

河南瑞贝卡发制品股份有限公司

2015 年公司债券 2018 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。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证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【217】号 01

债券简称：
15 瑞贝卡

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：
余佳徽 宋根南

电话：
0755-82872850

邮箱：
yujh@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 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2018 年 05 月 10 日	2017 年 05 月 22 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（股票代码：600439，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 2018 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 2017 年非洲市场发制品销售形势较好，收入持续增加；公司产品销售结构变化，盈利能力持续提升。同时我们也关注到公司第二大市场美洲市场收入下滑影响公司收入稳定性；存货规模较大，对营运资金形成一定占用；人民币对美元升值对公司造成负面影响；有息债务规模较大且占比较高，存在一定集中偿付压力。

正面：

- 非洲市场发制品销售收入持续增加。非洲市场是全球第二大发制品消费市场，受益于南非等国汇率的稳定及市场需求增加，非洲市场销量增长，2017 年公司在非洲地区实现销售收入 88,398.89 万元，同比增长 23.03%，占营业收入的比重由上年的 39.68% 提升至 45.41%。
- 公司产品销售结构优化，盈利持续提升。2017 年工艺发条产品毛利率为 20.07%，销售收入占主营业务收入的比重同比上年减少 7.71 个百分点；化纤发条产品毛利率为 46.30%，销售收入占主营业务收入的比重同比提高 8.55 个百分点。产品销售结构变化使得公司主营业务毛利率同比增加 2.97 个百分点至 36.68%。

关注:

- **美洲市场收入下滑影响公司收入稳定性。**2017 年公司在美洲取得销售收入 54,639.75 万元，同比下降 8.08%，占公司主营业务收入比重为 29.16%。美洲市场是公司第二大市场，其收入下滑可能影响公司收入稳定性。
- **公司存货规模较大，对营运资金形成一定占用。**截至 2017 年末，公司存货为 263,871.80 万元，占总资产的比重达到 59.27%。其中原材料、在产品、库存商品及发出商品占比分别为 46.09%、26.54%、26.23%和 1.15%，公司库存较大对营运资金形成一定占用。
- **人民币对美元汇率上升对公司造成负面影响。**公司属于出口型企业，人民币对美元升值对公司市场开拓及汇兑产生一定影响，公司 2017 年汇兑损失为 8,360.19 万元，为利润总额的 33.80%，对公司利润影响较大。
- **公司有息债务规模较大占比较高，存在一定的集中偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务规模为 157,389.84 万元，占总负债的比重为 88.39%。公司拟于 2020 年前偿还 2017 年末所有有息债务，面临一定集中偿付压力。

主要财务指标:

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	470,519.10	445,167.99	426,336.45	487,892.90
归属于母公司所有者权益(万元)	266,634.51	266,572.71	233,368.23	234,205.92
有息债务(万元)	183,617.55	157,389.84	160,442.53	224,534.32
资产负债率	43.22%	40.00%	45.15%	51.90%
流动比率	5.97	6.11	2.44	2.35
速动比率	1.60	1.34	0.50	0.67
营业收入(万元)	46,363.94	194,665.07	181,085.90	194,519.20
营业利润(万元)	5,485.12	24,471.27	19,477.23	12,168.71
营业外收入(万元)	117.37	333.09	1,323.67	3,920.99
净利润(万元)	4,982.86	21,546.95	17,198.14	14,131.26
综合毛利率	36.71%	36.51%	33.64%	29.86%
总资产回报率	-	7.29%	6.46%	5.68%
经营活动现金流净额(万元)	3,823.34	16,873.54	52,313.48	3,134.15
EBITDA(万元)	-	37,798.09	35,240.10	31,424.16
EBITDA 利息保障倍数	-	5.38	4.00	3.12

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证监会证监（许可）[2015]2675号文件核准，公司于2015年12月8日发行公司债券，募集资金总额5.6亿元，债券票面年利率为5.68%。截至2018年3月31日，本期债券资金专户余额为7.33万元，为账户存续期间产生的利息，本期债券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

2017年公司控股股东、实际控制人及纳入合并报表子公司未发生变化。2017年4月21日，公司股东大会决议通过公积金转增股本方案，公司股本由943,321,200股增加至1,131,985,440股。截至2018年4月末，公司注册资本及股本均增加至113,198.54万元。

截至2017年末，河南瑞贝卡控股有限责任公司持有公司股份数为366,057,217股，持股比例为32.34%，仍为公司控股股东，控股股东持有的公司229,140,000股尚处于质押状态；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2017年12月31日，公司总资产为445,167.99万元，归属于母公司所有者权益为266,572.71万元，资产负债率为40.00%。2017年公司实现营业收入194,665.07万元，实现净利润21,546.95万元，经营活动现金净流入16,873.54万元。

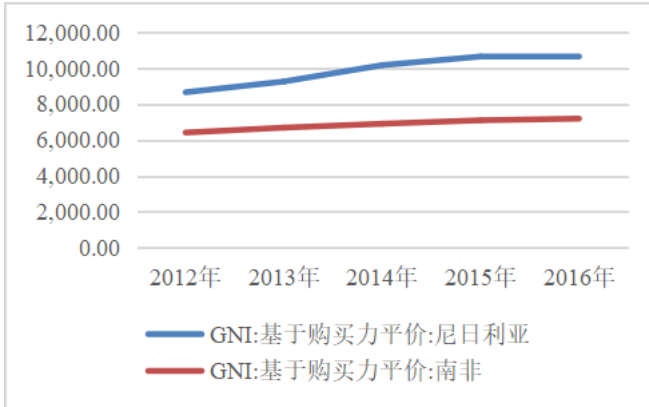
截至2018年3月末，公司总资产为470,519.10万元，归属于母公司所有者权益为266,634.51万元，资产负债率为43.22%。2018年1-3月公司实现营业收入46,363.94万元，实现净利润4,982.86万元，经营活动现金净流入3,823.34万元。

三、运营环境

2017年全球经济保持增长态势，非洲主要国家发制品进口规模持续扩大，非洲较发达的经济体货币对美元汇率保持稳定，为发制品出口提供良好的外部条件，但需关注人民币对美元升值造成的汇兑损失

