

河南瑞贝卡发制品股份有限公司

2015 年公司债券 2017 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【2017】跟踪第
【97】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 王贞姬

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 2017 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	2017 年 05 月 22 日	2016 年 05 月 30 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 2017 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 2016 年非洲市场发制品销量增长销售收入增加，公司产品销售结构变化，主营业务盈利能力有所提升。同时我们也关注到欧美市场销售收入下滑；税收优惠比例下调，汇率波动，影响公司盈利水平；公司存货规模较大，对营运资金形成一定占用；公司面临一定的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 非洲市场发制品销量增长，该区域销售收入增加。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，2016 年公司化纤发条产量和销量同比分别增长 27.75%、37.11%，公司在非洲地区实现销售收入 71,854.02 万元，同比增长 8.96%，占主营业务收入的比重由上年的 34.06% 提升至 40.85%。
- 公司产品销售结构变化，主营业务盈利有所提升。2016 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 10.97 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 9.22 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 4.04 个百分点至 33.71%。

关注:

- **2016年发达国家经济复苏乏力，国际贸易持续低迷，发制品企业经营仍面临较大困难。**2016年美国GDP增速仅为1.6%，欧元区经济正在持续复苏但经济复苏动能较弱，2016年11月欧元区失业率仍高达9.8%，在世界经济复苏乏力的背景下，2016年全球发制品行业进出口总额同比下滑15.99%，我国人发、化纤发出口量同比分别下降39.69%、5.86%。
- **税收优惠比例下调及汇率波动影响公司盈利水平。**2015年4月1日假发制品出口退税率由15%下调至9%，2015年7月1日档发即征即退由100%下调至70%，间接降低了发制品企业经营利润，2016年公司销售人发档发增值税即征即退款由上年的3,559.90万元降至887.76万元。公司业务所在国货币汇率出现波动，给公司经营带来了一定的管理难度，2016年公司汇兑损失为1,954.03万元。
- **公司存货规模较大，对营运资金形成一定占用。**截至2016年末，公司存货为266,025.35万元，占总资产的比重却同比提升4.50个百分点达到62.40%。其中原材料、在产品、库存商品及发出商品占比分别为48.12%、28.99%、22.65%和0.24%，公司库存较大对营运资金形成一定占用。
- **公司1年内到期有息债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。**截至2016年末，公司有息债务规模为160,442.53万元，占总负债的比重为83.36%，其中2017年需偿还的有息债务为104,400.00万元，公司存在一定的短期偿债压力。

主要财务指标:

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	423,022.31	426,336.45	487,892.90	427,773.31
归属于母公司所有者权益(万元)	238,040.05	233,368.23	234,205.92	226,187.98
有息债务(万元)	162,463.72	160,442.53	224,534.32	164,928.83
资产负债率	43.61%	45.15%	51.90%	47.02%
流动比率	2.57	2.44	2.35	2.03
速动比率	0.53	0.50	0.67	0.52
营业收入(万元)	45,497.59	181,085.90	194,519.20	193,226.00
营业利润(万元)	4,363.14	19,477.23	12,168.71	3,711.10
营业外收入(万元)	479.82	1,323.67	3,920.99	14,388.79
利润总额(万元)	4,838.46	20,742.86	15,939.12	18,007.82
综合毛利率	32.51%	33.64%	29.86%	25.73%

总资产回报率	-	6.46%	5.68%	6.50%
经营活动现金流净额（万元）	1,080.74	52,313.48	3,134.15	-4,535.33
EBITDA（万元）	-	35,240.10	31,424.16	32,436.00
EBITDA 利息保障倍数	-	4.00	3.12	3.43

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 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%。截至2017年3月31日，本期债券资金专户余额为7.35万元，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

2016年公司注册资本、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2016年末，河南瑞贝卡控股有限责任公司持有公司股份数为295,617,681股，持股比例为31.34%股权，持股比例未发生变化，仍为公司控股股东，控股股东持有的公司182,110,300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2016年12月31日，公司总资产为426,336.45万元，归属于母公司所有者权益为233,368.23万元，资产负债率为45.15%。2016年公司实现营业收入181,085.90万元，实现利润总额20,742.86万元，经营活动现金净流入52,313.48万元。

截至2017年3月底，公司总资产为423,022.31万元，归属于母公司所有者权益为238,040.05万元，资产负债率为43.61%。2017年1-3月公司实现营业收入45,497.59万元，实现利润总额4,838.46万元，经营活动现金净流入1,080.74万元。

三、运营环境

2016年发达国家经济复苏乏力，主要新兴市场国家经济增速有升有降，国际贸易持续低迷

美国商务部数据显示，2016年美国第四季度经通胀和季调后的GDP增速初步为1.9%，低于市场普遍预期的增速2.2%，2016年全年美国GDP增速仅为1.6%，为自2011年以来的最低。在欧洲央行加大宽松货币政策力度等因素推动下，欧元区经济继续缓慢复苏，2016年前三季度增速低于2015年同期水平。由于经济复苏动能较弱，欧元区失业率仍然处于较高水平，2016年11月高达9.8%。在宽松货币政策和财政政策扩张等因素推动下，日本经济延续扩张态势，在2016年前三季度持续缓慢增长基础上，2016年12月制造业PMI创11个月以来新高，核心CPI也在第四季度出现小幅回升，但仍与2%的目标通胀率有较大差距。

