

河南瑞贝卡发制品股份有限公司

**2015 年公司债券 2019 年**

**跟踪信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
 中鹏信评【2019】跟踪第  
 【429】号 01

债券简称：15 瑞贝卡  
 债券剩余规模：4,000 万元  
 债券到期日期：2020 年  
 12 月 8 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：  
 谢海琳 钟继鑫

电话：  
 0755-82872123

邮箱：  
 xiehl@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
 资信评估股份有限公司  
 公司债券评级方法，该评  
 级方法已披露于公司官  
 方网站。

中证鹏元资信评估股份  
 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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 河南瑞贝卡发制品股份有限公司 2015 年公司债券 2019 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	2019 年 6 月 21 日	2018 年 5 月 10 日

**评级观点：**

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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”，股票代码：600439）及其 2015 年 12 月 8 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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。该评级结果是考虑到：公司非洲和国内市场销售收入实现增长，毛利率较高。同时中证鹏元也关注到，公司面临一定的跨境经营的管理风险，美洲市场收入和毛利率下降影响了公司收入稳定性和盈利能力，存货对营运资金形成明显占用，资产流动性弱，存货面临跌价风险，短期内偿债压力较大等风险因素。

**正面：**

- 公司在非洲和国内市场销售收入实现增长，毛利率较高。2018 年，公司发条和头套产品的产销率均在 95%以上，非洲地区和国内市场营业收入分别为 8.95 亿元和 3.19 亿元，同比分别增长 1.29%和 19.62%，占营业收入的比重分别为 47.59%和 16.94%，分别是公司第一大和第三大区域市场；2018 年非洲和国内市场毛利率分别为 39.33%和 60.98%。

**关注：**

- 公司面临一定的跨境经营的管理风险。截至 2018 年，公司在非洲、美国和柬埔寨

等地区共设立了 9 家销售型子公司和 3 家生产型子公司，12 家境外子公司 2018 年度营业收入为 10.58 亿元，占公司营业收入的 56.25%，考虑到境外子公司分布区域广，数量较多，所在国政治、经济、法律和文化环境等客观上存在的差异，公司面临一定的跨境经营的管理风险。

- **美洲市场收入和毛利率下降影响了公司收入稳定性和盈利能力。**2018 年公司美洲市场营业收入为 4.51 亿元，同比下降 17.42%，在营业收入中的占比为 23.98%；毛利率为 10.27%，较上年下降 7.01 个百分点，远低于公司综合毛利率 34.85%，美洲市场作为公司第二大市场，收入和毛利率的下降影响了公司的收入稳定性和盈利能力。
- **存货对营运资金形成明显占用，资产流动性弱，面临存货跌价风险。**2018 年末公司存货为 31.62 亿元，经营活动现金净流出 1.06 亿元，年末速动比率为 0.36，资产流动性弱，且随着发制品市场需求结构的改变及工艺发条毛利率趋低，存货存在跌价风险。
- **公司短期偿债压力较大。**2018 年末公司有息债务为 18.26 亿元，在总负债中的占比为 91.11%，其中 2019 年需偿还的有息债务为 16.21 亿元。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	484,637.58	486,493.02	445,167.99	426,336.45
归属于母公司所有者权益合计	283,841.97	285,651.91	266,572.71	233,368.23
有息债务	186,117.21	182,573.74	156,819.84	159,902.53
资产负债率	41.34%	41.19%	40.00%	45.15%
流动比率	2.19	2.18	6.11	2.44
速动比率	0.38	0.36	1.34	0.50
营业收入	45,608.30	188,134.86	194,665.07	181,085.90
营业利润	5,334.34	25,978.34	24,471.27	19,477.23
净利润	5,006.09	23,346.46	21,546.95	17,198.14
综合毛利率	36.05%	34.85%	36.51%	33.64%
总资产回报率	-	7.63%	7.43%	6.46%
EBITDA	-	42,167.80	38,401.78	35,240.10
EBITDA 利息保障倍数	-	4.63	5.03	4.00
经营活动现金流净额	2,877.29	-10,647.78	16,873.54	52,313.48

注：2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 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，主要用于补充流动资金，债券票面年利率为5.68%。截至2018年12月31日，本期债券资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人未发生变化，第一大股东仍为河南瑞贝卡控股有限责任公司（以下简称“瑞贝卡控股公司”），实际控制人仍为郑有全。2018年度，瑞贝卡控股公司以自身名义通过上海证券交易所交易系统增持了公司股份，共计增持15,481,000.00股，持股比例由32.34%增加至33.71%。截至2019年3月末，公司前十大股东如表1所示。截至2019年5月6日，瑞贝卡控股公司的质押股票合计180,000,000股，占其所持有公司股票的47.18%，占公司总股本的15.90%。

