跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]947 号

河南瑞贝卡控股有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

河南瑞贝卡控股有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

河南瑞贝卡控股有限责任公司公开发行的“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六 月 十五 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

河南瑞贝卡控股有限责任公司
公司债券2018年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 瑞控 01	2 亿元	3+2	AA	AA	2017 年 6 月 15 日
17 瑞控 03	7.2 亿元	3+2	AA	AA	2017 年 8 月 21 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 15 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	130.65	153.29
所有者权益（亿元）	41.42	49.43
长期债务（亿元）	20.17	31.80
全部债务（亿元）	49.67	49.40
营业收入（亿元）	38.87	48.58
净利润（亿元）	2.17	7.51
EBITDA（亿元）	5.84	13.07
经营性净现金流（亿元）	10.56	14.61
营业利润率（%）	20.71	30.45
净资产收益率（%）	5.26	16.54
资产负债率（%）	68.30	67.75
全部债务资本化比率（%）	54.53	49.98
流动比率（倍）	1.19	1.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	3.53
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.64	1.42

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、其他应付款中有息部分调入短期债务。

评级观点

跟踪期内，河南瑞贝卡控股有限责任公司（以下简称“公司”或“瑞贝卡控股”）继续保持以发制品为主，房地产开发、水业服务、客房餐饮、公共交通、旅游服务等多个领域为辅的业务结构；公司发制品业务在行业地位、生产能力、工艺技术、市场知名度等方面具备优势；房地产业务销售情况较好，签约销售金额大幅增长；自来水供应及污水处理业务继续在许昌市区域内处垄断地位；土地开发业务实现盈利。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司发制品业务主要依赖出口，汇率变动对公司经营业绩影响较大、房地产项目可售面积储备略显单薄、区域集中度较高以及债务规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司加大国内市场的发制品营销的力度，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司发制品业务开展时间长，生产规模大，产品生产技术水平高，行业地位高，综合竞争能力强。

2. 2017 年，公司自来水供应及污水处理业务继续在许昌市区域内处垄断地位，营业收入增长较多。

3. 2017 年，公司房地产项目销售情况较好，签约销售金额大幅增长，公司现金流明显改善。

关注

1. 公司发制品主要依赖于出口，汇率变动

及欧美市场的需求结构的变化，对公司经营业绩的影响明显。

2. 公司房地产业务可售面积较少，储备略显单薄，且主要集中于许昌市及周边，存在一定区域集中的风险。

3. 公司债务负担依然较重，短期债务占比较 2016 年有所下降，但规模仍然较大，面临一定的短期偿付压力。

分析师

高　鹏
电话：010-85172818
邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

戴非易
电话：010-85172818
邮箱：daify@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

河南瑞贝卡控股有限责任公司（下称“公司”或“瑞贝卡”）前身为许昌县发制品总厂，2006年6月23日，经许昌县发展和改革委员会《关于对许昌县发制品总厂改制为“河南瑞贝卡控股有限责任公司”的请示的批复》（许县发改〔2006〕36 号）批准，自然人郑有全先生以许昌县发制品总厂净资产出资设立公司，注册资本为10,000.00万元。2008年2月，股东郑有全先生通过公司资本公积转增方式增加注册资本39,500万元，将公司实收资本总额增至49,500万元。截至2017年底，公司注册资本为49,500万元，郑有全先生持有公司全部股份，为公司实际控制人。

截至2017年底，公司经营范围和部门设置较上年均未发生变化，合并范围内控股子公司共16家，其中包括河南瑞贝卡发制品股份有限公司[1]（股票代码“600439.SH”，以下简称“瑞贝卡”），拥有在职员工12,749人。

截至2017年底，公司合并资产总额153.29亿元，负债合计103.86亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.43亿元，归属于母公司的所有者权益28.34亿元。2017年，公司实现营业收入48.58亿元，净利润（含少数股东损益）7.51亿元，归属于母公司所有者的净利润5.11亿元；经营活动产生的现金流量净额14.61亿元，现金及现金等价物净增加额9.49亿元。

公司注册地址：许昌市瑞贝卡大道669号；法定代表人：郑有全。

二、债券发行情况及募集资金使用

本次债券名称为“河南瑞贝卡控股有限责任公司2017年公开发行公司债券(第一期)品种一”和“河南瑞贝卡控股有限责任公司2017年公开发行公司债券(第二期)”，债券简称分别为“17瑞控01”和“17瑞控03”，债券代码分别为“143093.SH”和“143277.SH”，发行规模分别为2.00亿元和7.20亿元，票面利率分别为7.00%和7.10%，期限均为5年期，均附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售权。

“17瑞控01”和“17瑞控03”起息日分别为2017年6月19日和2017年8月30日，并分别于2017年6月27日和2017年9月8日在上交所上市交易。

截至本报告出具日，“17瑞控01”和“17瑞控03”募集资金按照募集说明书约定，全部用于偿还有息债务及补充公司营运资金。

截至本报告出具日，“17瑞控01”和“17瑞控03”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务涵盖范围广，涉及发制品加工和销售、房地产开发、水处理、酒店业、公共交通等多个行业，主业为发制品生产、销售、研发及相关产业的配套服务。

1. 发制品行业

发制品是以人发或特种化纤丝为原材料，经过一系列工序加工而成的假发制品，主要用于发型妆饰、美容美发教学及弥补缺发、脱发等生理缺陷，满足特种职业（如演艺、律师等行业）需求等。其中，绝大部分产品用于发型妆饰，具有准必需品的时尚消费品特征。