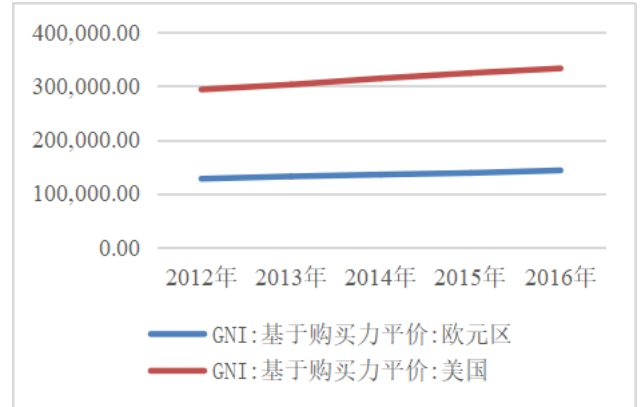
2017世界经济保持增长态势，增速有所提升。根据IMF统计数据，2017年全年世界GDP增速为3.76%，同比提升0.53个百分点。经济增长对居民收入有积极作用。从GNI变化来看，2012年以来欧美国家及尼日利亚、南非等非洲国家的国民总收入均有不同程度的增加，居民收入水平提升对国民消费需求和能力的提升有重要意义。

图 1 尼日利亚及南非 GNI（单位：国际元）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图 2 美国及欧元区国家 GNI（单位：国际元）



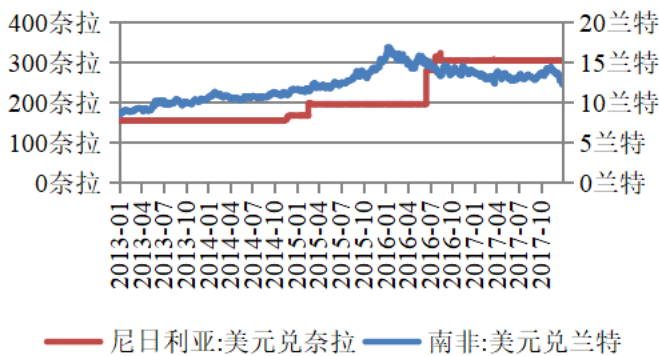
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

根据中国轻工业商会统计，2017年中国发制品全球进出口总额约为33.94亿美元，同比上年下降了5.37%，其中出口总额约为31.77亿美元，同比上年下降了5.83%；进口总额约为2.17亿美元，同比上年增长了1.96%。虽然出口额仍有所下降，但整体发展态势相比2016年有很大好转。根据中国发博会统计数据，2017年以来，欧美地区对发制品需求增长已经放缓，但非洲和部分南美洲地区对发制品的需求却持续增长。北美洲仍是我国最大的主力市场，占出口市场额的40.26%，而美国作为北美洲的主要消费市场，占比39.9%。非洲作为中国第二大发制品出口消费市场，占比34.8%，同比上年增长了0.3%，持稳定态势。南非、尼日利亚、贝宁三国为非洲主要市场，占比27.3%，其余非洲国家共占比7.5%。2017年我国对加纳发制品出口金额同比增长49.42%，对巴西出口金额同比上涨51.02%，对多哥出口上涨201.51%，对巴拉圭出口增长221.68%，对喀麦隆出口增长233.66%。

汇率因素对发制品企业营收有重要影响。2017年南非、尼日利亚汇率较2016年相比趋于稳定，部分地区货币升值，对我国发制品出口有利。南非主要货币兰特兑美元汇率升值，从2016年初1:15.6393提升至2017年末1:12.2940。尼日利亚货币奈拉兑美元汇率在2016年后出现较大波动。2016年初奈拉兑美元汇率为1:196，2016年7月奈拉出现大幅贬值，2016年末为1:304，进入2017年后，奈拉汇率基本稳定在1:305的水平。非洲主要发制品消费国的汇率的稳定保障了我国发制品出口企业营收。

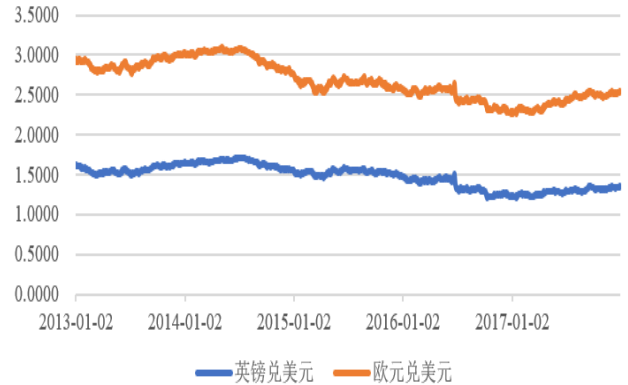
2017年，欧元及英镑兑美元汇率均有不同程度的升值，有利于提升欧洲地区购买力。英镑兑美元汇率由2017年初1:1.2278提升至2017年末1:1.3506，一年内升值10.00%；欧元兑美元汇率由2017年初1:0.453提升至2017年末1:2.001，年内涨幅高达14.81%。

图3 南非及尼日利亚汇率走势



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

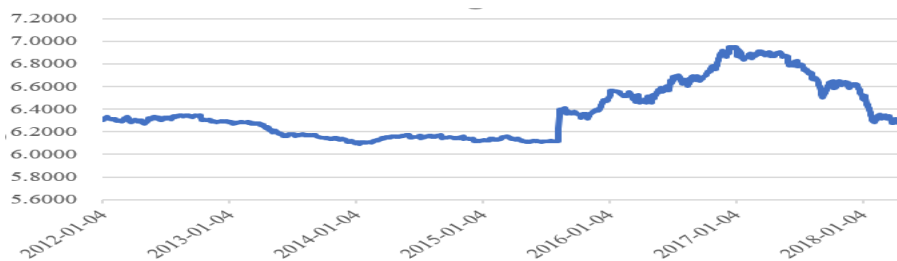
图4 英镑及欧元汇率走势 (单位: 美元)



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

我国发制品出口企业对国外销售均以美元结算, 但最终仍需将美元兑换为人民币, 因此人民币对美元汇率变化对发制品企业利润有重要影响。2016年全年, 美元兑人民币汇率大幅升值, 从2016年初的6.4936人民币兑1美元, 升值至2016年末的6.9370人民币兑1美元。进入2017年后, 美元兑人民币汇率逐步走贬, 2017年末为6.5342人民币兑1美元。2018年人民币汇率持续走强。总体来看, 2017年以来人民币汇率总体升值, 对我国发制品企业出口不利, 将造成规模较大的汇兑损失, 影响企业利润。

