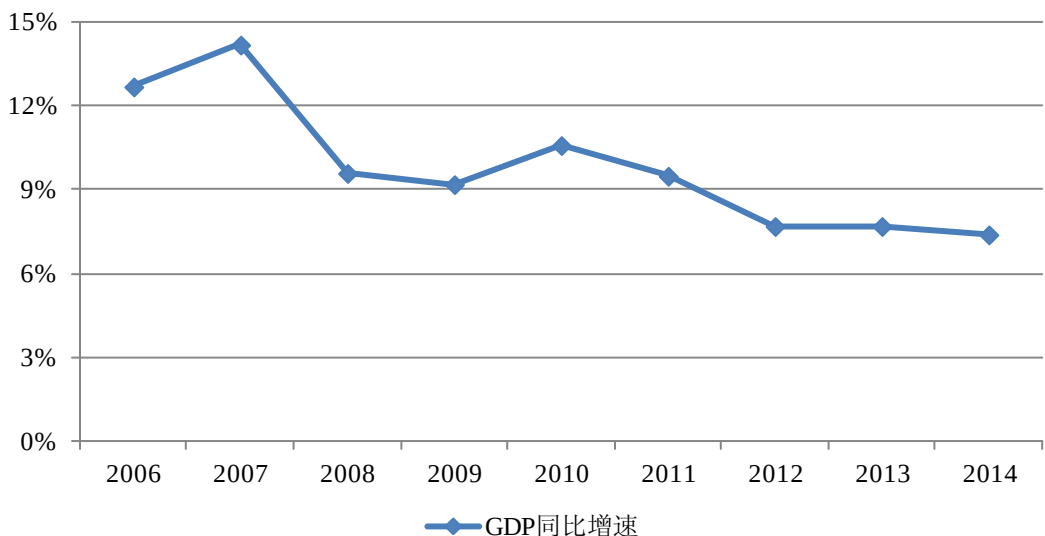
欧元求不包括立陶宛

资料来源：国际货币基金组织，鹏元整理

近年我国经济持续下行，未来下行压力仍较大

自2011年以来，我国宏观经济增速呈现持续放缓的趋势。2014年，我国国内生产总值（GDP）为636,463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%，增速较2013年下降0.3个百分点，其中，工业增加值227,991亿元，同比增长7.0%，增速已经是连续四年下降；固定资产投资完成额512,761.00亿元，同比增长15.3%，增速较上年下降4个百分点；增速也已经是连续五年下降。分季度来看，我国GDP同比增速第一季度为7.4%，第二季度有所恢复，达到7.5%，但第三、四季度下行，均为7.3%。2015年一季度，我国GDP同比增速进一步下降至7.0%，经济下行压力仍然较大。

图2 近年我国GDP同比增速



资料来源：wind资讯，鹏元整理

受全球经济复苏缓慢及需求低迷影响，许昌市发制品出口增速有所回落；发制品行业市场环境及政策变动将加大发制品企业经营风险，行业集中度将有所提高

20世纪80年代以来，许昌发制品产业加速发展，产业技术不断提升，产业规模迅速壮大，逐步实现了由档发粗加工向发制品深加工、由原材料集散地向产成品生产基地、由人发制品向化纤发制品、由单一产品向系列产品的转变。从地域分布来看，逐步形成了以泉

店村为中心，辐射许昌县、禹州市、长葛市、魏都区4个县（市、区）10多个乡镇、100多个村庄、方圆200多平方公里的发制品加工基地。目前许昌已经成为全国乃至全球发制品信息中心、生产制造中心、研发中心和行业标准中心。

许昌假发以出口为主，主要销往欧美及非洲地区，近年来受全球经济复苏缓慢、市场需求疲软影响，发制品企业面临较大的挑战与压力。2014年美国虽有所复苏，但受复苏持续性担忧且美国削减退税影响，美国中产阶级对消费依然较为谨慎，发制品消费以低值产品为主，高档产品消费未出现明显回升。受经济复苏乏力、欧元汇率下跌以及居民可支配收入下降影响，欧洲发制品市场持续低迷，中低端产品相对畅销，高端产品销售不畅。非洲新兴国家增速有所趋缓，但增速相对保持在较高水平，发制品市场需求相对较好。2014年许昌发制品出口15.3亿美元，增长14%，占当地出口总额的比重为75.74%，相较2012年增速下滑4.4个百分点。

此外，受2013-2014年发制品行业市场低迷影响，一些规模较小、产品单一的中小发制品企业倒闭或关停。财政部于2014年12月31日发布《关于调整部分产品出口退税率》的通知，其中包括将档发的出口退税由15%下调至9%，并于2015年4月1日开始实施，税率的调整间接降低了发制品企业经营利润，不利于出口产品的市场竞争，将进一步加剧发制品企业经营风险。综合来看，受市场环境及政策调整影响，发制品行业经营风险加大，规模较小的中小发制品企业将逐步退出市场，行业集中度将有所提高。

五、公司治理与管理

公司按《公司法》和中国证监会有关规定，设立了股东大会、董事会、监事会，并通过制定《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等明确了各自的职责范围、权利、义务以及工作程序。

股东大会是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换由非职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项、审议批准董事会和监事会报告以及年度财务预决算方案等。根据《公司章程》的规定，公司年度股东大会应当每年举行一次且在上一会计年度结束后的6个月内召开，临时股东大会在独立董事、监事会或单独或者合计持有公司10%以上股份的股东提出申请并经董事会同意后方可召开。股东大会决议分为普通决议和特别决议，《公司章程》对普通决议和特殊决议事项作了明确规定。普通决议应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的过半数通过，特别决议应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的2/3以上通过。

公司董事会对股东大会负责，由9名董事组成，其中独立董事3人；董事会设董事长1

人，副董事长1人；公司不设职工董事。董事由股东大会选举或更换，任期3年，任期届满可连选连任。公司在董事会下设战略委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会，并直接对董事会负责；此外，公司制定了《董事会专门委员会工作细则》及一系列相关管理标准或制度，对内控部门的权限范围、审批程序和相应责任等做了明确规定；公司根据内控工作的要求，在审计委员会下设内审部，根据已有内部审计制度和审计人员职责，对公司的财务收支和经济活动进行内部审计工作。

公司设监事会，监事会由3名监事组成，其中股东代表2名，职工代表1名；监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事任期每届为3年，任期届满，连选可以连任。公司监事会根据有关法律和《监事会议事规则》的规定，对公司财务及公司董事、总经理和其它高级管理人员履职的勤勉尽责、合法合规等进行监督、检查，并向股东大会负责。

公司设总经理1名，副总经理2-4名，由董事会聘任或解聘；总经理、副总经理每届任期3年，连聘可以连任；总经理对董事会负责。公司实行扁平化管理，在总经理下设置了行政人事中心、后勤服务中心、财务中心、技术中心、工程研究中心、营销中心、质量管理部、统计部、供应部、生产中心等部门，分别由各部门负责人负责管理，并制定了部门工作职责制度，明确了部门职务权限与责任。公司经营管理架构完整，对公司及控股子公司实行职能管理，内部机构设置和权责分配较为合理，能满足公司正常经营需求。公司组织架构图见附录六。

截至2015年6月末，公司在职工9,703人，其中生产人员7,578人，占比78.10%；学历方面，大专以下员工7,702人，占比79.38%，符合公司生产经营特征。

表 2 截至 2015 年 6 月末公司员工专业构成及教育程度情况

专业结构	人数	占员工总数的比例
采购人员	69	0.71%
生产人员	7,578	78.10%
销售人员	340	3.50%
技术人员	1,100	11.34%
市场人员	100	1.03%
财务人员	216	2.23 %
行政人员	300	3.09%
合计	9,703	100.00%
学历	人数	占员工总数的比例
硕士以上	17	0.17%
大学本科	718	7.40%