[1] 截至2018年3月底，公司持有瑞贝卡32.69%股权。

发制品的分类方法有多种，按功能划分，可分为发条、发套、发块、配饰发、教习头等；以材质划分，可分为人发产品、化纤丝产品、人发与化纤丝混合产品等；依据佩戴人群划分，可分为女发、男发、黑人发、白人发等；以审美偏好划分，可分为美洲发、非洲发、欧洲发和亚洲发等；上述发制品类别的不同组合又可以形成众多产品系列。

我国发制品行业历史悠久，但业务内容长期停留于原发贸易和简单加工。自上世纪七十年代起，我国发制品行业进入产业化发展阶段，行业企业主要通过中外合资方式引进人发深加工技术，行业经营内容由粗加工向深加工进行转型，我国由单一的原材料供应国逐步转变为制成品出口国。经多年发展，中国已成为全球发制品生产中心。由于目前发制品消费主要集中于海外市场，因此中国发制品销售以出口为主，但就目前的市场情况看，我国发制品行业发展总体仍处较为初级的阶段，少数大型企业具备较强的综合实力,生产工艺及产品已达世界先进水平,但业内企业仍普遍缺乏自主研发能力和工艺创新能力。

世界发制品产业经历了由欧洲到日本和韩国再到我国的转移过程。早期，日本和韩国为世界发制品业集中地，产业集中度高，技术水平先进。但受人发资源制约以及当地劳动力成本持续上升的影响，近年来，日韩两国发制品的生产规模日渐萎缩，相关业务已逐渐转移到我国，日韩国内仅保留如高档化纤发等优势业务，实现专业化经营。

随着日、韩企业生产的转移，中国逐步成为全球发制品生产中心和最大的发制品供应方。由于我国发制品出口占全球行业总供给的比重大，呈现“生产在内，消费在外”的特征，中国发制品出口情况基本能够反映全球发制品消费增长情况。2017 年，我国人发制假发、胡须、眉毛、睫毛及其他人发制品累计出口 5,551,161.00 千克，同比下降 13.52%；出口金额 9.88 亿美元，同比下降 20.19%，主要系产品结构调整和升级所致。

发制品对于黑人属于准生活必需品，北美的发制品消费者中黑人是最大群体。相比于北美 3,000 万黑人而言，非洲有近 7 亿黑人，是全球潜力最大的发制品消费市场。目前，非洲已形成三大消费市场：以尼日利亚为中心的西非市场、以南非为中心的南部市场、以肯尼亚为中心的东非市场。近年来，非洲地区发制品进口快速增长，市场前景可观。近年来，亚洲正逐步发展成为继非洲大陆之后发制品行业的又一极具潜力市场，随着国内消费者消费观念的转变，对发制品的时尚配饰特性认可程度的提高，国内发制品市场正逐步打开，国内发制品消费市场未来前景可观。

在发制品行业未来发展方面，我国发制品以出口为主，其中北美地区销售占比大，该区域市场需求主要来自于美国。美国是全世界规模最大的发制品消费市场，且近年来保持稳定发展的态势。因美国本土缺乏发制品生产企业，发制品主要依赖进口，进口额因消费量的增大而逐年上升。

中国发制品从传统消费目的以弥补生理缺陷或后天脱发为主，基于时尚需求的发制品消费多限于演艺界，大众消费基本处于萌芽阶段，尚未放量，且消费市场主要以低端产品为主，随着高端发制品市场的逐步导入，我国高端发制品市场潜力巨大，行业发展前景较广阔。

总体看，发制品行业未来国际市场发展前景广阔，加之国内市场逐步打开，可对现有发制品市场空间进行补充，发制品行业未来市场前景较好。

2. *房地产行业*

（1）行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速较 2016 年提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，

占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。

土地供给方面，2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与上年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较上年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

开发资金来源方面，2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%。

商品房市场供需方面，2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

行业竞争方面，2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

行业政策方面，在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

（2）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策趋于长期化

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。

中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

（3）行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；同时，具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理层及管理制度未发生重大变化，高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司作为国内最大的发制品供应商，下属子公司瑞贝卡发制品为国内发制品上市公司，同时公司通过辖下各子公司，积极涉足包括房地产开发、水业服务、客房餐饮、公共交通、旅游服务在内的多个领域。

2017 年，公司实现营业收入 48.58 亿元，实现主营业务收入 47.80 亿元，占营业收入的 98.39%，主营业务突出；公司主营业务收入较 2016 年增长 24.87%，主要系土地一级整理开发业务收入增长所致；公司实现净利润 7.51 亿元，较 2016 年大幅增长 246.38%，主要系 2016 年亏损的土地开发业务盈利所致。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发制品	17.59	45.94	33.71	18.74	39.20	36.68

水业服务	1.80	4.70	36.20	3.95	8.26	27.75
房地产	14.60	38.14	25.55	15.24	31.88	26.10
客房餐饮	0.38	0.99	67.97	0.41	0.86	68.12
公共交通	0.34	0.88	-163.93	0.27	0.56	15.95
旅游服务	0.28	0.74	-51.15	0.51	1.07	-31.40
土地开发	3.30	8.61	-32.03	8.48	17.74	37.73
其他	--	--	--	0.20	0.43	-8.00
合计	**38.28**	**100.00**	**23.03**	**47.80**	**100.00**	**31.98**