图5 人民币对美元汇率走势 (单位: 人民币元)



资料来源: Wind资讯, 鹏元整理

我国发制品生产地较为集中, 传统商贸模式变化以及国家“一带一路”政策将为发制品企业提供新的机遇

中国发制品生产企业主要分布于河南、山东等地。2017年河南省发制品出口额约为16.11亿美元, 占全国出口规模比重高达50.7%, 紧排第二的是山东, 出口额约为7.68亿美元, 占比24.16%, 湖南、安徽、广东分列三至五名, 出口额占比分别为8.05%、5.04%、3.97%, 这五省仍占据着中国发制品出口市场份额的前五名。细分到发制品企业, 2017年瑞贝卡出口额仍占据首位, 山东海川、青岛海森分列二、三名。

表1 2017年我国发制品出口前十名企业

序号	企业名称
----	------

1	河南瑞贝卡发制品股份有限公司
2	新华锦集团山东海川工艺发制品有限公司
3	青岛海森林进出口有限公司
4	河南瑞美真发股份有限公司
5	邵阳美丽来发制品有限公司
6	邵阳美莎发制品有限公司
7	邵阳阳光发品有限公司
8	许昌龙正美发饰品有限公司
9	青岛即发进出口有限公司
10	菏泽奥斯卡发制品有限公司

资料来源：公开资料，鹏元整理

近年来，传统制造业企业面临的变革有所加剧，各业态的表现也存在分化，其中电商、移动购物、海淘等线上消费模式发展迅速，对传统线下零售网点的冲击持续加大。随着淘宝、京东、ebay、amazon等大型电商用户粘度的逐步提升，以及物流系统的逐步完善，线上消费对实体门店形成了较大规模的分流，对发制品企业带来一定冲击。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。2017年5月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等30个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等。2018年《政府工作报告》中针对“一带一路”建设，提出推动形成全面开放新格局。进一步拓展开放范围和层次，完善开放结构布局和体制机制，以高水平开放推动高质量发展。推进“一带一路”国际合作。扩大国际产能合作，带动中国制造和中国服务走出去，从宏观层面上对发制品行业带来了新的发展机遇。

四、经营与竞争

2017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、人发头套、化纤头套、阻燃纤维、教习头等各种假发饰品。2017年公司实现营业收入194,665.07万元，同比增加7.50%，其中发制品营业收入同比增加6.53%，主要系2017年化纤类产品销售大幅度增长所致。公司产品销售结构调整使公司综合毛利率持续提升。具体来看，一方面毛利率较高的化纤类产品销售增长，占总体销售收入的比重增加；另一方面是调整优化了部分毛利率较低的工艺发条产品的生产工艺，使工艺发条的毛利率整体有所提升。

表2 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016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		
1、主营业务						
工艺发条	49,752.81	20.07%	60,259.57	18.48%	-17.44%	增加 1.59 个百分点
化纤发条	78,926.89	46.30%	59,056.80	47.01%	33.65%	减少 0.71 个百分点
人发头套	23,703.80	42.00%	24,795.68	44.13%	-4.40%	减少 2.13 个百分点
化纤头套	22,320.35	40.37%	16,943.08	28.35%	31.74%	增加 12.02 个百分点
阻燃纤维	11,331.55	27.93%	13,730.69	33.50%	-17.47%	减少 5.57 个百分点
教习头	1,323.79	4.86%	1,094.65	4.44%	20.93%	增加 0.42 个百分点
小计	187,359.20	36.68%	175,880.47	33.71%	6.53%	增加 2.97 个百分点
2、其他业务						
其他业务收入	7,305.87	32.15%	5,205.43	31.34%	40.35%	增加 0.81 个百分点
营业收入合计	194,665.07	36.51%	181,085.90	33.64%	7.50%	增加 2.87 个百分点

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

2017年公司深耕非洲市场，当地营收快速增长带动公司整体营业收入增加；但北美市场主要采取ODM、OEM方式销售，同时面临电商的激烈冲击，竞争力不足

公司产品以出口为主，2017年公司实现主营业务收入187,359.20万元，其中境外业务收入占比为85.78%。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。公司在非洲市场深耕多年，采取直销和经销相结合的方式，先后在尼日利亚、加纳和南非设立8家销售、生产子公司，销售网络已覆盖西非、南非、东非、中非等市场。公司使用自主品牌“NOBLE”、“JOEDIR”、“COUTURE”在非洲市场销售。公司当前在非洲已经拥有两家发制品生产厂，未来拟逐步扩大非洲市场份额，在非洲投资兴建更多工厂，充分发挥产地直销优势。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，但由于公司在北美市场缺乏自己的品牌，无法打开知名度，毛利率一直处于较低的水平，竞争力不足，且北美电商发达，公司在当地还面临电商的激烈冲击。欧洲市场是发制品的高端市场，公司在欧洲市场以使用自有品牌直销为主。分市场来看，2017年美洲市场实现收入54,639.75万元，同比下降8.08%，占营业收入的比重由上年的32.83%下降至28.07%。由于终端消费结构从较高端的人发假发制品向较为实惠的化纤假发制品变化和跨境电商冲击，美洲市场销售与上年同期相比出现了小幅下滑。跟踪期内，公司在欧洲市场调整产品结构，加大了对市场需求较好的化纤类产品的推广力度，加之英镑、欧元升值，2017年欧洲市场销售收入有所增长，当期实现收入14,235.44万元，同比增加5.57%。跟踪期内，非洲部分国家货币稳定，消费者购买力增强，再加上公司市场开拓和产品推新力度加大，2017年非洲市场表现较好，实现收入88,398.89万元，同比增长23.03%，占营业

