信 用 等 级 公 告

联合〔2019〕1156 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：

二〇一九年六月十八日

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2019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	5 年（3+2）	AA	AA	2018 年 6 月 15 日
17 瑞控 03	7.2 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2018 年 6 月 15 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 18 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	130.65	153.29	165.05
所有者权益（亿元）	41.42	49.43	53.58
长期债务（亿元）	30.96	42.52	25.12
全部债务（亿元）	62.90	62.58	54.44
营业收入（亿元）	38.87	48.58	48.46
净利润（亿元）	2.17	7.51	5.15
EBITDA（亿元）	4.61	13.17	10.76
经营性净现金流（亿元）	10.56	14.61	12.50
营业利润率（%）	20.71	30.45	27.25
净资产收益率（%）	5.26	16.54	10.01
资产负债率（%）	68.30	67.75	67.54
全部债务资本化比率（%）	60.30	55.87	50.40
流动比率（倍）	1.19	1.40	1.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.21	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	1.08	3.49	2.83
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.50	1.43	1.17

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。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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”）各主营业务板块发展良好，其中，发制品产销量均有所增长；房地产业务销售情况良好，去化压力较小；水务板块和土地开发板块经营情况稳定。此外，公司资产规模保持增长，经营活动现金流状况良好，整体盈利能力仍较强。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；土地整理业务对资金存在占用；房地产业务区域集中度较高以及公司整体债务负担偏重且存在一定短期偿债压力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发制品市场的开拓以及房地产业务和土地整理业务的回款，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，经营规模大，行业地位高，产销情况良好，综合竞争能力强。

2. 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。

3. 公司房地产业务销售情况良好，去化压力较小。

关注

1. 2018 年，公司发制品仍依赖于出口，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较大。

2. 公司土地一级整理业务，前期投入资金规模较大，若后续房地产市场继续面临调控压力，土地市场需求与价格将会受到影响，进而对公司的资金回收造成一定的压力。

3. 公司债务负担较重，短期债务占比较高，公司债务结构有待进一步优化。

分析师

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

罗　峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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，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2018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2018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（股票代码“600439.SH”，以下简称“上市公司”），拥有在职员工10,878人。截至2019年4月25日，公司持有的上市公司股份无质押情况，质押比率为0。

截至2018年底，公司合并资产总额165.05亿元，负债合计111.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.58亿元，其中归属于母公司所有者权益31.02亿元。2018年，公司实现营业收入48.46亿元，净利润（含少数股东损益）5.15亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.91亿元；经营活动产生的现金流量净额12.50亿元，现金及现金等价物净增加额-0.94亿元。

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。公司已于2018年6月和8月按期支付第一次利息。

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。

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。

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。据国家海关相关数据统计，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，整体发展态势较好。

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*

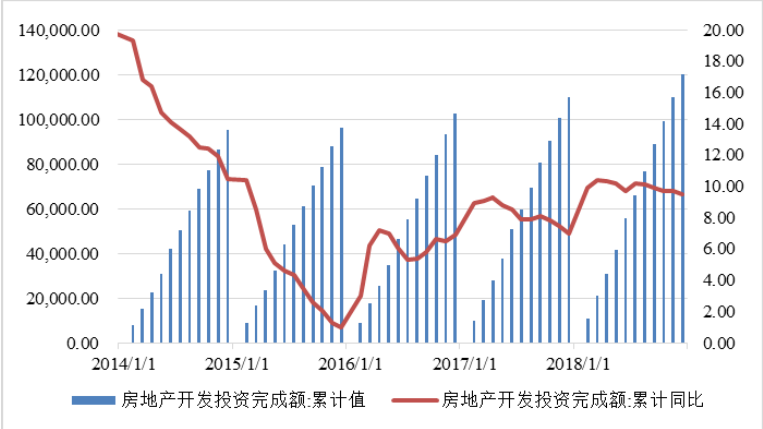
（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，国家对房地产行业实施了持续的调控，导致行业景气度出现明显波动。2016 年，在各项去库存政策的刺激之下，房地产市场回暖，全年房地产开发投资 102,580

