

河南瑞贝卡发制品股份有限公司

2015 年公司债券 2016 年跟踪 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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【140】号 01

债券剩余规模：
5.6 亿元

债券到期日期：
2020 年 12 月 08 日

债券偿还方式：
每年付息一次，到期一
次还本，附第 3 年末投
资者回售选择权

分析师

姓名：
李君臣 严素华

电话：
010-66216006

邮箱：
lijch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

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 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 05 月 30 日	2015 年 09 月 24 日

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”）及其 2015 年发行的 5.6 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到跟踪期内北美经济复苏，带动发制品消费增长，公司营业收入稳中有升；国外人发原材料价格大幅下降，人发产品毛利率提高，公司盈利能力增强。同时我们也关注到欧洲市场持续低迷及非洲货币贬值对公司业绩存不利影响；税收优惠比例下调，给公司盈利带来不利影响；汇率波动，给公司盈收造成不确定性，加大了公司管理难度；公司存货规模较大，对营运资金形成较大占用，且存在一定的跌价风险；公司有息债务规模较大，存在一定的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 北美经济复苏，发制品消费增长。北美市场是全球最大的发制品市场，受益于美国市场复苏，2015 年公司工艺发条订单增加导致产量增长 11.67%，销量提升 9.46%，公司在美洲地区实现销售收入 81,878.26 万元，同比增长 18.77%。
- 国外人发原材料价格大幅下降，人发产品毛利率提升，公司盈利能力增强。2015 年，公司国外人发原材料采购均价同比下降 16.78%，同时从国外采购人发原材料不受即征即退政策调整影响，公司加大了国外采购比例，使得人发产品的毛利率同比大幅增加，带动公司综合毛利率同比提升 4.13 个百分点达到 29.86%。

关注：

- **欧洲市场持续低迷及非洲货币贬值对公司业绩存不利影响。**欧洲经济持续低迷，高端发制品消费不畅，给公司销售造成较大压力，2015 年欧洲市场实现销售收入 14,227.22 万元，同比下降 33.05%；公司非洲市场产品以美元定价，美元走强导致非洲部分国家货币贬值，公司产品变得相对昂贵，从而对非洲市场的销量产生了一定不利影响，2015 年非洲地区实现销售收入 65,946.15 万元，同比下滑 8.35%。
- **税收优惠比例下调，削弱了公司盈利水平。**2015 年，假发制品出口退税率由 15% 下调至 9%，档发即征即退由 100% 下调至 70%，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，削弱了公司盈利水平。
- **汇率波动给公司造成了一定汇兑损失，加大了公司管理难度。**美元逐步走强并进入升值通道，非洲个别国家货币汇率出现大幅波动，给公司非洲销售子公司经营带来了管理难度，造成了汇兑损失。2015 年公司汇兑损失为 1,755.89 万元。
- **公司存货规模较大，对营运资本形成较大占用，且存在一定的跌价风险。**截至 2015 年末，公司存货为 282,469.65 万元，同比增长 12.23%，占总资产的比重为 57.90%，考虑到人发原材料价格走低，公司库存较大规模的人发原材料不仅对营运资金形成较大占用，同时也存在一定的跌价风险。
- **有息债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。**截至 2016 年 3 月末，公司有息债务规模为 208,601.68 万元，其中 2016 年还需偿还的短期有息债务为 123,181.28 万元，公司存在一定的短期偿债压力。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月 31 日	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	466,858.52	487,892.90	427,773.31	416,955.28
归属于母公司所有者权益（万元）	238,246.83	234,205.92	226,187.98	225,032.68
有息债务（万元）	208,601.68	224,534.32	164,928.83	163,010.76
资产负债率	48.87%	51.90%	47.02%	45.91%
流动比率	2.63	2.35	2.03	2.73
速动比率	0.70	0.67	0.52	0.97
营业收入（万元）	44,544.29	194,519.20	193,226.00	212,914.21
营业利润（万元）	3,739.91	12,168.71	3,711.10	860.40
营业外收入（万元）	357.73	3,920.99	14,388.79	18,706.71
利润总额（万元）	4,083.44	15,939.12	18,007.82	19,506.35

综合毛利率	32.84%	29.86%	25.73%	22.19%
总资产回报率	-	5.68%	6.50%	6.53%
经营活动现金流净额（万元）	5,550.47	3,134.15	-4,535.33	4,510.40
EBITDA（万元）	-	31,423.16	32,436.00	32,702.36
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	3.43	4.10

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监（许可）[2015]2675 号文件核准，公司于 2015 年 12 月 08 日发行公司债券募集资金总额人民币 5.6 亿元，债券票面年利率为 5.68%。

本期债券起息日为 2015 年 12 月 08 日，按年计息，每年付息一次，即 2016 年至 2020 年每年的 12 月 08 日付息。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发行人或选择继续持有本期债券。

截至 2016 年 3 月 31 日，本期债券尚未发生本息支付，公司债券资金专户余额为 1,446.62 万元。本期债券所募集资金主要用于购买原材料，补充流动资金等用途。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东、实际控制人及纳入合并报表子公司未发生变化。截至 2015 年底，河南瑞贝卡控股有限责任公司持有公司 31.34% 股权，仍为公司控股股东；郑有全先生持有河南瑞贝卡控股有限责任公司 100% 股权，仍为公司实际控制人。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 487,892.90 万元，归属于母公司所有者权益为 234,205.92 万元，资产负债率为 51.90%。2015 年，公司实现营业收入 194,519.20 万元，实现利润总额 15,939.12 万元，经营活动现金净流入 3,134.15 万元。

截至 2016 年 3 月底，公司总资产为 466,858.52 万元，归属于母公司所有者权益为 238,246.83 万元，资产负债率为 48.87%。2016 年 1-3 月，公司实现营业收入 44,544.29 万元，实现利润总额 4,083.44 万元，经营活动现金净流入 5,550.47 万元。

三、运营环境

2015 年美国经济复苏，但欧洲经济持续疲软，国内经济增速放缓，欧美加息预期等不确定性因素或制约经济发展

2015 年世界经济增长低于普遍预期，发达经济体增速继续回升，但回升势头减缓，新兴市场与发展中经济体增速加速下滑，全球经济增长率比 2014 年有所下降。据光明日报报道，2015 年，美国、欧元区和日本三大主要发达经济体增速有所上升，其他发达经济体增速显著下降。2015 年美国 GDP 增长 2.6%，比 2014 年提高 0.2 个百分点；欧元区