资料来源：公司提供

从主营业务收入构成看，公司发制品板块实现收入 18.74 亿元，较 2016 年略有增长，占主营业务收入的比重为 39.20%；房地产板块实现收入 15.24 亿元，较 2016 年略有增长，占主营业务业务收入的比重为 25.83%；水业服务板块实现收入 3.95 亿元，较 2016 年大幅增长 119.44%，主要系供水工程项目增加所致，占主营业务收入的 8.26%；土地开发板块实现营业收入 8.48 亿元，较 2016 年大幅增长 156.97%，主要系 2016 年公司土地开发业务系形成初期，2017 年，该业务步入正轨，实现营业收入大幅增长，土地开发业务占主营业务收入的 17.74%。其他板块收入规模较小，对公司经营影响有限。

从毛利率情况看，2017 年，公司主营业务综合毛利率为 31.98%，较 2016 年提升 8.95 个百分点，主要系 2016 年亏损的土地开发业务盈利所致。从具体板块来看，发制品和房地产毛利率均较 2016 年略有提升，分别为 36.68%和 26.10%；水业服务毛利率较 2016 年下降 8.45 个百分点，为 27.75%主要系公共性的市场工程量增加所致；公司土地开发业务步入正轨，毛利率达到 37.73%，较 2016 年的-32.03%大幅增长。公司其他业务板块收入规模较小，毛利率变化对公司盈利状况影响很小。

总体看，2017年，随着土地开发和水业服务收入的增长，公司主营业务收入和综合毛利率均较2016年增长较多；主营业务收入构成较2016年变化不大，整体经营情况良好。

2．发制品

公司发制品业务由子公司瑞贝卡发制品负责运营。

（1）原材料

公司发制品原材料主要包括人发和纤维发丝，其中人发采购分为国内和国外两条渠道；纤维发丝主要通过购买原材料，再由纤维生产部自行生产。

人发采购方面，公司国内人发采购通过子公司许昌瑞贝卡发制品工艺有限公司进行，通过内部技师外派采购和外部固定供应商相结合的方式，比对价格、人发质量等因素，选取优质货源，结算方式以货到付款为主；国外人发采购主要通过印度、印尼、越南等国当地较为固定的供应商，采购时委派专人前往原材料所在地进行检验、议价等环节，再由供应商统一发货，结算方式以信用证和电汇为主。公司与上游国外供应商结算方式中，信用证占比约为 80%，账期基本保持 1 个月以内。

纤维发丝原材料 PVC 采购方面，公司全部通过国内采购，结算方式以预付款为主；公司另有少量高级纤维发丝直接从日本、韩国等地进口，采用信用证方式结算，账期约为 1 个月。

从采购区域看，2017 年，公司国内和国外人发采购量占比分别为 70.04%和 29.96%，较 2016 年变化不大。

供应商方面，2017 年，公司前五大供应商采购集中度为 15.60%，较 2016 年的 17.20%略有下降，供应商集中度不高。

总体看，2017 年，公司原材料采购区域仍以国内为主；公司供应商集中度不高，原材料采购可满足连续生产需求。

（2）发制品生产

公司人发假发、化纤假发产品生产工艺略有不同，根据客户订单需求，不同长度、颜色、款式的假发在加工时间、生产成本方面存在一定差异。公司发制品生产主要根据下游订单情况排产。

产量方面，2017 年，发制品产量较 2016 年增长 18.88%达到 4,363 万件，主要系下游需求增长所致。

表 2　2016~2017 年公司发制品产量情况（单位：万件）

指标	2016 年	2017 年
产量	3,670	4,363

资料来源：公司提供

公司面对发制品市场不景气，国内人力成本逐年上升的不利情况，积极拓宽生产渠道，在靠近原材料产地、销售地、人力成本较低等地区开设工厂，以此降低生产成本。截至 2017 年底，公司已在尼日利亚、加纳、柬埔寨等地开设海外工厂。

总体看，2017 年，公司发制品产量继续增长，海外工厂的建成有助于公司生产成本的降低。

（3）发制品销售

公司发制品生产实行订单制，各产品产销率均维持在较高水平。销量方面，原材料成本及售价较高的高端产品工艺发条和人发假发受行业景气度影响较大，受行业景气度下降影响，2017 年，工艺发条和人发假发销量均出现下滑；均价较低的化纤发条受终端需求上升影响，销量大幅增长；化纤假发因款式多样、使用时间较短、更新换代较快等特点，销量有所增长。

产品价格方面，2017 年，人发假发和和化纤发条均价较 2016 年变化不大；工艺发条价格价格较 2016 年增长 7.41%，主要系 2016 年公司对工艺发条及化纤发条采取降价销售的策略使 2016 年均价基数较低所致；化纤假发均价上升主要系市场需求增长所致。

表 3　2016~2017 年公司主要发制品产品产销量及价格情况（单位：万条、万套、元/条、元/套、%）

产品	2016 年			2017 年		
	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价
工艺发条	543.76	100.63	110.82	418.00	98.63	119.03
人发假发	103.20	100.37	240.26	98.75	98.01	240.05
化纤发条	2,673.82	98.69	22.09	3,486.90	98.61	22.64
化纤假发	285.62	98.44	59.32	308.48	101.90	72.36

资料来源：公司提供

2017 年，公司销售模式较 2016 年年无变化，销售区域分布方面，2017 年，公司发制品销售仍以美国、非洲和国内市场为主，其中，美国市场占 29.16%；非洲市场占 47.18%；国内市场占 14.22%，国内市场占比不高。