亿元，同比增长 6.90%，较上年同期提升 5.90 个百分点；2017 年全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，较上年同期提升 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地较多所致。2018 年，全国房地产开发投资 120,264 亿元，同比增长 9.53%，较上年同期提升 2.49 个百分点，继续维持在高位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300 万平方米，较上年增长 5.20%。其中，住宅施工面积 569,987 万平方米，同比增长 6.30%；房屋新开工面积 209,342 万平方米，同比增长 17.20%。

图 1　2014~2018 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯、联合评级整理

总体看，房地产业近几年发展较快、波动较大。受房企融资渠道缩紧、土地市场转冷及销售增速回落的共同影响，预计 2019 年投资增速仍存一定下行压力。

（2）行业关注

政策端房地产调控政策短期内相对稳定

中美贸易摩擦、宏观经济和房地产市场下行压力下，政策有望从过紧向稳定过渡，包括“稳地价、稳房价、稳预期”，但“房住不炒”总基调保持不变，更可能以因城施策，地方政策微调为主；预计 2019 年一二线城市调控政策可能进一步松动，但在维持调控、平稳发展的基调下松动的空间有限；三四线城市则将持续受到棚改货币化支持力度回落的政策压力。

供给方面，土地市场遇冷

2018 年房地产投资在土地购置费带动下韧性依旧，但下半年以来土地市场遇冷，土地流拍现象增多，预计 2019 年土地购置费将有所回落，拖累投资；但房企在主被动补库存情况下新开工仍将较为积极，带动施工回暖，对投资提供一定支撑。

需求方面，市场格局持续分化

2018 年下半年，全国楼市降温明显，市场观望情绪浓厚，2019 年销售或将延续下滑态势，但不同城市之间分化：一二线城市较严格的限购政策催生了大量刚需，经过近两年调整后销售面积增速或已触底回升，但政策可能放松力度有限；三四线城市在棚改货币化效应减弱以及前期涨幅透支购买力情况，销售或将继续下滑。

行业竞争方面，中小房企面临被整合风险

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，实力突出的大型房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

企业层面，行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

高杠杆、扩张激进、盈利能力差及短期债务高的房企面临资金链风险，其违约风险加大；大型优质房企在土储规模、融资渠道、资金成本等方面具有优势，其信用将保持稳定。

（3）行业发展

因城施策，调控政策松紧并举将成为新常态

目前我国尚处于经济转型阶段，房地产调控政策向常态化和长期化方向发展，以抑制房价过快上涨、保持房地产行业健康稳定增长。此外，受人口结构、经济发展水平、房地产供求差异的影响，对不同城市可能会采取更加灵活的政策，以调节房地产市场压力。

地产开发运营精细化程度持续提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升；中小房地产开发企业受资金规模限制，项目竞争力有限，部分面临项目转让及投资退出压力。

地产金融化趋势显现

近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

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，管理运作良好。

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。

2018 年，公司实现营业收入 48.46 亿元，实现主营业务收入 47.51 亿元，占营业收入的 98.04%，主营业务突出；公司主营业务收入与 2017 年基本持平；公司实现净利润 5.15 亿元，较 2017 年下降较多，主要系营业外收入下降所致。

表 1　2016~2018 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			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发制品	17.59	45.95	33.71	18.74	39.21	36.68	18.45	38.83	34.99
水业	1.80	4.70	36.20	3.95	8.27	27.75	2.33	4.90	36.07
房地产	14.59	38.11	25.55	15.25	31.91	26.10	16.58	34.90	22.99
客房及餐饮	0.38	0.99	67.97	0.41	0.86	68.12	0.38	0.81	68.31
公交	0.34	0.89	-163.93	0.27	0.56	15.95	0.30	0.63	130.49
旅游服务	0.28	0.73	-51.15	0.51	1.07	-31.40	0.61	1.29	23.99
土地开发	3.30	8.62	-32.03	8.48	17.74	37.73	8.60	18.10	33.24

游乐	--	--	--	0.07	0.15	-72.24	0.10	0.21	61.43
汽车维修	--	--	--	0.08	0.17	13.10	0.12	0.25	19.75
广告	--	--	--	0.03	0.06	46.06	0.04	0.08	29.22
合计	**38.28**	**100.00**	**23.03**	**47.79**	**100.00**	**31.98**	**47.51**	**100.00**	**28.77**