收入的比重由上年的39.68%提升至45.41%。

表3 公司区域主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

区域	主要产品	2017年		2016年		收入同比增减
		销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	
美洲	工艺发条、化纤发条、人发头套、化纤头套	54,639.75	17.28%	59,443.75	14.85%	-8.08%
欧洲	工艺发条、化纤发条、人发头套	14,235.44	36.31%	13,484.15	34.94%	5.57%
非洲	化纤发条、化纤头套、工艺发条	88,398.89	42.67%	71,854.02	41.16%	23.03%
亚洲	人发头套、化纤头套	3,443.94	18.46%	2,589.23	19.85%	33.01%
国内	人发头套、化纤头套	26,641.19	59.12%	28,509.31	54.95%	-6.55%
合计		187,359.20	36.68%	175,880.47	33.71%	2.97%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从产品类别来看，2017年公司工艺发条销售出现大幅下降，价值较低的化纤发条销售增长明显。公司工艺发条主要销往美国，2017年因美国市场需求结构变化，价值较高的工艺发条产品需求减少，且部分消费者更将工艺发条产品需求转向了价值较低的化纤发产品，导致公司工艺发条订单大幅减少。2017年工艺发条实现收入49,752.81万元，同比下滑17.44%，产量和销量同比分别下降21.58%、23.13%。公司化纤发条主要销往非洲市场，2017年非洲市场销售较好，化纤发条实现收入78,926.89万元，同比增长33.65%，产量和销量同比分别增长29.19%、30.41%。公司化纤头套主要销往国外，2017年化纤头套实现收入22,320.35万元，同比增长31.74%，生产量增加4.34%，销售量增长8.00%。公司人发头套属高端产品，受市场消费偏好调整影响，人发头套销售收入同比下降4.40%，产量及销量同比分别下降2.01%、4.31%。由于公司继续采取订单式生产的方式组织生产，公司产品产销情况良好，2017年各产品产销率均在98.00%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	2017年				2016年			
	产量	销量	库存	均价	产量	销量	库存	均价
工艺发条（万条）	423.79	418.00	357.65	119.03	540.38	543.76	351.86	110.82
化纤发条（万条）	3,536.14	3,486.90	1,096.44	22.64	2,737.09	2,673.82	1,047.20	22.09
化纤头套（万套）	302.73	308.48	59.50	72.36	290.14	285.62	65.26	59.32
人发头套（万套）	100.75	98.75	42.63	240.05	102.82	103.20	40.62	240.26

资料来源：公司提供，鹏元整理

毛利率方面，2017年主营业务毛利率为36.68%，同比增加2.97个百分点，公司主营业务盈利提升主要系产品销售结构变化所致，毛利率较高的化纤类产品销售有较大幅度增长，化纤发条销售同比增加33.65%，化纤头套销售同比增加31.74%。受此影响，2017年毛利率

较低的工艺发条产品销售收入占主营业务收入的比重同比减少7.71个百分点，毛利率较高的化纤发条产品销售收入占主营业务收入的比重同比提高8.55个百分点。分产品看，2017年公司工艺发条、化纤发条、人发头套、教习头等产品毛利率与上年相比变动不大，但化纤头套产品毛利率同比增加12.02个百分点为40.37%，阻燃纤维毛利率同比减少5.57个百分点为27.93%。化纤头套毛利率大幅增加的原因是本年市场对化纤头套的需求旺盛，公司调整了部分化纤头套价格所致；阻燃纤维毛利率大幅减少则是由于本年阻燃纤维原材料价格出现较大幅度上涨。

根据市场需求及公司产品销售结构变化，公司适时调整原材料采购。2017年人发原材料价格持续大幅增长，公司增加对人发原材料的采购，使得公司2017年人发原材料采购总额及采购总量均同比增加。从人发原材料采购价格来看，国内外采购均价差异较大，国外采购单价低于国内采购单价，主要是系国外采购的低值短档人发原材料的占比较高，国内采购的人发原材料中优质长档的占比较高所致。2017年公司化纤原材料对外采购规模同比减少，主要系本年公司自产化纤原丝产量提升，外购减少。化纤产品类别较多对材质性能要求差异也较大，国内外采购化纤原材料的品种和结构的差异使得采购自国外的化纤价格高于国内价格。总体而言，2017年公司根据市场假发产品需求及库存情况，适时调整原材料采购，原材料管理趋于合理。

公司在大力拓展线下传统销售渠道的同时，继续着力发展跨境电商，成立专业的跨境电商团队，加大跨境电商平台建设及营销力度，在原有速卖通、亚马逊跨境电商平台开店基础上，开通了跨境电商自建平台、阿里巴巴国际站，销量持续攀升。

总体而言，2017年公司非洲市场销量提升，该区域销售收入同比增长，使公司整体营业收入有所增加；但受由于北美市场发制品消费结构调整，市场销售收入出现下滑；2017年公司产品销售结构发生变化，毛利率较高的化纤发条产品销售增长，主营业务毛利率增加使得公司综合盈利能力有所提升。

公司国内销售仍以线下为主，同时着力发展线上平台，持续加强品牌推广及门店优化整合，平均店效同比有所增加

国内市场方面，公司通过自建终端销售渠道，采取品牌连锁和双品牌（“Rebecca”和“Sleek”）经营战略，线下以自营和加盟为主，重点面向国内一二线大中城市，主要消费对象为追求时尚的女性及其他实用性消费群体。截至2017年末，公司已在北京、上海、广州、深圳、成都、西安、重庆等国内大中城市拥有220家门店（其中直营 85 家，加盟 135 家），而线上则通过自建电商平台和借助国内外知名电商平台进行销售。公司计划在扩大线下直营店规模的同时，逐步开拓电商销售渠道。

为提升品牌形象和增强终端把控能力，2017年公司进一步加强渠道管理，淘汰了部分违规经营的加盟店，公司新拓展门店47家，关闭21家。截至2017年末，公司拥有门店数量合计220家，“Rebecca”品牌终端店共有186家，其中直营店69家，比上年同期净增加20家，加盟店117家，同比净减少2家；Sleek品牌终端店34家，其中直营店16家，同比净增加12家，加盟店18家，同比净减少4家。

表5 公司实体门店情况（单位：家）

品牌	门店类型	2017 年末数	2016 年末数	2017 新开	2017 关闭
Rebecca	直营店	69	49	22	2
	加盟店	117	119	13	15
Sleek	直营店	16	4	12	0
	加盟店	18	22	0	4
合计		220	194	47	21

