

信用等级公告

联合[2017]575 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河南瑞贝卡控股有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月五日

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

2017年公开发行公司债券（第一期）信用评级

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 10 亿元（含），其中基础发行规模
为 2 亿元，可超额配售不超过 8 亿元（含）

债券期限：品种一为 5 年（3+2）；品种二为 5 年

还本付息方式：单利按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 6 月 5 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	110.07	130.28	130.65	138.43
所有者权益（亿元）	38.83	40.98	41.42	41.28
长期债务（亿元）	16.93	22.84	20.17	20.17
全部债务（亿元）	46.80	57.43	49.67	52.97
营业收入（亿元）	29.71	33.73	38.87	8.04
净利润（亿元）	1.99	2.77	2.17	0.50
EBITDA（亿元）	5.77	6.89	5.84	--
经营性净现金流（亿元）	-3.38	3.67	10.56	4.96
营业利润率（%）	22.38	26.59	20.71	27.31
净资产收益率（%）	5.19	6.95	5.26	1.20
资产负债率（%）	64.72	68.54	68.30	70.18
全部债务资本化比率（%）	54.66	58.36	54.53	56.20
流动比率（倍）	1.37	1.33	1.19	1.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.12	0.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.78	2.08	1.42	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.58	0.69	0.58	--

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差异，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、2017 年一季财务数据未经审计，指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为以发制品为主，并涉足房地产开发、水业服务、客房餐饮、公共交通、旅游服务等多个领域的控股型企业，其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；公司自来水供应及污水处理业务在许昌市区域内处垄断地位。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，房地产业务面临一定的资金支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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. 公司自来水供应及污水处理业务在许昌市区域内处垄断地位，有利于公司经营稳定性的保持。

3. 公司作为许昌市内知名房地产企业，其土地储备可以满足未来一定时期的开发需求，所开发房地产项目的区域认可程度高，公司房地产业务发展的基础条件好。

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. 公司房地产业务集中于许昌市及周边，当地市场发展状况将对公司房地产业务影响较大。

3. 公司债务负担较重，且以短期债务为主，面临一定的短期偿付压力。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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3月底，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。

公司经营范围：发制品行业投资；资源、能源类开发投资；城市建设投资；道路建设投资；公用事业及酒店旅游业投资（以上项目凡需国家有关部门审批的凭许可证或批准文件经营），自产产品的进出口业务（需经审批的凭批准文件或许可证经营）。

截至2017年3月底，公司本部下设财务管理中心、资金管理中心、企业发展中心/矿业中心、物资采购中心、行政人力资源中心、统计中心、审计部7个职能部门（见附件1），公司合并范围内的控股子公司共有14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“瑞贝卡发制品”）。截至2017年3月底，公司拥有在职员工12,800人。

截至2016年底，公司合并资产总额130.65亿元，负债合计89.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.42亿元，归属于母公司的所有者权益23.29亿元。2016年，公司实现营业收入38.87亿元，净利润（含少数股东损益）2.17亿元，归属于母公司所有者的净利润1.16亿元；经营活动产生的现金流量净额10.56亿元，现金及现金等价物净增加额-2.64亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额138.43亿元，负债总额97.15亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.28亿元，归属于母公司的所有者权益23.43亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入8.04亿元，净利润（含少数股东损益）0.50亿元，归属于母公司所有者的净利润0.22亿元；经营活动产生的现金流量净额4.96亿元，现金及现金等价物净增加额6.12亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“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）”（以下简称“本期债券”），基础发行规模为2亿元，可超额配售不超过8亿元（含8亿元）。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券分为2个品种，品种一为5年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为5年期，不附调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后，拟用于补充营运资金、偿还有息债务。

三、行业分析

公司主营业务涵盖范围广，已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，其中以发制品加工和销售、房地产开发为主。