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 18.45 亿元，与 2017 年基本持平，占主营业务收入的比重为 38.83%；房地产板块实现收入 16.58 亿元，较 2017 年略有增长，占主营业务收入的比重为 34.90%；水业服务板块实现收入 2.33 亿元，较 2017 年有一定下降，主要系供水工程公司市政承揽工程量下降所致，占主营业务收入的 4.90%；土地开发板块实现营业收入 8.60 亿元，与 2017 年基本持平，占主营业务收入的 18.10%。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，2018 年，公司主营业务综合毛利率为 28.77%，较 2017 年有所下降。从具体板块来看，发制品和房地产毛利率均较 2017 年略有下降，分别为 34.99%和 22.99%；水业服务毛利率较 2017 年上升 8.32 个百分点，为 36.07%，主要系公司严控成本并降低产销差率所致；公司土地开发业务毛利率为 33.24%，较 2017 年略有下降。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，2018年，公司主营业务收入规模稳定，收入结构变化不大，毛利率略有下降。

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，再由纤维发丝生产部自行生产。

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。

纤维发丝原材料高分子材料采购方面，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。

供应商方面，2018 年，公司前五大供应商采购集中度为 20.52%，供应商集中度不高。

总体看，2018 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，2018 年，公司发制品产量为 4,656 万件，较 2017 年进一步增长，主要系下游需求增长所致。

表 2　2016~2018 年公司发制品产量情况（单位：万件）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
产量	3,670	4,363	4,656

资料来源：公司提供

公司面对国内人力成本逐年上升的情况，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 2018 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，2018 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。受产品升级，产品结构调整影响，公司主要产品销量和价格均有一定变化，其中工艺发条销量下降较快，其他产品销量均有一定增长；产品价格方面，化纤假发价格有一定增长，其他产品价格均有不同程度下降。

表 3　2016~2018 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、%）

产品名称	指标	2016 年	2017 年	2018 年
工艺发条	销量	543.76	418.00	300.00
	销售均价	110.82	119.03	108.64
	产销率	100.63	98.63	100.63
化纤发条	销量	2,673.82	3,486.9	3,738
	销售均价	22.09	22.64	22.46
	产销率	98.69	98.61	96.51
人发假发	销量	103.20	98.75	108
	销售均价	240.26	240.05	236.75
	产销率	100.37	98.01	95.70
化纤假发	销量	285.62	308.48	357
	销售均价	59.32	72.36	73.67
	产销率	98.44	101.9	95.96

资料来源：公司提供

2018，公司销售模式较 2017 年无变化，销售区域分布方面，2018 年，公司发制品销售仍以美洲、非洲和国内市场为主，其中，美洲市场占 24.46%；非洲市场占 48.54%；国内市场占 17.27%。

从销售集中度看，2018 年，公司对前五大发制品客户销售额为 2.94 亿元，占年度销售总额比例为 15.64%，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，2018 年，公司主要产品销售情况整体稳定；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河南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，合理控制开发节奏以及项目质量。截至 2019 年 3 月底，公司尚未开发的土地储备尚余 69.12 万平方米，拿地总成本合计 9.65 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 2019 年 3 月底公司尚未开发的土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

区域	土地使用性质	土地面积	取得成本
许昌市区	住宿餐饮	3.22	0.68
许昌市区	商务金融	3.15	0.67
许昌新区	商务、住宅	16.74	2.12
许昌建安区	商服、住宅	32.66	4.45
漯河召陵区	科教用地	0.49	0.06
南阳镇平县	住宅、住宿餐饮	12.86	1.67
合计	--	**69.12**	**9.65**

资料来源：公司提供

总体看，公司各主要房地产项目拿地成本较低，主要集中于许昌市及其周边地区，区域集中度较高。

（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。2018 年，公司新开工面积下降较多，主要系公司 2017 年新开工面积规模较大，公司在 2018 年控制开发节奏所致。

表 5　房地产业务发展情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
房地产开发完成投资	12.26	22.20	13.64	4.53
房屋竣工面积	62.84	35.67	38.64	1.03
新开工面积	37.29	96.46	43.11	3.85