**表1 截至2019年3月末公司前十大股东明细**

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
河南瑞贝卡控股有限责任公司	381,538,217	33.71
河南瑞贝卡发制品股份有限公司-第一期员工持股计划	22,467,179	1.98
陕西省国际信托股份有限公司-陕国投 鑫鑫向荣 26 号证券投资集合资金信托计划	22,037,711	1.95
云南国际信托有限公司-云南信托 聚鑫 9 号集合资金信托计划	22,028,626	1.95
香港中央结算有限公司(陆股通)	20,673,272	1.83
陕西省国际信托股份有限公司-陕国投 鑫鑫向荣 27 号证券投资集合资金信托计划	19,316,053	1.71
中国工商银行股份有限公司-光大保德信中国制造 2025 灵活配置混合型证券投资基金	13,454,865	1.19
四川电子科技大学教育发展基金会	13,428,600	1.19
蔡风水	11,600,000	1.02
深圳市润石资产管理有限公司-润石 4 号证券投资基金	7,492,661	0.66
<b>合计</b>	<b>534,037,184</b>	<b>47.19</b>

资料来源：Wind

2018年，公司合并报表范围内的子公司未减少，新增一家在美国特拉华州投资设立的子公司，具体如表2所示。

**表2 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**
**1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
瑞贝卡时尚有限责任公司	100%	13,871.40	发制品的销售及进出口贸易	设立

资料来源：公司提供

### 三、运营环境

北美洲和非洲仍是我国发制品出口主力市场，人民币兑美元的贬值有利于美洲市场出口额的提升，但非洲地区主要消费市场汇率波动较大，不利于出口额的稳定增长

根据国家海关数据显示，2018年中国发制品全球进出口总额约为38.57亿美元，同比增长13.63%，其中出口总额约为36.21亿美元，同比增长13.97%；进口总额约为2.36亿美元，同比增长8.69%，进出口总额同比增幅明显，整体发展态势比较好，同时北美洲和非洲仍是我国发制品出口主力市场。其中，北美洲仍是我国最大的主力市场，中国发制品在北美洲的出口额为14.25亿美元，同比增长11.39%，占出口总额的39.05%，比重较2017年下降1.21个百分点；在非洲的出口额为13.37亿美元，同比增长13.36%，占出口总额的36.92%，比重较上年提升2.12个百分点。非洲市场目前是全球第二大发制品消费市场，拥有超过7亿的非裔人口，随着当地居民生活水平的提高，非洲有望取代北美洲成为世界上第一大假发消费市场。2018年，中国发制品在亚洲、欧洲的消费潜力逐渐显露，主要原因是近年来欧洲和亚洲地区从刚需开始转向时尚类的消费需求，消费需求在稳步增长。其中，欧洲市场的出口额为2.33亿美元，同比增长13.36%，在出口额中的比重为6.43%；亚洲市场的出口额为5.25亿美元，同比增幅4.01%，在出口额中的比重为14.43%。

从具体国家来看，2018年我国发制品主要出口国家是美国、贝宁、南非、尼日利亚、日本、阿联酋和英国等国，美国仍是发制品主要消费市场，2018年我国出口美国的发制品总额为14.11亿美元，同比增幅11.34%，在出口额中的占比为38.97%。其次是非洲的贝宁、南非、尼日利亚，针对这三个国家的发制品出口额分别为3.94亿美元、3.76亿美元、3.28亿美元，在出口额中的占比合计30.39%。其中，出口额增幅最大的国家是贝宁和阿联酋，2018年同比分别增长47.46%和41.11%。

目前，发制品企业主要为出口型企业，汇率变动对发制品企业营收有重要影响。分销售区域来看，我国发制品出口企业对美洲地区的销售均以美元结算，考虑到美洲地区作为全球第一大假发消费市场，销售规模较大，人民币汇率变动对发制品企业利润有重要影响。2017年美元兑人民币汇率走势持续走低，人民币处于升值状态，给发制品企业

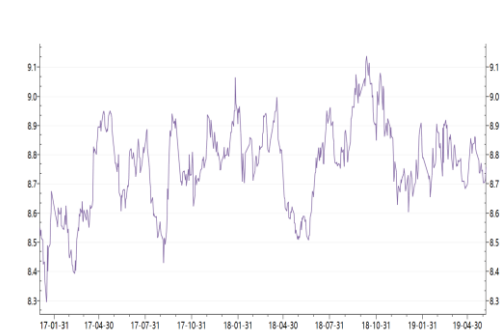
带来了一定的汇兑损失。2018年年初以来，人民币兑美元汇率先升值，受中美贸易战影响，4月后持续贬值，六月份以来人民币贬值开始加速，美元对人民币汇率由2018年初的6.5079上升至2018年末的6.8632，到2019年6月5日的6.8903，人民币的持续贬值，有利于我国发制品企业的美洲市场出口额提升。2018年英镑兑人民币汇率波动较大，整体而言，汇率较上年有所提升，人民币继续贬值，有利于我国发制品企业的欧洲市场出口额提升。

图 1 2017 年至今美元兑人民币中间价走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

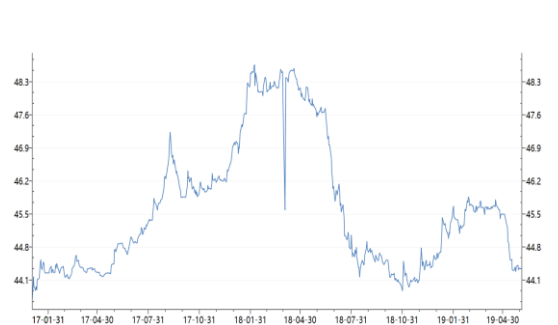
图 2 2017 年至今英镑兑人民币汇率走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年人民币兑奈拉（尼日利亚官方货币）汇率整体呈逐步走低态势，人民币兑兰特（南非官方货币）汇率波动较大，但整体汇率较上年有所提升。奈拉和兰特处于贬值状态，在一定程度上降低我国发制品企业在非洲地区的营收规模，非洲地区主要发制品消费国的较大幅度汇率波动不利于我国发制品企业的营收稳定。