印度经济较快增长，但增速有所下滑，2016年前三季度同比增速分别为7.9%、7.1%和7.3%，特别是受“废钞”导致的现金不足等因素拖累，制造业PMI在第四季度出现回落。南非经济在2016年第一季度经历收缩之后，随着消费支出和工业生产的增长，第二季度开始止跌回升，第二和第三季度均实现了0.7%的同比经济增长。由于消费和固定资产投资降幅趋缓，俄罗斯经济萎缩幅度收窄，制造业PMI自2016年8月以来持续回升，经济形势有所好转。受投资、消费持续收缩影响，巴西经济深陷衰退，经济仍然在萎缩。

在世界经济复苏乏力、贸易保护主义有所抬头的背景下，2016年国际贸易依然低迷。据OECD统计，2016年前三季度，二十国集团经过季节调整后的货物出口环比增速分别为-1.9%、1.6%和-0.1%；进口增速分别为-2.7%、1.9%和0.6%。2016年第四季度，主要经济体货物进出口形势未见明显改善。根据美国商务部和中国海关总署发布的数据，2016年10月至11月，美国货物和服务进口分别环比增长1.1%和1.3%，出口分别环比增长-0.2%和-1.8%；10月至12月，中国货物进口同比增长-1.4%、6.7%、3.1%，出口增速分别为-7.3%、0.1%、-6.1%。世界贸易组织（WTO）在2016年9月将2016年全球货物贸易增速预测值由2.8%下调至1.7%。

受出口退税政策调整及国际市场环境影响，2016年发制品企业经营仍面临较大困难

据发博会数据显示，2016年全球发制品行业进出口总额同比下滑15.99%，仍处于负增长状态，进出口总量同比减少1.61%，进出口价格同比下降14.61%。据海关统计，2016年我国发制品出口总额约为33.75亿美元，北美、非洲、亚洲、欧洲、拉丁美洲是我国假发制品前五大出口目的地，占比分别约为42%、33%、15%、7%和2%，出口到其他地区的约占1%；美国、南非、贝宁、尼日利亚、日本是我国假发制品前五大出口国；我国发制品生产制造和出口贸易企业主要集中于河南、山东、湖南、安徽、广东等五省份，占据了全国发制品总出口额的近90%，其中河南占全国发制品出口总额的49%左右，超过其他四省的总和。

从发制品出口类别看，人发、化纤发及其他制品为我国主要出口产品，但从2016年出口产品结构的数据中可以看出，人发出口量较同期下降39.69%；化纤发降幅幅度较缓，但也达到5.86%；其他发制品较同期下降1.23%。由此看出，国际市场经济形势变化对较高附加值的人发产品出口影响极大，对价低的化纤发产品出口影响较小。

表1 2016年我国发制品出口情况

产品名称	出口数量同比变化	出口金额同比变化	出口单价同比变化
发制品	-3.63%	-15.84%	-12.66%
人发	-39.69%	-43.78%	-6.80%

化纤发	-5.86%	-8.77%	-3.10%
其他	1.23%	-0.86%	-2.06%

资料来源：中国轻工工艺品进出口商会发制品分会

进口方面，我国人发进口金额较去年同期有大幅下降，下降了35.85%，同时每单位产品价格同比也下降了32.97%。受到了化纤发制品出口利好的影响，化纤发进口额度较去年同期上涨53.16%，其他发制品的进口同比增长9.88%。

表2 2016年我国发制品进口情况

产品名称	进口数量同比变化	进口金额同比变化	进口单价同比变化
发制品	11.15%	-18.31%	-26.51%
人发	-35.85%	-57.00%	-32.97%
化纤发	53.16%	72.70%	12.76%
其他	9.88%	-17.50%	-24.92%

资料来源：中国轻工工艺品进出口商会发制品分会

此外，受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。

总体而言，我国发制品行业进出口贸易打破了以往一贯稳中有升的态势，走向下滑趋势，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

2016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。2016年公司实现营业收入181,085.90万元，同比下降6.91%，其中发制品营业收入同比减少9.16%，主要系2016年美国工艺发条产品销售不畅且经销商普遍库存较多，美洲市场销售收入同比下降27.40%所致。毛利率方面，因公司产品销售结构调整，毛利率较低的工艺发条产品销售下降，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毛利率同比提升3.78个百分点达到 33.64%。