从销售集中度看，2017 年，公司对前五大发制品客户销售额为 2.93 亿元，占年度销售总额比例为 15.06%，集中度不高，不存在对单一客户的依赖。

结算方面，北美市场销售和结算方式包括信用证、承兑汇票和赊销三种方式，信用证平均账期约为 20 天，承兑汇票平均账期约为 90 天，赊销平均账期约为 60 天；公司对欧洲、非洲及国内市场对经销商均采用先款后货的销售策略，其中在非洲市场的结算货币为美元。

总体看，2017 年，公司主要产品销售情况有一定分化，均价较低、对行业景气度相对不敏感的化纤发条和化纤假发销量大幅增长；均价较高的工艺发条和人发假发销量出现下滑；公司产品主要销售区域仍集中在美国、非洲和国内市场；公司销售集中度不高，对单一客户的依赖程度低。

3．房地产业务

公司房地产业务由子公司许昌瑞贝卡房地产开发有限公司（以下简称“瑞贝卡房地产”）经营。

（1）土地储备

土地储备方面，公司主要通过竞拍方式获得土地。公司不主张盲目快速扩张，目前仅偏重于许昌市区及周边县市的房地产市场发展，按需拿地，合理控制建设节奏以及项目质量。截至 2017 年底，公司尚未开发的土地储备尚余 72.82 万平方米，拿地总成本合计 11.28 亿元，前期拿地成本较低，未来可为公司带来较为可观的利润。

表 4　截至 2017 年底公司尚未开发的土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

所处区域	土地使用性质	土地面积	取得成本
许昌新区	商务金融	1.67	0.20
许昌新区	商服用地	1.82	0.34
许昌新区	商服、住宅	16.74	2.69
漯河召陵区	住宅、科教	9.05	1.48
漯河临颍	商业、住宅	4.75	0.69
许昌襄城县	商业、住宅	6.13	1.24
许昌建安区	商服、住宅	32.66	4.64
合计	--	**72.82**	**11.28**

资料来源：公司提供

项目储备方面，截至 2017 年底，公司在开发储备项目共 6 个，土地购置成本合计 15.78 亿元，前期土地购置成本较低。

表 5　截至 2017 年底公司在开发项目储备情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目名称	占地面积	楼面地价	项目类型	土地购置成本
许昌瑞贝卡·滨水庄园	37.62	216.30	住宅	1.52
许昌瑞贝卡·和天下	21.53	1,256.60	住宅、商业	5.03
许昌瑞贝卡·兴天下	16.16	1,164.40	住宅	4.92
漯河瑞贝卡·家天下	5.45	619.30	住宅、商业	0.62
襄县瑞贝卡·和天下	13.28	495.30	住宅	1.59
禹州瑞贝卡·兴天下	4.05	1,704.50	住宅、商业	2.09
合计	**98.09**	--	--	15.78

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备总量较小，但考虑到目前公司房地产板块主要集中于许昌市区及周边县市，未来短期内无对外扩张战略，公司土地储备可以满足未来一定时期的开发需求；公司各主要房地产项目拿地成本较低，但集中于许昌市及其周边地区，区域集中风险较高。

（2）项目建设开发情况

房地产项目开发具有周期长，投资大，涉及相关行业多等特点，并且要接受规划、国土、建设、房管、消防和环保等多个政府部门的审批和监管，项目建设完成后还面临着销售、经营等环节，如

果项目的任一开发环节出现问题，都可能会直接或间接地导致项目开发周期延长、成本上升、收益下降，造成项目预期经营目标难以如期实现等问题。公司利用本地优势，缩短开发及建设周期，控制成本，以保证收益的及时性。一般情况下，公司从获得土地到实现预售平均时间约为 12 个月，项目从实现预售到竣工交房的平均时间约为 18 个月。

2017 年，公司新开工面积大幅增长，主要系公司可售项目中可售面积储备较少，公司加大开发力度所致。截至 2017 年底，公司施工面积为 132.72 万平方米。

表 6　2016~2017 年公司项目开发情况

项目	2016 年	2017 年
建设项目（个）	5	6
期初施工面积（万平方米）	97.48	71.93
新开工项目（个）	1	1
新开工面积（万平方米）	37.29	96.46
实现预售项目（个）	2	1
实现预售金额（亿元）	17.50	48.70
完成交付项目（个）	--	--
完成交付面积（万平方米）	62.84	35.67
期末施工面积（万平方米）	71.93	132.72

资料来源：公司提供

从投资情况来看，截至 2017 年底，公司房地产在建项目 6 个，计划总投资 89.62 亿元，已投入资金 52.13 亿元，尚需投资 37.49 亿元，同时考虑到公司 2017 年良好的预售情况，公司在建房地产项目未来资金压力尚可。

表 7　截至 2017 年底公司各在建地产项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	总投资额	已投资额	未来两年投资安排	
					2018 年继续投资额	2019 年投资额
许昌瑞贝卡•溱水庄园	2011.04	2020.05	20.68	12.49	2.74	3.72
许昌瑞贝卡•和天下	2012.08	2020.09	30.52	17.52	1.07	3.97
许昌瑞贝卡•兴天下	2016.08	2020.06	17.80	8.38	3.74	3.00
漯河瑞贝卡•家天下	2013.02	2017.04	3.88	3.84	0.04	--
襄县瑞贝卡•和天下	2013.09	2019.10	10.24	6.99	2.05	1.2
禹州瑞贝卡•兴天下	2017.03	2019.12	6.50	2.91	1.67	1.92
合计	--	--	**89.62**	**52.13**	**11.31**	**13.81**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司房地产新开工面积增长较多，预售金额大幅增长，为公司在建项目的资金需求提供了较好保障。