资料来源：公司提供

从投资情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司房地产在建项目 9 个，计划总投资 110.48 亿元，已投入资金 78.51 亿元，尚需投入 31.97 亿元。2018 年，公司实现签约销售收入 28.11 亿元，公司在建房地产项目未来面临一定资金压力。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司各在建地产项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划总投资额	资金筹措方案		截至 2019 年 3 月底已投资额	2019 年 4-12 月计划投资额	2020 年计划投资额	2021 年计划投资额
		贷款	自筹				
滠水庄园	23.19	--	23.19	20.64	1.99	0.56	
襄县和天下	10.24	--	10.24	9.67	0.57		
许昌和天下	30.52	--	30.52	18.42	1.56	4.51	3.85
许昌兴天下	17.80	--	17.80	12.69	3.27	1.84	
漯河家天下	9.46	--	9.46	6.49	2.36	0.61	
禹州兴天下	6.50	--	6.50	5.37	0.91	0.22	
临颍家天下	4.47	--	4.47	1.72	1.45	0.9	0.4
襄县兴天下	3.30	--	3.30	1.71	0.83	0.56	0.2
禹州和天下	5.00	--	5.00	1.80	1.14	1.16	0.9
合计	**110.48**	--	**110.48**	**78.51**	**14.08**	**10.36**	**5.35**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司房地产新开工面积下降较多，较大规模的预售金额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

公司房地产销售全部采用自主销售方式。

2018 年，公司房地产业务协议销售面积和协议销售均价均有一定下降，协议销售面积下降主要是公司根据市场需求，调整战略，滚动开发，部分在建项目未达到销售节点所致，协议销售均价下降主要原因是 2018 年许昌周边项目销售占比大所致，其均价相对较低。2018 年，公司房地产板块协议销售面积为 55.21 万平方米；协议销售均价为 5,092 元/平方米，协议销售金额为 28.11 亿元。其中协议销售面积虽较 2017 年下降较多，但整体仍处于较高水平；协议销售均价下降主要系 2018 年销售的项目单价较低所致。

表 7　2016~2018 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	2018 年
协议销售面积	32.31	81.60	55.21
协议销售金额	17.50	48.70	28.11
协议销售均价	5,416	5,968	5,092

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在售房地产项目总建筑面积 224.13 万平方米，其中可售面积 174.04 万平方米，已签约销售面积 145.09 万平方米，公司去化压力较小。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司主要在售地产项目（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	位置	用途	总投资预算	建筑面积	可售面积	已签约销售面积	签约销售均价	2016 年销售收入	2017 年销售收入	2018 年销售收入	19 年 1-3 月销售收入
潩水庄园	许昌建安区	商住	23.19	86.13	65	48.7	4479	2.67	12.58	3.03	0.22
许昌兴天下	许昌东城区	商住	17.80	53.25	38.8	35.5	6882	5.01	19.34	1.96	0.14
漯河家天下	漯河召陵区	商住	9.46	41.96	33.57	30.9	4034	0.80	1.85	7.39	1.41
禹州兴天下	许昌禹州	商住	6.50	24.17	19.26	19.01	5200	--	6.93	3.53	0.06
襄县兴天下	许昌襄县	商住	3.30	13.67	9.33	8.22	5191	--	--	3.76	0.57
禹州和天下	许昌禹州	商住	5.00	14.79	8.08	2.76	6100	--	--	1.60	0.24
合计			**65.25**	**224.13**	**174.04**	**145.09**	--	**8.48**	**40.7**	**21.27**	**2.64**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司房地产业务销售面积大幅下降，销售均价也有所下降，公司去化压力较小。

4．水业服务

公司目前承担许昌市全市自来水的供应和大部分污水处理任务，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

2018 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 9　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	15.8	98.75
2017 年	16	16	100.00
2018 年	16	16	100.00
2019 年 1~3 月	16	16	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，2018 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。

2018 年，公司自来水供水量为 4,903.07 万吨，较上年增长 17.83%。2018 年，自来水价格较 2017 年无变化，各类别自来水价格如下表所示。

表 10　2018 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，2018 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。

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。

截止 2019 年 5 月底，公司已出让土地 1,020 亩左右，已储备具备出让条件土地 920 亩左右，正在整理开发的土地 1,680 亩左右。截至 2019 年 5 月底，公司土地一级开发已投入 40.00 亿元，收到土地收储中心成本返还 20.38 亿元，预计未来两年投资支出 3.00 亿元左右。土地资源作为城镇化化过程中的必须资源，长期来看具有稀缺性与不可再生性，公司在指定开发区域内，具有垄断性优势。

总体看，公司土地一级开发整理发展前景较好，后续投资支出压力较小。

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）房地产项目区域集中度较高

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 2018 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。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。2017 年，根据修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日前发