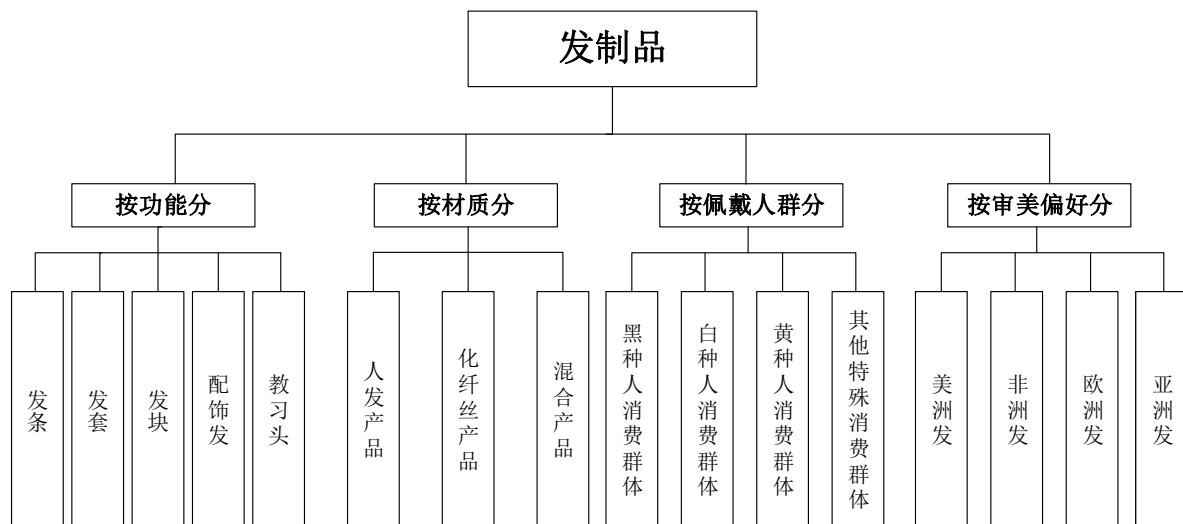
1. 发制品行业

(1) 行业概况

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。相关分类情况如下：

图 1 发制品分类情况及产品种类



资料来源：联合评级整理

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。

总体看，发制品产品种类较多，具备准必需品的时尚消费品特征；我国发制品业历史较长，但行业企业发展水平不平衡，国内多数企业以产品粗加工为主。

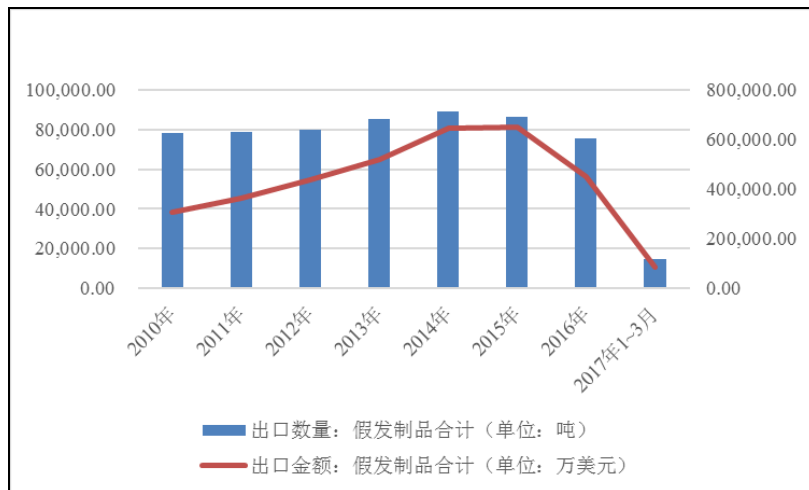
(2) 发制品市场供需情况

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。2010年~2014年，我国假发制品出口总量逐年增长，分别为78,303.48吨、79,074.64吨、79,773.69吨、85,128.95吨和88,994.84吨，年均复合增长3.25%；2015年以来，受国家税收政策和国际大经济环境的影响，我国发制品行业出口量呈负增长态势。同时由于我国发制品行业企业依据对国际发制品市场需求对出口产品种类进行调整，积极满足国际发制品市场中对于人发发制品等高端产品的需求，2010~2015年我国假发制品出口金额分别为30.51亿美元、36.15亿美元、43.70亿美元、51.86亿美元、64.64亿美元和64.88亿美元，年均复合增长8.23%；2016年，随着我国假发制品出口量明显下降，以及市场需求不足等因素导致部分产品价格下降较快，我国假发制品出口金额大幅下降，出口金额合计45.14亿美元，同比减少30.43%。

图2 2010~2017年3月我国发制品产品出口情况



资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

注：图中假发制品合计包括商品税号67049000、67041100、67042000、67041900的所有商品，因包含假胡须、家眉毛、假睫毛等人发、合成纺织材料制产品，与中国轻工工艺品进出口商会发制品分会统计数据存在一定差异。

世界范围内发制品消费市场集中于北美洲，市场规模约占全球市场份额的一半；欧洲紧随其后，需求稳步攀升；此外，随着非洲国家经济的发展和人民生活水平的提高，非洲市场成长迅速，增速最快。

在国内发制品市场需求方面，我国发制品消费观念仍停留在初级层次，以弥补生理缺陷或后天脱发为主，国内发制品市场处于萌芽阶段，大众消费规模尚未放量发展，包括中国在内的亚太地区人口占全球人口总量的50%以上，但发制品消费仅占到全球消费总额的10%左右。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。

总体看，近年来我国已成为全球发制品行业生产中心和最大的发制品供应方；美国及非洲国家对发制品需求旺盛，但2015年以来受大经济环境的影响，国际市场需求下滑，加之我国税收政策调

整等因素影响，我国发制品出口持续下降，但中国及其他亚太地区发制品消费市场仍较具潜力。

（3）行业竞争

行业壁垒

发制品企业具备劳动密集型、资本密集型双重特征。

发制品根据功能、材质、目标客户群等特性可分为众多类别，每种类别产品又分为各种档次和不同款式。不同类别、款式和档次的产品生产工艺存在差异，不同客户对产品的整体要求亦不相同。因此发制品企业需要形成一定的规模化经营，以较为完整的产品线满足较为严苛的产品要求。在原料采购、原材料安全库存、生产、成品库存等环节，均可对企业的运营资金产生占用，同时若企业进行海外自主品牌经营的还将存在产品外运资金占用。同时企业规模越大，上述环节对资金的占用规模越大，因此规模化经营对企业自有资金实力要求较高。

生产工艺比较复杂的产品，从原料投入到成品产出，前后需经过近 20 道工序，中高档产品对染色、配比、幅度、手感等指标要求很高，每道工序的处理水平直接影响上述指标的达成，进而影响产品质量和出成率。因此生产员工的整体技术水平对企业产品质量及生产效率的影响明显。

研发设计是决定产品在投放市场后获得何种市场反应的重要因素，是其体现差异化竞争能力、提高产品附加价值、打造自有品牌形象的主要手段。发制品属于时尚消费品，款式多样、符合潮流是产品能够适销对路的必要条件，成功开发的新产品甚至能够引领时尚，启发和引导消费需求。对于发制品，研发设计的结果主要体现于产品的款型、色泽、质地和功能。

对于自主品牌经营，品牌的知名度和消费者对其的认可度是持续经营的基础。目前，国内发制品企业开展欧美市场业务基本采用 OEM 或 ODM 模式，能否与主要进口商建立合作关系系国内发制品企业以自主品牌进入欧美市场的先决条件。既有规模企业通常已在长期运行中得到市场认可，拥有成熟的客户关系，与实力强的进口商建立了持久稳固的合作，在维护既有客户的同时更容易吸引到新客户。而综合实力较弱、品牌知名度偏弱的企业则难以与大型进口商开展合作。

行业集中度

经多年发展，我国发制品行业发展呈现集群化态势，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。此外，河南许昌是中国乃至全球最大的人发集散地和发制品生产基地，其出口额占河南省发制品出口总额的比例已超 70%。

在行业区域集中度较高的情况下，排名靠前的规模企业中呈现出“行业龙头优势明显，后起之秀增速领先”的竞争格局。行业内个别企业发展增速远高于行业平均发展水平，其中瑞贝卡发制品成立时间较早，经多年发展并实现上市融资，经营业绩显著领先于同行业企业。

总体看，发制品行业在资金规模、工艺技术、产品设计能力以及品牌等方面均存在较高的进入壁垒，以致国内发制品行业集中度较高，虽有利于行业内规模企业的发展，但也一定程度上限制了新进入企业，不利于行业的充分竞争。

（4）行业政策

发制品出口的增值税依据国发〔1997〕8 号文《国务院关于对生产企业自营出口或委托代理出口货物实行“免、抵、退”办法的通知》，实行“免、抵、退”办法。

2009 年 6 月 3 日，财务部、国家税务总局下发《财政部、国家税务总局关于进一步提高部分商品出口退税率的通知》（财税〔2009〕88 号），自 2009 年 6 月 1 日起，发制品行业执行的退税率为 15%。

2011 年 11 月 21 日，财政部、国家税务总局下发《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值

税政策的通知》(财税〔2011〕115号),将以人发为原料生产的档发,作为资源综合利用产品,增值税实行100%即征即退征收方式。

2014年12月31日,财政部、国家税务总局下发《关于调整部分产品出口退税率的通知》(财税〔2014〕150号),假发制品被列入调整出口退税率的产品清单,自2015年4月1日起,发制品出口的出口退税率调整为9%。

2015年6月12日,财政部和国家税务总局下发《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》(财税〔2015〕78号),自2015年7月1日起,档发即征即退由100%下调至70%,并表明发制品的出口退税将会逐年逐步减少直至取消。