GDP 增长 1.5%，比 2014 年提高 0.6 个百分点，日本 GDP 增长由负转正至 0.6%，比 2014 年提高 0.7 个百分点；美欧日以外的其他发达经济体 GDP 增长 2.2%，比 2014 年下降 0.6 个百分点。在其他发达经济体 GDP 增速显著下滑的情况下，美欧日三大经济体 GDP 增速的回升带动了发达经济体 2015 年总体 GDP 增长率的上升。需要说明的是，美国金融危机以来，美国、欧元区和日本合计 GDP 在发达经济体 GDP 中的比重不断下降，自 2008 年以来已经下降了 2.3 个百分点。不过美国在发达经济体 GDP 中的比重仍然从 2008 年的 33.9% 上升到了 2014 年的 36.9%。美欧日 GDP 合计比重在发达经济体中比重下降的主要原因是欧元区和日本的经济疲软。

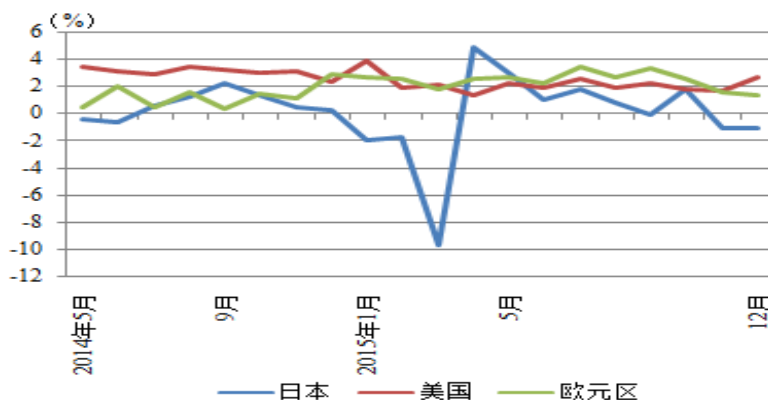
表 1 世界及主要经济体 GDP 增速及未来预测（%）

地区	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
世界	3.4	3.1	3.4	3.6
美国	2.4	2.5	2.6	2.6
欧元区	0.9	1.5	1.7	1.7
日本	0.0	0.6	1.0	0.3
南非	1.5	1.3	0.7	1.8
巴西	0.1	-3.8	-3.5	0.0
印度	7.3	7.3	7.5	7.5
俄罗斯	0.6	-3.7	-1.0	1.0
墨西哥	2.3	2.5	2.6	2.9

资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》（2016 年 1 月），鹏元整理

从消费层面来看，2015 年 1-12 月，美国零售额同比增长 2.6%，比 2014 年同期上升 1.2 个百分点；日本零售额同比下滑 1.1%，较 2013 年同期下降 1.3 个百分点；欧元区零售额同比增长 1.4%，较上年同期下降 1.5%。就业方面，截至 2016 年 3 月底，美国失业率由 2015 年年初的 5.7% 下降至 5.0%，美国人均可支配收入 2015 年为 41,638.00 美元，同比增长 2.93%；欧元区的失业率由 2015 年年初的 11.2% 降至 10.3%，欧元区失业率仍较高，对居民收入及消费存较大不利影响。

图 1 2014 年 5 月-2015 年 12 月三大经济体零售额同比增长率



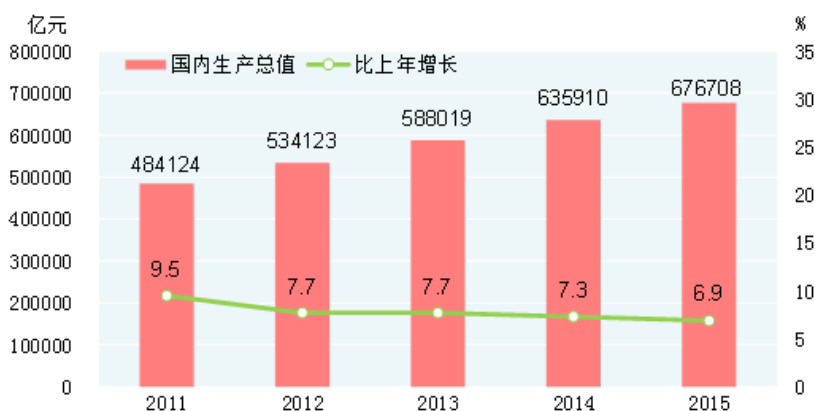
资料来源：国家统计局，鹏元整理

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。

2015 年我国经济及国内贸易增速均有所下滑，未来下行压力仍较大

我国仍处于经济体制改革和产业结构调整期，化解产能过剩、优化产业结构、增强经济增长的内生动力是我国经济发展的必然趋势。产业结构优化和升级导致我国经济增长持续放缓。2015 年我国实现国民生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，较 2014 年下降 0.5 个百分点。其中，第一产业增加值 60,863 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 274,278 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 34,1567 亿元，增长 8.3%。全年人均国内生产总值 49,351 元，增长 6.3%。工业方面，全年全部工业增加值 228974 亿元，比上年增长 5.9%，较 2014 年下降 1.1 个百分点。2015 年全社会建筑业增加值 46,456 亿元，同比增长 6.8%，较 2014 年下降 2.1 个百分点。固定资产投资方面，2015 年全社会固定资产投资 562,000 亿元，扣除价格因素，实际增长 11.8%，较 2014 年下降 2.9 个百分点。2015 年房地产开发投资 95,979 亿元，同比增长 1.0%，较 2014 年下降 9.5 个百分点。

图 2 2011-2015 年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局

受经济增速放缓影响，2015 年我国国内贸易增速有所下滑，全年社会消费品零售总额 300,931 亿元，扣除价格因素，同比实际增长 10.6%，较 2014 年下降 0.3 个百分点。在限额以上企业商品零售额中，服装、鞋帽、针纺织品类增长 9.8%，化妆品类增长 8.8%，较 2014 年分别下降 1.1 个百分点和 1.2 个百分点。

综合来看，2015 年我国经济及国内贸易增速均有所下滑，李克强总理在作 2015 年政府工作报告时将 2016 年我国经济增长率目标设在 6.5%-7%，预计未来我国经济仍存在下行压力。