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

2017年公司Rebecca品牌实现销售收入21,381.01万元，同比增长2.83%，毛利率为65.15%，毛利率同比变化不大。Sleek品牌实现销售收入1,346.75万元，同比增加52.27%，毛利率为41.59%，毛利率同比下降7.88个百分点，主要系公司进一步明确了Sleek品牌与Rebecca品牌的品牌区隔，Sleek品牌新品价格调整所致。公司直营店实现销售收入12,635.24万元，同比增长17.25%，毛利率为71.76%。加盟店实现销售收入10,092.52万元，同比下降7.42%，主要是部分加盟店关闭所致；毛利率为54.36%，同比变动不大。2017年，Rebecca品牌连续开业12月以上直营店的平均店效为281.27万元/年，加盟店的平均店效为213.51万元/年；Sleek品牌直营店的平均店效为67.35万元/年，加盟店的平均店效为79.46万元/年，均同比有所增加。

表6 2017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	21,381.01	2.83%	65.15%	2.75%
	Sleek	1,346.75	52.27%	41.59%	-7.88%
按门店划分	直营店	12,635.24	17.25%	71.76%	2.30%
	加盟店	10,092.52	-7.42%	53.72%	-0.64%

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

传统线下品牌推广方面，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，通过与明星开展合作，积极参加并举办各种发布会。在售后服务方面，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。线上渠道方面，公司发展天猫、京东平台，将实体与网络相结合，

提升购物体验。随着电商渠道整体营运的提升、品牌推广力度的加大、线上产品类别和种类的丰富，国际、国内电商将对公司原有销售模式形成有益补充，电商有望成为公司销售增长点。但是，考虑到公司线上销售起步较晚，经验不足，投入较大，或存在一定经营风险。

从客户集中度来看，2017年公司前五大客户较为稳定，来自前五大客户的销售收入为29,331.57万元，占营业收入的比重为15.07%，公司客户集中度有所下降，客户集中度下降的原因主要是公司现在前五名客户均为美洲市场客户，由于2017年度美洲市场产品销售结构变化，单价高的工艺发条产品需求下降，价格相对较低的化纤产品需求上升，致使美洲市场整体销售下降，进而影响公司前五大客户的订单总额。

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
2017年	第一名	15,335.18	7.88%
	第二名	5,702.88	2.93%
	第三名	3,175.98	1.63%
	第四名	2,773.44	1.42%
	第五名	2,344.08	1.20%
	合计	29,331.57	15.07%
2016年	第一名	15,738.77	8.69%
	第二名	7,335.87	4.05%
	第三名	7,166.67	3.96%
	第四名	4,561.04	2.52%
	第五名	3,936.17	2.17%
	合计	38,738.51	21.39%

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

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2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

2017年，受益于可供出售金融资产增值，公司资产规模有所扩大，但存货占比较大，

对营运资金形成一定占用

截至2017年末，公司总资产为445,167.99万元，同比上升4.42%，主要系公司参股投资的中原银行股份有限公司在香港联交所上市，上市后公司持有股份公允价值增值所致。公司资产以流动资产为主，2017年底流动资产占比达75.94%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	64,476.93	13.70%	39,688.81	8.92%	35,196.08	8.26%
应收账款	22,847.26	4.86%	23,492.81	5.28%	21,693.66	5.09%
预付款项	6,072.37	1.29%	6,320.38	1.42%	6,344.32	1.49%
存货	265,712.80	56.47%	263,871.80	59.27%	266,025.35	62.40%
流动资产合计	363,325.20	77.22%	338,054.60	75.94%	334,217.59	78.39%
可供出售金融资产	21,684.35	4.61%	23,443.33	5.27%	9,574.00	2.25%
固定资产	53,712.24	11.42%	54,052.06	12.14%	55,314.23	12.97%
无形资产	19,758.59	4.20%	19,948.37	4.48%	20,522.32	4.81%
非流动资产合计	107,193.91	22.78%	107,113.39	24.06%	92,118.86	21.61%
资产总计	470,519.10	100.00%	445,167.99	100.00%	426,336.45	100.00%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，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2017年末，公司货币资金为39,688.81万元，主要为银行存款包括人民币、美元及兰特等货币形式的银行存款，其中730.00万元为银行承兑汇票保证金。截至2018年3月末，公司货币资金为64,476.93万元，较2017年末有较大增长，主要系2018年一季度公司借款增加所致。截至2017年末，公司应收账款23,492.81万元，同比增加8.29%。从账龄来看，1年以上的应收账款占比10.75%，2017年末公司应收账款坏账准备金额为942.13万元，存在一定的坏账风险。2017年末公司预付款项为6,320.38万元，主要为预付的人发采购款。截至2017年末，公司存货为263,871.80万元，占总资产的比重为59.27%，虽然较2016年末比重有所下降，但是比例依然较高。从存货构成看，原材料（包括人发原材料、自产化纤发丝和进口化纤发丝）、在产品、库存商品及发出商品占比分别为46.09%、26.54%、26.23%和1.15%。其中2017年末库存商品余额为69,278.88万元，比2016年末增加8,999.70万元，同比增长14.93%，公司大规模库存对营运资金形成一定占用。考虑到公司产品具有一定季节性，流行周期较短，存货面临一定的跌价风险。

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2017年末，公司非流动资产总额为107,113.39万元，同比增长16.28%，占资产总额的比重为24.06%，

主要系可供出售金融资产增值所致。截至2017年末，公司可供出售金融资产为23,443.33万元。2017年7月，公司参股投资的中原银行股份有限公司（以下简称“中原银行”）在香港联交所挂牌上市，上市后该笔股权投资由成本计价转为公允价值核算。截至2017年末，公司持有中原银行10,912.56万股，收盘价2.57港元，折合人民币23,443.33万元。截至2017年末，公司固定资产为54,052.06万元，公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备等，其中未办妥产权证书的固定资产账面价值为8,078.11万元，主要为公司厂房及宿舍。截至2017年末，公司无形资产账面价值为19,948.37万元，其中土地使用权19,385.52万元。截至2017年末，公司没有资产处于抵质押状态。