总体看,近年来,我国对发制品行业政策调控主要采取出口退税调节的形式,相关退税税率有降低趋势,对行业内企业整体的盈利水平产生一定影响。

(5) 行业关注

生产自动化程度较低

发制品业具有劳动密集型特点,目前产品生产过程的自动化水平较低,大多数工序需依赖人工操作,且在短期内难以改善,制约了行业总体生产效率的提升。

产品研发设计能力较弱

目前,行业内少数领先企业已具备较强的自主研发设计能力,但行业总体研发设计能力仍然较弱,绝大多数企业依然采用单纯依靠进口商提供样品,按照其要求进行生产的业务模式,不具备根据市场趋势及潜在需求自行开发新产品的能力,行业整体技术研发能力尚有待升级。

自主品牌在欧美发达国家市场中知名度较低

北美市场发制品经营主要被韩系大型进口商所垄断和控制,国内发制品企业只有通过OEM或ODM模式,为进口商供货,才可实现产品的海外销售。在未获得市场认知、取得市场认可的情况下,进一步加大了提高自主品牌海外知名度的难度。

总体看,国内发制品行业整体发展水平不高,在生产效率、设计水平以及自主品牌的海外市场知名度等方面仍较为被动,不利于行业企业国际市场竞争能力的提高。

(6) 行业发展

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。

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。

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) 土地供给

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2014年，全国300个城市土地供求量均有较大程度下跌，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降6个百分点。一线城市地价较为坚挺，二、三、四线城市土地市场遇冷。

2015年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升1%外，二、三线城市土地出让金分别下降7%和19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。

2016年，全国300个城市土地供需小幅下降，整体分化趋势没有改变，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上升。2016年，除二线城市外，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除二线城市土地出让金大幅上升68%外，一、三线城市土地出让金分别同比下降16%和增长7%。

总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的获取热情未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，但与一线城市相比，二、三、四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。2016年，受信贷政策刺激以及各项政策的影响，土地市场有所回温，二、三季度热点城市发力，在一线供地有限、成交回落的情况下，二线重点城市成为房企竞逐热点，土地市场持续高热，地价与出让金涨幅较显著。

(2) 开发资金来源

进入2014年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。2015年，我国经济增速放缓，存在一定下行压力，但政府持续实行适度宽松的货币政策，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，同比增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，同比下降4.8%；利用外资297亿元，同比下降53.6%；自筹资金49,038亿元，同比下降2.7%；定金及预收款32,520亿元，同比增长7.5%。

2016年，房地产开发企业到位资金144,214.05亿元，同比增长15.18%。其中，国内贷款21,512.40亿元，增长6.42%；利用外资140.44亿元，下降52.64%；自筹资金49,132.85亿元，增长0.19%；其他资金73,428.37亿元，增长31.94%，占比50.92%，较2015年提高了6.46个百分点。在其他资金中，定金及预收款41,952.14亿元，增长29.00%；个人按揭贷款24,402.94亿元，增长46.46%。2016年房地产开发企业到位资金中，其他资金的占比明显提升，按揭贷款增速大幅上涨，个人购房杠杆率提高。

总体看，自2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，使得2016年房地产开发资金有一定增长，资金压力获得一定缓解。

（3）商品房市场供需

在国家调结构、稳增长的政策背景下，房地产销售面积出现回升，销售价格回升趋势明显；各类城市房价分化加速，一线城市呈量价齐升局面。

从商品房市场供求情况看，2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。2015年，全国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%。其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积100,039万平方米，较上年下降6.9%。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，较上年下降8.8%。

2016年，随着信贷刺激政策以及各种政府政策的出台，房地产市场不断升温。2016年，全国商品房销售面积157,348.53万平方米，同比增长22.50%。其中，住宅销售面积增长22.40%，办公楼销售面积增长31.40%，商业营业用房销售面积增长16.80%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,127.71万平方米，同比增长6.10%。其中，住宅竣工面积77,185.19万平方米，同比增长4.60%。

从商品房销售价格看，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。进入2016年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市开始快速上涨，同时三线城市价格开始上涨，截至2016年底，百城住宅价格指数为13,035元/平方米，同比增长18.71%。进入2017年，全国主要城市房价持续升高，2017年3月以来，全国房地产限购政策密集出台，4月份数据显示全国成交量已有所回落，调控政策短期效果显现。

总体看，在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但随着一线房价的持续升高，一线城市以及多个二、三线城市开始实施商品房限购政策，预计未来一二线重点城市以调控为主，二线城市降杠杆为主要，三四线城市“去库存”为主的政策仍将继续。

（4）行业竞争

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。2016年房地产行业前20名销售额与销售面积占比持续提高，二、三季度二线重点城市销售情况良好，四季度随着各个房地产调控政策出台，市场开始趋于理性，销售减缓。2016年，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为18.72%和25.23%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到9.70%和16.21%。

（5）行业关注

房地产行业发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

2016年，房地产行业总体发债规模为9,663.05亿元，较2015年增长46.38%，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升；另外，2015年由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

商业地产行业集中度低，竞争激烈

行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，由于住宅地产限购政策和景气度下滑的因素的影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。

房企利润率普遍下滑

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，地价占比逐渐攀升；由于地产项目的成本高企，房地产企业仅靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

中小房企面临被整合风险

高库存状态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，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，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。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化和融资成本等不确定性风险，土地储备质量以及资金成本的控制成为房地产行业的关键竞争力。

（6）未来发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式。

房地产合作开发模式日益增多

合作开发模式有利于企业利用对方本地企业优势尽快占领和适应市场、利用对方影响力树立自身品牌，降低成本、共同抵抗潜在风险等。因此，随着国家房地产行业政策的不断完善，越来越多开发商选择采取联合拿地、共同开发的开发模式。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

（7）许昌市房地产行业市场概况

公司房地产开发项目集中于许昌市，许昌市属我国中原城市群、中原经济区内核心城市之一，近年来人均收入水平稳定增长，在区域经济中具备较重要地位。根据 2015 年人口抽样调查数据，截至 2015 年许昌常住人口约 434.15 万，占全省 4.58%。2014~2016 年，许昌市全市生产总值分别为 2,108.0 亿元、2,170.6 亿元和 2,353.1 亿元，呈稳定增长态势；城镇居民人均可支配收入分别为 23,753 元、25,225 元和 27,016 元，年均复合增长 6.65%，随着居民可供支配收入规模的扩大，可促使当地住房潜在需求向有效需求的转化。

2014~2016 年，许昌市房地产开发投资总额分别为 137.8 亿元、151.7 亿元和 174.6 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 12.56%，其中，住宅投资额分别为 108.6 亿元、115.4 亿元和 138.4 亿元，年均复合增长 12.89%，2016 年发展增速较上年有所回升。