大专	1,266	13.05%
大专以下	7,702	79.38%
合计	9,703	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主营业务为假发饰品系列产品的研制、生产和销售，主要产品有工艺发条、化纤发条、人发假发、化纤假发、教习头等各种假发饰品，是从事发制品生产的龙头企业。公司产品以出口为主，主要销往欧洲、北美及非洲等地，国内份额约占15%左右。近年受世界经济低迷、发制品市场需求疲软，欧美发制品市场向中低端产品转移，高档发制品销售不畅的影响，公司收入持续下降。2012-2014年公司主营业务收入分别为218,677.73万元、207,280.21万元和192,789.59万元。公司产品毛利率逐步提升主要系产品结构变化所致，毛利率较高的化纤发条、人发假发等产品销售收入在主营业务收入中比重有所提升。2012-2014年公司主营业务毛利率分别为20.54%、21.45%和25.68%。2015年以来，得益于美国经济复苏，发制品市场需求回暖，2015年上半年实现主营业务收入104,169.29万元，较2014年同期增长7.29%，毛利率上升1个百分点主要系工艺发条毛利率上升所致。

表 3 近三年又一期公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工艺发条	45,206.30	12.55%	81,210.95	4.79%	108,668.47	5.44%	128,402.51	10.05%
化纤发条	29,273.77	42.42%	55,579.78	48.90%	44,123.55	48.69%	41,133.10	44.48%
化纤假发	8,274.98	26.76%	13,686.09	23.46%	12,494.36	21.26%	12,246.53	16.23%
教习头	1,062.84	16.55%	2,021.87	18.94%	1,827.46	17.55%	1,501.83	7.04%
人发假发	14,608.71	40.68%	26,806.88	43.92%	26,798.42	41.39%	21,999.41	42.19%
阻燃纤维	5,742.69	23.32%	13,484.02	22.86%	13,367.94	22.41%	13,394.35	17.52%
合计	104,169.29	26.65%	192,789.59	25.68%	207,280.21	21.45%	218,677.73	20.54%

资料来源：公司提供

公司业务涵盖假发系列产品的研发、生产与销售，产业链条较为完整。公司原材料主要包括人发和纤维发丝。人发原材料采购渠道包括国内采购和国外进口，国内人发采购主要通过子公司许昌瑞贝卡发制品工艺有限公司进行（以下简称“工艺公司”），工艺公司人发采购采用内部技师外出采购和外部固定供应商供应相结合两种方式，目前采购结算一般为货到后付款；人发原材料国外进口渠道为印度和印尼等国较为固定的供应商，公司派人赴原料所在地检验、定价，再由供应商统一收购并发货后与公司结算货款，采购款的结

算方式主要是信用证和电汇方式，分别占比约80%和20%，平均账期分别为1个星期和1个月。纤维发丝原材料部分由公司通过购买PVC材料由纤维生产部自行生产，PVC材料采购采用预付款的方式进行支付。部分纤维发丝从日本、韩国等国进口，采用信用证进行结算，平均账期为1个月。公司按订单组织生产，根据客户的实际需求和自身产品的定位，向高端客户和特殊市场提供个性化、差异化、特色化的产品。

公司工艺发条主要销往北美和欧洲市场，化纤发条主要销往非洲市场，化纤假发和人发假发则主要在国内市场销售。国际市场方面，北美市场是全球最大的发制品市场，由于传统原因，进口批发商通过逐级批发建立起销售网络，控制了终端销售市场，发制品企业则根据其订单加工生产；公司在北美市场目前主要采取ODM和OEM方式经销产品，根据经销商订单安排生产。公司在非洲市场的销售采取直销和经销相结合的方式，公司先后在尼日利亚、加纳和南非设立销售、生产子公司，使用自主品牌“NOBLE”、“JOEDIR”、“COUTURE”在非洲市场销售。欧洲市场是发制品的高端市场，公司在欧洲市场成立全资子公司亨得尔有限公司（以下简称“亨得尔”），依托英国市场以自有品牌“Sleek”直销为主，辅之以其他经销商经销。公司自2007年开始开拓国内市场，采用以专卖店销售为主、其他销售为辅的营销模式，重点面向大中城市，主要消费对象为时尚女性，兼顾其他功能性消费群体。近年来，随着人们购物习惯的变化与“互联网+”产业的兴起，公司在拓展传统销售渠道的同时，积极探索新的营销模式，调研并开通了电商和沙龙销售渠道，开设了Rebecca 和Sleek两个品牌的天猫旗舰店及跨境电商第三方平台和自建平台；充分利用平面媒体、户外广告、网络、电视等宣传平台进行品牌推广。

北美市场销售和结算方式有信用证、承兑汇票和赊销三种方式，信用证平均账期为20天，承兑汇票平均账期为90天，赊销平均账期为60天；欧洲、非洲及国内市场对经销商均为先付款后发货。

公司是全国生产规模最大的发制品生产企业，近年积极开拓非洲市场并拓宽国内销售渠道，非洲及国内产销量及销售收入有所增加；但欧美发制品市场低迷以及需求结构变化对公司业绩冲击较大，公司主业收入下滑

近年受欧美经济复苏缓慢、发制品需求结构向中低端转变影响，2012年公司将100万条工艺发条产能转化为化纤发条，同时受公司大力开拓非洲市场、当地需求量增加影响，近年公司在非洲市场扩大了化纤发条产能，2013年和2014年分别新增300万条和200万条化纤发条产能。截至2015年6月末，公司具备1,200万条工艺发条、2,100万条化纤发条、400万套化纤假发和120万套人发假发生产能力，是全国最大的发制品生产企业。

表 4 近三年又一期公司主要产品产能变化情况

产品	2015 年 6 月	2014 年	2013 年	2012 年
工艺发条（万条）	1,200	1,200	1,200	1,300
化纤发条（万条）	2,100	2,100	1,900	1,500
化纤假发（万套）	400	400	400	400
人发假发（万套）	120	120	120	120

资料来源：公司提供，鹏元整理

受欧美发制品市场不景气影响，近年公司工艺发条订单减少导致产能利用率也不断下降，2012-2014年公司工艺发条产能利用率分别为76.15%、71.67%和54.83%；得益于加强对非洲市场的开拓并取得一定成效，公司化纤发条产能利用率持续处于较高水平，2012-2014年分别为125.07%、100.00%和108.76%；同时，公司近年注重开发国内市场，化纤假发和人发假发产能利用率不断提高，2012-2014年，公司化纤假发产能利用率分别为48.25%、55.00%和62.50%，但仍处于较低水平；人发假发产能利用率由88.33%增加至100.00%。公司采取订单式生产的方式组织生产，因而产品产销率较高，近年基本维持在100%左右。

表 5 近三年又一期公司主要产品产销量及销售价格情况（元/条、元/套）

产品	2015 年 1-6 月			2014 年		
	产量	销量	均价	产量	销量	均价
工艺发条（万条）	380	372	121.40	658	645	125.91
化纤发条（万条）	1,110	1,105	26.20	2,284	2,245	24.76
化纤假发（万套）	109	112	73.82	250	245	55.86
人发假发（万套）	67	69	212.34	120	117	229.12
产品	2013 年			2012 年		
	产量	销量	均价	产量	销量	均价
工艺发条（万条）	860	860	126.36	990	990	129.70
化纤发条（万条）	1,900	1,900	23.22	1,876	1,876	21.93
化纤假发（万套）	220	220	56.79	193	193	63.45
人发假发（万套）	110	110	243.62	106	106	207.54

资料来源：公司提供

受全球经济增长放缓影响，欧美发制品市场受到较大冲击，公司在欧美市场产品的销售收入近年持续下降，公司开拓非洲市场和拓宽国内销售渠道虽缓解了业绩下滑压力，但主营业务收入仍持续下降，2014年公司实现营业收入193,226.00万元，较2012年下降13.95%，2015年上半年得益于美国经济复苏，当期实现营业收入104,266.50万元，同比增长6.43%。

欧美经济增速放缓导致此区域发制品消费向中低端产品转移，高档发制品市场较为低迷，给公司欧美市场销售造成较大压力。面对需求结构的变化，公司积极调整产品结构，推出的自然发系列、女装假发系列等新品一定程度上降低了高档产品下滑带来的影响，但欧美市场销售收入仍持续下降，美洲市场2014年实现销售收入68,936.14万元，较2012年下