图 3 2017 年至今人民币兑奈拉汇率走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2017 年至今人民币兑兰特汇率走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国发制品生产地较为集中，跨境电商对发制品原有的海外经销商渠道形成分流，对发制品企业带来一定冲击

中国发制品生产企业主要分布于河南、山东、湖南、安徽和广东等地，2018年出口

总额在全国出口额中的占比为90.91%。2018年河南省发制品出口额约为18.60亿美元，同比增长15.47%，占全国出口规模比重高达51.37%，紧排第二的是山东，出口额约为7.76亿美元，占比21.42%，湖南、安徽、广东分列三至五名，出口额占比分别为9.89%、4.50%、3.73%。

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和物流系统的逐步完善，跨境电商对原有的海外经销商渠道形成了较大规模的分流，给发制品企业带来一定冲击。根据跨境电商零售平台速卖通的最新数据显示，2018年，假发在速卖通的海外成交商品中排名第一。

## 四、经营与竞争

2018年公司主营业务收入仍主要来源于发制品系列产品的研发、设计、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、教习头、复合纤维材料（纤维发丝）等六大类，拥有“Rebecca”、“Sleek”、“NOBLE”和“Magic”等自主品牌。2018年公司实现营业收入18.81亿元，同比下降3.35%，主要是美洲地区销售收入大幅下降。跨境电商快速发展对线下原有经销商渠道带来较大的冲击，叠加美洲地区消费者需求变化，导致工艺发条2018年毛利率大幅下降6.57个百分点，从而拉低了综合毛利率1.66个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017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		
<b>1、主营业务</b>						
工艺发条	32,656.46	13.50%	49,752.81	20.07%	-34.36%	-6.57%
化纤发条	83,959.75	40.62%	78,926.89	46.30%	6.38%	-5.68%
人发头套	25,653.83	42.68%	23,703.80	42.00%	8.23%	0.68%
化纤头套	26,298.47	38.36%	22,320.35	40.37%	17.82%	-2.01%
阻燃纤维	14,569.09	33.88%	11,331.55	27.93%	28.57%	5.95%
教习头	1,332.48	5.35%	1,323.79	4.86%	0.66%	0.49%
<b>小计</b>	<b>184,470.08</b>	<b>34.99%</b>	<b>187,359.20</b>	<b>36.68%</b>	<b>-1.54%</b>	<b>-1.69%</b>
<b>2、其他业务</b>						
其他业务收入	3,664.78	27.74%	7,305.87	32.15%	-49.84%	-4.41%
<b>营业收入合计</b>	<b>188,134.86</b>	<b>34.85%</b>	<b>194,665.07</b>	<b>36.51%</b>	<b>-3.35%</b>	<b>-1.66%</b>

注：阻燃纤维由子公司抚顺瑞华纤维有限公司生产和销售，主要用于航空、军事服装等，市场需求较好。  
资料来源：公司提供



公司面临一定的跨境经营的管理风险，产品在各区域的产销情况继续分化；非洲和国内市场销售收入继续增加，但美洲市场营业收入持续下降，毛利率也有所下降，导致2018年公司营业收入和毛利率双降

目前公司产品以外销为主，涉及多个国家和地区，产品主要销往非洲、美洲、欧洲和亚洲等地区，形成了较为完善的全球销售市场布局。截至2018年末，公司在境外设立了9家销售型子公司（非洲6家，美国、英国和巴西各1家）和3家生产型子公司（尼日利亚、加纳和柬埔寨各1家），在境内设立9家子公司。其中，12家境外子公司的2018年营业收入为10.58亿元，占公司营业收入的56.25%，考虑到境外子公司分布区域广，数量较多，所在国政治、经济、法律和文化环境等客观上存在的差异，公司面临一定的跨境经营的管理风险。

公司在非洲市场经营多年，采取直销和经销相结合的方式，销售渠道覆盖西非、东非、中非和南非大陆，销售品牌为“NOBLE”、“JOEDIR”、“COUTURE”等，在非洲的2家生产型子公司和6家销售型子公司可以实现地产地销，未来公司拟逐步扩大非洲市场份额，在非洲投资兴建更多工厂，进一步扩大地产地销规模。2018年非洲市场实现营业收入8.95亿元，同比增长1.29%，在营业收入中的占比为47.59%，占比较上年增加2.18个百分点，仍是公司最大的收入市场。毛利率方面，非洲地区毛利率为39.33%，同比下降3.34个百分点，主要原因是随着跨境电商的快速发展和越来越多发制品企业进入非洲市场，市场竞争日趋激烈。

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，公司在当地还面临跨境电商的激烈冲击，经销商渠道市场份额受到挤压。2018年美洲地区营业收入为4.51亿元。同比下降17.42%，毛利率为10.27%，下降7.01个百分点，同时终端消费者对低附加值产品的偏好导致低毛利率产品的销售收入占比增加。为应对美洲地区销售下滑压力，公司在美国设立全资销售子公司，采取线上线下相结合的销售方式，线上与国内外跨境电商平台合作，线下公司启动“QVR”品牌拓展终端零售渠道，但短期内对美国市场销售贡献有限。