2014~2016 年，许昌市房屋施工面积、房屋新开工面积逐年增长，年均增长率分别为 11.34%和 21.98%；房屋竣工面积逐年减少，年均复合减少 16.63%。2016 年，许昌市房屋施工面积 1,738 万平方米，较上年增长 19.2%，其中，住宅施工面积 1,382.4 万平方米，较上年增长 18.0%。房屋新开工面积 566.3 万平方米，较上年增长 37.0%，其中，住宅新开工面积 460.4 万平方米，较上年增长 44.2%。房屋竣工面积 155.9 万平方米，较上年下降 5.3%，其中，住宅竣工面积 127.3 万平方米，较上年下降 15.3%。商品房销售面积 528.3 万平方米，较上年增长 31.9%。其中，商品住宅销售面积 495.6 万平方米，较上年增长 29.8%。价格方面，受土地供应控制、去库存、一二线房价刺激等因素影响，2016 年以来三四线城市住宅销量快速增长，房价有所上扬，从三线城市百城住宅价格指数来看，2016 年实现全年环比上涨，许昌地区房价走势类似。

在政策方面，河南省政府对省内当地房地产市场发展持支持态度，2014 年 10 月，河南省住房和城乡建设厅、河南省发展和改革委员会、河南省国土资源厅、中国人民银行郑州中心支行以及中国银行业监督管理委员会河南监管局联合发布《关于促进全省房地产市场平稳健康发展的若干意见》（以下简称“意见”）。意见要求全省范围内通过加大对保障性住房的建设力度；对已结清已有住房贷款，计划改善居住条件的居民予以首套房贷款政策的支持；降低或减免住房交易有关税费；提高住房公积金贷款额度等形式刺激居民购房意向。在房地产市场管理方面，意见要求各县、市依据当地商品房库存存量和市场供需变化，合理确定商品住宅用地的供应量。2016 年 4 月，许昌市人民政府出台《许昌市供给侧结构性改革总体方案(2016-2018 年)》，其中把房地产去库存作为供给侧改革的一大目标，提出到 2018 年底，房地产市场商品房供需基本平衡，商品住房去库存周期控制在省定时间内，非商品住房去库存周期明显缩短；加快推进三个一批人城镇化，常住人口城镇化率达到 52% 以上，户籍城镇化率明显提高。2016 年 12 月，中央经济工作会议提出“三四线去库存”的口号，提出对库存压力大的三四线城市要减少以至暂停住宅用地供应。2017 年 5 月，为控制房价、约束房企、确保房地产市场稳定发展，郑州、开封等河南行政区先后公布限售限购政策，对河南省其他行政区域起到一定警示及导向作用。

总体看，河南省政府对省内房地产市场的重视程度高，通过行政化措施促进区域内房地产市场的良性发展。许昌市近年来经济水平稳定增长，较大的人口数量可形成有效的住宅需求，房地产行业呈良性发展态势，房地产市场规模较小，整体景气度水平尚可。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司业务范围较广，主要通过下属子公司进行发制品加工销售、房地产开发、水业服务、客房餐饮、公共交通、旅游服务等多项业务的运营，其中下属子公司瑞贝卡发制品为国内发制品行业龙头企业；许昌瑞贝卡水业有限公司（以下简称“瑞贝卡水业”）以许昌市当地自来水供应和污水处理为主营业务；许昌市城市公共交通有限公司以许昌市整体公共交通服务管理及运营为主营业务。

瑞贝卡发制品主要产品包括工艺发条、化纤发条、人发假发、化纤假发、教习头等六大系列数千个品种，产品类别齐全，可满足不同客户群体的多层次需求。瑞贝卡发制品是全国发制品标准化技术委员会秘书处承担单位，起草编制了五项发制品行业国家技术标准；是国内发制品行业中率先取得“三合一”体系认证、IQNET(国际认证联盟)质量体系认证的企业。公司发制品产品以出口为主，主要销往欧洲、北美及非洲等地，已建立起“Rebecca”、“Sleek”等从高档发制品向中低端发制品延伸的品牌系列。目前，公司年产能已达到工艺发条 1,000 万条、化纤发条 2,100 万条、人发假发 120

万套、化纤假发 400 万套、阻燃纤维 5,000 吨；已在国内北京、天津等大中城市拥有 200 多家门店，其中包括 31 家直销门店；在境外设立 11 家全资子公司，其中销售型子公司 8 家（非洲 6 家，英国、巴西各 1 家），生产型子公司 3 家（尼日利亚、加纳和柬埔寨各 1 家），在市场占有率方面，目前公司发制品产品对欧美市场占有率约为 15%~20%，对非洲市场占有率约 20%~25%。2016 年，公司共申报专利 27 项，其中发明专利 7 项；申请国内外商标注册 15 件，收到商标注册证 32 件。

公司房地产板块由下属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，2016 年公司房地产销售金额及面积约占许昌地区 10%~15%，已成为许昌市内最大的房地产开发商。公司房地产经营自主品牌物业公司，管理完善，服务优质，在当地拥有较高知名度。

瑞贝卡水业目前已建成三座供水厂和一座水源厂，日供水能力达 24 万吨，许昌市全市日常自来水的供应及污水处理均依赖于瑞贝卡水业。

公司下属子公司瑞贝卡发制品先后获得“河南省著名商标”、“河南省免检产品”、“全国轻工行业先进集体”、“河南省首批创新试点型企业”、“河南省工业企业专利申请二十强”、“省级示范生产力促进中心”、“河南省首批知识产权优势企业”等称号，并且成为“国家发制品标准化技术委员会暨秘书处承担单位”和“国家高新技术企业”。

总体看，公司为集团型企业，核心产品的市场知名度高，市场竞争力强；许昌市全市自来水供应和公共交通业务均依赖于公司下属企业，公司的区域影响力强。

2. 人员素质

公司现有董事和高级管理人员共 11 人，均有多年的行业经验和管理经验，了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事局主席郑有全先生，1954 年生，工商管理硕士，高级经济师，第十届、十一届、十二届全国人大代表。历任小宫工艺厂厂长、许昌县发制品总厂厂长、河南瑞贝卡发制品有限公司总经理。现任公司董事局主席、瑞贝卡发制品董事长、许昌市政协副主席、河南国际商会副会长、中国发制品商会会长。

公司总裁郑桂花女士，1965 年生，工商管理硕士，经济师。历任许昌县小宫工艺厂采购员；许昌县发制品总厂仓库主任；河南瑞贝卡发制品有限公司生产部经理；瑞贝卡发制品董事兼总经理助理；瑞贝卡发制品董事兼副总经理；瑞贝卡发制品董事兼总经理。现任公司董事兼总裁。