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015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	60,259.57	18.48%	87,572.95	16.21%	-31.19%	增加 2.27 个百分点
化纤发条	59,056.80	47.01%	47,161.19	48.83%	25.22%	减少 1.82 个百分点
人发假发	24,795.68	44.13%	26,884.05	44.95%	-7.77%	减少 0.83 个百分点
化纤假发	16,943.08	28.35%	16,545.41	25.37%	2.40%	增加 2.98 个百分点
阻燃纤维	13,730.69	33.50%	13,718.24	26.60%	0.09%	增加 6.90 个百分点
教习头	1,094.65	4.44%	1,726.71	16.51%	-36.60%	减少 12.07 个百分点
小计	175,880.47	33.71%	193,608.55	29.67%	-9.16%	增加 4.04 个百分点
2、其他业务						
其他业务收入	5,205.43	31.34%	910.64	71.01%	471.62%	减少 39.27 个百分点
营业收入合计	181,085.90	33.64%	194,519.20	29.86%	-6.91%	增加 3.78 个百分点

资料来源：公司提供

2016年非洲市场收入同比增长，欧美市场收入降幅较大，公司营业收入整体有所下滑；但受益于产品销售结构变化，公司主营业务毛利率有所提升

公司产品以出口为主，2016年公司实现主营业务收入175,880.47万元，其中境外业务收入占比为83.79%。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，公司在欧洲市场以直销为主。

分市场来看，2016年美洲市场实现收入59,443.75万元，同比大幅下降27.40%，占营业总收入的比重由上年的42.09%下降至32.83%，美洲市场销售收入下降主要系2015年美国市场短暂复苏经销商集中订货使得公司2016年美洲市场收入基数较大，同时美国工艺发条产品销售不畅且经销商普遍库存较多所致。欧洲市场受英国脱欧影响，英镑贬值，欧元下跌，终端产品售价提高，售价较高的人发产品受到的市场冲击较为严重，给公司欧洲市场销售造成较大压力，2016年欧洲市场销售收入仍持续下降，当期实现收入13,484.15万元，同比下降5.22%。随着南非等国汇率的稳定及非洲工厂产地直销等优势，2016年非洲市场表现较好，当年实现收入71,854.02万元，同比增长8.96%，占营业总收入的比重由上年的33.90%提升至39.68%。

表4 公司区域收入及毛利率情况（单位：万元）

区域	主要产品	2016年	2015年	收入同
----	------	-------	-------	-----

		销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	比增减
美洲	工艺发条	59,443.75	14.85%	81,878.26	11.91%	-27.40%
欧洲	工艺发条、人发假发	13,484.15	34.94%	14,227.22	33.56%	-5.22%
非洲	化纤发条	71,854.02	41.16%	65,946.15	41.75%	8.96%
亚洲	化纤假发、人发假发	2,589.23	19.85%	3,850.27	22.03%	-32.75%
国内	化纤假发、人发假发	28,509.31	54.95%	27,706.65	52.45%	2.90%
合计		175,880.47	33.71%	193,608.55	29.67%	-9.16%

资料来源：公司提供

从产品类别来看，2016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，2016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，2016年工艺发条实现收入60,259.57万元，同比下滑31.19%，产量和销量同比分别下降30.58%、28.74%，产能利用率由上年的64.83%下降至54.04%。公司化纤发条主要销往非洲市场，2016年非洲市场销售较好，化纤发条实现收入59,056.80万元，同比增长25.22%，产量和销量同比分别增长27.75%、37.11%，化纤发条生产线继续超负荷生产，产能利用率由上年的102.00%提升至130.34%。公司人发假发属高端产品，受市场消费偏好调整影响，人发假发销售收入同比下降7.77%，产量及销量同比分别下降11.72%、9.85%，产能利用率由上年的96.67%降至85.68%。公司化纤假发主要销往国外，2016年化纤假发实现收入16,943.08万元，同比增长2.40%，生产量下降3.14%，销售量增长0.39%，产能利用率为72.53%，产能利用率较上年变化不大。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，2016年各产品产销率均在97.00%以上。

表5 公司主要产品产销量及销售价格情况（元/条、元/套）

产品	2016年				2015年			
	产量	销量	库存	均价	产量	销量	库存	均价
工艺发条（万条）	540.38	543.76	351.86	110.82	778.37	763.04	355.24	114.77
化纤发条（万条）	2,737.09	2,673.82	1,047.20	22.09	2,142.47	1,950.09	983.93	24.19
化纤假发（万套）	290.14	285.62	65.26	59.32	299.53	284.52	60.74	58.05
人发假发（万套）	102.82	103.20	40.62	240.26	116.48	114.48	41.00	235.82

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

毛利率方面，2016年主营业务毛利率为33.71%，同比增加4.04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，2016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10.97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9.22个百分点。分产品看，2016年公司工艺发条产品毛利率同比增加2.27个百分点为18.48%，化纤发条产品毛利率同比减少1.82个百分点为47.01%，人发

假发产品毛利率较上年变化不大，化纤假发产品毛利率同比增加2.98个百分点为28.35%，阻燃纤维毛利率同比增加6.90个百分点为33.50%，阻燃纤维毛利率大幅增加主要系2016年原材料价格同比下降，且生产的高性能阻燃纤维比例增加所致。