降42.40%；欧洲市场2014年实现销售收入21,249.39万元，较2012年下降10.18%。2015年上半年美洲市场需求回暖使得当期美洲市场实现销售收入48,888.07万元，同比增长33.40%，但欧洲市场仍较为低迷，当期实现销售收入6,823.66万元，同比下降16.91%。

为降低欧美发制品市场不景气给公司经营造成的不利影响，公司通过整合和规范品牌并加大品牌宣传力度、调整产品结构并丰富产品系列以及调整营销策略等多种方式开发非洲市场，通过将欧美比较畅销的高温丝、女装假发等产品引入非洲，以及大众工艺发的重回批量销售渠道，为非洲市场销售提供了新的增长点；同时加大市场开拓力度，各非洲销售公司在加大本土市场开发的同时积极向周边国家辐射；此外，公司加快非洲发制品产地销规模和进程，缩短产品上市周期并提高了运营效率。近年公司非洲市场销售收入持续增加，2014年实现销售收入71,956.60万元，较2012年增长43.52%。但2015年以来美国经济复苏及美元走强导致非洲部分国家货币贬值，购买力下降对销量产生一定不利影响，当期实现销售收入31,218.98万元，同比下降12.10%。

国内市场方面，公司持续完善和优化渠道建设，扩大品牌影响力和美誉度。营销渠道建设方面，2013年公司新拓展60家门店，并对“Rebecca”店面实施了全面改造升级，实现了店面形象与品牌定位的统一；在拓展传统销售渠道的同时，公司调研并开通了电商和沙龙销售渠道，Rebecca和Sleek两个品牌的天猫旗舰店分别于2014年双十一、双十二正式上线。品牌推广方面，公司利用平面媒体、户外广告、网络、电视等宣传平台，配合节日促销活动；公司通过与明星开展合作，积极参加纽约时装周、巴黎时装周；此外，公司在一线城市举办“假发艺术节”、“趋势发布会”等活动，持续引导着市场消费，进一步提升了品牌的影响力和市场竞争力。售后服务方面，公司在为顾客提供统一、专业、高效售后服务的同时，增加多种形式的会员活动，提高了顾客忠诚度和满意度。2012-2014年公司在国内市场实现销售收入23,126.62万元、25,094.69万元和27,030.35万元，年均复合增长率为8.11%。

表 6 近三年又一期公司产品分区域销售情况（单位：万元）

区域	主要产品	2015 年 1-6 月		2014 年	
		销售金额	毛利率	销售金额	毛利率
美洲	工艺发条	48,888.07	8.94%	68,936.14	2.08%
欧洲	工艺发条、人发假发	6,823.66	41.92%	21,249.39	28.86%
非洲	化纤发条	31,218.98	37.37%	71,956.60	37.69%
亚洲	化纤假发、人发假发	1,219.46	17.46%	3,617.11	19.10%
国内	化纤假发、人发假发	16,019.12	53.98%	27,030.35	52.30%
合计		104,169.29	26.65%	192,789.59	25.68%
区域	主要产品	2013 年		2012 年	
		销售金额	毛利率	销售金额	毛利率

美洲	工艺发条	96,065.32	2.52%	119,685.27	8.19%
欧洲	工艺发条、人发假发	22,985.69	29.07%	23,656.74	30.50%
非洲	化纤发条	60,716.99	34.79%	50,138.00	30.50%
亚洲	化纤假发、人发假发	2,417.53	19.52%	2,067.48	11.08%
大洋洲	化纤假发、人发假发	-	-	3.63	50.65%
国内	化纤假发、人发假发	25,094.69	54.83%	23,126.62	53.52%
合计		207,280.21	21.45%	218,677.73	20.54%

资料来源：公司提供

毛利率方面，2012-2014年公司综合毛利率由20.95%增加至25.73%，主要系销售的产品结构调整所致。公司销往北美市场的工艺发条主要采取ODM模式（贴牌销售），产品附加值较低导致毛利率本身相对较低；公司在非洲及国内市场销售的化纤发条、化纤假发及人发假发均属自有品牌销售，产品毛利率相对较高；受北美市场低迷带来的销量下降影响，工艺发条销售收入在收入中占比持续下降，因而综合毛利率持续提升。此外，公司化纤发条和化纤假发产能利用率的上升摊薄了单位生产成本以及化纤发条价格的持续提升使得化纤发条和化纤假发的毛利率持续增加，也对综合毛利率的提高作出一定贡献。但公司工艺发条毛利率下降，一方面是因为产品向毛利率较低的中低端市场转移，另一方面是由于产销量下降导致单位生产成本增加。2015年以来，公司在欧美市场毛利率上升主要系工艺发条的人发原材料成本下降所致。

从客户集中度来看，2012-2014年公司前五大客户销售收入分别为83,174.74万元、63,590.02万元和47,414.07万元，占营业收入的比重分别为37.04%、29.87%和24.54%，公司客户集中度有所降低，但仍需关注客户集中风险。

表 7 近三年又一期公司前五大客户名单和销售金额占比情况（单位：万元）

2015 年 1-6 月			2014 年		
客户名称	销售收入	营收占比	客户名称	销售收入	营收占比
第一名	13,755.76	13.19%	第一名	21,942.87	11.36%
第二名	10,828.18	10.39%	第二名	10,442.75	5.40%
第三名	7,631.73	7.32%	第三名	5,597.78	2.90%
第四名	4,785.95	4.59%	第四名	5,077.59	2.63%
第五名	2,779.75	2.67%	第五名	4,353.08	2.25%
合计	39,781.36	38.15%	合计	47,414.07	24.54%
2013 年			2012 年		
客户名称	销售收入	营收占比	客户名称	销售收入	营收占比
第一名	28,315.01	13.30%	第一名	46,876.99	20.88%
第二名	13,496.21	6.34%	第二名	11,442.35	5.10%
第三名	7,922.43	3.72%	第三名	9,833.07	4.38%

第四名	7,284.37	3.42%	第四名	8,079.03	3.60%
第五名	6,572.00	3.09%	第五名	6,943.30	3.09%
合计	63,590.02	29.87%	合计	83,174.74	37.04%

资料来源：公司提供

受产品结构调整影响，公司原材料在生产成本中占比有所下降，但劳动力成本持续增加

近年随着产品结构向中低端调整及受所采购原材料价格下降影响，公司直接材料费用在生产成本中占比逐年下降，2012-2014年分别为80.65%、78.64%和73.80%，主要系原材料在生产成本中占比较低的化纤发条销量大幅增加所致。整体来看，原材料在生产成本中占比虽然下降，但仍较大。此外，近年公司人工成本逐年增加，2012-2014年分别为24,853.94万元、26,151.88万元和29,115.62万元，不利于公司降低生产成本。

表 8 近三年又一期公司生产成本分类情况（单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	56,694.75	74.20%	105,742.78	73.80%
直接人工	14,930.13	19.54%	29,115.62	20.32%
制造费用	4,783.14	6.26%	8,415.41	5.87%
合计	76,408.02	100.00%	143,273.81	100.00%

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	128,046.54	78.64%	139,998.01	80.65%
直接人工	26,151.88	16.06%	24,853.94	14.32%
制造费用	8,623.71	5.30%	8,733.12	5.03%
合计	162,822.13	100.00%	173,585.07	100.00%

资料来源：公司提供

近年发制品行业景气度下降，导致一些中小发制品企业经营难以为继，因此上游原材料供应商对公司的原材料采购依赖加大，部分原材料采购结算方式由预付款转变为货到公司验收后再付款。同时考虑到印度及印度尼西亚原材料采购成本相对较低，公司未来将提高在印度及印度尼西亚的原材料采购比例。从公司原材料前5大供应商来看，近年公司前5大供应商采购金额存在一定波动。

表 9 近三年又一期公司前五大供应商名单和采购金额占比情况（单位：万元）

2015 年 1-6 月			2014 年		
供应商	采购金额	占比	供应商	采购金额	占比
第一名	14,513.47	18.59%	第一名	13,683.73	8.68%
第二名	6,308.69	8.08%	第二名	8,447.50	5.36%