此外，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，2018年欧洲地区营业收入为1.47亿元，同比增长3.48%，毛利率为32.44%，同比下降3.87个百分点，主要原因是欧洲地区以发条类产品为主，受人工成本增加影响，发条类产品毛利率下降较为明显。

**表4 公司主营业务收入区域分布及毛利率情况**

区域	主要产品	2018年		2017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	45,123.85	10.27%	54,639.75	17.28%	-17.42%
欧洲	工艺发条、化纤发条、人发头套	14,731.49	32.44%	14,235.44	36.31%	3.48%
非洲	化纤发条、化纤头套、工艺发条	89,540.36	39.33%	88,398.89	42.67%	1.29%
亚洲	人发头套、化纤头套	3,205.49	15.22%	3,443.94	18.46%	-6.92%
国内	人发头套、化纤头套	31,868.89	60.98%	26,641.19	59.12%	19.62%
合计		<b>184,470.08</b>	<b>34.99%</b>	<b>187,359.20</b>	<b>36.68%</b>	<b>-1.69%</b>

注：国内市场主营业务收入包括发制品和阻燃纤维两部分。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户集中度来看，2018年公司前五大客户较为稳定，大部分为美国的经销商，前五大客户的销售收入合计2.94亿元，占营业收入的比重为15.64%，占比与上年基本持平，客户集中度较低。

**表5 2017-2018年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	所处区域
2018年	第一名	13,346.69	7.09	美洲
	第二名	5,553.03	2.95	美洲
	第三名	4,135.95	2.20	美洲
	第四名	3,830.69	2.04	亚洲
	第五名	2,568.03	1.36	美洲
	合计	<b>29,434.36</b>	<b>15.64</b>	-
2017年	第一名	15,335.18	7.88	美洲
	第二名	5,702.88	2.93	美洲
	第三名	3,175.98	1.63	美洲
	第四名	2,773.44	1.42	美洲
	第五名	2,344.08	1.20	美洲
	合计	<b>29,331.57</b>	<b>15.07</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**国内是公司进行市场开拓的重点，渠道正在实施优化整合，2018年门店数量有所减少**

国内消费群体主要分为功能型消费群体和时尚型消费群体，功能型消费群体主要包括演员、模特、脱发、秃顶等，时尚型消费群体主要有个性化的年轻女性、高端时尚人群以及职业太太等。据中国健康促进与教育协会公布的“中国脱发人群调查”数据表明，中国成年男性平均每4人就有1人脱发，其中以20至40岁男性为主，30岁左右发展最快，比上一代人的脱发年龄提前了20年，预计未来我国功能型消费群体逐渐增多。目前我国发制品消费观念也在逐步发生变化，佩戴发制品正演变成一种引领时尚潮流的行为，“头上时尚”

也越来越被更多人认可并得到推崇。受益于消费者追求时尚体验，加上万圣节及角色扮演文化的兴起，消费者对假发、发饰、辫子、高档人发和接发产品有一定需求，众多的潜在消费群体叠加消费能力的提高，我国发制品消费市场潜力较大。

为提升国内发制品市场销售收入和盈利水平，公司加强一线城市及重点省会城市直营店面的布局，对部分落位不佳、业绩不达预期的店铺进行调整与优化。针对线上产品系列，公司推出了面向年轻时尚消费群体的“Rebecca youth”系列假发产品，以扩大潜在的消费者群体，2018年国内发制品市场实现营业收入2.48亿元，同比增长9.21%，毛利率为64.54%，较上年有所增加。

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2018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213家门店（其中直营82家，加盟131家），而线上则通过自建电商平台和借助天猫和京东等电商平台进行销售。从线上线下销售渠道来看，2018年线下销售收入为2.43亿元，占国内发制品销售收入的97.85%，线上销售收入占比较低，主要原因是公司线上销售起步较晚，管理经验不足。

2018年公司进一步加强渠道管理，调整与优化部分业绩不达预期、落位不佳的店铺，公司新拓展门店33家，关闭40家，整体而言，公司计划通过提升直营店数量和单店业绩以达到增加直营店销售收入的目的。截至2018年末，“Rebecca”品牌终端店共有178家，其中直营店66家，较上年末减少3家，加盟店112家，较上年末减少5家；Sleek品牌终端店35家，其中直营店16家，与上年末保持一致，加盟店19家，同比净增加1家。

**表6 公司实体门店情况（单位：家）**

品牌	门店类型	2018年末数	2018年新开	2018关闭	2017年末数
Rebecca	直营店	66	9	12	69
	加盟店	112	11	16	117
Sleek	直营店	16	2	2	16
	加盟店	19	11	10	18
合计		213	33	40	220

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

Rebecca品牌是公司国内市场主要的销售收入来源，2018年公司Rebecca品牌实现销售收入2.33亿元，同比增长9.05%，毛利率为65.92%，毛利率同比变化不大。目前，国内发制品市场的销售模式上，直营和加盟方式两者并驾齐驱，2018年分别实现营业收入1.44亿元和1.04亿元。