（3）房产销售情况

公司立足于许昌市，着重打造中高品质住宅社区，全部采用自主销售方式。

2017 年，公司房地产销售情况较好，签约销售金额和签约销售面积均大幅提升，签约销售均价有所增长。

表 8　2016~2017 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积	32.31	81.60
协议销售金额	17.50	48.70
协议销售均价	5,416	5,968

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司各在售房地产项目总建筑面积 268.70 万平方米，其中可售面积 197.22 万平方米，待售面积 14.27 万平方米，公司去化压力较小。

表 9　截至 2017 年底公司各在售项目销售情况（单位：万平方米）

项目名称	总建筑面积	可售面积	已销售面积	待售面积
溱水庄园	82.60	66.73	63.00	3.73
漯河家天下	13.40	8.32	8.16	0.16
襄县和天下	38.60	27.20	25.90	1.37
许昌和天下	54.60	36.94	34.26	2.68
许昌兴天下	53.80	38.60	33.60	5.00
禹州兴天下	25.70	19.30	18.03	1.33
合计	**268.70**	**197.22**	**182.95**	**14.27**

资料来源：公司提供
注：1、表中已销售面积为已经预售但尚未交付的项目面积；2、表中可售面积为已取得预售条件但尚未交付的面积，包括已预售和未预售面积；3、表中总建筑面积为项目总规划面积，包括分期开发销售、分期竣工的所有面积，后面几项的面积按项目时点情况填列，造成数据差距较大。

总体看，2017 年，公司房地产板块销售情况较好，去化压力较小。

4．水业服务

公司目前承担许昌市全市自来水的供应和污水处理任务，该板块业务由子公司许昌瑞贝卡水业有限公司（以下简称“瑞贝卡水业”）运营。

（1）污水处理

2017 年，公司污水处理能力维持不变，日均污水处理量达到日处理能力上限，如下表所示。

表 10　2016~2017 年公司污水处理能力及处理量（单位：万吨、%）

时间	日均污水处理能力	日均污水处理量	产能利用率
2016 年	16.00	15.80	98.81
2017 年	16.00	16.00	100.00

资料来源：公司提供

公司污水处理业务享受政府补贴，补贴标准为 1.07 元/吨。经瑞贝卡水业处理后所得中水，大部分直接排放入城市水系当中，少量出售至周边电厂用于补充发电循环水，该部分供水价格为 0.55 元/吨，年供应规模基本保持 600 万吨。此外另有少部分中水免费供应城市绿化使用。

总体看，2017 年，公司污水处理业务发展较为稳定。

（2）自来水供应

公司自来水供应包括三座供水水厂和一座水源厂，分别为周庄水厂、董庄水厂、许昌二水厂和麦岭水厂（水源厂）。公司三座供水水厂出厂水质均符合《生活饮用水卫生标准》（GB5749-2006），

106 项检验合格。麦岭水厂（水源厂）位于襄城县麦岭镇，麦岭深井水水质符合《地下水质量标准》（GB/T14848-93）II 类要求。

公司实际供水水厂为 2 座，其中周庄水厂（10.0 万吨/日）以丹江水作为水源，处理后直接供给客户；麦岭水厂（14.0 万吨/日）不直接供水，通过加压后分配给许昌二水厂或董庄水厂供给客户。公司自来水厂总计设计日均产能为 24. 0 万吨。截至 2017 年底，公司供水面积约 97.85 平方公里，网管总长度为 441.26 公里，供水用户为 27.37 万户，受益人口约 82.1 万人，水质综合合格率达 99.75%以上。2017 年，公司日均供水量分别为 11.40 万吨，较 2016 年增长 15.27%。

销售方面，2017 年，公司自来水销量为 3,333.87 万立方米，较 2016 年增长 17.52%。2017 年，自来水价格较 2016 年无变化，各类别自来水价格如下表所示。

表 11　2017 年公司许昌市自来水价格及构成情况（单位：元）

用水类别	总水价	基本水价	水资源费	污水处理费
生活用水	3.40	2.40	0.35	0.65
工商服务业用水	4.90	3.70	0.40	0.80
特种用水	11.30	9.50	0.80	1.00

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司自来水业务稳定增长，供水价格稳定。

5．土地一级开发整理

公司土地一级开发整理业务由子公司许昌瑞新建设有限责任公司（以下简称“瑞新公司”）承担，该公司成立于 2011 年 12 月，由公司和许昌新区建设投资有限公司（以下简称“许昌建设”）共同出资组建，注册资本 4.99 亿元，其中瑞贝卡控股占 70%，许昌建设占 30%。瑞新公司的主要经营范围为：受政府委托进行土地一级开发整理。2017 年，公司土地开发实现营业收入 8.48 亿元，毛利率为 37.43%。

瑞新公司主要承担许昌新区主中心区约 7.6 平方公里的基础设施建设及拆迁安置工作。截至目前，瑞新公司主要承建项目包括基础设施项目中的 10 条道路主干道路及其相关绿化、亮化、电力电气土建及交通设施等的配套建设；社区改造项目中的 3 处安置小区及其相关绿化等的配套建设；生态水系项目中的芙蓉湖及其引退水工程、2 座桥梁、学院河与饮马河的连通工程等的建设；芙蓉广场及其配套商业用地、绿化用地等的建设。

截至 2017 年底，瑞新建设在建项目三个，包括大徐佳苑、大新佳苑、魏昌佳苑安置小区，计划总投资 10.80 亿元，已完成投资 7.70 亿元，尚需投资 3.10 亿元。