整体而言，受益于可供出售金融资产增值，公司资产规模有所增加。但鹏元关注到，公司存货占比较大，对运营资金形成一定占用。

资产运营效率

2017年公司加强对存货及应收账款管理，资产运营效率整体有所提升；营业收入增长带动资产周转效率改善

由于公司2017年期初应收账款较低，使当年应收账款周转天数较2016年同期减少8.67天。公司针对产成品增加的情况，将采取跟踪激励措施，严格管理控制存货，合理规划生产、运输及境外库存，使得存货周转天数下降至771.73天，较上年同期减少49.89天。应付账款方面，2017年末，公司应付账款余额为5,919.69万元，较上期同比下降53.37%；公司应付账款周转天数为27.11天，较上年同期减少14.58天，该变动原因主要是部分原材料价格上涨速度较快，公司根据市场环境的变化，加快了部分原材料货款的支付。综合以上因素，2017年公司净营业周期为786.40天，较2016年减少了43.97天，资产运营效率有所提升。

从整体资产运营效率来看，受2017年公司营业收入增加的影响，公司固定资产周转天数、流动资产周转天数均较2016年有所下降。受以上因素影响，2017年公司总资产周转天数为805.85天，较2016年同期减少87.17天，资产周转效率有所提升。

表9 公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	41.78	50.45
存货周转天数	771.73	821.62
应付账款周转天数	27.11	41.69
净营业周期	786.40	830.37
流动资产周转天数	621.63	724.73
固定资产周转天数	101.13	106.44

总资产周转天数	805.85	893.02
---------	--------	--------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入同比增加，盈利能力有所增强

2017年，非洲市场实现收入88,398.89万元，同比增长23.03%，占主营业务收入的比重由上年的39.68%提升至45.41%。受益于非洲市场收入快速增长，2017年公司实现营业收入194,665.07万元，同比增长7.50%。

毛利率方面，2017年公司综合毛利率为36.51%，同比提升2.87个百分点；主营业务毛利率为36.68%，同比增加2.97个百分点。公司盈利能力提升主要系产品销售结构变化所致。2017年公司毛利率较低的工艺发条产品销售收入同比下降17.44%，占主营业务收入的比重同比减少7.71个百分点；而毛利率较高的化纤发条产品销售收入同比增长33.65%，占主营业务收入的比重同比提高8.55个百分点。

2017年公司获得营业外收入333.09万元，同比下滑74.84%，主要系人发档发销售增值税即征即退的退税款在报表其他收益项目列报所致。期间费用方面，2017年公司财务费用较上年同期增长了39.65%，由于2017年人民币对美元汇率升值，汇兑损失为8,360.19万元，较上年大幅增加，为利润总额的33.80%。受此影响，公司2017年期间费用率同比上年有所增加。整体而言，2017年公司非洲市场销售收入大幅增长，同时公司产品销售结构变化使主营业务毛利率提高，公司盈利水平有所提升。

表10 公司主要盈利能力指标

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入（万元）	46,363.94	194,665.07	181,085.90
营业利润（万元）	5,485.12	24,471.27	19,477.23
其他收益（万元）	488.76	1,263.40	0.00
营业外收入（万元）	117.37	333.09	1,323.67
利润总额（万元）	5,602.10	24,735.20	20,742.86
净利润（万元）	4,982.86	21,546.95	17,198.14
综合毛利率	36.71%	36.51%	33.64%
期间费用率	24.40%	23.47%	22.09%
营业利润率	11.83%	12.57%	10.76%
总资产回报率	-	7.29%	6.46%
净资产收益率	-	8.60%	7.34%
营业收入增长率	-	7.50%	6.91%
净利润增长率	-	25.29%	21.70%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司收现情况较好，经营活动现金流持续净流入

受益于非洲市场营业收入大幅增加和综合毛利率提高的影响，2017年，公司净利润为21,546.95万元，同比增长25.29%。公司相关房产、土地及机器设备等资产较为稳定，包含资产减值准备、折旧及摊销在内的非付现费用同比变动不大，同时公司非经营损益规模较小。2017年公司收现情况仍保持较好水平，收现比为1.00。2017年公司加强对人发原材料的采购，购买商品、接受劳务支付的现金流出规模较2016年大幅增长，使得公司经营活动现金产生净流入16,873.54万元，经营活动净现金流较上年减少。

2017年公司投资活动现金流出主要为支付的许昌尚集产业集聚区土地款。2017年由于公司购建车间设备的资金较2016年有所减少，投资活动现金流出同比减少，表现为投资活动净流出3,787.74万元。

2017年，公司筹资活动现金流入主要是银行借款收到的现金，现金流出主要用于偿还借款和分配股利、利息。2017年公司筹资规模较2016年有较大增长，2017年取得借款规模为113,610.60万元，受此影响，2017年筹资活动净流出为8,256.71万元，较2016年净流出规模大幅减少。

表11 公司现金流变动情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
收现比	0.91	1.00	0.99
净利润	4,982.86	21,546.95	17,198.14
非付现费用	-	6,076.96	6,034.54
非经营损益	-	-812.74	-342.78
FFO	-	26,811.17	22,889.90
营运资本变化	-	-9,937.63	29,423.58
其中：存货的减少（减：增加）	-	2,153.55	16,399.88
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-2,454.42	7,664.56
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-9,636.76	5,359.14
经营活动产生的现金流量净额	3,823.34	16,873.54	52,313.48
投资活动产生的现金流量净额	-656.54	-3,787.74	-5,957.44
筹资活动产生的现金流量净额	25,248.37	-8,256.71	-78,258.11
现金及现金等价物净增加额	28,447.85	4,861.77	-35,441.94

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年公司负债结构变化较大，长期借款规模增加，有息债务规模占比提高，未来可能存在一定集中偿付压力

2017年末，公司负债总额为178,072.67万元，同比减少7.49%，主要系公司该年加大银行借款偿还力度所致；公司所有者权益为267,095.32万元，同比增加14.21%，主要系公司本年利润积累以及可供出售金融资产增值所致。受以上因素影响，2017年末产权比率为66.67%，同比下降15.64个百分点，所有者权益对债务的保障程度有所增强。2018年一季度公司加大融资力度，使负债上升，产权比率提升至76.12%。

表12 公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	203,366.21	178,072.67	192,480.82
其中：流动负债	60,874.26	55,347.60	136,927.63
非流动负债	142,491.95	122,725.07	55,553.19
所有者权益	267,152.90	267,095.32	233,855.63
产权比率	76.12%	66.67%	82.31%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