**表7 2018年公司国内发制品品牌及实体门店销售情况（单位：万元、%）**

项目	类型	销售		毛利率	
		销售收入	同比变动	毛利率	同比变动
按品牌划分	Rebecca	23,316.43	9.05	65.92	0.77
	Sleek	1,504.55	11.72	43.20	1.61
	小计	<b>24,820.98</b>	<b>9.21</b>	<b>64.54</b>	<b>0.79</b>
按门店划分	直营店	14,411.84	14.06	73.40	1.64
	加盟店	10,409.14	3.14	52.28	-1.44
	小计	<b>24,820.98</b>	<b>9.21</b>	<b>64.54</b>	<b>0.79</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 公司化纤类产品和人发头套市场需求较好，2018年销量均有所增长

从具体产品类别来看，2018年公司工艺发条量价齐跌，销量和售价同比分别下降28.09%和8.73%，导致营业收入同比下降34.36%至3.27亿元，主要原因是工艺发条的主要市场位于美洲，而美洲的跨境电商的快速发展等因素导致美洲地区竞争激励，公司原有的经销商渠道受到一定挤压；毛利率为13.50%，同比下降6.57个百分点，主要原因是消费者对低附加值产品的偏好导致工艺发条中的产品销售结构有所调整，售价较低的工艺发条产品销售规模占比增加。

化纤发条的消费市场主要集中在非洲地区，2018年化纤发条销量和收入均保持增长，化纤发条营业收入为8.40亿元，同比增长6.38%，销量为3,738.07万条，同比增长7.20%，主要原因是纤维技术的进步，佩戴舒适性大幅提升，价格较低，市场需求和容量不断扩大；毛利率为40.62%，较上年下降5.68个百分点，主要原因是人工成本增加，但整体而言，毛利率仍然较高。

2018年头套类产品营业收入为5.20亿元，同比增长12.88%，销量为465.32万套，同比增长14.26%，主要原因是行业工艺技术升级，产品舒适度和逼真度提升，性价比高，市场需求不断扩大；毛利率为40.49%，较上年基本保持稳定。公司继续采取订单式生产的方式组织生产，产品产销情况良好，2018年公司主要产品产销率在95%以上。

**表8 公司主要产品产销量及销售价格情况（元/条、元/套）**

产品	2018年				2017年			
	产量	销量	库存	均价	产量	销量	库存	均价
工艺发条（万条）	298.71	300.59	424.43	108.64	423.79	418.00	357.65	119.03
化纤发条（万条）	3,873.17	3,738.07	1,231.53	22.46	3,536.14	3,486.90	1,096.44	22.64
化纤头套（万套）	371.98	356.96	78.31	73.67	302.73	308.48	59.50	72.36
人发头套	113.23	108.36	58.40	236.75	100.75	98.75	42.63	240.05

(万套)

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司产品属于劳动力密集型产品，且难以机器自动化，人工成本较高

公司成本主要为直接材料和直接人工，在总成本中的占比合计超过90%。受化纤类产品产量增加，2018年直接材料占比下降4.66个百分点。

发制品生产属于劳动密集型产业，与服装生产存在较大的相似之处，同样难以实现机械自动化生产，人工成本较高。2018年人工成本在总成本中的占比达到37.61%，比重较上年上升3.89个百分点，主要是产品结构变化及用工成本逐年增加。为应对人工成本增加，公司在非洲、柬埔寨等地区设立工厂以获取廉价的劳动力，但当地劳动效率不高，降低人工成本的效果不明显。

从供应商集中度看，2018年前五大供应商采购额为1.23亿元，占采购总额的20.52%，公司对重要供应商的依赖度一般。

**表9 2017-2018年公司成本分析表（单位：万元）**

分产品	类型	2018年		2017年	
		金额	占总成本比重	金额	占总成本比重
发制品	直接材料	59,904.54	54.95%	65,103.59	59.61%
	直接人工	41,006.41	37.61%	36,825.52	33.72%
	制造费用	8,112.56	7.44%	7,283.75	6.67%
	小计	<b>109,023.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>109,212.86</b>	<b>100.00%</b>
阻燃纤维	直接材料	6,523.15	67.72%	5,770.46	70.66%
	直接人工	299.57	3.11%	215.60	2.64%
	制造费用	2,809.81	29.17%	2,180.46	26.70%
	小计	<b>9,632.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>8,166.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 五、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2017-2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年，公司合并范围内新增一家在美国投资设立的子公司，具体如表2所示。

公司自2018年1月1日执行财政部《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）相关规定，以下2017年财务数据采用2018年审计报告期初数（上期数）。

## 资产结构与质量

公司资产继续增长，但较大规模的存货对公司营运资金占用明显，且面临存货跌价风险，资产流动性弱

公司资产规模继续增加，2019年3月末，公司总资产为48.46亿元，较2017年末增长8.87%，主要原因是有息债务和未分配利润的大幅增加，其中流动资产占比为78.68%。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37,451.17	7.73%	34,509.80	7.09%	39,688.81	8.92%
应收票据及应收账款	18,260.07	3.77%	17,598.88	3.62%	24,162.69	5.43%
存货	314,716.92	64.94%	316,183.28	64.99%	263,871.80	59.27%
<b>流动资产合计</b>	<b>381,305.13</b>	<b>78.68%</b>	<b>379,489.93</b>	<b>78.01%</b>	<b>338,054.60</b>	<b>75.94%</b>
可供出售金融资产	-	0.00%	23,903.96	4.91%	23,443.33	5.27%
其他权益工具投资	21,529.57	4.44%	-	-	-	-
固定资产	54,856.66	11.32%	55,851.28	11.48%	54,052.06	12.14%
无形资产	19,266.61	3.98%	19,470.03	4.00%	19,948.37	4.48%
<b>非流动资产合计</b>	<b>103,332.45</b>	<b>21.32%</b>	<b>107,003.09</b>	<b>21.99%</b>	<b>107,113.39</b>	<b>24.06%</b>
<b>资产总计</b>	<b>484,637.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>486,493.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>445,167.99</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季度报，中证鹏元整理