总体看，2017 年，公司土地一级开发整理业务进入回收期，营业收入和毛利率都明显增长。

6．经营关注

（1）欧洲发制品市场低迷，美元升值对公司非洲市场经营造成一定压力

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；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，致使公司产品销售价格上涨，从而对非洲市场的销量产生了一定不利影响；此外，公司存在一定汇率风险。

（2）房地产可售面积较少，项目区域集中

公司房地产项目可售面积较少，项目储备略显单薄；公司大部分项目均处于许昌市，区域集中风险较高，未来许昌市房地产行业的发展的将直接决定公司房地产项目的销售及资金回笼情况。

（3）自来水销售价格受到严格管制

在我国，城市供水价格采取政府定价模式，县级以上人民政府价格主管部门是城市供水价格的主管部门。公司自来水销售价格由政府确定，公司无定价权，若生产成本发生大幅波动，可对该业务板块的盈利能力产生直接影响。

7．未来发展

公司未来发展以实现“拥有自主知识产权和拥有自主知名品牌”为目标，实施品牌经营战略，未来全球构建国际研发、市场运作和电子商务中心，走全球化发展道路，并择机进行行业延展和拓展业务，完全实现由加工制造型企业向品牌、技术、营销型企业转型升级。

现阶段而言，公司主业发制品的发展重点包括以下方面：一是完善假发制品上游产业链条，实现纤维发丝原材料完全替代进口，提升产品技术含量和附加值；二是拓展全球营销渠道，实现自主营销体系的全球化布局，完成向生产制造与服务贸易融合发展转变；三是加快工业化和信息化融合发展进程，提高公司自动化、智能化制造水平，降低生产制造成本；四是整合各种优势资源和科研工作平台，持续提升企业技术创新和自主研发能力，坚定不移地实施创新驱动发展战略；五是完善品牌体系建设，在目前品牌体系基础上打造全球知名假发品牌；六是在深化传统渠道建设的同时，加大对互联网渠道的投入和建设，提高自建网络营销平台和合作电商平台的销售收入，实现价值链攀升，更精准、高效地为全球寻求美丽的假发消费者提供满意的产品和服务；七是持续加大非洲地区等境外工厂的投入，生产基地转移战略稳步推进。

此外，公司将加强房地产区域优势，通过在当地的产品质量、物业服务及品牌影响力，以细分格局规避房地产龙头企业的强大竞争力。

总体看，公司战略目标明确、发展思路清晰，有利于主要业务市场竞争力的进一步提升。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按财政部于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。2017 年，公司合并范围新增老挝瑞兴资源有限公司、许昌正祥实业有限公司。考虑到公司主营业务未发生变化，新增子公司规模较小，合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 153.29 亿元，负债合计 103.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.43 亿元，归属于母公司的所有者权益 28.34 亿元。2017 年，公司实现营业收入 48.58 亿元，净利润（含少数股东损益）7.51 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.49 亿元。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 153.29 亿元，较年初增长 17.33%，流动资产和非流动资产均有所增长，其中流动资产占 64.24%，非流动资产占 35.76%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 98.47 亿元，较年初增长 21.70%，主要系货币资金和存货增长

所致；公司流动资产以货币资金（占 18.83%）、其他应收款（占 8.64%）和存货（占 64.76%）为主等。

截至 2017 年底，公司货币资金 18.54 亿元，较年初增长 82.50%，主要系房地产销售情况较好，签约销售金额大幅增长所致。公司货币资金以银行存款为主，占 96.55%；受限资金 0.27 亿元，规模较小。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 8.50 亿元，较年初减少 29.75%，主要系公司加大回款催收力度所致。公司其他应收款中包括政府款项 3.95 亿元和备用金及管理层认定款项 2.20 亿元，占当年其他应收款余额的 72.35%，未计提坏账准备。截至 2017 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 0.33 亿元，计提比例为 3.70%。公司政府款项和备用金及管理层认定款项规模较大，形成一定资金占用。公司前五大其他应收款合计 4.14 亿元，占期末余额的 46.93%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 63.77 亿元，较年初增长 18.77%，主要系 2017 年公司房地产业务新开工项目较多，使房地产业务开发成本增长所致。公司存货主要由原材料（占 19.32%）、库存商品（占 10.83%）、在产品（占 10.99%）、发出商品（占 0.48%）、工程施工（占 0.30%）、开发成本（占 56.98%）和开发产品（占 1.10%）组成。存货中原材料主要为瑞贝卡发制品所储备的人发，开发成本主要为瑞贝卡房地产的在建楼盘。公司储备的大量人发原材料相对价格较低，且房地产销售状况良好，存货跌价风险较小，公司存货计提跌价准备 0.03 亿元，计提比例 0.05%。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 54.82 亿元，较年初增长 10.22%，主要系可供出售金融资产和其他流动资产增长所致；公司非流动资产以可供出售金融资产（占 9.84%）、固定资产（占 23.38%）、无形资产（占 7.98%）和其他非流动资产（占 48.05%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 5.39 亿元，较年初大幅增长 115.14%，主要系公司参股的中原银行股份有限公司（以下简称“中原银行”）于 2017 年 7 月在联交所上市，公司持有的中原银行股份（109,125,598 股普通股）由上市前的以成本法计量变为上市后的以公允价值计量所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 12.82 亿元，较年初增长 2.12%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 57.60%）、机器设备（占 17.71%）、运输设备（占 7.61%）、电子设备（占 0.87%）和其他（占 16.21%）组成。截至 2017 年底，公司对固定资产累计计提折旧 9.75 亿元，计提减值准备共计 16.86 万元，固定资产成新率为 56.79%，成新率一般。截至 2017 年底，公司尚有未办妥产权证书的固定资产 0.81 亿元，目前处于向登记部门申请办理中。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 4.37 亿元，较年初增长 25.08%，主要系新增 0.87 亿元探矿权所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 48.30%）和探矿权（占 48.18%）组成，其中探矿权主要为公司在缅甸等地拥有的部分金矿，但因自身发展考虑，暂时尚无开采计划。公司累计计提无形资产摊销 0.58 亿元，未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 26.34 亿元，较年初增长 3.66%，主要系预付工程款增长所致。其中包括许昌市城乡一体化示范区建设项目（占 88.79%）、预付工程款（占 7.94%）和预付土地款（占 3.27%）。