截至 2017 年 3 月底，公司共有在职员工 12,800 人，其中生产人员占 73.07%，技术人员占 11.42%，其他人员占 15.51%；从文化程度看，专科以下学历占 75.91%，专科学历占 15.63%，本科占 8.28%，本科以上学历占 0.19%；从年龄分布来看，46 岁及以上占 15.30%，35~45 岁占 37.63%，35 岁以下占 47.08%。

总体看，公司高级管理人员均具备多年的行业从业经验，综合素质较高，管理能力较强；公司员工整体学历一般，但能够满足目前业务需要，构成较合理。

3. 外部环境

区域优势方面，公司地处河南中部历史文化名城许昌市，该市发制品历史悠久，最远可追溯至 19 世纪初，经过改革开放 30 余年的发展，已经是全球最大的发制品集散地和出口基地，2011 年被商务部授予“国家级外贸转型升级专业性示范基地”，成为河南省唯一一个全国第一批外贸转型升级示范基地。2016 年全年，许昌市发制品出口达 58.49 亿元，占全市出口总额的 51.3%。公司作为发制品行业龙头，是许昌市特色产业的代表企业。

许昌市地处“中原之中”，交通区位优势，毗邻郑州航空港经济综合实验区，距新郑国际机场 50 公里，距省会郑州 80 公里。京港澳等 4 条高速公路交汇许昌，107 国道、京广铁路、京广客专，以及正在规划建设的郑州-万州（重庆）铁路、郑州-合肥铁路、新郑机场至许昌城际铁路纵贯南北，G311 和禹州-亳州（安徽）铁路横穿东西。目前，新郑机场许昌航站楼建成投用，“四站一港”零距离换乘中心基本建成，集高速公路、高速铁路、航空为一体的快捷交通体系初步形成。公司在这一区域能够获得一定的政府支持、便捷的运输条件以及较为全面便利的配套企业合作。

在区域政策方面，许昌市政府重视支柱产业发制品业的发展，给予政策支持。2009 年 10 月，“许昌市人民政府关于印发许昌市发制品产业调整振兴规划的通知”（许政〔2009〕54 号）明确提出，根据国内外发制品行业的发展趋势以及许昌发制品行业的发展现状，通过深化产品结构调整、打造产业链整体优势、培育核心产品品牌、实施资本运营战略等措施，在 2020 年前将许昌建设成为全球最大的发制品产业基地；建立成世界发制品信息中心、世界发制品生产中心、世界发制品研发中心、世界发制品产业标准与检测中心、世界发制品交易与原材料储备中心。

总体看，公司所处区域交通便利，区域内发制品产业发展水平较高，政策导向支持的作用明显，外部发展环境优越。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》等有关法律法规的要求，根据《公司法》及《公司章程》，设立了董事局、监事会，并设置了相关职能部门。

公司不设股东会，股东行使一系列职权，公司董事由股东委派，董事局是公司常设的日常经营决策机构和公司代表机构，对股东负责。董事局由 11 名董事组成，设董事局主席 1 人，董事局秘书 1 人。同时，为维护股东的合法权益，完善公司的监督机制，公司设立了监事会，由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，设监事会主席 1 名。董事、高级管理人员不得兼任监事。公司设总裁 1 名，由董事局主席推荐，任期三年，主持公司的日常生产经营管理工作，对董事局负责。

总体看，公司治理结构相对简单，经营与管理决策效率均较高，组织机构的设置可以满足经营与管理需要。

2. 管理水平

公司制订了《公司内部控制基本制度》，规划了内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督等五方面内容，制定了财务管理制度与会计核算制度和对子公司控制、筹资、工程项目、采购与付款等内控制度具体规范，为公司的各项经营管理提供了保障。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度与会计核算制度》。财务管理方面，公司建立和施行“统一管理、分级负责、权责一致”的统、分结合的集中式财务管理体制，实行财务委派和定期轮岗，并建立财务风险管理制度；预算管理方面，实行全面预算管理，全员参与、全面覆盖，并进行事前、事中、事后相结合的全程管理监控；资金方面，实行资金统筹管理，各所属企业不得擅自筹资，公司资金管理中心对所属企业的资金进行统一管理、统一调度、统一配置、统一使用；费用方面，实行费用归口、分级管理和预算控制，根据各项费用开支范围、标准建立报销审批制度。

投融资和对外担保方面，公司制定了《内部控制具体规范之对外投资（试行稿）》、《筹资（试行稿）》和《担保（试行稿）》，投融资通过职责分工、权限范围和审批程序明确，机构设置和人员配备

科学合理等措施进行风险控制，对外投资要求事前出具充分、可靠的项目建议书和可行性研究报告，事中实施科学完整的投资方案，投资合同签订征求法律顾问意见，事后明确对外投资处置方式、权限范围和审批程序；融资方面明确规定了筹资决策、执行与偿付各环节的控制流程，筹资方案的拟订与审批、筹资合同的审核和签订、筹集资金的收取与使用、还本付息的审批与办理等；对外担保方面，通过严格审核担保合同的签订、跟踪监测具体执行过程、及时终结担保手续等措施控制风险，同时明确责任主体，因担保造成重大失误和损失的，应追究相关责任人责任。

采购方面，公司制定了《内部控制具体规范之采购与付款（试行稿）》，建立采购与付款业务的岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责、权限，确保办理采购与付款业务的不相容岗位相互分离、制约和监督。采购与付款业务不相容岗位：建立严格的授权批准制度，明确审批人对采购与付款业务的授权批准方式、权限、程序、责任和相关控制措施；建立采购申请制度，依据购置物品或劳务类型，确定归口管理部门，授予相应的请购权，并明确相关部门或人员的职责权限及相应的请购程序；建立采购与验收环节的管理制度，对采购方式确定、供应商选择、验收程序等做出明确规定，确保采购过程的透明化。

工程项目管理方面，公司制定了《内部控制具体规范之工程项目（试行稿）》，建立工程项目业务的岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责权限，确保不相容岗位相互分离、制约和监督；建立工程项目决策环节的控制制度，对项目建议书、可行性研究报告、项目决策程序等作出明确规定，确保项目决策科学、合理；建立工程项目概预算环节的控制制度，对概预算的编制、审核等作出明确规定，确保编制科学、合理；建立工程进度价款支付环节的控制制度，对价款支付的条件、方式以及会计核算程序作出明确规定，确保价款支付及时、正确，对于重大项目，公司聘请符合国家资质规定的中介机构，如招标代理、工程监理、财务监理等，协助公司进行工程项目的管理；建立竣工决算环节的控制制度，对清理、决算、审计、验收等作出明确规定，确保竣工决算真实、完整、及时。具体工程环节方面，地产公司制定了《工程中心检查制度》、《监理单位管理制度》、《施工单位现场管理制度》等具体制度，为公司房地产项目质量、进度、安全文明施工等方面提供了有力保障。