生的政府补助不予追溯调整。公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，并且按照《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整。根据《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的规定，公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，并且按照《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整。根据财政部《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），对“应收票据”、“应收账款”、“应收利息”、“应收股利”、“其他应收款”、“固定资产”、“固定资产清理”、“在建工程”、“工程物资”、“应付票据”、“应付账款”、“应付利息”、“应付股利”、“其他应付款”、“长期应付款”、“专项应付款”、“管理费用”、“研发费用”、“财务费用”等科目进行拆分及合并。会计政策变更对公司净利润无实质影响。截至 2018 年底，公司合并范围子公司 16 家，较上年无变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 165.05 亿元，负债合计 111.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 31.02 亿元。2018 年，公司实现营业收入 48.46 亿元，净利润（含少数股东损益）5.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.50 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.94 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年末，公司合并资产总额 165.05 亿元，较年初增长 7.67%；其中流动资产占 65.92%，非流动资产占 34.08%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产 108.80 亿元，较年初增长 10.49%；公司流动资产主要由货币资金（占 16.19%）、其他应收款（占 10.09%）、存货（占 67.01%）等构成。

截至 2018 年末，公司货币资金 17.61 亿元，较年初下降 5.01%；货币资金中有 0.09 亿元受限资金，主要为保证金，受限比例很低。

截至 2018 年末，公司存货账面价值 72.90 亿元，较年初增长 14.32%，主要系库存商品增长所致；存货主要由开发成本（占 50.34%）、原材料（占 18.53%）、库存商品（占 13.93%）和在产品（占 10.13%）等构成，累计计提跌价准备 0.07 亿元，计提比例较低。

截至 2018 年末，公司其他应收款 10.98 亿元，较年初增长 28.45%，主要系为对南阳镇平县财政局土地保证金和对禹州市投资总公司借款。

（2）非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产 56.26 亿元，较年初增长 2.62%，较年初变化不大；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.04%）、固定资产（占 22.47%）、在建工程（占 9.93%）、无形资产（占 8.25%）、其他非流动资产（占 47.80%）等构成。

截至 2018 年末，公司固定资产账面价值 12.64 亿元，较年初下降 1.35%，较年初变化不大；固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和运输设备等构成，累计计提折旧 11.08 亿元；固定资产成新率 53.29%，成新率一般。

截至 2018 年末，可供出售金融资产 4.52 亿元，较年初下降 16.20%，主要系公司对许昌市曹魏古城开发建设有限公司的投资下降所致；其中，按成本法计量的 2.13 亿元，按公允价值计量的 2.39 亿元。

截至 2018 年末，在建工程 5.58 亿元，较年初增长 45.62%，主要系洛阳白云山旅游建设项目持

续推进所致；在建工程主要包括水业公司工程（1.12 亿元）、洛阳白云山旅游建设项目（2.95 亿元）和湿地商业街主题乐园（0.90 亿元）。

截至 2018 年末，无形资产 4.64 亿元，较年初增长 6.09%，无形资产主要由土地使用权和探矿权构成，累计摊销 0.68 亿元。

截至 2018 年末，其他非流动资产 26.89 亿元，较年初增长 2.07%，较年初变化不大，仍主要为许昌市城乡一体化示范区建设项目。

截至2018年末，公司受限资产1.38亿元，受限规模较小。

总体看，2018年末，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2018年末，公司负债总额111.47亿元，较年初增长7.32%；其中流动负债占84.43%，非流动负债占15.57%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较大。

（1）流动负债

截至 2018 年末，公司流动负债 94.11 亿元，较年初增长 33.39%，主要系短期借款和预收款项增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 21.74%）、应付票据及应付账款（占 14.77%）、其他应付款（占 13.01%）、预收款项（占 42.48%）、一年内到期的非流动负债（占 6.91%）等构成。

截至 2018 年末，公司短期借款 20.46 亿元，较年初增长 18.03%；短期借款主要是保证借款（占比 29.19%）、信用借款（占比 47.20%）和质押借款（占比 23.61%）。

截至 2018 年末，应付票据及应付账款 13.90 亿元，较年初下降 6.00%；其中应付票据 0.06 亿元，规模较小，应付账款 13.83 亿元，较年初下降 6.00%。应付账款账龄以一年以上的为主。