第三名	3,661.47	4.69%	第三名	6,070.21	3.85%
第四名	1,969.14	2.52%	第四名	5,783.94	3.67%
第五名	1,571.38	2.01%	第五名	4,052.06	2.57%
合计	28,024.15	35.89%	合计	38,037.44	24.13%
2013 年			2012 年		
供应商	采购金额	占比	供应商	采购金额	占比
第一名	12,310.40	9.62%	第一名	11,524.10	6.90%
第二名	9,358.64	7.31%	第二名	8,198.16	4.91%
第三名	9,243.42	7.22%	第三名	8,047.63	4.82%
第四名	10,737.45	8.39%	第四名	6,981.10	4.18%
第五名	6,423.93	5.02%	第五名	6,150.51	3.68%
合计	48,073.84	37.56%	合计	40,901.50	24.49%

资料来源：公司提供

公司向产业链上游延伸有利于降低生产成本，生产工艺较为先进，研发成果为公司生产经营提供一定技术支撑

生产线建设方面，近年公司除建立生产线扩大化纤发条产能外，2012年5月公司年产4,000吨负离子聚氯乙烯发丝生产线正式投产，一方面有助于降低原材料成本，另一方面也为公司化纤发制品新增产能提供了原材料保障；此外，公司还建设了许昌纤维发丝工厂年产3,000吨PET项目（PET为公司化纤类发制品的原材料）。公司向产业链上游的延伸提高了原材料自给能力，有利于降低生产成本。考虑到柬埔寨劳动力成本较低，公司在柬埔寨投资了具备年产200万套女装假发的工厂，截至2015年6月末，已完成投资5,611.53万元，其中第一条年产100万套女装假发生产线已经建成投产。

表 10 截至 2015 年 6 月末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	设计产能	投资金额	建设周期	已完成投资
柬埔寨工厂	年产 200 万条女装假发	9,300.00	2012.1 -2016.12	5,611.53
许昌纤维-工厂	3000 吨 PET	9,000.00	2012.7-2016.6	8,391.17

资料来源：公司提供

近年公司持续推进发制品的研发工作，2012-2013年公司研发投入分别为6,757.70万元和6,537.51万元，2014年受欧美发制品市场低迷、需求结构变化影响，公司减少了研发投入，当年公司共投入研究经费4,682.79万元，同比下降28.37%。公司在发制品生产技术上取得一定成果，2012年以来，公司共获得发明专利6项，实用新型专利11项，外观专利1项。公司研发成果为公司生产经营提供一定技术支撑。具体专利成果如表11所示。

表 11 近三年又一期来公司获得的专利情况

专利名称	专利号	获得时间	专利类型
假发（60）	201430150354.5	2014.12.03	外观专利

一种用于腈纶湿法纺丝的着色方法	201210392852.0	2014.04.23	发明专利
一种功能性改性腈纶发用纤维及其制备方法	201110162467.2	2013.05.29	发明专利
一种复合氮磷阻燃剂的假发用聚丙烯纤维及其生产方法	201110082993.8	2013.01.02	发明专利
一种假发用皮芯式蛋白/聚丙烯腈复合物纤维和方法	201210393494.5	2014.05.21	发明专利
一种发用聚氯乙烯纤维和方法	201110428599.5	2014.06.25	发明专利
一种超高压仿人工毛发用聚氯乙烯纤维的生产方法	201110428631.x	2014.11.05	发明专利
假发整理装置	201420539452.2	2015.02.25	实用新型
一种发用纤维实验用预牵伸装置	201420597752.6	2015.02.25	实用新型
一种可悬挂假发梳妆架	201420555263.4	2015.02.25	实用新型
一种改变发用纤维折皱的捆包装置	201420597778.0	2015.02.25	实用新型
一种具有新型辊轴的集束导丝装置	201420539680.x	2015.02.25	实用新型
一种发用纤维侧吹风用稳压装置	201420597779.5	2015.02.25	实用新型
一种拼接式假发发网结构	201420554245.4	2015.02.25	实用新型
用于梳理假发的假发支架	201420539696.0	2015.04.22	实用新型
一种具有冷却套环的加强型冷却成型结构	201420539454.1	2015.02.25	实用新型
一种纺丝后加工的冷却成型装置	201120179356.8	2012.03.21	实用新型
一种发用纤维集束导丝装置	201120179345.x	2012.04.11	实用新型

资料来源：公司提供

税收优惠政策的变动将削弱公司的盈利能力和国际竞争力

财政部于2014年12月31日发布《关于调整部分产品出口退税率》的通知，其中包括将档发的出口退税由15%下调至9%，并于2015年4月1日开始实施。出口退税的下降将削弱发制品企业盈利能力和国际市场竞争能力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012年、2013年和2014年审计报告及未经审计的2015年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2013年公司注销成都瑞贝卡发制品有限公司，不再纳入合并报表范围，2014年公司投资设立嵩县瑞贝卡发制品有限公司并纳入合并报表范围，截至2015年6月末，公司纳入合并报表范围的子公司共20家。

按照财政部《企业会计准则第30号—财务报表列报（2014年修订）》及应用指南的相关规定，公司2014年对2013年财务报告的部分科目做出相应调整，具体调整科目如表11所示。该类调整均不影响2013年利润表数据。

表 12 公司审计报告 2013 年会计科目调整情况（单位：万元）

项目名称	影响金额增加+/减少-
可供出售金融资产	+9,574.00
长期股权投资	-9,574.00
递延收益	+136.82
其他非流动负债	-136.82
其他综合收益	+ (-14,110.91)
外币报表折算差额	- (-14,110.91)

资料来源：公司 2014 年审计报告

资产结构与质量

公司资产规模稳中有升，但存货对营运资本形成较大占用

近年公司资产规模较为稳定，截至2014年末，公司资产总额427,773.31万元。截至2015年6月末，公司资产总额466,123.19万元，较2014年末增长8.97%，主要系公司借款增加所致。公司资产以流动资产为主，截至2014年末，公司流动资产合计337,551.42万元，占总资产的比重为78.91%；2015年6月末，公司流动资产占比增加至80.77%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产。近年公司货币资金持续减少，2013年减少主要系偿还借款、增加存货及预缴税款所致，2014年减少则主要是因为增加存货所致。2015年6月末，公司货币资金为55,053.19万元，较2014年末增加93.16%，主要系银行借款增加所致。近年公司应收账款存在一定波动，2013年下降主要系收入下降导致应收账款相应下降，2014年有所增加主要因为2014年11-12月份销量增加使得应收账款增加。从账龄来看，2014年末，公司2年以内的应收账款占比90.27%；应收账款前5名占应收账款总额的比重为54.83%，存在一定的集中风险。公司预付款项存在一定波动，2013年除增加原材料采购外，还增加了预付设备及工程款，2014年减少则主要是原材料采购部分结算方式由预付转变为货到付款、计入应付账款所致。

公司存货规模较大且逐年增长，截至2014年末，公司存货为251,684.12万元，较2012年末增长21.89%，主要系非洲市场好转及公司考虑到人发等原材料成本相对较低（价格不变而原材料质量提高）并判断发制品市场将有所好转而增加原材料采购所致。从存货构成来看，其中原材料114,487.81万元，占比45.49%；在产品85,831.53万元，占比34.10%；库存商品50,950.73万元，占比20.24%，其余为发出产品，占比0.16%。考虑到人发资源的稀缺性，公司人发原材料跌价风险不大，但存货规模较大，对资产形成较大占用，2014年末公司存货占总资产的比重为58.84%；2015年6月末，公司存货进一步增加至269,238.05万元。公司其他流动资产为预交的各种税费，其中主要为预交的待抵扣增值税及所得税；截至2014

年末，公司其他流动资产为9,025.13万元，其中预交的待抵扣增值税及所得税占比99.98%。

表 13 近三年又一期公司主要资产构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年 6 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	55,053.19	11.81	28,502.00	6.66	54,083.40	12.97	94,179.90	22.17
应收账款	32,971.38	7.07	28,865.57	6.75	25,938.17	6.22	31,588.36	7.44
预付款项	5,533.69	1.19	12,189.06	2.85	18,033.95	4.33	4,400.53	1.04
存货	269,238.05	57.76	251,684.12	58.84	213,064.63	51.10	206,487.64	48.61
其他流动资产	7,192.06	1.54	9,025.13	2.11	12,483.74	2.99	-	-
流动资产合计	376,480.08	80.77	337,551.42	78.91	329,398.79	79.00	342,562.74	80.64
可供出售金融资产	9,574.00	2.05	9,574.00	2.24	9,574.00	2.30	9,574.00	2.25
固定资产	48,629.03	10.43	47,529.25	11.11	48,929.50	11.73	48,605.10	11.44
无形资产	15,525.83	3.33	16,119.12	3.77	16,819.28	4.03	16,331.23	3.84
非流动资产合计	89,643.11	19.23	90,221.89	21.09	87,556.49	21.00	82,262.39	19.36
资产总计	466,123.19	100	427,773.31	100	416,955.28	100	424,825.14	100