全球经济复苏缓慢，发制品消费受挫，许昌市发制品出口增速有所回落；市场环境及税收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。2015 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。非洲部分国家出现本国货币不稳定并贬值，导致购买力不足，需求下降，非洲整体经济增速放缓。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。中国海关 2015 年统计资料显示，我国发制品生产制造和出口贸易企业合计约 1,000 家，主要集中于河南和山东两地，河南占全国发制品出口总额的 50%左右。2015 年许昌发制品出口 12.3 亿美元，占当地出口总额的 72.2%，同比下降 19.3%，

此外，受 2013-2015 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。此外，2015 年 6 月 12 日，财政部、国家税务总局关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知，决定对资源综合利用产品和劳务增值税优惠政策进行整合和调整，

自 2015 年 7 月 1 日起，档发增值税退税优惠比例由 100%调整为 70%。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。

四、经营与竞争

2015 年公司主营业务收入仍主要来源于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。得益于美国经济复苏，发制品市场需求回暖，美国市场销售收入同比增长 18.77%，带动公司总体营业收入同比增长 0.67%。2015 年，国外人发原材料采购均价同比下降 16.78%，同时由于国外采购不受即征即退政策调整影响，公司加大了国外采购比例，使得人发产品的毛利率同比大幅增加，另外，公司对部分产品进行了价格调整，非洲工厂产销量持续增加，当地的人工成本优势降低了产品成本，以上因素使得公司综合毛利率同比提升 4.13 个百分点达到 29.86%，公司主营业务盈利能力有所增强。

表2 2014-2015年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年		营业收入 同比 增减	毛利率同比增减
	金额	毛利率	金额	毛利率		
工艺发条	87,572.95	16.21%	81,210.95	4.79%	7.83%	增加 11.42 个百分点
化纤发条	47,161.19	48.83%	55,579.78	48.90%	-15.15%	减少 0.07 个百分点
人发假发	26,884.05	44.95%	26,806.88	43.92%	0.29%	增加 1.03 个百分点
化纤假发	16,545.41	25.37%	13,686.09	23.46%	20.89%	增加 1.91 个百分点
阻燃纤维	13,718.24	26.60%	13,484.02	22.86%	1.74%	增加 3.74 个百分点
教习头	1,726.71	16.51%	2,021.87	18.94%	-14.60%	减少 2.43 个百分点
主营业务 收入合计	193,608.55	29.67%	192,789.59	25.68%	0.42%	增加 3.99 个百分点
营业收入	194,519.20	29.86%	193,226.00	25.73%	0.67%	增加 4.13 个百分点

资料来源：公司提供

公司产品以出口为主，欧洲及非洲市场销售收入下降，得益于北美市场复苏，工艺发条产销量增加，公司营业收入稳中有升

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。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，主要销售工艺发条和人发假发，公司在欧洲市场以直销为主。

公司产品以出口为主，2015 年国外销售收入占比为 85.69%，去年同期水平为 85.98%。由于就业市场稳步改善和国际油价大幅下跌，美国消费提振，经济快速复苏，公司在美洲地区实现销售收入 81,878.26 万元，同比增长 18.77%，占公司营业收入的比重为由上年的 35.68% 提升至 42.09%，带动公司营业收入总体同比增长 0.67%，达到 194,519.20 万元。欧洲经济不景气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，消费能力和消费结构发生变化，给公司欧洲市场销售造成较大压力，2015 年欧洲市场销售收入仍持续下降，当期实现销售收入 14,227.22 万元，同比下降 33.05%。同时，公司非洲市场产品以美元定价，美国经济复苏及美元走强导致非洲部分国家货币贬值，公司产品对非洲消费者而言变得相对昂贵，从而对非洲市场的销量产生了一定不利影响，2015 年非洲地区实现销售收入 65,946.15 万元，同比下滑 8.35%。

表3 公司区域收入及毛利率情况（单位：万元）

区域	主要产品	2015 年		2014 年	
		销售金额	毛利率	销售金额	毛利率
美洲	工艺发条	81,878.26	11.91%	68,936.14	2.09%
欧洲	工艺发条、人发假发	14,227.22	33.56%	21,249.39	28.86%
非洲	化纤发条	65,946.15	41.75%	71,956.60	37.69%
亚洲	化纤假发、人发假发	3,850.27	22.03%	3,617.11	19.11%
国内	化纤假发、人发假发	27,706.65	52.45%	27,030.35	52.30%
合计		193,608.55	29.67%	192,789.59	25.68%

资料来源：公司提供

受益于美国市场复苏，公司工艺发条产销量提高，2015 年公司工艺发条订单增加导致产量增长 11.67%，销量提升 9.46%，产能利用率提升 10 个百分点达到 64.83%；化纤假发产量及销量同比分别增长 19.60%、16.33%，化纤假发产能利用率由 2014 年的 62.50% 上升至 74.75%。公司化纤发条主要销往非洲市场，因美国经济复苏及美元走强导致非洲部分国家货币贬值，使得化纤发条产量及销量同比分别下降 6.22%、13.14%，但化纤发条产能利用率持续处于较高水平，2015 年为 102.00%。人发假发产量及销量同比变化不大，人发假发产能利用率 2015 年为 96.67%，持续处于较高水平。公司采取订单式生产的方式组织生产，因而各产品产销率均在 91.00% 以上。

表4 公司主要产品产销量及销售价格情况（元/条、元/套）

产品	2015 年	2014 年
----	--------	--------

	产量	销量	库存	均价	产量	销量	库存	均价
工艺发条（万条）	778.37	763.04	355.24	114.77	697.03	697.09	339.91	125.91
化纤发条（万条）	2,142.47	1,950.09	983.93	24.19	2,269.81	2,270.19	791.58	24.76
化纤假发（万套）	299.53	284.52	60.74	58.05	228.74	229.14	45.73	55.86
人发假发（万套）	116.48	114.48	41.00	235.82	111.99	112.00	39.00	229.12

资料来源：公司 2015 年年报，鹏元整理

国外原材料价格大幅下降，人发产品毛利率提升；税收政策调整，削弱了公司盈利水平

因全球经济增速放缓，消费不畅，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，公司作为采购方优势较为明显。2015 年，公司国外及国内人发原材料采购均价分别为 499.42 元/kg、618.15 元/kg，同比分别下降 16.78%、11.38%，国外原材料价格降幅较大，且较国内廉价。考虑到印度及印度尼西亚原材料采购成本相对较低，同时由于国外采购人发原材料不受即征即退政策调整影响，公司加大了国外采购比例，2015 年，公司国外人发原材料的采购量占比由上年的 53.67% 提升至 68.70%，国外采购金额占比由上年的 49.92% 提升至 63.94%。由于国外供应商较国内集中，使得公司原材料前 5 大供应商占采购总额的比例由 24.14% 提升至 30.71%。