子公司管理方面，公司制定了《内部控制具体规范之对子公司的控制（试行稿）》，对子公司的组织及人员控制，通过选任董事、经理、财务总监等方式行使出资人权力；业务层面，通过建立业绩目标、预算控制、重大投资、筹资、利润分配的控制、对外担保控制、对外捐赠控制、关联交易控制、考核与审计监督等政策和程序，对子公司有关财务事项和业务活动实施有效控制；明确合并财务报表编制与报送流程及审批制度，确保母子公司合并财务报表的真实可靠。

总体看，公司各项经营活动有章可循，制度建设较为完善。

六、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。截至 2016 年底，公司营业收入主要来自发制品、房地产和水业服务板块。

近三年，随着房地产收入增长和土地开发形成收入，公司营业收入逐年增长，分别为 29.71 亿元、33.73 亿元和 38.87 亿元，年均复合增长 14.39%；公司净利润分别为 1.99 亿元、2.77 亿元和 2.17 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 4.37%，2016 年净利润有所下降主要系项目前期政府招商引

资土地收储价格较低所致。

表1 近年来公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	29.64	99.79	25.39	33.59	99.59	28.51	38.28	98.48	23.03	8.00	99.11	28.78
其他业务	0.06	0.21	45.66	0.14	0.41	74.94	0.59	1.52	38.15	0.04	0.89	47.84
合计	29.71	100.00	25.43	33.73	100.00	28.70	38.87	100.00	23.26	8.04	100.00	28.87

资料来源：审计报告

从营业收入构成情况来看，公司主营业务突出，近三年公司主营业务收入在营业收入的占比均超过 98%。2014 年，公司发制品板块实现收入 19.28 亿元，占 65.03%，房地产板块实现收入 7.66 亿元，占 25.83%。2015 年，随着公司房地产销售面积的增长，该板块收入较快增长，占比上升至 34.17%，相应发制品板块收入占比下降至 57.64%。2016 年，受国际市场需求不足、美元升值等因素影响公司发制品板块收入有所减少，同时公司房地产板块结转收入继续增长，发制品收入占比下降至 45.94%，房地产收入占比提高至 38.14%；公司土地开发形成收入 3.30 亿元，占 8.61%。

此外，近三年公司水业服务板块收入占比较小，但该业务板块承担着许昌市全市的污水处理及自来水供应任务，社会责任重大，当地政府对该公司该板块业务的重视程度高，是公司主营业务的重要补充。公司其他板块收入保持相对稳定。

表2 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发制品	19.28	65.03	25.68	19.36	57.64	29.67	17.59	45.94	33.71	4.55	56.87	32.51
水业服务	1.99	6.71	29.02	1.90	5.67	33.42	1.80	4.70	36.20	0.94	11.80	34.41
房地产	7.66	25.83	28.08	11.48	34.17	30.42	14.60	38.14	25.55	2.31	28.94	29.83
客房餐饮	0.43	1.46	72.30	0.38	1.13	69.12	0.38	0.99	67.97	0.09	1.18	63.97
公共交通	0.27	0.91	-166.19	0.32	0.94	-134.97	0.34	0.88	-163.93	0.08	0.95	-223.77
旅游服务	0.02	0.06	-80.95	0.15	0.45	-85.33	0.28	0.74	-51.15	0.02	0.24	-403.95
土地开发	--	--	--	--	--	--	3.30	8.61	-32.03	--	--	-
其他	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.00	0.03	--
合计	29.64	100.00	25.39	33.59	100.00	28.51	38.28	100.00	23.03	8.00	100.00	28.78

资料来源：公司提供

从毛利率情况来看，2014~2016 年，公司主营业务毛利率波动下降，分别为 25.39%、28.51%和 23.03%。从具体板块来看，近三年，公司发制品板块毛利率逐年上升，分别为 25.68%、29.67%和 33.71%，主要系近年来发制品板块原材料价格下降所致；公司水业服务板块毛利率逐年上升，分别为 29.02%、33.42%和 36.20%，主要系公司污水处理及自来水供应设备产能利用率提高，相关运营成本摊薄所致；公司房地产板块毛利率波动下降，分别为 28.08%、30.42%和 25.55%，2016 年该板块毛利率下降 4.87 个百分点，主要系公司房地产结转均价略有下降所致。2016 年，公司土地开发形成收入，业务初期暂未实现盈利，当年毛利率-32.03%。公司其他业务板块收入占比较小，毛利率变化不大。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.04 亿元，同比减少 8.29%，主要系房地产板块结转收入有

所减少所致；实现净利润 0.50 亿元，同比增长 18.84%，主要系瑞贝卡水业承接工程量增大利润增加所致；公司主营业务毛利率为 28.78%，同比下降 0.31 个百分点；营业利润率为 27.31%，同比提升 1.45 个百分点。

总体看，近年来，公司经营范围较广，可在一定程度上规避业务单一的风险；公司营业收入波动增长，整体保持稳定，各业务板块经营状况良好，毛利率稳定上升。

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，主要产品包括工艺发条、化纤发条、人发假发、化纤假发等各类假发饰品。2014~2016 年，受欧美发制品市场疲软、经济不振等影响，公司发制品业务收入波动下降，分别为 19.28 亿元、19.36 亿元和 17.59 亿元；受原材料价格下降影响，公司发制品业务毛利率逐年上升，分别为 25.68%、29.67%和 33.71%。

(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 PVC 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。近年来，公司注重在国外的供应商关系培养，通过自身声誉好、采购量大等优势因素，充分发挥信用证账期优势，信用证使用比例逐年提高。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。

公司按订单生产，根据客户需求采购相应原材料，同时，因人发原材料稀缺、各长度人发难以相互替代、国内外人发价格远期走高等因素，公司储备大量较低价人发库存。因人发储存条件相对容易，且不易变质，截至 2017 年 3 月底，公司拥有入发库存约 940 吨。

采购量及价格方面，2014~2016 年，公司人发原材料采购量波动较大，2016 年采购量下降幅度较大，主要系公司根据人发库存及人发发条产品市场情况，控制了人发原材料的采购，针对一些档次和品类进行采购所致。化纤发原材料主要为 PVC 材料，近年来受产能过剩影响，PVC 价格始终处于低位，且化纤发产品对 PVC 材料消耗不大，占总采购成本的比例很低，近年来采购量维持稳定，2016 年受市场行情影响价格上涨较快但对公司采购额影响不大。人发原材料区域价格方面，2016 年，公司国外人发原材料采购均价由上年 49.94 万元/吨下降至 20.08 万元/吨，国内人发原材料采购均价由上年 61.82 万元/吨提升至 69.78 万元/吨，其中国外人发采购均价大幅下降，主要系 2016 年公司仅针对一些档次和品类进行采购，国外人发采购的短档¹比例居多拉低采购均价所致。