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、固定资产及无形资产。公司可供出售金融资产为投资中原银行股权，截至2014年末账面价值为9,574.00万元。公司固定资产主要为生产用厂房建筑物及生产设备等，近年规模变化不大，2014年末账面价值为47,529.25万元，其中未办妥产权证书的固定资产6,741.89万元。公司无形资产主要为土地使用权，截至2014年末，公司无形资产账面价值16,119.12万元，其中土地使用权15,742.41万元。

资产运营效率

公司资金周转压力加大，资产运营效率下降

受应收账款波动影响，公司应收账款周转效率也存在一定波动。2014年公司应收账款增加及收入的下降导致应收账款周转天数较2013年增加2.42天。近年公司存货规模持续扩大而收入持续下滑导致存货周转效率持续下降，2014年公司存货周转天数为582.89天，较2012年增加192.66天。应付账款的波动增加也导致公司应付账款周转天数增加，2014年公司应付账款周转天数为41.87天，较2012年增加17.97天。综合来看，受存货周转效率持续下降影响，公司净营业周期持续增加，2014年公司净营业周期为592.07天，较2012年增加175.53天，公司资金周转压力加大。受营业收入下降影响，公司资产周转效率下降，2014年总资产周转天数较2012年增加153.15天。

表 14 2012-2014 年公司主要运营效率指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
----	--------	--------	--------

应收账款周转天数	51.05	48.63	50.21
存货周转天数	582.89	455.84	390.23
应付账款周转天数	41.87	26.10	23.90
净营业周期	592.07	478.37	416.54
流动资产周转天数	621.30	568.08	508.02
固定资产周转天数	89.86	82.46	72.37
总资产周转天数	786.91	711.65	633.76

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入及盈利水平有所下降，且利润水平对税收优惠依赖较大；未来欧美市场能否有效复苏有待观察，公司汇兑损失较大，税收优惠政策变动也将给公司带来不利影响

主要受欧美市场不景气、市场需求低迷及产品结构向中低端转移影响，近年公司营业收入持续下降，2014年公司实现营业收入193,226.00万元，较2012年下降13.95%。2015年上半年公司实现营业收入104,266.50万元，同比增长6.43%，但未来欧美经济复苏力度及消费信心是否有效提振仍存在一定不确定性，公司在欧美市场的业绩能否回升还有待观察。

受公司产品销售结构变化影响，近年公司综合毛利率持续增加，公司北美市场工艺发条主要为贴牌销售，因而毛利率降低，但收入呈下降趋势；非洲及国内市场为品牌销售毛利率较高，且得益于公司大力开发非洲及国内市场，近年非洲及国内市场销售收入持续增加；双因素叠加使得公司综合毛利率持续增加，2014年公司综合毛利率为25.73%，较2012年提高4.78个百分点。

近年公司营业利润出现波动，2013年下降主要系期间费用增加较多所致，当年公司期间费用为45,049.14万元，同比增长8.80%；2014年公司毛利水平较2013年增加2,492.66万元且当年减少了研发投入，盈利水平有所回暖，当期实现营业利润3,711.10万元；2015年上半年公司实现营业利润6,283.79万元，主要系欧美市场好转、工艺发条销售收入及毛利增加所致。公司期间费用率较高且持续上升，2014年公司期间费用率为22.59%，较2013年提高4.15个百分点，公司费用控制能力有待提升。同时，我们关注到，2012-2014年公司财务费用中汇兑损失分别为1,023.29万元、3,758.37万元和3,289.19万元，占利润总额比重为5.60%、19.27%和18.27%，主要系汇率波动所致。此外，2015年8月以来，人民币汇率贬值有利于降低公司汇兑损失，但未来人民币汇率走势存在一定不确定性。

公司享受的人发档发增值税即征即退款对自身利润水平贡献较大，2012-2014年公司享受政府的增值税即征即退款在利润总额中占比分别为86.42%、94.13%和76.98%。近年公司补贴收入变动较大，2013年较2012年增加较多主要是由于工艺公司人发原材料采购自2012

年7月开始实行增值税即征即退的政策，而人发采购规模受发制品消费结构变化影响而逐渐下降导致2014年增值税即征即退减少。此外，财政部将档发的出口退税由15%下调至9%，并于2015年4月1日开始实施，将削弱公司的盈利能力。

综合来看，公司营业收入及盈利水平有所下降，且利润水平对税收优惠依赖较大，未来欧美发制品市场能否有效复苏存在一定不确定性，税收优惠政策的变动也将对公司产生一定不利影响。

表 15 近三年又一期公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	104,266.50	193,226.00	212,914.21	224,554.65
营业利润	6,283.79	3,711.10	860.40	2,469.08
补贴收入	3,074.09	13,862.18	18,360.66	15,801.64
利润总额	9,367.54	18,007.82	19,506.35	18,283.83
净利润	8,388.63	15,574.56	17,245.56	15,854.13
综合毛利率	26.67%	25.73%	22.19%	20.95%
期间费用率	20.28%	22.59%	21.16%	18.44%
总资产回报率	-	6.50%	6.53%	6.84%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

现金流

存货规模持续增加对公司营运资本占用较大导致经营性现金流趋弱

受营业利润及政府补贴波动影响，近年公司净利润水平存在一定波动，2012-2014年公司净利润分别为15,854.13万元、17,245.56万元和15,574.56万元，2014年公司FFO为20,924.62万元，较2013年下降4.80%。近年存货的增加对公司营运资本形成较大占用，2013年经营性应收款项的增加也导致营运资本减少较多。2012-2014年公司营运资本分别减少28,700.47万元、17,468.61万元和25,459.95万元。综合来看，公司经营活动现金流有所波动，但2014年净流出4,535.33万元，且2015年1-6月净流出6,979.99万元，公司经营活动现金流趋弱。

近年公司海外生产基地及聚氯乙烯发丝生产线和许昌纤维-工厂投资建设使得公司投资活动现金持续净流出，随着上述项目建设的陆续完工，后续虽需一定资金投入，但规模不大。公司筹资活动现金流入主要来自银行借款，筹资活动现金流出主要系偿还债务本息及分配股利现金支出。2015年上半年公司银行借款大幅增加，因而筹资活动现金净流入36,217.80万元。

表 16 近三年又一期公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
----	--------------	--------	--------	--------

净利润	8,388.63	15,574.56	17,245.56	15,854.13
非付现费用	2,041.02	5,154.91	5,156.11	4,650.60
非经营损益	-18.97	195.16	-422.67	-189.00
FFO	10,410.69	20,924.62	21,979.00	20,315.73
营运资本变化	-17,390.68	-25,459.95	-17,468.61	-28,700.47
其中：存货减少	-17,553.93	-38,619.49	-6,576.99	-28,123.83
经营性应收项目的减少	5,176.47	5,328.17	-11,252.51	-3,830.63
经营性应付项目增加	-5,013.22	7,831.36	360.89	3,253.99
经营活动现金流量净额	-6,979.99	-4,535.33	4,510.40	-8,384.74
投资活动的现金流量净额	-1,538.57	-4,250.71	-7,010.98	-9,643.03
筹资活动产生的现金流量净额	36,217.80	-15,662.01	-37,088.08	39,505.85
现金及现金等价物净增加额	26,656.14	-25,686.52	-40,096.51	21,292.81