2015 年公司综合毛利率由 25.73% 增加至 29.86%，主要系国外人发原材料价格下降，人发产品的毛利率较上年大幅增加所致。公司销往北美市场的工艺发条原材料为人发，主要得益于人发原材料成本降低，导致工艺发条毛利率同比增加 11.42 个百分点达到 16.21%；同时受北美市场复苏，工艺发条销售收入在主营业务收入中的占比由上年的 42.12% 增加至 45.23%，带动公司综合毛利率有所提升。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，2015 年毛利率分别为 48.83%、25.37%、44.95%，毛利率较上年变化不大。

国外原材料价格下降使得公司主营业务盈利能力增强，但公司作为出口型企业，税收优惠政策调整削弱了公司的盈利水平。公司产品主要向境外出口，受出口退税政策影响较大。自 2015 年 4 月 1 日起，公司出口的假发制品出口退税率由 15% 调整为 9%。同时，自 2015 年 7 月 1 日起，档发增值税退税优惠比例由 100% 调整为 70%。税收政策调整，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，削弱了公司盈利水平，公司 2015 年销售人发档发增值税即征即退款由 2014 年的 13,803.83 万元减少至 3,559.90 万元。

公司国内实体门店销售未有改善，布局线上销售，Sleek 品牌关闭门店较多；销售方面，客户集中度有所提升

国内方面，2015 年，公司进行品牌战略调整，Sleek 品牌销售渠道逐步由线下销售向线上销售转变，公司新拓展 39 家门店，关闭 57 家。2015 年 Rebecca 品牌连续开业 12 月以上直营店的平均店效为 276.34 万元，同比增长 4.67%；加盟店的平均店效为 218.26 万元，同比增长 1.42%；Sleek 品牌的平均店效为 73.12 万元，同比下降 9.85%，主要系公司为了扩大 Sleek 品牌产品的受众，将 Sleek 品牌重新定位于大众消费品，新推出产品平均单价调低所致。

表 5 2014-2015 年公司实体门店情况（单位：家）

品牌	门店类型	2014 年末数	2015 年末数	2015 新开	2015 关闭
Rebecca	直营店	27	34	8	1
	加盟店	138	137	26	27
Sleek	直营店	4	0	0	4
	加盟店	54	34	5	25
合计		223	205	39	57

资料来源：公司提供

2015 年，公司 Rebecca 品牌实现销售收入 20,235.63 万元，同比增长 1.41%；毛利率为 62.50%，毛利率同比变化不大。Sleek 品牌实现销售收入 1,052.33 万元，同比下降 16.96%；毛利率为 51.04%，毛利率同比下降 4.76 个百分点。公司直营店实现销售收入 8,818.99 万元，同比增长 5.18%；毛利率为 71.69%，毛利率同比下降 0.71 个百分点。加盟店实现销售收入 12,468.96 万元，同比下降 2.86%；毛利率为 55.03%，毛利率同比下降 0.28 个百分点。2015 年公司实体门店销售情况未有改善。

表 6 2015 年公司品牌及实体门店销售情况（单位：万元）

项目	类型	销售		毛利	
		销售收入	同比变动	毛利率	同比变动
按品牌划分	Rebecca	20,235.63	1.41%	62.50%	增加 0.04 个百分点
	Sleek	1,052.33	-16.96%	51.04%	减少 4.76 个百分点
按门店划分	直营店	8,818.99	5.18%	71.69%	减少 0.71 个百分点
	加盟店	12,468.96	-2.86%	55.03%	减少 0.28 个百分点

资料来源：公司 2015 年年报，鹏元整理

品牌推广方面，公司利用平面媒体、户外广告、网络、电视等宣传平台投放贴片和跟片广告，并冠名许昌至北京的高铁列车“瑞贝卡号”；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，公司在北京、郑州、杭州等城市开展了“为爱益剪”活动，向因癌症化疗导致脱发的患者捐助假发，提升品牌美誉度。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。2015 年公司在国内市场实现销售收入 21,287.95 万元，同比增长 0.32%。

公司在拓展传统营销渠道的同时，加快了“线上线下”融合发展的进程，继 2014 年 11、12 月与天猫合作开通了面向国内消费者的“Rebecca”和“Sleek”假发官方旗舰店之后，2015 年 6 月公司与速卖通合作开通了面向境外顾客的“Sleek 速卖通店”，2015 年 8 月公司“Rebecca 速卖通店”、跨境电商自建平台和阿里巴巴国际站同步开启。此外，2015 年 11 月公司也已申请入驻京东商城平台，“Rebecca”和“Sleek”假发官方旗舰店正在筹备中。受假发制品佩戴、消费习惯以及开店时间较短的制约，目前公司网络营销平台销售规模较小。2015 年，公司线上销售收入快速增长，但规模仍较小，目前公司主要还是依赖于线下传统销售渠道，当期实现线上销售收入 302.73 万元，实现线下销售收入 20,985.23 万元。

从客户集中度来看，2015 年公司前五大客户销售收入为 61,207.90 万元，占营业收入的比重为 31.47%，公司客户集中度有所提升。

表 7 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	前五大客户	销售收入	营收占比
2015 年	第一名	21,059.52	10.83%
	第二名	15,617.39	8.03%
	第三名	11,356.34	5.84%
	第四名	8,121.35	4.18%
	第五名	5,053.30	2.60%
	合计	61,207.90	31.47%
2014 年	第一名	21,942.87	11.36%
	第二名	10,442.75	5.40%
	第三名	5,597.78	2.90%
	第四名	5,077.59	2.63%
	第五名	4,353.08	2.25%
	合计	47,414.07	24.54%

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下的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 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，公司执行新企业会计准则。跟踪期内公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，存货占比较大，对运营资金形成较大占用