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。2016年因人发假发市场需求减弱，公司人发假发产品生产销售减少，同时因2015年公司人发原材料库存规模较大，使得公司2016年人发原材料采购总额及采购总量同比分别大幅减少75.08%、75.66%；从人发原材料采购价格来看，国内外采购均价差异较大，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。2016年公司化纤原材料采购总额同比增长1.96%，采购总量同比下滑11.09%；化纤原材料2016年国内外采购均价同比下降，但国外采购均价却同比增长12.44%，且2016年国外采购均价高于国内采购均价41.28%，主要是由于2016年公司化纤产品销售增加，采购规模扩大，且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造成了国内外采购的价格差异。总体而言，2016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。

总体而言，2016年公司非洲市场销量提升，该区域销售收入同比增长，但受制于欧美市场发制品消费低迷，欧美市场销售收入降幅较大，导致公司营业收入整体有所下滑；2016年公司毛利率较低的工艺发条产品销售下降，毛利率较高的化纤发条产品销售增长，受益于产品销售结构变化，主营业务毛利率增加使得公司综合盈利能力有所提升。

公司主要客户较为稳定，国内销售仍以线下为主，2016年继续加强品牌推广及门店优化整合，但门店整合短期内尚未取得明显成效

为提升品牌形象和增强终端把控能力，2016年公司进一步加强渠道管理，淘汰了部分加盟店，公司新拓展门店43家，关闭54家。截至2016年末，公司拥有门店数量合计194家，其中“Rebecca”品牌终端店共有168家，其中直营店49家，直营店比去年同期净增加15家，加盟店119家，同比净减少18家；Sleek品牌终端店26家，其中直营店4家，同比净增加4家，加盟店22家，同比净减少12家。

表6 公司实体门店情况（单位：家）

品牌	门店类型	2016 年末数	2015 年末数	2016 新开	2016 关闭
Rebecca	直营店	49	34	17	2
	加盟店	119	137	20	38
Sleek	直营店	4	0	4	0
	加盟店	22	34	2	14
合计		194	205	43	54

资料来源：公司提供

2016年公司Rebecca品牌实现销售收入20,793.09万元，同比增长2.75%，毛利率为62.39%，毛利率同比变化不大。Sleek品牌实现销售收入884.44万元，同比下降15.95%，毛利率为48.47%，毛利率同比下降1.57个百分点。公司直营店实现销售收入10,775.90万元，同比增长22.19%，毛利率为69.46%，毛利率同比下降0.12个百分点。加盟店实现销售收入10,901.63万元，同比下降12.57%；毛利率为54.36%，毛利率同比下降0.67个百分点。从门店绩效来看，2016年公司Rebecca品牌门店平均店效为248.17万元，Sleek品牌门店平均店效为76.58万元；直营店平均店效为293.22万元，加盟店平均店效为229.31万元。

整体而言，2016年公司继续进行门店优化整合工作，但从门店整合绩效来看，短期内未取得明显成效。

表7 2016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	20,793.09	2.75%	62.39%	减少 0.11 个百分点
	Sleek	884.44	-15.95%	49.47%	减少 1.57 个百分点
按门店划分	直营店	10,775.90	22.19%	69.46%	减少 0.12 个百分点
	加盟店	10,901.63	-12.57%	54.36%	减少 0.67 个百分点

资料来源：公司 2016 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，通过与明星开展合作，积极参加并举办各种发布会；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。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，2016年公司已搭建完毕的国内电商平台主要有天猫Rebecca旗舰店、Sleek旗舰店以及京东Rebecca店和微商城；国际电商平台主要有速卖通Sleek店、Rebecca店、NOBLE店以及公司自建商城和亚马逊店。

从客户集中度来看，2016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38,738.51万元，占营业收入的比重为21.39%，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2016年度美洲市场产品销售结构变化，高档产品销售不畅，低值产品主导市场，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量。

表8 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
----	-------	------	------

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%
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%

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2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所减少，存货占比较大，对营运资金形成一定占用

截至2016年末，公司总资产为426,336.45万元，同比下降12.62%，主要系公司利用闲置资金偿还较多借款所致。公司资产以流动资产为主，2016年底流动资产占比达78.39%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,488.39	8.63%	35,196.08	8.26%	70,446.89	14.44%
应收账款	21,480.94	5.08%	21,693.66	5.09%	29,057.81	5.96%
预付款项	5,196.38	1.23%	6,344.32	1.49%	6,338.70	1.30%
存货	263,738.29	62.35%	266,025.35	62.40%	282,469.65	57.90%
流动资产合计	331,502.37	78.37%	334,217.59	78.39%	394,884.65	80.94%
可供出售金融资产	9,574.00	2.26%	9,574.00	2.25%	9,574.00	1.96%
固定资产	55,497.75	13.12%	55,314.23	12.97%	51,764.27	10.61%