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增加且主要集中在短期，存在一定短期偿债压力

近年公司负债规模保持在20亿元左右，截至2014年末，公司负债总额201,127.85万元。2015年6月末公司负债总额增加至236,658.01万元，主要系银行借款增加所致。从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2014年末，公司流动负债166,019.75万元，占公司负债总额的比重为82.54%。得益于公司利润的累积，公司所有者权益持续增加，但增速较慢，2014年末，公司所有者权益为226,645.46万元，较2012年仅增长3.91%。2012-2014年公司产权比率分别为94.76%、84.86%和88.74%，2015年6月末为103.13%，公司所有者权益对负债的保障能力有所减弱。

表 17 近三年又一期公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2015 年 6 月	2014 年	2013 年	2012 年
负债总额	236,658.01	201,127.85	191,407.13	206,702.05
其中：流动负债	171,549.91	166,019.75	120,452.06	180,800.97
非流动负债	65,108.10	35,108.10	70,955.08	25,901.08
所有者权益	229,465.18	226,645.46	225,548.15	218,123.09
产权比率	103.13%	88.74%	84.86%	94.76%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债。近年公司短期借款持续减少，主要系公司为缓解短期债务集中压力、对债务结构进行调整而增加长期借款规模所致。截至2014年末，公司短期借款74,021.57万元，较2012年下降48.24%；其中保证借款9,000.00万元，信用借款65,021.57万元；2015年6月末，公司短期借款增加至

117,839.16万元，主要是用于偿还即将到期的长期借款和公司债券。公司应付账款主要为应付原材料采购款，受部分原材料结算方式变化影响，由之前的预付原材料采购款变为货到验收后付款，因而公司应付账款规模扩大，截至2014年末，公司应付账款21,530.19万元，同比增长81.66%。受部分长期借款及公司债券到期影响，公司一年到到期的非流动负债增加至55,907.26万元，其中一年到到期的长期借款30,000.00万元，一年内到期的应付债券25,907.26万元。2015年6月末一年内到期的非流动负债减少至25,955.14万元，主要系偿还30,000.00万元到期的长期借款所致。

表 18 近三年又一期公司主要负债构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年 6 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	117,839.16	49.79	74,021.57	36.80	92,192.50	48.17	143,509.88	69.43
应付账款	15,853.70	6.70	21,530.19	10.70	11,852.08	6.19	12,173.62	5.89
一年内到期的非流动负债	25,955.14	10.97	55,907.26	27.80	-	-	15,000.00	7.26
流动负债合计	171,549.91	72.49	166,019.75	82.54	120,452.06	62.93	180,800.97	87.47
长期借款	65,000.00	27.47	35,000.00	17.40	45,000.00	23.51	-	-
应付债券	-	-	-	-	25,818.26	13.49	25,735.54	12.45
非流动负债合计	65,108.10	27.51	35,108.10	17.46	70,955.08	37.07	25,901.08	12.53
负债总额	236,658.01	100	201,127.85	100	191,407.13	100	206,702.05	100
有息债务	208,794.30	88.23	164,928.83	82.00	163,010.76	85.16	184,245.42	89.14

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

截至2014年末，公司长期借款为35,000.00万元，较2013年较少10,000.00万元，主要系2014年转入一年内到期的非流动负债30,000.00万元并新增20,000.00万元长期借款所致。2015年公司又新增长期借款30,000.00万元，截至2015年6月末，公司长期借款65,000.00万元。公司应付债券为2009年发行的3亿元公司债券，其中4,000.00万元于2012年已回售，剩余部分于2015年12月28日到期，因而2014年及2015年6月末的应付债券均在一年内到期的非流动负债中列示。

公司有息债务呈现一定波动，截至2014年末，公司有息债务为164,928.83万元，较2012年减少10.48%，但2015年6月末，公司有息债务增加至208,794.30万元，较2014年末增长26.60%。同时我们关注到截至2015年6月末公司短期有息债务规模为143,794.30万元，有息债务规模较为集中，存在一定短期偿债压力。

从公司偿债能力指标来看，2012-2014年公司资产负债率处于50%以下，资产负债率相对不高。公司流动比率及速动比率呈现一定波动，2013年提高主要系流动负债减少所致，2014年受到期的长期借款和应付债券规模较大影响，流动负债规模扩大，因而流动比率与

速动比率出现下滑；2014年末，公司流动比率与速动比率分别为2.03和0.52，短期偿债能力指标偏弱。近年公司EBITDA相对较为稳定，保持在3.20亿元左右，但有息债务规模的变化导致EBITDA利息倍数呈现一定波动，2014年公司EBITDA及EBITDA利息保障倍数分别为32,436.00万元和3.43，长期偿债能力指标表现尚可，但有所减弱。

表 19 近三年又一期公司偿债能力指标

项目	2015 年 6 月	2014 年	2013 年	2012 年
资产负债率	50.77%	47.02%	45.91%	48.66%
流动比率	2.19	2.03	2.73	1.89
速动比率	0.63	0.52	0.97	0.75
EBITDA（万元）	16,183.26	32,436.00	32,702.36	31,513.64
EBITDA 利息保障倍数	3.41	3.43	4.10	3.59
有息债务/EBITDA	12.90	5.08	4.98	5.85

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券的偿债资金将主要来源于公司日常经营所产生的现金流。2012-2014年及2015年1-6月，公司营业收入分别为224,554.65万元、212,914.21万元、193,226.00万元和104,266.50万元；EBITDA分别为31,513.64万元、32,702.36万元、32,436.00万元和16,183.26元；归属于母公司所有者的净利润分别为15,853.27万元、17,257.29万元、15,632.56元和8,403.33万元；经营活动产生的现金流净额分别为-8,384.74万元、4,510.40万元、-4,535.33万元和-6,979.99元。公司EBITDA虽较为稳定，但经营性现金流表现较弱。

公司在生产经营过程中与多家银行建立了良好的合作关系。截至2015年6月30日，公司共拥有12家银行人民币贷款授信额度23.90亿元，其中，尚未使用授信额度约7.65亿元。公司可以通过间接融资偿还本期债券本息，但也应关注因公司经营状况变化等原因而未达到信用条件的可能。

公司作为A股上市公司，盈利能力相对稳定，可通过资本市场进行股权或债务融资以获得本期债券偿债资金，但政策或经营状况变动等因素或导致其存在不确定性。

截至2015年6月30日，公司流动资产余额为376,480.08万元，不含存货的流动资产余额为107,242.03万元。公司可以通过变现流动资产来补充偿债资金，但我们关注到流动资产以存货为主，未来变现或存在一定难度，应收账款催收也存在一定不确定性。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015 年 6 月	2014 年	2013 年	2012 年
货币资金	55,053.19	28,502.00	54,083.40	94,179.90
应收票据	1,330.30	1,348.81	1,140.00	1,120.29
应收账款	32,971.38	28,865.57	25,938.17	31,588.36
预付款项	5,533.69	12,189.06	18,033.95	4,400.53
其他应收款	5,161.40	5,936.72	4,654.90	4,786.02
存货	269,238.05	251,684.12	213,064.63	206,487.64
其他流动资产	7,192.06	9,025.13	12,483.74	-
流动资产合计	376,480.08	337,551.42	329,398.79	342,562.74
可供出售金融资产	9,574.00	9,574.00	9,574.00	9,574.00
固定资产	48,629.03	47,529.25	48,929.50	48,605.10
在建工程	9,567.53	5,807.20	3,793.25	3,358.84
无形资产	15,525.83	16,119.12	16,819.28	16,331.23
商誉	1,672.87	1,668.65	1,758.14	1,758.14
长期待摊费用	889.33	1,153.90	1,213.75	1,021.57
递延所得税资产	1,859.07	1,881.75	2,068.17	1,613.50
其他非流动资产	1,925.46	6,488.02	3,400.39	-
非流动资产合计	89,643.11	90,221.89	87,556.49	82,262.39
资产总计	466,123.19	427,773.31	416,955.28	424,825.14
短期借款	117,839.16	74,021.57	92,192.50	143,509.88
应付账款	15,853.70	21,530.19	11,852.08	12,173.62
预收款项	2,421.86	3,676.86	3,677.63	3,177.66
应付职工薪酬	5,130.21	6,479.34	7,043.52	6,223.48
应交税费	2,226.30	2,488.34	2,276.73	-2,288.67
应付利息	936.00	-	-	-
其他应付款	1,187.55	1,916.18	3,409.60	3,005.00
一年内到期的非流动负债	25,955.14	55,907.26	-	15,000.00
流动负债合计	171,549.91	166,019.75	120,452.06	180,800.97
长期借款	65,000.00	35,000.00	45,000.00	-
应付债券	-	-	25,818.26	25,735.54
递延收益	108.10	108.10	136.82	165.54
非流动负债合计	65,108.10	35,108.10	70,955.08	25,901.08
负债合计	236,658.01	201,127.85	191,407.13	206,702.05
股本	94,332.12	94,332.12	94,332.12	94,332.12
资本公积	43,712.68	43,712.68	43,712.68	43,712.68