表 3 近年来公司发制品主要原材料采购情况（单位：吨、万元/吨）

材料名称	项目	2014 年	2015 年	2016 年
人发	采购量	1,168.25	1,182.14	304.96
	平均采购价	74.19	65.26	54.95

¹人发原材料根据不同长度分为不同档位，其他品相相同时，短档价格通常低于长档价格。

PVC	采购量	739.56	769.47	794.51
	平均采购价	0.59	0.57	0.81

资料来源：公司提供

人发采购区域方面，印度及印度尼西亚等地原材料采购成本相对国内较低，同时国外采购人发原材料不受增值税即征即退政策调整影响。2014~2015 年，公司国外人发采购比例较高，占比分别为 54.88%和 69.12%；2016 年，公司国外人发采购比例下降至 29.86%，主要系公司调整库存，仅针对一些档次和品类进行采购所致。

表 4 近年来公司人发原材料采购区域分布（单位：吨、%、万元/吨）

采购区域	2014 年			2015 年			2016 年		
	采购量	占比	采购均价	采购量	占比	采购均价	采购量	占比	采购均价
国外	641.26	54.88	60.01	817.62	69.12	49.94	91.05	29.86	20.08
国内	527.99	45.12	69.75	364.52	30.88	61.82	213.91	70.14	69.78

资料来源：公司提供

供应商方面，公司通过招标机制，选取合适的供应商，同时建立供应商数据库。近年来，公司发制品原材料供应商较为稳定，且供应商集中度处于合理水平，2016 年，供应商集中度有所下降，主要系人发采购量下降较快所致。具体前五大供应商情况如下表所示。

表 5 近年来公司发制品原材料采购前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供应商名称	原材料种类	采购额	占年度采购总额比例
2014 年	第一名	人发	13,684.29	8.68
	第二名	人发	8,447.17	5.36
	第三名	人发	6,070.26	3.85
	第四名	人发	5,784.37	3.67
	第五名	人发	4,052.11	2.57
	合计	--	38,038.20	24.14
2015 年	第一名	人发	17,312.27	13.11
	第二名	人发	9,023.15	6.83
	第三名	人发	6,336.19	4.79
	第四名	人发	4,755.03	3.60
	第五名	PVC	3,138.12	2.38
	合计	--	40,564.76	30.71
2016 年	第一名	人发	2,166.41	4.04
	第二名	辅料	2,043.31	3.81
	第三名	人发	1,934.96	3.61
	第四名	人发	1,525.96	2.84
	第五名	人发	1,104.16	2.06
	合计	--	8,774.80	16.36

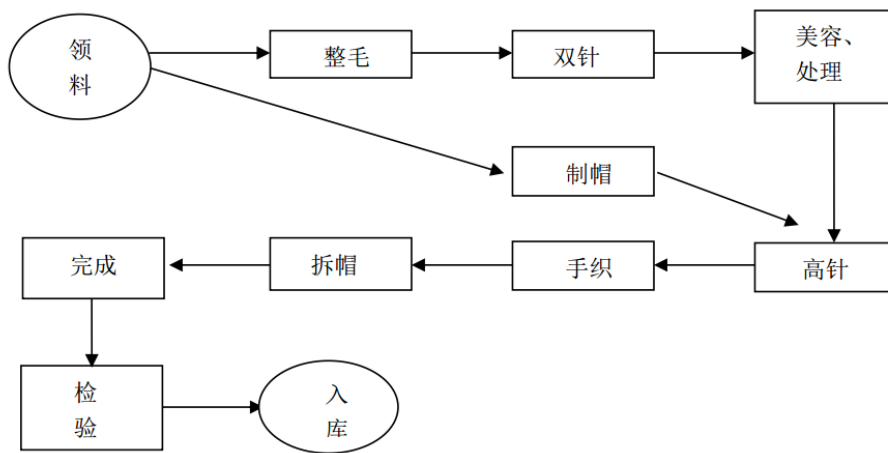
资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司发制品原材料库存充足，供应稳定，国外人发采购的短档比例居多拉低采购均价，供应商集中度降低，原材料采购可满足连续生产需求。

(2) 发制品生产

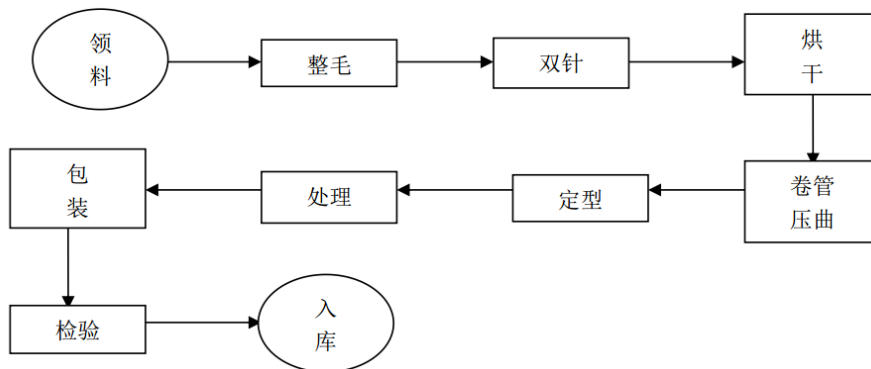
公司人发假发、化纤假发生产工艺略有不同，根据客户订单需求，不同长度、颜色、款式的假发在加工时间、生产成本方面存在一定差异。公司人发假发及化纤假发生产工序分别如下：

图 3 公司人发假发生产工序流程图



资料来源：公司提供

图 4 公司化纤假发生产工序流程图



资料来源：公司提供

公司人发假发及化纤假发生产过程中，对人工操作的要求较高。目前，公司约 80%的生产人员为熟练技术工人，平均每人每天生产发条约 10 条，假发约 3~5 套，生产效率处于行业较高水平。公司是河南省许昌市当地的龙头企业，主要雇佣工人来自当地，人员稳定性较强。

表 6 2016 年公司主要发制品产品成本占比（单位：%）

产品	成本构成	占比
工艺发条	直接材料	87.54
	直接人工	8.24
	制造费用	4.22
人发假发	直接材料	61.98
	直接人工	32.24
	制造费用	5.78
化纤发条	直接材料	40.38
	直接人工	53.80

	制造费用	5.82
化纤假发	直接材料	32.83
	直接人工	57.17
	制造费用	10.00

资料来源：公司提供

在工艺发条和人发假发的生产过程中，材料成本占比较大，近年来人发原材料价格的下降对公司毛利率提升效果明显；在化纤发条和化纤假发的生产过程中，人工成本占比较大，近年来人工成本的提升加大了公司生产成本控制的压力。