无形资产	20,487.28	4.84%	20,522.32	4.81%	16,401.67	3.36%
非流动资产合计	91,519.94	21.63%	92,118.86	21.61%	93,008.25	19.06%
资产总计	423,022.31	100.00%	426,336.45	100.00%	487,892.90	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 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2016年末，公司货币资金达35,196.08万元，主要为包括人民币、美元及兰特等货币形式的银行存款，折合人民币33,792.30万元，此外1,099.04万元其他货币资金使用受限。截至2016年末，公司应收账款21,693.66万元，同比减少25.34%。从账龄来看，1年以内的应收账款占比87.11%，2016年末公司应收账款坏账准备金额为1,109.59万元；截至2016年末，公司应收账款前5名占应收账款总额的比重为23.88%，存在一定的集中风险。2016年末公司预付款项为6,344.32万元，主要为预付的人发采购款。截至2016年末，公司存货为266,025.35万元，占总资产的比重为62.40%，从存货构成看，原材料、在产品、库存商品及发出商品占比分别为48.12%、28.99%、22.65%和0.24%，公司大额库存对营运资金形成一定占用。

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2016年末，公司可供出售金融资产为9,574.00万元，为公司中原银行股权投资款。截至2016年末，公司固定资产为55,314.23万元，同比增长6.86%，主要系尚集化纤发丝生产线在建工程完工转入所致，公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备等，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。截至2016年末，公司无形资产账面价值为20,522.32万元，其中土地使用权19,982.58万元。

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，对运营资金形成一定占用。

资产运营效率

2016年公司加强对应收账款及应付账款管理，但存货规模较大，存货对营运资金形成一定占用，导致资产运营效率整体有所下滑

2016年公司营业收入同比下降6.91%，公司加强应收账款的管理，应收账款同比减少25.34%，应收账款以更大的幅度下降，使得公司应收账款周转天数减少3.15天；公司加强存货管理，存货规模同比减少5.82%，但存货规模仍较大，且存货规模降幅不及营业成本降幅，导致公司存货周转天数增加116.91天；公司减少人发原材料采购，应付账款也同比下降16.14%，应付账款周转天数减少6.68天。综合来看，公司净营业周期增加120.44天，同时公司流动资产周转天数及固定资产周转天数均有所增加，公司总资产周转效率下降，公司资产运营效率整体有所下滑。

表10 公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	50.45	53.60
存货周转天数	821.62	704.71
应付账款周转天数	41.69	48.38
净营业周期	830.37	709.93
流动资产周转天数	724.73	677.77
固定资产周转天数	106.44	91.88
总资产周转天数	893.02	828.63

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下滑，但受益于产品销售结构变化，主营业务盈利能力有所增强；但欧美发制品需求疲软，税收政策变化及汇率波动，影响公司盈利水平

2016年公司实现营业收入 181,085.90 万元，同比下降6.91%。其中美洲市场实现收入 59,443.75万元，同比大幅下降27.40%，占营业收入的比重由上年的42.09%下降至32.83%。欧洲市场实现收入13,484.15万元，同比下降5.22%。受益于非洲市场销售改善，非洲市场实现收入71,854.02万元，同比增长8.96%，占营业收入的比重由上年的33.90%提升至49.68%。

毛利率方面，2016年公司综合毛利率为33.64%，同比提升3.78个百分点；主营业务毛利率为33.71%，同比增加4.04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。2016年公司毛利率较低的工艺发条产品销售收入同比下降31.19%，占主营业务收入的比重同比减少10.97个百分点；毛利率较高的化纤发条产品销售收入同比增长25.22%，占主营业务收入的比重同比提高9.22个百分点。

2016年公司获得营业外收入1,323.67万元，同比下滑66.24%，其中销售人发档发增值税即征即退款由上年的3,559.90万元降至887.76万元，增值税即征即退款减少主要系从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，同时2016年公司减少人发原材料采购所致。2016年公司加强内部管理，管理费用同比减少19.39%，同时利用闲置资金偿还较多银行借款，财务费用同比减少14.25%，综合使得公司期间费用率同比下降1.01个百分点。汇率方面，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，公司境外部分子公司所在国家货币对美元贬值，也造成公司2016年发生汇兑损失1,954.03万元，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，2016年公司美洲市场收入大幅下滑，非洲市场销售增长，公司营业收入降幅收窄，同时公司产品销售结构变化主营业务毛利率提高，但出口退税比例下调及汇率变动削弱了公司的盈利水平。

表11 公司主要盈利能力指标

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入（万元）	45,497.59	181,085.90	194,519.20
营业利润（万元）	4,363.14	19,477.23	12,168.71
营业外收入（万元）	479.82	1,323.67	3,920.99
利润总额（万元）	4,838.46	20,742.86	15,939.12
净利润（万元）	4,354.94	17,198.14	14,131.26
综合毛利率	32.51%	33.64%	29.86%
期间费用率	21.87%	22.09%	23.10%
营业利润率	9.59%	10.76%	6.26%
总资产回报率	-	6.46%	5.68%
净资产收益率	-	7.34%	6.13%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，利用自有资金偿还较多银行借款，筹资活动现金流出规模较大