其他综合收益	-22,837.22	-21,041.59	-14,110.91	-11,836.98
盈余公积	16,438.12	16,438.12	15,279.96	14,023.28
未分配利润	97,376.71	92,746.66	85,818.83	77,364.79
归属于母公司所有者权益合计	229,022.40	226,187.98	225,032.68	217,595.89
少数股东权益	442.78	457.47	515.47	527.20
所有者权益合计	229,465.18	226,645.46	225,548.15	218,123.09
负债和所有者权益总计	466,123.19	427,773.31	416,955.28	424,825.14

注： 公司 2014 年度审计报告中资产负债表科目相较于 2013 年度审计报告中有所调整，其中 2013 年度审计报告中预付款项 21,434.34 万元分列在 2014 年度审计报告中预付款项 18,033.95 万元和其他非流动负债 3,400.39 万元；公司 2013 年度审计报告中负债科目应交税费- 10,207.01 万元在 2014 年度审计报告中分列至其他流动资产（预交税费）12,483.74 万元和应交税费 2,276.73 万元。

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业总收入	104,266.50	193,226.00	212,914.21	224,554.65
其中：营业收入	104,266.50	193,226.00	212,914.21	224,554.65
二、营业总成本	97,982.70	189,514.89	212,853.80	222,085.57
其中：营业成本	76,454.77	143,518.11	165,669.77	177,519.42
营业税金及附加	410.26	2,171.29	2,200.50	2,967.33
销售费用	7,104.00	14,106.36	14,269.98	13,240.46
管理费用	7,090.42	15,826.78	18,345.87	16,962.44
财务费用	6,951.35	13,720.53	12,433.29	11,202.30
资产减值损失	-28.09	171.82	-65.61	193.62
加：投资收益	-	-	800.00	-
三、营业利润	6,283.79	3,711.10	860.40	2,469.08
加：营业外收入	3,104.41	14,388.79	18,706.71	15,884.85
减：营业外支出	20.66	92.07	60.77	70.10
四、利润总额	9,367.54	18,007.82	19,506.35	18,283.83
减：所得税费用	978.91	2,433.26	2,260.79	2,429.69
五、净利润	8,388.63	15,574.56	17,245.56	15,854.13
归属于母公司所有者的净利润	8,403.33	15,632.56	17,257.29	15,853.27
少数股东损益	-14.69	-58.00	-11.73	0.86

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
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	91,095.38	194,173.24	208,274.79	218,603.55
收到的税费返还	10,000.43	29,939.37	31,274.64	22,813.43
收到其他与经营活动有关的现金	867.32	945.29	2,781.60	2,905.02
经营活动现金流入小计	101,963.13	225,057.90	242,331.03	244,322.01
购买商品、接受劳务支付的现金	65,422.42	140,423.43	139,401.63	168,749.16
支付给职工以及为职工支付的现金	26,324.31	49,446.52	46,485.77	38,722.72
支付的各项税费	5,473.26	21,805.57	28,501.51	24,235.62
支付其他与经营活动有关的现金	11,723.13	17,917.71	23,431.72	20,999.25
经营活动现金流出小计	108,943.13	229,593.23	237,820.64	252,706.75
经营活动产生的现金流量净额	-6,979.99	-4,535.33	4,510.40	-8,384.74
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	-	-	800.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5.76	7.82	6.00	33.87
投资活动现金流入小计	5.76	7.82	806.00	33.87
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,544.33	4,258.53	7,816.98	9,676.90
投资活动现金流出小计	1,544.33	4,258.53	7,816.98	9,676.90
投资活动产生的现金流量净额	-1,538.57	-4,250.71	-7,010.98	-9,643.03
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	130,541.98	116,001.03	157,004.78	169,701.86
筹资活动现金流入小计	130,541.98	116,001.03	157,004.78	169,701.86
偿还债务支付的现金	86,654.65	114,300.43	178,041.67	113,001.61
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,669.53	17,362.62	16,051.19	17,194.40
筹资活动现金流出小计	94,324.18	131,663.04	194,092.86	130,196.01
筹资活动产生的现金流量净额	36,217.80	-15,662.01	-37,088.08	39,505.85
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1,043.09	-1,238.46	-507.84	-185.28
五、现金及现金等价物净增加额	26,656.14	-25,686.52	-40,096.51	21,292.81
加：期初现金及现金等价物余额	28,396.88	54,083.40	94,179.90	72,887.10
六、期末现金及现金等价物余额	55,053.02	28,396.88	54,083.40	94,179.90

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料 （单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	8,388.63	15,574.56	17,245.56	15,854.13
加：资产减值准备	-28.09	171.82	-65.61	193.62
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,312.12	3,076.37	3,275.84	3,111.17
无形资产摊销	244.77	738.21	571.08	541.72
长期待摊费用摊销	512.23	1,168.50	1,374.80	804.09
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	3.71	-	-	-
固定资产报废损失	-	8.74	32.00	19.80
递延所得税资产减少	-22.68	186.42	-454.67	-208.80
存货的减少	-17,553.93	-38,619.49	-6,576.99	-28,123.83
经营性应收项目的减少	5,176.47	5,328.17	-11,252.51	-3,830.63
经营性应付项目的增加	-5,013.22	7,831.36	360.89	3,253.99
经营活动产生的现金流量净额	-6,979.99	-4,535.33	4,510.40	-8,384.74

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2014 年 6 月	2013 年	2012 年	2011 年
应收账款周转天数（天）	-	51.05	48.63	50.21
存货周转天数（天）	-	582.89	455.84	390.23
应付账款周转天数（天）	-	41.87	26.10	23.90
净营业周期（天）	-	592.07	478.37	416.54
流动资产周转天数（天）	-	621.30	568.08	508.02
固定资产周转天数（天）	-	89.86	82.46	72.37
总资产周转天数（天）	-	786.91	711.65	633.76
综合毛利率	26.67%	25.73%	22.19%	20.95%
期间费用率	20.28%	22.59%	21.16%	18.44%
总资产回报率	-	6.50%	6.53%	6.84%
非付现费用（万元）	2,041.02	5,154.91	5,156.11	4,650.60
非经营损益（万元）	-18.97	195.16	-422.67	-189.00
FFO（万元）	10,410.69	20,924.62	21,979.00	20,315.73
营运资本变化（万元）	-17,390.68	-25,459.95	-17,468.61	-28,700.47
产权比率	103.13%	88.74%	84.86%	94.76%
资产负债率	50.77%	47.02%	45.91%	48.66%
流动比率	2.19	2.03	2.73	1.89
速动比率	0.63	0.52	0.97	0.75
EBITDA（万元）	16,183.26	32,436.00	32,702.36	31,513.64
EBITDA 利息保障倍数	3.41	3.43	4.10	3.59
有息债务/EBITDA	12.90	5.08	4.98	5.85
有息债务（万元）	208,794.30	164,928.83	163,010.76	184,245.42