公司流动资产主要为货币资金、应收票据及应收账款和存货。2018年末，公司货币资金为3.45亿元，主要为银行存款；从币种来看，公司货币资金包括了人民币、美元、奈拉和英镑等12个国家或地区的货币，其中外币占比为57.31%，较大规模的外币或将存在一定的汇兑风险。2018年末公司应收票据及应收账款为1.76亿元，同比下降27.17%，主要原因是公司加强应收账款管理，回款增加，其中应收账款余额为1.62亿元，账龄在1年以内的占比为88.87%，应收账款前五大对象余额合计3,928.49万元，在应收账款余额中的占比为23.72%，应收对象集中度一般。2018年末公司存货为31.62亿元，同比增长19.82%，主要原因有：一是补充部分档次人发原材料及人发自制半成品，二是新市场及境外工厂存货规模增加，较大的存货对营运资金占用明显。从存货具体类别来看，库存商品原值为10.21亿元，大部分为人发产品，较上年末大幅增长47.41%。截至2018年末，公司存货跌价准备计提比例为0.23%，随着发制品市场需求结构的改变及工艺发条毛利率趋低，存货存在跌价风险。

**表11 公司存货构成情况（单位：万元）**

项目	2018年			2017年		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	133,395.38	0.00	133,395.38	121,749.72	0.00	121,749.72
在产品及自制半成品	73,822.47	0.00	73,822.47	70,101.22	0.00	70,101.22
库存商品	102,122.72	719.03	101,403.68	69,278.88	295.33	68,983.55
发出商品	7,584.23	22.49	7,561.74	3,037.32	0.00	3,037.32
<b>合计</b>	<b>316,924.80</b>	<b>741.52</b>	<b>316,183.28</b>	<b>264,167.13</b>	<b>295.33</b>	<b>263,871.80</b>

资料来源：公司2018年审计报告

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、其他权益工具、固定资产和无形资产。2018年末公司可供出售金融资产为2.39亿元，为持有的中原银行股份有限公司（以下简称“中原银行”）10,912.56万股，收盘价2.5港元，折合人民币2.39亿元。2019年公司执行新的金融工具准则，将持有的中原银行股权从可供出售金融资产调整至其他权益投资工具核算。公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备等，主要位于许昌等境内区域，2018年末账面价值为5.59亿元，同比增长3.33%，主要系部分房屋建筑物由在建工程转入所致。其中，有6,821.11万元的固定资产未办妥产权证书，主要为公司办公大楼和宿舍。公司无形资产主要为土地使用权，2019年3月末账面价值1.93亿元，较2017年下降3.42%，系正常的摊销所致。

总体来看，2018年公司资产规模继续增长，但较大规模的存货对公司营运资金占用明显，且面临存货跌价风险，资产流动性弱。

## 资产运营效率

### 公司资产运营效率偏低，2018年进一步下降

2018年，公司继续加强应收账款回款管理，应收票据及应收账款周转天数下降4.08天至39.96天。受备货、新市场和境外工厂的存货增加，2018年末存货周转天数增加80.15天至851.88天，较低的存货变现速度对营运资金占用明显。2018年公司应付票据及应付账款周转天数为13.29天，较上年下降14.94天，主要系支付的供应商货款增加所致，公司对供应商的货款占用能力有所下降。综合以上因素，2018年公司净营业周期为878.05天，较上年增加91.01天，资产运营效率有所下降，仍处于较低水平。

**表12 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	39.96	44.04
存货周转天数	851.88	771.73

应付票据及应付账款周转天数	13.79	28.73
净营业周期	878.05	787.04
流动资产周转天数	686.52	621.63
固定资产周转天数	105.15	101.13
总资产周转天数	891.38	805.85

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入和毛利率均有所下降，2019年一季度未有改善

2018年公司营业收入为18.81亿元，同比下降3.35%，主要原因是美洲地区营业收入大幅下降。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为34.85%，较上年下降1.66个百分点，主要原因是工艺发条毛利率下降6.57个百分点，从而拉低了公司综合毛利率。2019年一季度公司营业收入继续同比下降1.63%，考虑到美洲地区线上销售渠道和自有品牌创建仍处于初期阶段，对扭转美洲地区销售下滑趋势的作用一般，未来公司业绩存在不确定性。

2018年，公司期间费用率为20.83%，较上年下降2.64个百分点，主要原因是2018年人民币兑美元贬值，汇兑损失较上年大幅下降 8,095.21万元，考虑到汇率波动性较大，2018年期间费用率的改善不具有持续性，2019年一季度期间费用率上升至23.01%。受益于2018年度汇兑损失大幅减少，公司净利润增长8.35%至2.33亿元。