2016年公司营业外收入同比下滑66.24%，但受益于主营业务毛利率提高及期间费用率下降，净利润同比增长21.70%至17,198.14万元。2016年公司相关房产、土地及机器设备等资产较为为稳定，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。营运资本方面，2016年公司加强对采购及应收账款管理，当年存货及经营性应收项目大幅减少，使得公司经营活动现金产生净流入52,313.48万元，经营活动现金流较上年有较大改善。

2016年公司投资活动现金流出6,570.90万元，主要为支付的许昌尚集产业集聚区土地款。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。考虑到欧美市场销售不畅，未来公司经营环境仍面临一定的风险，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12 公司现金流变动情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
净利润	4,354.94	17,198.14	14,131.26
非付现费用	-	6,034.54	5,561.87

非经营损益	-	-342.78	29.28
FFO	-	22,889.90	19,722.41
营运资本变化	-	29,423.58	-16,588.26
其中：存货的减少（减：增加）	-	16,399.88	-30,778.63
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	7,664.56	15,531.46
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	5,359.14	-1,341.09
经营活动产生的现金流量净额	1,080.74	52,313.48	3,134.15
投资活动产生的现金流量净额	-789.90	-5,957.44	-3,959.87
筹资活动产生的现金流量净额	932.93	-78,258.11	44,629.04
现金及现金等价物净增加额	1,472.03	-35,441.94	41,142.10

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模及有息债务减少，但1年内到期有息债务规模较大，存在一定的短期债务压力

2016年因公司偿还较多银行借款，负债总额同比减少23.99%，公司所有者权益变动不大，截至2016年末，公司产权比率为82.31，所有者权益对债务的保障程度同比有所增强。

表13 公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	184,467.73	192,480.82	253,237.07
其中：流动负债	331,502.37	334,217.59	394,884.65
非流动负债	55,584.39	55,553.19	85,472.42
所有者权益	238,554.58	233,855.63	234,655.84
产权比率	77.33%	82.31%	107.92%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

2016年末公司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2016年末，公司短期借款39,400.00万元，占总负债的比重为20.47%，主要是保证借款（7,000.00万元）和信用借款（32,400.00万元）。截至2016年末，公司应付账款12,695.21万元，同比下降16.14%，主要系公司减少人发原材料采购所致。截至2016年末，公司一年内到期的非流动负债为65,000.00万元，占总负债的比重为33.77%，全部为中国进出口银行总行营业部信用借款。

2016年末公司非流动负债主要由应付债券构成。截至2016年末，公司尚无长期借款余额，应付债券为本期债券。

表14 公司主要债务结构（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
----	---------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	41,400.00	22.44%	39,400.00	20.47%	103,601.28	40.91%
应付账款	7,693.09	4.17%	12,695.21	6.60%	15,139.47	5.98%
一年内到期的非流动负债	65,000.00	35.24%	65,000.00	33.77%	35,000.00	13.82%
流动负债合计	128,883.34	69.87%	136,927.63	71.14%	167,764.65	66.25%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	30,000.00	13.15%
应付债券	55,533.72	30.10%	55,502.53	28.84%	55,393.04	21.87%
非流动负债合计	55,584.39	30.13%	55,553.19	28.86%	85,472.42	33.75%
负债合计	184,467.73	100.00%	192,480.82	100.00%	253,237.07	100.00%
有息债务	162,463.72	88.07%	160,442.53	83.36%	224,534.32	88.67%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

2016年末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、应付债券构成。因公司利用闲置资金偿还较多银行借款，2016年末公司有息债务同比减少28.54%，为160,442.53万元，占总负债的比重为83.36%。公司有息债务以短期为主，仅2017年需偿还104,400.00万元，公司面临一定的短期偿债压力。

表15 截至2016年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年
银行借款	104,400.00	0.00	0.00	0.00
公司债券	0.00	0.00	0.00	56,000.00
合计	104,400.00	0.00	0.00	56,000.00

注：公司提供的上述债务偿还分布未包含应付票据，应付票据期限一般在6个月

资料来源：公司提供

从公司各项偿债指标来看，截至2016年末，公司资产负债率降至45.15%，流动比率及速动比率同比变化不大，但因存货规模较大，速动比率仍处于较低水平。因主营业务毛利率增加，期间费用减少，公司利润总额扩大，公司EBITDA及EBITDA利息保障倍数均同比增长，EBITDA对有息债务的覆盖能力有所增强。总体来看，公司1年内有息债务规模较大，仍存在一定的短期偿付压力。

表16 公司主要偿债能力指标变动情况

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	43.61%	45.15%	51.90%
流动比率	2.57	2.44	2.35
速动比率	0.53	0.50	0.67
EBITDA（万元）	-	35,240.10	31,424.16
EBITDA 利息保障倍数	-	4.00	3.12
有息债务/EBITDA	-	4.55	7.15