2017年公司债务结构发生变化，非流动负债占比超过流动负债。2017年末非流动负债、流动负债占总负债的比重分别为68.92%、31.08%，主要系2017年公司偿还一年内到期的非流动负债使流动负债下降所致。

2017年末公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付职工薪酬构成。截至2017年末，公司短期借款36,201.30万元，其中，保证借款6,267.10万元、信用借款29,934.20万元。2017年末，公司应付账款金额为5,919.69万元，同比下降53.37%，主要系公司未办理结算的人发原材料采购款较上年减少所致。2017年末，公司应付职工薪酬规模为4,345.67万元，同比下降39.76%，主要缘于公司2017年末计提薪资规模较2016年末有所下降。

2017年，公司非流动负债主要长期借款、应付债券构成。2017年末公司长期借款规模为65,000.00万元，全部为中国进出口银行提供的政策性贷款，利率在3.06%-4.75%。截至2017年末公司应付债券余额为55,618.54万元，为本期债券，债券期限为5年，债券利率为5.68%。

表13 公司主要债务结构（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	42,508.29	20.90%	36,201.30	20.33%	39,400.00	20.47%
应付账款	5,691.88	2.80%	5,919.69	3.32%	12,695.21	6.60%
应付职工薪酬	4,246.08	2.09%	4,345.67	2.44%	7,214.44	3.75%

一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	65,000.00	33.77%
流动负债合计	60,874.26	29.93%	55,347.60	31.08%	136,927.63	71.14%
长期借款	85,000.00	41.80%	65,000.00	36.50%	0.00	0.00%
应付债券	55,649.26	27.36%	55,618.54	31.23%	55,502.53	28.84%
非流动负债合计	142,491.95	70.07%	122,725.07	68.92%	55,553.19	28.86%
负债合计	203,366.21	100.00%	178,072.67	100.00%	192,480.82	100.00%
有息债务	183,617.55	90.29%	157,389.84	88.39%	160,442.53	83.36%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

2017年末公司负债依然以有息债务为主，由短期借款、应付票据、长期借款、应付债券构成。2017年末，公司有息债务规模相比2016年末变动不大，但2017年债务规模下降，使有息债务占总负债的比重较上年提升5.03个百分点。2018年第一季度，公司增加了融资力度，有息债务较2017年末提升16.66%。根据公司还款计划，公司拟于2020年前偿还2017年末所有有息债务，面临一定集中偿付压力。

表14 截至2017年末公司有息债务本息偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
本息和	42,867.63	70,170.04	59,105.14	0.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

从公司各项偿债指标来看，2017年末，受负债下降及利润积累的影响，公司资产负债率同比上年有所下降，流动比率及速动比率均持续增加。受益于公司2017年营业收入增长，公司EBITDA规模持续增加。2017年公司有息债务规模较2016年略有下降，利息支出规模也有所下降，EBITDA利息保障倍数上升。截至2017年末，EBITDA利息保障倍数为5.38，息税折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度较好。

表15 公司主要偿债能力指标变动情况

项目	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	43.22%	40.00%	45.15%
流动比率	5.97	6.11	2.44
速动比率	1.60	1.34	0.50
EBITDA（万元）	-	37,798.09	35,240.10
EBITDA 利息保障倍数	-	5.38	4.00
有息债务/EBITDA	-	4.16	4.55
债务总额/EBITDA	-	4.71	5.46
经营性净现金流/流动负债	0.06	0.30	0.38
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.09	0.27

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2017年非洲市场发制品销量增长，销售收入同比增长；公司产品销售结构调整，毛利率较低的工艺发制品占比下降，毛利率较高的化纤发制品占比上升，公司盈利能力持续增强。同时我们也注意到，公司第二大市场美洲市场收入下滑影响公司收入稳定性；公司存货规模较大，占资产比重较高，对营运资金形成一定占用；人民币对美元汇率持续上升对公司市场开拓及汇兑产生影响；有息债务规模较大且占负债比重较高，且公司拟于2020年前偿还2017年末所有有息债务，存在一定的集中偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司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	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	64,476.93	39,688.81	35,196.08	70,446.89
应收票据	865.10	669.88	1,772.55	2,335.35
应收账款	22,847.26	23,492.81	21,693.66	29,057.81
预付款项	6,072.37	6,320.38	6,344.32	6,338.70
其他应收款	3,283.31	3,438.43	2,463.27	1,867.72
存货	265,712.80	263,871.80	266,025.35	282,469.65
其他流动资产	67.43	572.49	722.35	2,368.53
流动资产合计	363,325.20	338,054.60	334,217.59	394,884.65
可供出售金融资产	21,684.35	23,443.33	9,574.00	9,574.00
固定资产	53,712.24	54,052.06	55,314.23	51,764.27
在建工程	2,555.73	1,448.27	1,317.82	9,243.27
无形资产	19,758.59	19,948.37	20,522.32	16,401.67
商誉	1,667.16	1,522.10	1,475.32	1,667.16
长期待摊费用	1,668.73	1,890.17	1,297.60	2,104.06
递延所得税资产	3,035.37	3,035.37	2,207.98	1,863.30
其他非流动资产	3,111.74	1,773.73	409.57	390.53
非流动资产合计	107,193.91	107,113.39	92,118.86	93,008.25
资产总计	470,519.10	445,167.99	426,336.45	487,892.90
短期借款	42,508.29	36,201.30	39,400.00	103,601.28
应付票据	460.00	570.00	540.00	540.00
应付账款	5,691.88	5,919.69	12,695.21	15,139.47
预收款项	2,017.54	1,689.97	5,072.21	3,851.83
应付职工薪酬	4,246.08	4,345.67	7,214.44	5,807.88
应交税费	1,658.03	3,029.21	2,558.04	913.95
应付利息	1,004.35	209.15	209.15	209.15
其他应付款	3,288.09	3,382.62	4,238.56	2,701.09
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	65,000.00	35,000.00
流动负债合计	60,874.26	55,347.60	136,927.63	167,764.65
长期借款	85,000.00	65,000.00	0.00	30,000.00
应付债券	55,649.26	55,618.54	55,502.53	55,393.04
递延所得税负债	1,816.55	2,080.40	0.00	0.00
递延收益	26.14	26.14	50.67	79.38
非流动负债合计	142,491.95	122,725.07	55,553.19	85,472.42
负债合计	203,366.21	178,072.67	192,480.82	253,237.07