截至 2017 年底，公司受限货币资金、用于抵押、质押的资产等使用受限的资产合计约 1.25 亿元，占总资产比例较低，对公司整体资产的变现能力影响不大。

总体看，2017年，公司资产规模较年初有所增长，资产结构以流动资产为主，但流动资产中存货占比较大，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计 103.86 亿元，较年初增长 16.40%，主要系非流动负债增长所致。其中流动负债占 67.93%，非流动负债占 32.07%，负债结构以流动负债为主。

（1）流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 70.55 亿元，较年初增长 3.56%，以短期借款（占 24.57%）、应付账款（占 20.57%）、预收款项（占 26.85%）和其他应付款（占 25.35%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款为 17.33 亿元，较年初减少 21.40%，主要系公司经营性现金净流入较大资金充裕减少流贷所致。公司短期借款中质押借款占 32.96%、抵押借款占 2.88%、保证借款占 17.17%、信用借款占 46.98%。

截至 2017 年底，公司应付账款为 14.52 亿元，较年初减少 4.07%，主要为瑞新公司未到约定结算期的应付工程款。

截至 2017 年底，公司预收款项 18.94 亿元，较年初大幅增长 275.86%，主要系公司房地产板块销售情况较好，预收购房款增长所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 17.88 亿元，较年初小幅增长 5.67%。公司其他应付款主要为瑞新公司应付土地清算款、瑞新公司和瑞贝卡房地产土地保证金等。

（2）非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 33.31 亿元，较年初增长 57.82%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债以长期借款（占 51.29%）和应付债券（占 44.17%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款为 17.09 亿元，较年初增长 16.85%，其中质押借款占 32.96%，抵押借款占 2.88%，保证借款占 17.17%，信用借款占 46.98%。从期限分布来看，公司长期借款到期日主要集中在未来 1~2 年（占 84.89%），公司将面临一定集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 14.71 亿元，较年初大幅增长 165.11%，主要系公司发行“17 瑞控 01”（2.00 亿元）和“17 瑞控 03”（7.20 亿元）所致；“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”期限均为 5 年（3+2），届时将有一定集中偿付压力

截至 2017 年底，公司全部债务 49.40 亿元，较年初增长 0.55%，其中短期债务 17.60 亿元（占 35.63%），较年初减少 40.35%；长期债务 31.80 亿元（占 64.37%），较年初增长 57.64%，公司债务结构有所改善，但整体债务负担仍然较重。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.75%、49.98%和 39.15%，资产负债率和全部债务资本化比率较年初的 68.30%和 54.53%有所下降，长期债务资本化比率较年初的 32.75%有所上升。公司债务负担较重，但处于合理水平。

总体看，公司负债以流动负债为主，截至 2017 年底，公司短期债务减少较多，债务结构有所改善，但公司整体债务负担仍然较重。

（3）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 49.43 亿元，较年初增长 19.35%，主要系未分配利润增长所致。其中归属于母公司所有者权益 28.34 亿元，其中股本占 17.47%、资本公积占 25.91%、盈余公积占 2.09%、未分配利润占 59.06%、其他综合收益抵消 4.54%。公司所有者权益中，少数股东权益和未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

总体看，公司所有者权益稳定增长，少数股东权益占比较大，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

4．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 48.58 亿元，同比增长 24.96%，主要系土地开发板块收入增加所致；实现净利润 7.51 亿元，同比大幅增长 246.38%，主要系土地开发业务扭亏所致；公司营业利润率为 30.45%，较 2016 年的 20.71%大幅增长。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用 7.96 亿元，较 2016 年增长 11.19%，主要系财务费用增长所致。2017 年，公司销售费用为 2.72 亿元（占 34.20%），较 2016 年增长 8.32%；管理费用（占 28.67%）为 2.28 亿元，较 2016 年增长 3.26%；财务费用为 2.96 亿元（占 37.13%），较 2016 年增长 21.35%，主要系汇兑损失增长所致。2017 年，公司费用收入比为 16.39%，较上年的 18.42%有所下降，但期间费用仍对公司利润存在一定侵蚀。

从非经常性损益看，2017 年，公司投资收益为 0.05 亿元，规模较小；营业外收入为 2.55 亿元，占公司利润总额的 27.55%，主要为公司从事公共事业所获得的政府补贴、补偿收入等，具有一定可持续性。

从各项盈利指标来看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.86%、7.96%和 16.54%，较 2016 年的 4.26%、3.53%和 5.26%大幅提升。