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2016年非洲市场发制品销量增长，公司化纤发条产销量提升，非洲市场销售收入同比增长，在主营业务收入中占比提升。公司产品销售结构调整，毛利率较低的工艺发条产品销售下降，毛利率较高的化纤发条产品销售增长，公司主营业务盈利能力有所增强。同时我们也注意到，2016年欧美市场低迷，销售缩减，对公司收入贡献下滑。公司出口的假发制品出口退税率及档发增值税退税优惠比例下调，汇率波动给公司生产经营带来了管理难度，造成了汇兑损失，影响了公司的盈利水平。公司存货规模较大，对营运资金形成一定占用。公司1年内到期有息债务规模较大，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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	36,488.39	35,196.08	70,446.89	28,502.00
应收票据	1,776.74	1,772.55	2,335.35	1,348.81
应收账款	21,480.94	21,693.66	29,057.81	28,865.57
预付款项	5,196.38	6,344.32	6,338.70	12,189.06
其他应收款	2,398.65	2,463.27	1,867.72	5,936.72
存货	263,738.29	266,025.35	282,469.65	251,684.12
其他流动资产	422.99	722.35	2,368.53	9,025.13
流动资产合计	331,502.37	334,217.59	394,884.65	337,551.42
可供出售金融资产	9,574.00	9,574.00	9,574.00	9,574.00
固定资产	55,497.75	55,314.23	51,764.27	47,529.25
在建工程	402.07	1,317.82	9,243.27	5,807.20
无形资产	20,487.28	20,522.32	16,401.67	16,119.12
商誉	1,475.32	1,475.32	1,667.16	1,668.65
长期待摊费用	1,023.75	1,297.60	2,104.06	1,153.90
递延所得税资产	2,207.98	2,207.98	1,863.30	1,881.75
其他非流动资产	851.79	409.57	390.53	6,488.02
非流动资产合计	91,519.94	92,118.86	93,008.25	90,221.89
资产总计	423,022.31	426,336.45	487,892.90	427,773.31
短期借款	41,400.00	39,400.00	103,601.28	74,021.57
应付票据	530.00	540.00	540.00	0.00
应付账款	7,693.09	12,695.21	15,139.47	21,530.19
预收款项	3,890.31	5,072.21	3,851.83	3,676.86
应付职工薪酬	3,681.69	7,214.44	5,807.88	6,479.34
应交税费	1,519.57	2,558.04	913.95	2,488.34
应付利息	971.91	209.15	209.15	0.00
其他应付款	4,196.78	4,238.56	2,701.09	1,916.18
一年内到期的非流动负债	65,000.00	65,000.00	35,000.00	55,907.26
流动负债合计	128,883.34	136,927.63	167,764.65	166,019.75
长期借款	0.00	0.00	30,000.00	35,000.00
应付债券	55,533.72	55,502.53	55,393.04	0.00
递延收益	50.67	50.67	79.38	108.10
非流动负债合计	55,584.39	55,553.19	85,472.42	35,108.10
负债合计	184,467.73	192,480.82	253,237.07	201,127.85
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	-36,326.91	-36,670.92	-23,389.19	-21,041.59
盈余公积	18,797.43	18,797.43	17,392.72	16,438.12
未分配利润	117,524.74	113,196.93	102,157.59	92,746.66
归属于母公司所有者权益合计	238,040.05	233,368.23	234,205.92	226,187.98
少数股东权益	514.54	487.40	449.92	457.47
所有者权益合计	238,554.58	233,855.63	234,655.84	226,645.46
负债和所有者权益总计	423,022.31	426,336.45	487,892.90	427,773.31

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	45,497.59	181,085.90	194,519.20	193,226.00
其中：营业收入	45,497.59	181,085.90	194,519.20	193,226.00
二、营业总成本	41,134.45	162,208.86	182,350.49	189,514.89
其中：营业成本	30,705.22	120,164.29	136,435.43	143,518.11
营业税金及附加	477.16	1,699.57	828.17	2,171.29
销售费用	3,496.39	15,712.28	15,642.20	14,106.36
管理费用	3,287.42	12,963.51	16,081.18	15,826.78
财务费用	3,168.26	11,330.43	13,213.44	13,720.53
资产减值损失	0.00	338.79	150.08	171.82
加：投资收益	0.00	600.19	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,363.14	19,477.23	12,168.71	3,711.10
加：营业外收入	479.82	1,323.67	3,920.99	14,388.79
减：营业外支出	4.50	58.04	150.57	92.07
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	4,838.46	20,742.86	15,939.12	18,007.82
减：所得税费用	483.52	3,544.72	1,807.86	2,433.26
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	4,354.94	17,198.14	14,131.26	15,574.56
归属于母公司所有者的净利润	4,327.81	17,160.66	14,138.82	15,632.56
少数股东损益	27.13	37.48	-7.56	-58.00