股本	113,198.54	113,198.54	94,332.12	94,332.12
资本公积	24,846.25	24,846.25	43,712.68	43,712.68
其他综合收益	-24,243.54	-19,318.26	-36,670.92	-23,389.19
盈余公积	20,620.83	20,620.83	18,797.43	17,392.72
未分配利润	132,212.43	127,225.34	113,196.93	102,157.59
归属于母公司所有者权益合计	266,634.51	266,572.71	233,368.23	234,205.92
少数股东权益	518.38	522.61	487.40	449.92
所有者权益合计	267,152.90	267,095.32	233,855.63	234,655.84
负债和所有者权益总计	470,519.10	445,167.99	426,336.45	487,892.90

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	46,363.94	194,665.07	181,085.90	194,519.20
其中：营业收入	46,363.94	194,665.07	181,085.90	194,519.20
二、营业总成本	41,366.20	171,442.54	162,208.86	182,350.49
其中：营业成本	29,344.95	123,594.42	120,164.29	136,435.43
营业税金及附加	706.72	2,113.21	1,699.57	828.17
销售费用	3,957.92	16,969.03	15,712.28	15,642.20
管理费用	2,296.71	12,897.02	12,963.51	16,081.18
财务费用	5,059.91	15,822.71	11,330.43	13,213.44
资产减值损失	0.00	46.16	338.79	150.08
加：投资收益	0.00	0.00	600.19	0.00
资产处置收益	-1.38	-14.65	0.00	0.00
其他收益	488.67	1,263.40	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	5,485.12	24,471.27	19,477.23	12,168.71
加：营业外收入	117.37	333.09	1,323.67	3,920.99
减：营业外支出	0.39	69.16	58.04	150.57
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	5,602.10	24,735.20	20,742.86	15,939.12
减：所得税费用	619.24	3,188.25	3,544.72	1,807.86
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	4,982.86	21,546.95	17,198.14	14,131.26
归属于母公司所有者的净利润	4,987.09	21,511.74	17,160.66	14,138.82
少数股东损益	-4.23	35.21	37.48	-7.56

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015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	42,291.62	193,790.20	180,024.47	190,435.50
收到的税费返还	880.14	1,438.74	1,968.56	15,257.70
收到其他与经营活动有关的现金	178.57	629.16	810.65	1,021.47
经营活动现金流入小计	43,350.33	195,858.10	182,803.67	206,714.67
购买商品、接受劳务支付的现金	20,699.29	105,652.63	56,112.83	120,626.35
支付给职工以及为职工支付的现金	11,136.90	46,395.62	47,248.92	52,804.92
支付的各项税费	2,417.99	11,302.69	10,613.12	10,886.49
支付其他与经营活动有关的现金	5,272.81	15,633.62	16,515.32	19,262.76
经营活动现金流出小计	39,526.98	178,984.56	130,490.19	203,580.52
经营活动产生的现金流量净额	3,823.34	16,873.54	52,313.48	3,134.15
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	600.19	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	32.23	197.54	13.27	22.17
投资活动现金流入小计	32.23	197.54	613.46	22.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	688.77	3,985.28	6,570.90	3,982.04
投资活动现金流出小计	688.77	3,985.28	6,570.90	3,982.04
投资活动产生的现金流量净额	-656.54	-3,787.74	-5,957.44	-3,959.87
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	34,307.00	113,610.60	69,400.00	175,823.13
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	55,440.00
筹资活动现金流入小计	34,307.00	113,610.60	69,400.00	231,263.13
偿还债务支付的现金	8,000.00	108,395.92	133,856.80	172,862.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,058.63	13,471.38	13,801.31	13,771.32
筹资活动现金流出小计	9,058.63	121,867.31	147,658.11	186,634.09
筹资活动产生的现金流量净额	25,248.37	-8,256.71	-78,258.11	44,629.04
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	32.68	32.68	-3,539.87	-2,661.22
五、现金及现金等价物净增加额	28,447.85	4,861.77	-35,441.94	41,142.10
加：期初现金及现金等价物余额	35,569.07	34,097.74	69,538.98	28,396.88
六、期末现金及现金等价物余额	64,016.93	38,958.81	34,097.04	69,538.98

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 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	2017年	2016年	2015年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	21,546.95	17,198.14	14,131.26
加：资产减值准备	46.16	338.79	150.08
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,498.88	3,568.10	3,148.28
无形资产摊销	675.64	489.22	624.92
长期待摊费用摊销	1,856.28	1,638.44	1,638.60
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	0.00	1.90	10.84
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-827.39	-344.68	18.44
存货的减少（增加以“-”号填列）	2,153.55	16,399.88	-30,778.63
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-2,454.42	7,664.56	15,531.46
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-9,636.76	5,359.14	-1,341.09
经营活动产生的现金流量净额	16,873.54	52,313.48	3,134.15

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	43.22%	40.00%	45.15%	51.90%
有息债务（万元）	183,617.55	157,389.84	160,442.53	224,534.32
流动比率	5.97	6.11	2.44	2.35
速动比率	1.60	1.34	0.50	0.67
期间费用率	24.40%	23.47%	22.09%	23.10%
营业利润率	11.83%	12.57%	10.76%	6.26%
净资产收益率	-	8.60%	7.34%	6.13%
应收账款周转天数	-	41.78	50.45	53.60
存货周转天数	-	771.73	821.62	704.71
应付账款周转天数	-	27.11	41.69	48.38
净营业周期（天）	-	786.40	830.37	709.93
流动资产周转天数	-	621.63	724.73	677.77
固定资产周转天数	-	101.13	106.44	91.88
总资产周转天数	-	805.85	893.02	828.63
营运资本变化（万元）	-	-9,937.63	29,423.58	-16,588.26
产权比率	76.12%	66.67%	82.31%	107.92%
综合毛利率	36.71%	36.51%	33.64%	29.86%
总资产回报率	-	7.29%	6.46%	5.68%
EBITDA（万元）	-	37,798.09	35,240.10	31,424.16
EBITDA 利息保障倍数	-	5.38	4.00	3.12
有息债务/EBITDA	-	416.40%	455.28%	714.53%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年末纳入合并范围的子公司

子公司名称	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 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

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。