总体看，2017 年，公司营业收入和净利润均大幅增长，公司各项盈利指标明显提升；公司期间费用有所增长，但对利润的侵蚀较 2016 年有所下降。

5．现金流

从经营活动情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入 79.31 亿元，较 2016 年增长 15.67%，主要系房地产业务销售情况较好，使销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；经营活动现金流出 64.70 亿元，较 2016 年增长 11.54%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2017 年，公司经营活动现金流净额为 14.61 亿元，较 2016 年增长 38.37%。从收入实现质量来看，2017 年，公司现金收入比为 132.50%，较 2016 年的 102.06%明显提升，公司收入实现质量较高。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动现金流入 1.03 亿元，较 2016 年下降 39.99%，流入规模较小；投资活动现金流出 4.98 亿元，较 2016 年增长 48.57%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增长所致。2017 年，公司投资活动现金流净额为净流出 3.96 亿元，较 2016 年的净流出 1.64 亿元大幅增长。

从筹资活动情况来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 35.29 亿元，较 2016 年增长 20.32%，主要系发行“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”所致；筹资活动现金流出 36.65 亿元，较 2016 年下降 9.42%。2017 年，公司筹资活动现金流净额为净流出 1.36 亿元，流出规模较 2016 年的净流出 11.14 亿元大幅收窄。

总体看，2017年，公司经营活动现金流净流入大幅增长，能对投资活动形成良好支持，公司筹资活动现金流净流出较2016年大幅收窄，公司整体现金流情况较2016年明显改善。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.40 倍和 0.49 倍，较年初的 1.19 倍和 0.40 倍均有所提升；得益于现金流的改善，公司现金短期债务比达到 1.07 倍，较 2016 年的 0.36 倍大幅提升，经营活动现金流动负债比率从 2016 年的 15.50%提高到 2017 年的 20.71%。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 13.07 亿元，较 2016 年的 5.84 亿元大幅增

长，主要系利润总额增长所致。公司 EBITDA 中折旧占 10.48%，摊销占 3.06%，计入财务费用的利息支出占 15.58%，利润总额占 70.87%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.53 倍，较 2016 年的 1.42 倍大幅提高，EBITDA 对利息的保护程度较强；EBITDA 全部债务比分别为 0.26 倍，较 2016 年的 0.12 倍大幅提高，EBITDA 对全部债务的保护程度明显增强，但公司长期偿债能力仍属一般。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 0.75 亿元，规模较小，对外担保代偿风险较低。

截至 2017 年底，公司获得 50.39 亿元人民币授信和 2,800 万美元授信，未使用额度包括 20.69 亿元人民币授信和 2,800 万美元授信，公司间接融资渠道畅通；公司下属子公司瑞贝卡发制品为上市公司，子公司直接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司不存在重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4110230000000170），截至 2018 年 4 月 17 日，公司未结清信贷中无关注类、不良类信贷信息；已结清信贷中，存在 2 笔不良关注类贷款，分别系银行在对公司进行风险评级时公司合并报表未上报，系统直接采取公司母公司报表数据；以及利息未转足额于次日补足所致。公司过往债务履约情况整体较为良好。

总体看，2017 年，得益于公司现金流的改善和利润总额的提升，公司短期和长期偿债能力均明显提升，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力仍属一般。

七、本期公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 18.78 亿元，约为“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”合计本金（9.20）的的 2.04 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产为 49.43 亿元，约为债券合计本金（9.20 亿元）的 5.43 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 13.07 亿元，约为债券合计本金（9.20 亿元）的 1.42 倍，公司 EBITDA 对“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 79.31 亿元，约为债券本金（9.20 亿元）的 8.62 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很强。

综合以上分析，并考虑到公司发制品业务在行业地位、生产能力、工艺技术、市场知名度等方面所具备的竞争优势，联合评级认为，公司对“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司继续保持以发制品为主，房地产开发、水业服务、客房餐饮、公共交通、旅游服务等多个领域为辅的业务结构；公司发制品业务在行业地位、生产能力、工艺技术、市场知名度等方面具备优势；房地产业务销售情况较好，签约销售金额大幅增长；自来水供应及污水处理业务继续在许昌市区域内处垄断地位；土地开发业务实现盈利。同时，联合评级也关注到公司发制品业务主要依赖出口，汇率变动对公司经营业绩影响较大、房地产项目可售面积储备略显单薄、区域集中度较高以及债务规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司加大国内市场的发制品营销的力度，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　河南瑞贝卡控股有限责任公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	130.65	153.29
所有者权益（亿元）	41.42	49.43
短期债务（亿元）	29.50	17.60
长期债务（亿元）	20.17	31.80
全部债务（亿元）	49.67	49.40
营业收入（亿元）	38.87	48.58
净利润（亿元）	2.17	7.51
EBITDA（亿元）	5.84	13.07
经营性净现金流（亿元）	10.56	14.61
应收账款周转次数(次)	11.80	13.56
存货周转次数（次）	0.54	0.56
总资产周转次数（次）	0.30	0.34
现金收入比率（%）	102.06	132.50
总资本收益率（%）	4.00	8.86
总资产报酬率（%）	3.53	7.96
净资产收益率（%）	5.26	16.54
营业利润率（%）	20.71	30.45
费用收入比（%）	18.42	16.39
资产负债率（%）	68.30	67.75
全部债务资本化比率（%）	54.53	49.98
长期债务资本化比率（%）	32.75	39.15
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	3.53
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.26
流动比率（倍）	1.19	1.40
速动比率（倍）	0.40	0.49
现金短期债务比（倍）	0.36	1.07
经营现金流动负债比率（%）	15.50	20.71
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.64	1.42

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、其他应付款中有息部分调入短期债务。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转率	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转率	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次（期）公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次（**期**）公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次（**期**）公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次（**期**）公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。