随着公司的经营发展，公司资产规模稳中有升，截至 2015 年底公司总资产为 487,892.90 万元，同比增长 14.05%。公司资产以流动资产为主，2015 年底流动资产占总资产的比重达 80.94%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	58,078.93	12.44%	70,446.89	14.44%	28,502.00	6.66%
应收账款	31,856.77	6.82%	29,057.81	5.96%	28,865.57	6.75%
预付款项	6,228.37	1.33%	6,338.70	1.30%	12,189.06	2.85%
存货	274,968.49	58.90%	282,469.65	57.90%	251,684.12	58.84%
流动资产合计	374,726.49	80.27%	394,884.65	80.94%	337,551.42	78.91%
可供出售金融资产	9,574.00	2.05%	9,574.00	1.96%	9,574.00	2.24%
固定资产	51,079.56	10.94%	51,764.27	10.61%	47,529.25	11.11%
无形资产	16,339.67	3.50%	16,401.67	3.36%	16,119.12	3.77%
非流动资产合计	92,132.03	19.73%	93,008.25	19.06%	90,221.89	21.09%
资产总计	466,858.52	100.00%	487,892.90	100.00%	427,773.31	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项及存货组成。截至 2015 年底，公司货币资金达 70,446.89 万元，主要为包括人民币、美元及奈拉等货币形式的银行存款，折合人民币 69,239.46 万元，此外货币资金中包括 907.92 万元信用证保证金和银行承兑汇票保证金。2015 年末公司货币资金余额较 2014 年增长 147.16%，主要系公司发行本期债券部分募集资金尚未使用所致。公司应收账款均为应收货款，截至 2015 年末，公司应收账款 29,057.81 万元，同比小幅增加 0.67%。从账龄来看，1 年以内的应收账款占比 90.87%，2015 年末公司应收账款坏账准备金额为 834.79 万元；截至 2015 年末，公司应收账款前 5 名占应收账款总额的比重为 31.41%，存在一定的集中风险。2015 年末公司预付款项为 6,338.70 万元，同比减少 48.00%，主要系公司采购国内人发原材料减少，预付采购款减少，同时子公司许昌瑞贝卡发制品工艺有限公司提高了原材料质检、入库效率并与供应商及时办理了结算手续。截至 2015 年末，公司存货 282,469.65 万元，同比增长 12.23%，占总资产的比重为 57.90%，主要系美国上半年需求强劲复苏，公司加大了人发原材料储备所致；公司存货主要由原材料、在产品和库存商品构成，其中原材料占比 49.50%，在产

品占比 29.28%，库存商品占比 20.99%；考虑到人发原材料价格走低，市场消费乏力，公司大额原材料不仅对营运资金形成较大占用，同时也存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、固定资产和无形资产。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产 9,574.00 万元，为公司投资中原银行股权。公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备等，截至 2015 年末，公司固定资产 51,764.27 万元，同比增长 8.91%，主要系营销中心大楼、许昌纤维工厂、尼日利亚工厂由在建工程转入固定资产导致。公司固定资产中未办妥产权证书的账面价值为 6,741.89 万元。公司无形资产主要为土地使用权，截至 2015 年末，公司无形资产账面价值 16,401.67 万元，其中土地使用权 15,906.00 万元。

整体而言，公司尚无资产处于抵质押状态，但公司资产中存货占比较大，对运营资金形成较大占用。

资产运营效率

受应收账款及存货规模增加，公司资产运营效率有所下降

公司营业收入同比变动不大，但近两年公司放宽了稳定客户及优质加盟店的信用政策，使得应收账款规模较大，应收账款周转率有所下降；随着国外原材料价格下降，公司加快采购，使得存货规模大幅增加，2015 年公司存货周转率也出现较大降幅。因原材料市场行情较差，供应商主动延长信用时间导致 2015 年公司应付账款周转天数增加。综合来看，公司净营业周期有所上升。受流动资产及固定资产增加影响，公司流动资产周转天数及固定资产周转天数均有所增加，因而公司总资产周转效率下降。

表9 2014-2015年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	53.60	51.05
存货周转天数	704.71	582.89
应付账款周转天数	48.38	41.87
净营业周期	709.93	592.07
流动资产周转天数	677.77	621.30
固定资产周转天数	91.88	89.86
总资产周转天数	847.32	786.91

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

美国经济复苏，带动公司营业收入稳中有升，主营业务盈利能力有所增强；但考虑到欧洲经济疲软，非洲货币贬值，税收政策变化及汇率波动，给公司经营带来一定的不利影响

2015 年，因美国市场复苏明显销售收入同比增长 18.77%，占公司营业收入的比重为 42.29%，带动公司营业收入总体同比增长 0.67%，达到 194,519.20 万元。非洲市场主要由于非洲部分国家货币贬值造成收入同比下降 8.35%；欧洲市场主要由于经济持续低迷，市场消费结构及能力发生一定改变，高价格产品销售下降导致欧洲市场收入同比下降 33.05%。

毛利率方面，2015 年公司综合毛利率由 25.73%增加至 29.86%，主要系国外人发原材料价格大幅下降，公司加大国外廉价原材料采购比例，同时从国外采购不受即征即退政策调整影响，人发产品的毛利率较上年大幅增加所致。公司销往北美市场的工艺发条因原材料成本降低导致毛利率同比增加 11.42 个百分点达到 16.21%；公司在非洲、欧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；受北美市场复苏带来的销量提升影响，工艺发条销售收入在收入中占比增加至 45.02%，因而综合毛利率有所提升。此外，公司工艺发条和化纤假发产能利用率的上升摊薄了单位生产成本也对综合毛利率的提高作出一定贡献。

2015 年公司获得营业外收入 3,920.99 万元，同比下滑 72.75%，主要系从 2015 年 7 月 1 日起销售人发档发增值税即征即退政策由 100%退税率调整为 70%退税率，公司减少了国内人发原材料的采购所致。因广告宣传和销售人员薪酬增加、研发费用和职工薪酬增加，公司期间费用率同比略有增加，2015 年为 23.10%。美元走强，一方面造成人民币贬值，有利于稳定公司出口和增加汇兑收益，但另一方面，也造成非洲个别国家货币汇率出现大幅波动，导致公司 2015 年发生汇兑损失 1,755.89 万元，去年同期为 3,289.19 万元，汇率波动给公司造成了一定的汇兑损失，影响了公司利润。

整体而言，原材料价格下降增强了公司主营业务盈利能力，但出口退税比例下调削弱了公司的盈利水平，同时全球经济复苏缓慢及消费信心能否有效提振仍存在一定的不确定性，欧洲市场持续低迷，汇率波动，公司未来经营仍面临一定的不利影响。