**表13 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	45,608.30	188,134.86	194,665.07
营业利润	5,334.34	25,978.34	24,471.27
利润总额	5,581.58	26,447.26	24,735.20
净利润	5,006.09	23,346.46	21,546.95
综合毛利率	36.05%	34.85%	36.51%
期间费用率	23.01%	20.83%	23.47%
营业利润率	11.70%	13.81%	12.57%
总资产回报率	-	7.63%	7.43%
净资产收益率	-	8.44%	8.60%
营业收入增长率	-1.63%	-3.35%	7.50%
净利润增长率	0.47%	8.35%	25.29%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

## 现金流



### 存货的大幅增加导致公司经营活动现金流由正转负

近年公司现金回款能力较好，2018年收现比为1.08，较上年有所改善。公司相关房产、土地及机器设备等资产较为稳定，计提的资产减值准备、折旧及摊销在内的非付现费用和非经常损益较为稳定。2018年受益于净利润的增长，FFO同比增长11.71%至2.99亿元，公司经营活动现金生成能力继续提升。受存货大幅增加的影响，公司2018年营运资金流出规模大幅增加至4.06亿元，使得经营活动现金净流出1.06亿元。

2018年公司投资活动现金流规模较小，主要是购置机器设备等固定资产支出，整体净流出1,281.67万元。为支持经营和投资活动，2018年公司筹资活动现金净流入1.07亿元，其中筹资活动现金流入主要为取得的银行借款11.41亿元，现金流出主要用于偿还借款本金和分配股利。

**表14 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	1.08	1.00
净利润	23,346.46	21,546.95
FFO	29,949.76	26,811.17
营运资本变化	-40,597.55	-9,937.63
其中：存货减少（减：增加）	-52,311.47	2,153.55
经营性应收项目的减少（减：增加）	14,218.80	-2,454.42
经营性应付项目的增加（减：减少）	-2,504.88	-9,636.76
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-10,647.78</b>	<b>16,873.54</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,281.67</b>	<b>-3,787.74</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>10,713.41</b>	<b>-8,256.71</b>
现金及现金等价物净增加额	-4,909.08	4,861.77

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季度报，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

#### 公司短期内面临较大的偿债压力

受益于自身经营积累影响，2018年末公司所有者权益同比增长7.12%至28.61亿元。受有息债务增加影响，2018年末公司负债总额同比增长12.53%至20.04亿元，产权比率增加至70.04%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

**表15 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	200,340.73	200,388.43	178,072.67
所有者权益	284,296.85	286,104.59	267,095.32

产权比率	70.47%	70.04%	66.67%
------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

2018年末公司债务期限发生明显变化，流动负债占比由2017年末的31.08%大幅增长至2018年末的86.89%，原因是公司部分长期借款即将到期转为一年内到期的非流动负债，及用短期借款偿还本期债券提前回售款5.20亿元。公司流动负债主要为短期借款和一年内到期的非流动负债，2018年末短期借款为9.36亿元，新增借款主要为信用借款。2018年末一年内到期的非流动负债的6.50亿元，借款机构为中国进出口银行总行营业部，利率在5%以下。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2018年末长期借款为中国进出口银行总行营业部提供的2.00亿元三年期保证借款，利率为4.35%。2018年末公司应付债券为4,000.00万元，较上年大幅下降，主要原因是2018年本期债券回售5.20亿元。

**表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	97,117.21	48.48%	93,573.74	46.70%	36,201.30	20.33%
一年内到期的非流动负债	65,000.00	32.44%	65,000.00	32.44%	0.00	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>174,423.62</b>	<b>87.06%</b>	<b>174,115.16</b>	<b>86.89%</b>	<b>55,347.60</b>	<b>31.08%</b>
长期借款	20,000.00	9.98%	20,000.00	9.98%	65,000.00	36.50%
应付债券	4,000.00	2.00%	4,000.00	2.00%	55,618.54	31.23%
<b>非流动负债合计</b>	<b>25,917.11</b>	<b>12.94%</b>	<b>26,273.27</b>	<b>13.11%</b>	<b>122,725.07</b>	<b>68.92%</b>
<b>负债合计</b>	<b>200,340.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>200,388.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>178,072.67</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	186,117.21	92.90%	182,573.74	91.11%	156,819.84	88.07%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。2018年末，公司有息债务为18.26亿元，同比增长16.42%，在总负债中的占比上升至91.11%，有息债务增速较快。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，有息债务偿还集中在2019年，短期偿债压力较大。

**表17 截至2019年3月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2019年	2020年
本金	162,117.21	24,000.00

资料来源：公司提供

2019年3月末，公司资产负债率为41.34%，较2017年末增长1.34个百分点。受流动负债大幅增加的影响，2019年3月末公司流动比率和速动比率大幅下降至2.19和0.38。受益于

公司汇兑损失的大幅下降，2018年公司EBITDA大幅增长9.81%至4.22亿元，但有息债务的大幅增加带来的利息支出增加导致EBITDA利息保障倍数下降至4.63，但整体而言EBITDA对利息费用的覆盖程度较高。