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 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	2017年1-3月	2016年	2015年	2014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	43,190.87	180,024.47	190,435.50	194,173.24
收到的税费返还	282.04	1,968.56	15,257.70	29,939.37
收到其他与经营活动有关的现金	172.02	810.65	1,021.47	945.29
经营活动现金流入小计	43,644.92	182,803.67	206,714.67	225,057.90
购买商品、接受劳务支付的现金	18,711.77	56,112.83	120,626.35	140,423.43
支付给职工以及为职工支付的现金	14,017.29	47,248.92	52,804.92	49,446.52
支付的各项税费	2,977.98	10,613.12	10,886.49	21,805.57
支付其他与经营活动有关的现金	6,857.14	16,515.32	19,262.76	17,917.71
经营活动现金流出小计	42,564.18	130,490.19	203,580.52	229,593.23
经营活动产生的现金流量净额	1,080.74	52,313.48	3,134.15	-4,535.33
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	600.19	0.00	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	0.00	13.27	22.17	7.82
投资活动现金流入小计	0.00	613.46	22.17	7.82
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	789.90	6,570.90	3,982.04	4,258.53
投资活动现金流出小计	789.90	6,570.90	3,982.04	4,258.53
投资活动产生的现金流量净额	-789.90	-5,957.44	-3,959.87	-4,250.71
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	8,000.00	69,400.00	175,823.13	116,001.03
发行债券收到的现金	0.00	0.00	55,440.00	0.00
筹资活动现金流入小计	8,000.00	69,400.00	231,263.13	116,001.03
偿还债务支付的现金	6,000.00	133,856.80	172,862.77	114,300.43
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,067.07	13,801.31	13,771.32	17,362.62
筹资活动现金流出小计	7,067.07	147,658.11	186,634.09	131,663.04
筹资活动产生的现金流量净额	932.93	-78,258.11	44,629.04	-15,662.01
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	248.26	-3,539.87	-2,661.22	-1,238.46
五、现金及现金等价物净增加额	1,472.03	-35,441.94	41,142.10	-25,686.52
加：期初现金及现金等价物余额	34,097.04	69,538.98	28,396.88	54,083.40
六、期末现金及现金等价物余额	35,569.07	34,097.04	69,538.98	28,396.88

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	17,198.14	14,131.26	15,574.56
加：资产减值准备	338.79	150.08	171.82
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,568.10	3,148.28	3,076.37
无形资产摊销	489.22	624.92	738.21
长期待摊费用摊销	1,638.44	1,638.60	1,168.50
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	1.90	10.84	8.74
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-344.68	18.44	186.42
存货的减少（增加以“－”号填列）	16,399.88	-30,778.63	-38,619.49
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	7,664.56	15,531.46	5,328.17
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	5,359.14	-1,341.09	7,831.36
经营活动产生的现金流量净额	52,313.48	3,134.15	-4,535.33

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
资产负债率	43.61%	45.15%	51.90%	47.02%
有息债务（万元）	162,463.72	160,442.53	224,534.32	164,928.83
流动比率	2.57	2.44	2.35	2.03
速动比率	0.53	0.50	0.67	0.52
期间费用率	21.87%	22.09%	23.10%	22.59%
营业利润率	9.59%	10.76%	6.26%	1.92%
净资产收益率	1.84%	7.34%	6.13%	6.89%
应收账款周转天数	-	50.45	53.60	51.05
存货周转天数	-	821.62	704.71	582.89
应付账款周转天数	-	41.69	48.38	41.87
净营业周期	-	830.37	709.93	592.07
流动资产周转天数	-	724.73	677.77	621.30
固定资产周转天数	-	106.44	91.88	89.86
总资产周转天数	-	893.02	828.63	775.55
营运资本变化（万元）	-	29,423.58	-16,588.26	-25,459.95
产权比率	77.33%	82.31%	107.92%	88.74%
综合毛利率	32.51%	33.64%	29.86%	25.73%
总资产回报率	-	6.46%	5.68%	6.50%
EBITDA（万元）	-	35,240.10	31,424.16	32,436.00
EBITDA 利息保障倍数	-	4.00	3.12	3.43
有息债务/EBITDA	-	455.28%	714.53%	508.47%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2016年末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 2016 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	$360/[营业收入*2/(本年固定资产总额+上年固定资产总额)]$
	应收账款周转天数	$360/[营业收入*2/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)]$
	存货周转天数	$360/[营业成本*2/[(期初存货+期末存货)]]$
	流动资产周转天数	$360/[营业收入*2/(本年流动资产总额+上年流动资产总额)]$
	应付账款周转天数	$360/[营业成本*2/[(期初应付账款余额+期末应付账款余额)]]$
	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	$360/[营业收入*2/[(本年资产总额-本年预付款-本年商誉+上年资产总额-上年预付款-上年商誉)]]$
	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	$(营业收入-营业成本)/营业收入*100\%$
	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	$(利润总额+计入财务费用的利息支出)/((本年资产总额+上年资产总额)/2)*100\%$
	期间费用率	$(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入*100\%$
	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	$EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)$
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
资本结构及财务安全性	资产负债率	$负债总额/资产总额*100\%$
	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	$(流动资产合计-存货)/流动负债合计$
	长期有息债务	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。