截至 2018 年末，预收款项 39.98 亿元，较年初增长 111.04%，主要系新增房地产预收款项所致。

截至 2018 年末，其他应付款 12.25 亿元，较年初下降 33.39%，主要系加大回款的崔收力度所致。

截至 2018 年末，一年内到期的非流动负债 6.50 亿元，全部为 1 年内到期的长期借款转入。

（2）非流动负债

截至 2018 年末，公司非流动负债 17.36 亿元，较年初下降 47.88%，主要系长期借款和应付债券减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 32.61%）、应付债券（占 55.08%）和递延所得税负债（占 8.22%）等构成。

截至 2018 年末，公司长期借款 5.66 亿元，较年初下降 66.87%。

截至 2018 年末，应付债券 9.56 亿元，较年初下降 35.02%，主要系“15 瑞贝卡”部分回售所致。

截至 2018 年末，递延所得税负债 1.43 亿元，较年初增长 101.12%，主要系子公司许昌瑞新建设有限责任公司适用的所得税纳税标准与税务机关实际清算征收时间之间的暂时性差异所致。

截至 2018 年末，公司债务总额 54.44 亿元，较年初下降 13.00%。其中，短期债务占 53.86%，长期债务占 46.14%，以短期债务为主。截至 2018 年末，短期债务 29.32 亿元，较年初增长 46.17%，主要系一年内到期的长期借款转入所致；长期债务 25.12 亿元，较年初下降 40.92%，主要系长期借款和应付债券规模下降所致。截至 2018 年末，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 67.54%、50.40%和 31.92%，较年初分别下降 0.22 个百分点、5.47 个百分点和 14.32 个百分点，债务负担有所减轻。

总体看，2018 年末，公司负债规模略有增长，仍以流动负债为主，公司整体债务负担仍然较重，且债务结构有待改善。

（3）所有者权益

截至2018年末，公司所有者权益为53.58亿元，较年初增长8.40%。其中，归属于母公司所有者权益占比为57.89%，少数股东权益占比为42.11%。截至2018年末，归属于母公司所有者权益31.02亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占15.96%、22.83%、-3.61%和62.91%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般

总体看，2018年末，公司所有者权益稳定增长，少数股东权益和未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 48.46 亿元，较上年下降 0.23%，较上年变化不大；营业成本为 34.45 亿元，较上年增长 4.35%；实现营业利润 6.20 亿元，较上年下降 8.99%；营业利润率为 27.25%，较上年下降 3.20 个百分点。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额为 7.23 亿元，较上年下降 9.11%。从构成看，2018 年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 41.37%、23.07%、5.60%和 29.96%，其中销售费用为 2.99 亿元，较上年增长 9.96%；管理费用为 1.67 亿元，较上年下降 26.86%，主要系会计准则调整，研发费用单列所致；研发费用为 0.40 亿元；财务费用为 2.17 亿元，较上年下降 26.66%，主要系汇兑损失减少所致。2018 年，公司费用收入比为 14.09%，较上年减少 2.29 个百分点，公司费用控制能力有所提升。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 0.34 亿元，占营业利润比重为 5.45%，对营业利润影响不大。2018 年，公司实现其他收益 0.15 亿元，收益占营业利润比重为 2.40%，对营业利润影响不大。2018 年，公司实现营业外收入 0.61 亿元，较上年下降 76.09%，主要系公司 2017 年收到补偿收入使上年基数较大所致，营业外收入占利润总额比重为 9.17%，对公司利润影响不大。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 27.25%，较上年下降 3.20 个百分点；2018 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 6.72%、5.58%和 10.01%，较上年分别下降 2.21 个百分点、2.45 个百分点和 6.53 个百分点。公司盈利能力有所下降。

总体看，2018 年，公司营业收入和净利润均略有下降，费用控制能力有所提升，但由于房地产业务和土地开发业务毛利率下降，公司整体盈利能力有所下降。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 77.80 亿元，较上年下降 1.90%，较上年变化不大；经营活动现金流出 65.30 亿元，较上年增长 0.92%，较上年变化不大。综上，2018 年，公司实现经营活动净流入 12.50 亿元，较上年下降 14.40%。2018 年，公司现金收入比为 134.92%，较上年提高 2.42 个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 1.13 亿元，较上年增长 10.37%，主要系取得投资收益收到的现金下降所致；投资活动现金流出 3.25 亿元，较上年下降 34.88%，主要系投资支付的现金下降所致。综上，2018 年公司实现投资活动净流出 2.11 亿元，较上年下降 46.62%。