表10 公司主要盈利能力指标

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入（万元）	44,544.29	194,519.20	193,226.00
营业利润（万元）	3,739.91	12,168.71	3,711.10
营业外收入（万元）	357.73	3,920.99	14,388.79
利润总额（万元）	4,083.44	15,939.12	18,007.82

净利润（万元）	3,714.16	14,131.26	15,574.56
综合毛利率	32.84%	29.86%	25.73%
期间费用率	24.14%	23.10%	22.59%
营业利润率	8.40%	6.26%	1.92%
总资产回报率	-	3.48%	4.26%
净资产收益率	-	6.13%	6.89%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流虽有所改善，但仍表现一般

受税收政策变动影响，公司营业外收入大幅减少，使得净利润同比下滑 9.27%；但因存货及经营性应收项目的增加规模同比大幅减少，使得公司经营活动现金产生净流入 3,134.15 万元，较上年有所改善，但规模仍相对较小，经营活动现金流仍表现一般。

2015 年公司投资活动现金流出 3,982.04 万元，主要为纤维工厂工程设备支出。公司筹资活动现金流入主要是本期债券成功发行及增加银行借款收到的现金，现金流出主要用于偿还债务和分配股利、利息。考虑到欧洲经济低迷，高端发制品消费受阻；非洲货币贬值，公司产品以美元定价，价格提升，非洲市场销售量受到不利影响，未来公司经营环境面临一定的风险，经营活动现金流能否得到持续改善存在一定的不确定性。

表11 公司现金流变动情况（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
净利润	3,714.16	14,131.26	15,574.56
营运资本变化	-	-16,588.26	-25,459.95
其中：存货的减少（减：增加）	-	-30,778.63	-38,619.49
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	15,531.46	5,328.17
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-1,341.09	7,831.36
经营活动产生的现金流量净额	5,550.47	3,134.15	-4,535.33
投资活动产生的现金流量净额	-617.85	-3,959.87	-4,250.71
筹资活动产生的现金流量净额	-17,889.77	44,629.04	-15,662.01
现金及现金等价物净增加额	-12,612.24	41,142.10	-25,686.52

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

负债规模扩大，有息债务同比大幅增加，公司存在一定的短期偿债压力

2015 年，因成功发行本期债券，公司负债总额同比增长 25.91%；本年利润积累使得

所有者权益同比增长 3.53%。公司产权比率同比提升 19.18 个百分点达到 107.92%，所有者权益对债务的保障程度减弱。

表12 公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月 31 日	2015 年	2014 年
负债总额	228,157.44	253,237.07	201,127.85
其中：流动负债	142,657.66	394,884.65	337,551.42
非流动负债	85,499.78	-141,647.58	-136,423.56
所有者权益	238,701.08	234,655.84	226,645.46
产权比率	95.58%	107.92%	88.74%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债构成。截至 2015 年底，公司短期借款 103,601.28 万元，主要是保证借款(24,000.00 万元)和信用借款(79,601.28 万元)，公司短期借款同比增长 39.96%，主要系公司补充流动资金增加借款所致。截至 2015 年末，公司应付账款 15,139.47 万元，同比下降 29.68%，主要系原材料市场行情较差，供应商主动延长信用时间所致。因 2009 年发行的公司债券到期已经偿还，公司一年内到期的非流动负债减少至 35,000.00 万元，全部为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券构成。截至 2015 年末，公司长期借款 30,000.00 万元，全部为中国进出口银行信用借款。公司应付债券为本期债券。

表13 公司主要债务结构（单位：万元）

项目	2016 年 3 月 31 日		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	87,601.28	38.40%	103,601.28	40.91%	74,021.57	36.80%
应付账款	9,872.36	4.33%	15,139.47	5.98%	21,530.19	10.70%
一年内到期的非流动负债	35,000.00	15.34%	35,000.00	13.82%	55,907.26	27.80%
流动负债合计	142,657.66	62.53%	167,764.65	66.25%	166,019.75	82.54%
长期借款	30,000.00	13.15%	30,000.00	11.85%	35,000.00	17.40%
应付债券	55,420.40	24.29%	55,393.04	21.87%	0.00	0.00%
非流动负债合计	85,499.78	37.47%	85,472.42	33.75%	35,108.10	17.46%
负债合计	228,157.44	100.00%	253,237.07	100.00%	201,127.85	100.00%
有息债务	208,601.68	91.43%	224,534.32	88.67%	164,928.83	82.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

2015 年公司有息债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券构成。因本期债券的成功发行，公司有息债务大幅增加，截至 2015 年底有息债务总额为 224,534.32 万元，同比增长 36.14%，占总负债的比重为 88.67%；截至 2016

年 3 月底，公司有息债务为 208,601.68 万元，占总负债的比重为 91.43%。公司有息债务以短期为主，仅 2016 年就需偿还 103,405.59 万元，公司面临一定的短期偿债压力。

表14 截至2016年3月底公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
银行借款	103,405.59	41,000.00	0.00	0.00	0.00
公司债券	0.00	0.00	0.00	0.00	56,000.00
合计	103,405.59	41,000.00	0.00	0.00	56,000.00

资料来源：公司提供

从公司各项偿债指标来看，本期债券的成功发行致使公司资产负债率有所提升，截至 2015 年底，公司资产负债率为 51.90%。2015 年，随着货币资金及存货的增加，公司流动资产规模扩大，流动比率指标有所回升，速动比率略有改善但数值仍处于较低水平，公司短期偿债能力有限。因税收政策调整导致公司增值税即征即退款大幅减少，利润总额减少，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数均出现下降，EBITDA 对有息债务的覆盖能力减弱。总体来看，公司仍存在一定的偿债压力。

表15 公司主要偿债能力指标变动情况

项目	2016 年 3 月 31 日	2015 年	2014 年
资产负债率	48.87%	51.90%	47.02%
流动比率	2.63	2.35	2.03
速动比率	0.70	0.67	0.52
EBITDA（万元）	-	31,423.16	32,436.00
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	3.43
有息负债/EBITDA	-	7.15	5.08

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

六、评级结论

2015 年，受益于美国发制品消费增长，公司工艺发条订单增加导致产销量提升，公司在美洲地区实现的销售收入同比大幅增长，带动公司总体营业收入稳中有升；国外原材料价格大幅下降，同时国外采购不受即征即退政策调整影响，公司加大国外采购比例，人发产品毛利率提高，公司主营业务盈利能力增强。同时我们也注意到，欧洲经济持续低迷，高端发制品消费受挫，给公司欧洲市场销售造成较大压力，美国经济复苏及美元走强导致非洲部分国家货币贬值，对非洲地区销量产生一定不利影响；公司出口的假发制品出口退税税率及档发增值税退税优惠比例下调，削弱了公司的盈利水平；公司业务所在国货币汇率也出现大幅波动，给公司生产经营带来了管理难度，造成了汇兑损失；公司存货规模较大，