**表18 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	41.34%	41.19%	40.00%
流动比率	2.19	2.18	6.11
速动比率	0.38	0.36	1.34
EBITDA（万元）	-	42,167.80	38,401.78
EBITDA 利息保障倍数	-	4.63	5.03
有息债务/EBITDA	-	4.33	4.08

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（银行版），自2016年1月1日至报告查询日（2019年5月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

2018年公司主要产品产销情况良好，非洲市场和国内市场分别作为公司第一大和第三大市场，营业收入均保持增长，毛利率较高。

同时中证鹏元也注意到，境外子公司分布区域广，数量较多，所在国政治、经济、法律和文化环境等客观上存在的差异，公司面临一定的跨境经营的管理风险。美洲市场作为公司第二大市场，营业收入和毛利率的下降影响了公司的收入稳定性和盈利能力。2018年公司存货周转天数仍处于高位，较大的存货规模对营运资金形成明显占用，经营活动现金流表现变弱，速动比率较低，资产流动性弱。随着发制品市场需求结构的改变及工艺发条毛利率趋低，存货面临跌价风险。2018年有息债务增速加快，且2019年需偿还的有息债务规模较大，短期内偿债压力较大。

基于以上情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	37,451.17	34,509.80	39,688.81	35,196.08
应收票据及应收账款	18,260.07	17,598.88	24,162.69	23,466.21
存货	314,716.92	316,183.28	263,871.80	266,025.35
流动资产合计	381,305.13	379,489.93	338,054.60	334,217.59
可供出售金融资产	0.00	23,903.96	23,443.33	9,574.00
其他权益工具投资	21,529.57	0.00	0.00	0.00
固定资产	54,856.66	55,851.28	54,052.06	55,314.23
无形资产	19,266.61	19,470.03	19,948.37	20,522.32
非流动资产合计	103,332.45	107,003.09	107,113.39	92,118.86
资产总计	484,637.58	486,493.02	445,167.99	426,336.45
短期借款	97,117.21	93,573.74	36,201.30	39,400.00
一年内到期的非流动负债	65,000.00	65,000.00	0.00	65,000.00
流动负债合计	174,423.62	174,115.16	55,347.60	136,927.63
长期借款	20,000.00	20,000.00	65,000.00	0.00
应付债券	4,000.00	4,000.00	55,618.54	55,502.53
非流动负债合计	25,917.11	26,273.27	122,725.07	55,553.19
负债合计	200,340.73	200,388.43	178,072.67	192,480.82
有息债务	186,117.21	182,573.74	156,819.84	159,902.53
所有者权益合计	284,296.85	286,104.59	267,095.32	233,855.63
营业收入	45,608.30	188,134.86	194,665.07	181,085.90
营业利润	5,334.34	25,978.34	24,471.27	19,477.23
净利润	5,006.09	23,346.46	21,546.95	17,198.14
经营活动产生的现金流量净额	2,877.29	-10,647.78	16,873.54	52,313.48
投资活动产生的现金流量净额	-510.07	-1,281.67	-3,787.74	-5,957.44
筹资活动产生的现金流量净额	3,013.73	10,713.41	-8,256.71	-78,258.11
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数	-	39.96	44.04	50.45
存货周转天数	-	851.88	771.73	821.62
应付票据及应付账款周转天数	-	13.79	28.73	41.69
净营业周期	-	878.05	787.04	830.37
流动资产周转天数	-	686.52	621.63	724.73
固定资产周转天数	-	105.15	101.13	106.44
总资产周转天数	-	891.38	805.85	893.02
综合毛利率	36.05%	34.85%	36.51%	33.64%

期间费用率	23.01%	20.83%	23.47%	22.09%
营业利润率	11.70%	13.81%	12.57%	10.76%
总资产回报率	-	7.63%	7.43%	6.46%
净资产收益率	-	8.44%	8.60%	7.34%
营业收入增长率	-1.63%	-3.35%	7.50%	6.91%
净利润增长率	0.47%	8.35%	25.29%	21.70%
资产负债率	41.34%	41.19%	40.00%	45.15%
流动比率	2.19	2.18	6.11	2.44
速动比率	0.38	0.36	1.34	0.50
EBITDA（万元）	-	42,167.80	38,401.78	35,240.10
EBITDA 利息保障倍数	-	4.63	5.03	4.00
有息债务/EBITDA	-	4.33	4.08	4.54

注：2017 年财务数据来源于 2018 年审计报告期初数（上期数）。

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及为未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 截至2018年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	主营业务	注册资本	持股比例
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	100.00%
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	100.00%
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	3,000	100.00%
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	100.00%
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务	290	100.00%
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	100.00%
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	4,000	100.00%
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	100.00%
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	100.00%
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	100.00%
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	2,500	80.00%
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	1,000	100.00%
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	100.00%
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	100.00%
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	100.00%
亨得尔有限公司 (HYNEDALELTD)	发制品的生产和销售	286 万美元	100.00%
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	100.00%
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	100.00%
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 万美元	100.00%
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	1,000 万美元	100.00%
瑞贝卡时尚有限责任公司 (Rebecca Fashion Ltd)	发制品的销售及进出口贸易	2,000 万美元	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
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	营业利润/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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
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	EBITDA / ( 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出 )
产权比率	负债总额/所有者权益 × 100%
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券
非付现费用	资产减值损失 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经常损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经常损益
营运资本变化	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

## 附录四 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。