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

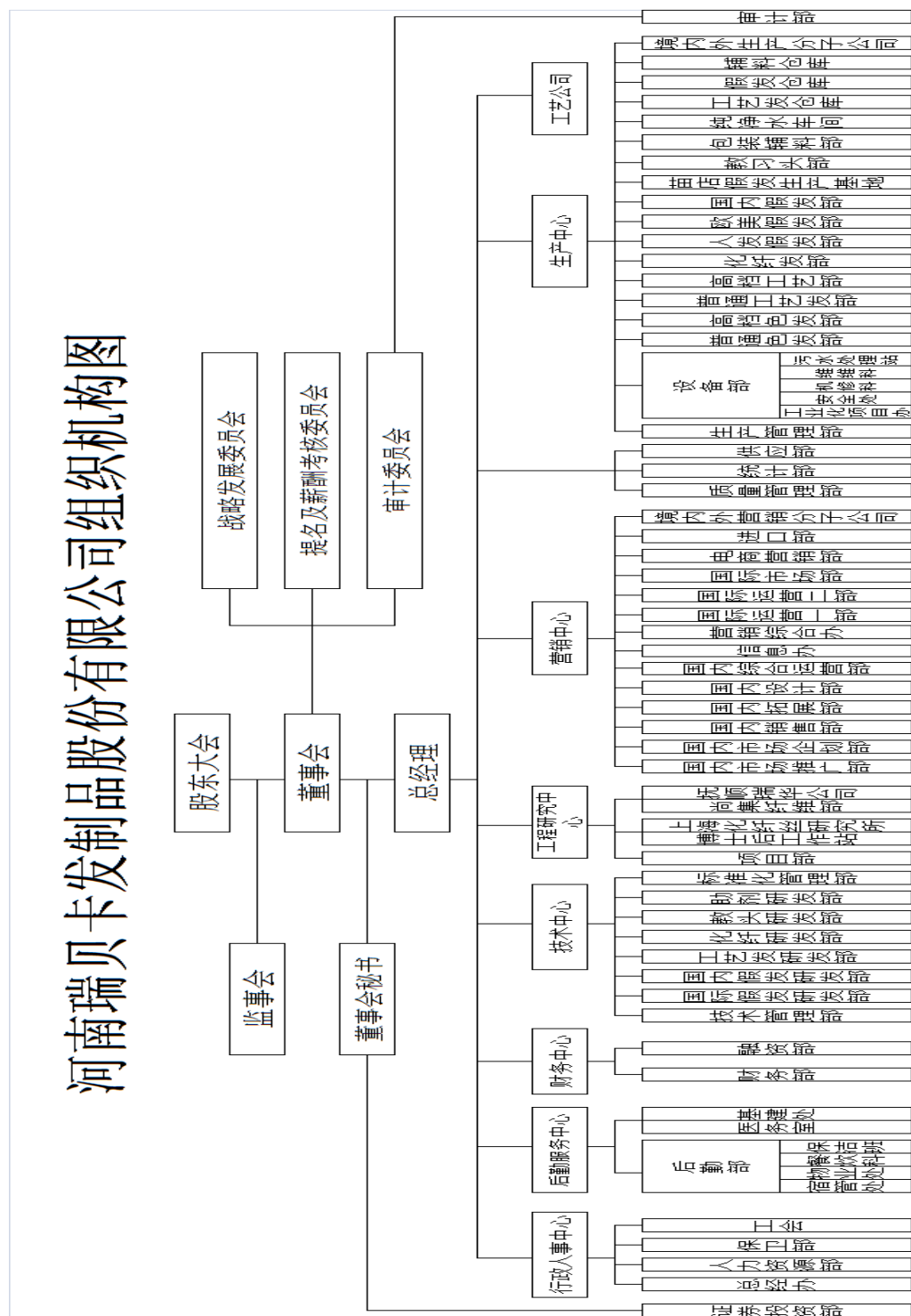
附录五 截至2015年6月末纳入合并范围的子公司

序号	子公司名称	主营业务	注册资本	持股比例
1	瑞贝卡时尚有限公司 (RebeccaFashionLtd)	发制品系列产品的生产及销售	105 万美元	100%
2	瑞贝卡时尚(南非)有限公司 (RebeccaFashion(SA)(PTY)Ltd)	发制品系列产品的销售	150 万美元	100%
3	许昌瑞贝卡发制品工艺有限公司	人发收购、分档加工销售、从事货物和技术进出口业务	3000 万元	100%
4	北京瑞贝卡发制品有限公司	销售日用品; 技术推广服务; 产品设计	550 万元	100%
5	上海瑞贝卡纤维材料科技有限公司	纤维材料研发及技术咨询服	290 万元	100%
6	瑞贝卡时尚(加纳)有限公司 (REBECCAFASHION(GHA)LTD)	假发制品的生产、销售、进口及相关技术转让等	150 万美元	100%
7	抚顺瑞华纤维有限公司	假发用纤维系列产品、纺织用腈氯纶系列产品与阻燃活性纤维的科研、生产与销售	4000 万元	100%
8	嵩县瑞贝卡发制品有限公司	发制品的生产、销售及进出口贸易	500 万元	100%
9	上海瑞贝卡发制品有限公司	日用百货、工艺品的销售, 工业品的设计	200 万元	100%
10	广州瑞贝卡发制品有限公司	批发、零售: 发制品、头饰品; 货物进出口	100 万元	100%
11	临颖瑞贝卡发制品有限公司	假发系列产品的生产、销售、及出口业务等	2500 万元	80%
12	浚县瑞黎发制品有限公司	假发系列产品的生产、销售、及出口业务等	1000 万元	100%
13	瑞贝卡发制品(尼日利亚)有限公司 (RebeccaHairProductsCompany(Nigeria)Ltd)	生产及销售发制品系列产品	100 万美元	100%
14	瑞贝卡时尚(加纳)制造有限公司 (RebeccaFashionGh.Ltd.)	生产及销售发制品系列产品	100 万美元	100%
15	瑞贝卡时尚(巴西)有限公司 (REBECCABRASILFASHIONHAIR)	发制品的生产和销售	160 万美元	100%
16	亨得尔有限公司 (HYNEDALELTD)	发制品的生产和销售	286 万美元	100%
17	瑞贝卡时尚(刚果(金))有限公司 (REBECCAFASHION(R.D.CONGO) LTD)	发制品的生产、销售及进出口贸易	100 万美元	100%
18	瑞贝卡时尚(肯尼亚)有限公司 (REBECCAFASHION(KENYA.) LIMITED)	发制品的生产、销售及进出口贸易	100 万美元	100%
19	瑞贝卡时尚(坦桑尼亚)有限公司 (REBECCAFASHION(TZ.) LIMITED)	发制品的生产、销售及进出口贸易	100 美元	100%

20	瑞贝卡（柬埔寨）发制品有限公司 （ Rebecca （ Cambodia ） HairProductsCo., Ltd）	发制品的生产、销售及发制品原 辅材料进出口贸易	1000 万美元	100%
----	--	----------------------------	----------	------

资料来源：公司提供

附录六 截至 2015 年 6 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	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+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行

分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



企业法人营业执照 (副本)

注册号 440301103519856

名称 鹏元资信评估有限公司

企业类型 有限责任公司

住所 深圳市福田区深南大道7008号

法定代表人 刘思源

成立日期 一九九三年三月十七日

此复印件仅供
瑞贝卡使用

再复印无效

重要提示 1、经营范围：商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。

2、注册资本：深圳市实行有限责任公司注册资本认缴登记制度。

3、信息查询：商事主体经营范围、出资情况、营业期限和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他监

管信息，请登录深圳市市场监督管理局临时信用信息平台（网址：www.szcredit.com.cn）查询。

登记机关



二〇一三年三月十七日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：鹏元资信评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：刘思源

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号

编号：ZPJ002



此复印件仅供
瑞贝卡使用
再复印无效



证监会(公章)

2008年2月26日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



罗力, 证件号码:411526198706016376, 于2014年08月17日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20140811458446011



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



罗力, 证件号码:411526198706016376, 于2014年09月20日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141011607794011



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



罗力, 证件号码: 411526198706016376, 于2014年09月21日参加证券
投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141011691543011



中国证券业执业证书



姓名：杨建华

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：鹏元资信评估有限公司

编号：R0030211080005

执业注册记录

证书取得日期 2011-08-16

证书有效截止日期 2015-12-31

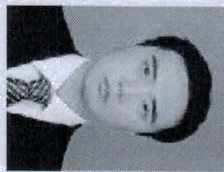
2013年11月26日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 王晨

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 鹏元资信评估有限公司

编号: R0030215030001



证书取得日期 2015-03-21

证书有效截止日期 2017-12-31

2015 年 03 月 23 日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。