考虑到人发原材料价格走低，市场消费乏力，公司库存大额原材料，不仅对营运资金形成较大占用，同时也存在一定的跌价风险；有息债务规模扩大，集中在 2016 年偿还，公司存在一定的短期偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为 AA，维持发行主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月31日	2015年	2014年	2013年
货币资金	58,078.93	70,446.89	28,502.00	54,083.40
应收票据	1,431.45	2,335.35	1,348.81	1,140.00
应收账款	31,856.77	29,057.81	28,865.57	25,938.17
预付款项	6,228.37	6,338.70	12,189.06	18,033.95
其他应收款	1,413.71	1,867.72	5,936.72	4,654.90
存货	274,968.49	282,469.65	251,684.12	213,064.63
其他流动资产	748.75	2,368.53	9,025.13	12,483.74
流动资产合计	374,726.49	394,884.65	337,551.42	329,398.79
可供出售金融资产	9,574.00	9,574.00	9,574.00	9,574.00
固定资产	51,079.56	51,764.27	47,529.25	48,929.50
在建工程	9,423.14	9,243.27	5,807.20	3,793.25
无形资产	16,339.67	16,401.67	16,119.12	16,819.28
商誉	1,667.16	1,667.16	1,668.65	1,758.14
长期待摊费用	1,887.81	2,104.06	1,153.90	1,213.75
递延所得税资产	1,863.30	1,863.30	1,881.75	2,068.17
其他非流动资产	297.38	390.53	6,488.02	3,400.39
非流动资产合计	92,132.03	93,008.25	90,221.89	87,556.49
资产总计	466,858.52	487,892.90	427,773.31	416,955.28
短期借款	87,601.28	103,601.28	74,021.57	92,192.50
应付票据	580.00	540.00	0.00	0.00
应付账款	9,872.36	15,139.47	21,530.19	11,852.08
预收款项	2,349.38	3,851.83	3,676.86	3,677.63
应付职工薪酬	2,830.40	5,807.88	6,479.34	7,043.52
应交税费	988.62	913.95	2,488.34	2,276.73
应付利息	1,004.35	209.15	0.00	0.00
其他应付款	2,431.27	2,701.09	1,916.18	3,409.60
一年内到期的非流动负债	35,000.00	35,000.00	55,907.26	0.00
流动负债合计	142,657.66	167,764.65	166,019.75	120,452.06
长期借款	30,000.00	30,000.00	35,000.00	45,000.00
应付债券	55,420.40	55,393.04	0.00	25,818.26
递延收益	79.38	79.38	108.10	136.82
非流动负债合计	85,499.78	85,472.42	35,108.10	70,955.08
负债合计	228,157.44	253,237.07	201,127.85	191,407.13
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	-23,058.10	-23,389.19	-21,041.59	-14,110.91
盈余公积	17,392.72	17,392.72	16,438.12	15,279.96
未分配利润	105,867.42	102,157.59	92,746.66	85,818.83
归属于母公司所有者权益合计	238,246.83	234,205.92	226,187.98	225,032.68
少数股东权益	454.25	449.92	457.47	515.47
所有者权益合计	238,701.08	234,655.84	226,645.46	225,548.15
负债和所有者权益总计	466,858.52	487,892.90	427,773.31	416,955.28

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	44,544.29	194,519.20	193,226.00	212,914.21
其中：营业收入	44,544.29	194,519.20	193,226.00	212,914.21
二、营业总成本	40,804.37	182,350.49	189,514.89	212,853.80
其中：营业成本	29,917.23	136,435.43	143,518.11	165,669.77
营业税金及附加	132.13	828.17	2,171.29	2,200.50
销售费用	3,802.82	15,642.20	14,106.36	14,269.98
管理费用	3,438.77	16,081.18	15,826.78	18,345.87
财务费用	3,513.43	13,213.44	13,720.53	12,433.29
资产减值损失	0.00	150.08	171.82	-65.61
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	800.00
三、营业利润（亏损以“—”号填列）	3,739.91	12,168.71	3,711.10	860.40
加：营业外收入	357.73	3,920.99	14,388.79	18,706.71
减：营业外支出	14.20	150.57	92.07	60.77
四、利润总额（亏损总额以“—”号填列）	4,083.44	15,939.12	18,007.82	19,506.35
减：所得税费用	369.28	1,807.86	2,433.26	2,260.79
五、净利润（净亏损以“—”号填列）	3,714.16	14,131.26	15,574.56	17,245.56
归属于母公司所有者的净利润	3,709.83	14,138.82	15,632.56	17,257.29
少数股东损益	4.33	-7.56	-58.00	-11.73

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 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	42,351.27	190,435.50	194,173.24	208,274.79
收到的税费返还	981.87	15,257.70	29,939.37	31,274.64
收到其他与经营活动有关的现金	660.97	1,021.47	945.29	2,781.60
经营活动现金流入小计	43,994.11	206,714.67	225,057.90	242,331.03
购买商品、接受劳务支付的现金	16,163.86	120,626.35	140,423.43	139,401.63
支付给职工以及为职工支付的现金	13,022.05	52,804.92	49,446.52	46,485.77
支付的各项税费	1,775.22	10,886.49	21,805.57	28,501.51
支付其他与经营活动有关的现金	7,482.51	19,262.76	17,917.71	23,431.72
经营活动现金流出小计	38,443.64	203,580.52	229,593.23	237,820.64
经营活动产生的现金流量净额	5,550.47	3,134.15	-4,535.33	4,510.40
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	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	2.02	22.17	7.82	6.00
投资活动现金流入小计	2.02	22.17	7.82	806.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	619.87	3,982.04	4,258.53	7,816.98
投资活动现金流出小计	619.87	3,982.04	4,258.53	7,816.98
投资活动产生的现金流量净额	-617.85	-3,959.87	-4,250.71	-7,010.98
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	6,000.00	175,823.13	116,001.03	157,004.78
发行债券收到的现金	0.00	55,440.00	0.00	
筹资活动现金流入小计	6,000.00	231,263.13	116,001.03	157,004.78
偿还债务支付的现金	22,000.00	172,862.77	114,300.43	178,041.67
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,889.77	13,771.32	17,362.62	16,051.19
筹资活动现金流出小计	23,889.77	186,634.09	131,663.04	194,092.86
筹资活动产生的现金流量净额	-17,889.77	44,629.04	-15,662.01	-37,088.08
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	344.90	-2,661.22	-1,238.46	-507.84
五、现金及现金等价物净增加额	-12,612.24	41,142.10	-25,686.52	-40,096.51
加：期初现金及现金等价物余额	69,538.98	28,396.88	54,083.40	94,179.90
六、期末现金及现金等价物余额	56,926.73	69,538.98	28,396.88	54,083.40