从筹资活动来看，2018年，公司筹资活动现金流入18.00亿元，较上年下降48.99%，主要系公司借款规模下降所致；筹资活动现金流出28.97亿元，较上年下降20.97%，主要系偿还债务支付的现金下降所致。综上，2018年公司实现筹资活动净流出10.97亿元，较上年增长704.23%。

总体看，2018年，公司经营活动现金流继续呈净流入态势，能对投资活动形成良好支持，公司

筹资活动现金流大额净流出。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 1.40 倍和 0.49 倍分别下降至 1.16 倍和减少至 0.38 倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至 2018 年末，公司现金短期债务比由上年末的 0.94 倍减少至 0.61 倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 10.76 亿元，较上年下降 18.31%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 13.40%）、计入财务费用的利息支出（占 20.77%）、利润总额（占 61.82%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.49 倍下降至 2.83 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.21 倍下降至 0.20 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力略有下降。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 3.53 亿元，规模较小，对外担保代偿风险较低。

截至 2019 年 3 月底，公司获得 50.40 亿元人民币授信和 2,800.00 万美元授信，未使用额度包括 15.69 亿元人民币授信和 70.00 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为上市公司，具有直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，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》，截至 2019 年 5 月 6 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，跟踪期内，公司长短期偿债能力指标均有所弱化，但考虑到公司融资渠道畅通，过往债务履约情况良好，其整体偿债能力仍属很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，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 17.91 亿元，为“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”待偿债券本金（9.20 亿元）的 1.95 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较高；截至 2018 年末，公司净资产为 53.58 亿元，为待偿债券本金（9.20 亿元）的 5.82 倍，公司净资产对“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”按期偿付的保障作用较好。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 10.76 亿元，为待偿债券本金（9.20 亿元）的 1.17 倍，公司 EBITDA 对“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 77.80 亿元，为待偿债券本金（9.20 亿元）的 8.46 倍，公司经营活动产生的现金流入对“17 瑞控 01”和“17 瑞控 03”的覆盖程度较高。

综合以上分析，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，公司各主营业务板块发展良好，其中，发制品产销量均有所增长；房地产业务销售情况良好，去化压力较小；水务板块和土地开发板块经营情况稳定。此外，公司资产规模保持增长，

经营活动现金流状况良好，整体盈利能力仍较强。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；土地整理业务对资金存在占用；房地产业务区域集中度较高以及整体债务负担较重且存在一定短期偿债压力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发制品市场的开拓以及房地产业务和土地整理业务的回款，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	2018 年
资产总额（亿元）	130.65	153.29	165.05
所有者权益（亿元）	41.42	49.43	53.58
短期债务（亿元）	31.93	20.06	29.32
长期债务（亿元）	30.96	42.52	25.12
全部债务（亿元）	62.90	62.58	54.44
营业收入（亿元）	38.87	48.58	48.46
净利润（亿元）	2.17	7.51	5.15
EBITDA（亿元）	4.61	13.17	10.76
经营性净现金流（亿元）	10.56	14.61	12.50
应收账款周转次数(次)	11.95	13.56	14.71
存货周转次数（次）	0.54	0.56	0.50
总资产周转次数（次）	0.30	0.34	0.30
现金收入比率（%）	102.06	132.50	134.92
总资本收益率（%）	3.98	8.92	6.72
总资产报酬率（%）	3.53	8.03	5.58
净资产收益率（%）	5.26	16.54	10.01
营业利润率（%）	20.71	30.45	27.25
费用收入比（%）	18.42	16.39	14.09
资产负债率（%）	68.30	67.75	67.54
全部债务资本化比率（%）	60.30	55.87	50.40
长期债务资本化比率（%）	42.78	46.24	31.92
EBITDA 利息倍数（倍）	1.08	3.49	2.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.21	0.20
流动比率（倍）	1.19	1.40	1.16
速动比率（倍）	0.40	0.49	0.38
现金短期债务比（倍）	0.33	0.94	0.61
经营现金流动负债比率（%）	15.50	20.71	13.29
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.50	1.43	1.17

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；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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。