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	14,131.26	15,574.56	17,245.56
加：资产减值准备	150.08	171.82	-65.61
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,148.28	3,076.37	3,275.84
无形资产摊销	624.92	738.21	571.08
长期待摊费用摊销	1,638.60	1,168.50	1,374.80
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	10.84	8.74	32.00
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	18.44	186.42	-454.67
存货的减少（增加以“－”号填列）	-30,778.63	-38,619.49	-6,576.99
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	15,531.46	5,328.17	-11,252.51
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-1,341.09	7,831.36	360.89
经营活动产生的现金流量净额	3,134.15	-4,535.33	4,510.40

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年 3 月 31 日	2015 年	2014 年	2013 年
资产负债率	48.87%	51.90%	47.02%	45.91%
有息负债（万元）	208,601.68	224,534.32	164,928.83	163,010.76
流动比率	2.63	2.35	2.03	2.73
速动比率	0.70	0.67	0.52	0.97
期间费用率	24.14%	23.10%	22.59%	21.16%
营业利润率	8.40%	6.26%	1.92%	0.40%
净资产收益率	-	6.13%	6.89%	7.77%
应收账款周转天数	-	53.60	51.05	48.63
存货周转天数	-	704.71	582.89	455.84
应付账款周转天数	-	48.38	41.87	26.10
净营业周期	-	709.93	592.07	478.37
流动资产周转天数	-	677.77	621.30	568.08
固定资产周转天数	-	91.88	89.86	82.46
总资产周转天数	-	847.32	786.91	711.65
营运资本变化（万元）	-	-16,588.26	-25,459.95	-17,468.61
产权比率	95.58%	107.92%	88.74%	84.86%
综合毛利率	32.84%	29.86%	25.73%	22.19%
总资产回报率	-	5.68%	6.50%	6.53%
EBITDA（万元）	-	31,423.16	32,436.00	32,702.36
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	3.43	4.10
有息负债/EBITDA	-	714.55%	508.47%	498.47%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

附录五 截至2015年底纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
瑞贝卡时尚有限公司 (RebeccaFashionLtd)	105 万美元	100%	发制品系列产品的生产及销售
瑞贝卡时尚 (南非) 有限公司 (RebeccaFashion(SA)(PTY)Ltd)	150 万美元	100%	发制品系列产品的销售
许昌瑞贝卡发制品工艺有限公司	3,000 万元	100%	人发收购、分档加工销售、从事货物和技术进出口业务
北京瑞贝卡发制品有限公司	550 万元	100%	销售日用品；技术推广服务；产品设计
上海瑞贝卡纤维材料科技有限公司	290 万元	100%	纤维材料研发及技术咨询服
瑞贝卡时尚 (加纳) 有限公司 (REBECCAFASHION(GHA)LTD)	150 万美元	100%	假发制品的生产、销售、进口及相关技术转让等
抚顺瑞华纤维有限公司	4,000 万元	100%	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
嵩县瑞贝卡发制品有限公司	500 万元	100%	发制品的生产、销售及进出口贸易
上海瑞贝卡发制品有限公司	200 万元	100%	日用百货、工艺品的销售，工业品的设计
广州瑞贝卡发制品有限公司	100 万元	100%	批发、零售：发制品、头饰品；货物进出口
临颖瑞贝卡发制品有限公司	2,500 万元	80%	假发系列产品的生产、销售、及出口业务等
浚县瑞黎发制品有限公司	1,000 万元	100%	假发系列产品的生产、销售、及出口业务等
瑞贝卡发制品 (尼日利亚) 有限公司 (RebeccaHairProductsCompany(Nigeria)Ltd)	100 万美元	100%	生产及销售发制品系列产品
瑞贝卡时尚 (加纳) 制造有限公司 (RebeccaFashionGh.Ltd.)	100 万美元	100%	生产及销售发制品系列产品
瑞贝卡时尚 (巴西) 有限公司 (REBECCABRASILFASHIONHAIR)	160 万美元	100%	发制品的生产和销售
亨得尔有限公司 (HYNEDALELTD)	286 万美元	100%	发制品的生产和销售
瑞贝卡时尚 (刚果 (金)) 有限公司 (REBECCAFASHION (R.D.CONGO) LTD)	100 万美元	100%	发制品的生产、销售及进出口贸易
瑞贝卡时尚 (肯尼亚) 有限公司 (REBECCAFASHION (KENYA.) LIMITED)	100 万美元	100%	发制品的生产、销售及进出口贸易
瑞贝卡时尚 (坦桑尼亚) 有限公司 (REBECCAFASHION (TZ.) LIMITED)	100 美元	100%	发制品生产、销售及进出口贸易
瑞贝卡 (柬埔寨) 发制品有限公司 (Rebecca (Cambodia) HairProductsCo., Ltd)	1,000 万美元	100%	发制品的生产、销售及发制品原辅材料进出口贸易

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$360/[\text{营业收入} \times 2 / (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额})]$
	应收账款周转天数	$360/[\text{营业收入} \times 2 / (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额})]$
	存货周转天数	$360/[\text{营业成本} \times 2 / (\text{期初存货} + \text{期末存货})]$
	流动资产周转天数	$360/[\text{营业收入} \times 2 / (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额})]$
	应付账款周转天数	$360/[\text{营业成本} \times 2 / (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额})]$
	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
	总资产周转天数	$360/[\text{营业收入} \times 2 / (\text{本年资产总额} - \text{本年商誉} - \text{本年预付款} + \text{上年资产总额} - \text{上年商誉} - \text{上年预付款})]$
	营运资本的变化	存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	营业利润/营业收入
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
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	产权比率	负债总额/所有者权益
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+应付票据
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 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。