产能方面，受全球经济不景气影响，近三年公司发制品产能未进行扩充，发制品产量稳定，近三年分别为 3,451 万件、3,521 万件和 3,671 万件。在日常生产过程中公司依据订单情况进行排产。公司近三年产能利用率逐年上升，分别为 95.33%、97.27%和 101.41%，产能利用情况处于较高水平。

表 7 近三年公司发制品产能及产量情况（单位：万件、%）

指标	2014 年	2015 年	2016 年
产能（万件）	3,620	3,620	3,620
产量（万件）	3,451	3,521	3,670
产能利用率（%）	95.33	97.27	101.39

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 2016 年底，公司已在尼日利亚、加纳、柬埔寨等地开设工厂，如下表所示。

表 8 截至 2017 年 3 月底公司除本部外其他发制品生产工厂分布情况（单位：万条、万套）

工厂名称	工厂所在地	产品种类	生产规模	排产模式	库存维持量
尼日利亚工厂	尼日利亚	化纤发条	600.10 万条	以销定产	55.05 万条
加纳工厂	加纳	化纤发条、化纤大辫	600.10 万条	以销定产	55.01~60.01 万条
柬埔寨工厂	柬埔寨	化纤假发	50.10 万套	以销定产	6.10 万套
瑞颖公司	漯河临颖	化纤假发	60.50 万套	以销定产	1.50 万套
瑞黎公司	鹤壁浚县	化纤假发	60.50 万套	以销定产	1.50 万套

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司发制品产量整体保持平稳态势，产能利用率处于较高水平；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。近年来，受国际经济形势影响发制品市场景气度下降，但公司通过调整营销模式和产品类型，使各产品产销率保持在较高水平。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，近三年工艺发条的销量呈波动下降趋势；人发假发方面，近两年受非洲市场与美国市场交替增长的积极因素影响，有效降低了行业景气度所产生的消极影响，近三年销量较为稳定；化纤发条受终端需求上升影响，销量波动增长；化纤假发因款式多样、使用时间较短、更新换代较快等特点，近三年销量逐年增长。

各产品价格方面，在欧美主要发制品市场不景气的情况下，公司对工艺发条及化纤发条采取降

价销售的策略，工艺发条及化纤发条销售价格受到明显影响；人发假发及化纤假发方面，公司按照市场需求积极调整产品款式，并随着自主品牌逐渐推广，近三年价格略有上升，对公司发制品产品的平均价格起到了一定的支撑作用。

表 9 近三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	2014 年				2015 年				2016 年			
	产量	销量	产销率	均价	产量	销量	产销率	均价	产量	销量	产销率	均价
工艺发条	658.23	645.29	98.02	125.91	778.37	763.04	98.03	114.77	540.38	543.76	100.63	110.82
人发假发	120.19	120.19	100.00	229.12	116.48	114.48	98.28	235.82	102.82	103.20	100.37	240.26
化纤发条	2,284.32	2,245.01	98.29	24.76	2,142.47	1,950.09	91.02	24.19	2,737.09	2,673.82	98.69	22.09
化纤假发	250.57	250.57	100.00	55.86	299.53	284.52	94.99	58.05	290.14	285.62	98.44	59.32

资料来源：公司提供

从销售模式来看，国内外市场各不相同。国际市场方面，北美市场是全球最大的发制品市场，由于传统原因，进口批发商通过逐级批发建立起销售网络，控制了终端销售市场，发制品企业则根据其订单加工生产；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，公司在欧洲市场成立全资子公司亨得尔有限公司，依托英国市场以自有品牌“Sleek”直销为主，辅之以其他经销商经销。国内市场方面，公司自 2007 年开始开拓国内市场，采用以专卖店销售为主、其他销售为辅的营销模式，重点面向大中城市，主要消费对象为时尚女性，兼顾其他功能性消费群体。近年来，随着人们购物习惯的变化与“互联网+”产业的兴起，公司在拓展传统销售渠道的同时，积极探索新的营销模式，调研并开通了电商和沙龙销售渠道，开设了天猫 Rebecca 旗舰店、Sleek 旗舰店以及京东 Rebecca 店和微商城等国内电商平台；速卖通 Sleek 店、Rebecca 店、NOBLE 店以及公司自建商城和亚马逊店等国际电商平台；公司聘请一线明星担任公司品牌形象代言人、举行时尚发布会，并充分利用平面媒体、户外广告、网络、电视等宣传平台进行品牌推广。

销售区域分布方面，公司发制品销售以美国、非洲和国内市场为主。

表 10 近三年公司分地区发制品销售收入情况（单位：万元、%）

地区		2014 年		2015 年		2016 年		2015 年同 比上年变动	2016 年同 比上年变动
		销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比		
国外	美国	68,936	35.76	81,878	42.25	59,444	33.80	18.77	-27.40
	非洲	71,957	37.32	65,946	34.03	71,854	40.85	-8.35	8.96
	欧洲	21,249	11.02	14,227	7.44	13,484	7.67	-32.11	-5.22
	亚洲	3,617	1.88	3,850	1.99	2,589	1.47	6.44	-32.75
国内		27,030	14.02	27,707	14.30	28,509	16.21	2.50	2.89
合计		192,789	100.00	193,808	100.00	175,880	100.00	0.53	-9.25

资料来源：公司提供

2015 年，欧洲发制品市场景气度继续下行，收入进一步降低。公司非洲市场产品以美元定价，美国经济复苏及美元走强导致非洲部分国家货币贬值，以致非洲市场消费者的消费能力下降，从而对非洲市场的销量产生了一定不利影响，导致当地收入出现下滑。受益于美国经济以及发制品市场

复苏，公司在美国市场的收入增长明显。国内方面，公司进行品牌战略调整，“Sleek”品牌销售渠道逐步由线下销售向线上销售转变。品牌战略的调整致使公司在国内市场的销售收入增速出现下滑，当年收入规模同比仅增长 2.50%。

2016 年，受全球经济增长放缓影响，欧美发制品市场受到较大冲击，公司在欧美两地区发制品销售收入下降明显。公司对非洲市场重视程度较高，通过整合和规范品牌并加大品牌宣传力度、调整产品结构并丰富产品系列以及营销策略等多种方式积极开发非洲市场，非洲地区营业收入恢复增长。对于国内市场，为持续提升品牌形象和增强终端把控力，公司进一步加强渠道管理，对“Rebecca”品牌门店进行优化整合，同时加强公司直营区域店面拓展及运营能力。截至 2016 年底，“Rebecca”品牌终端店共有 168 家，其中直营店铺 49 家，直营店比去年同期净增加 15 家，加盟店铺 119 家，比去年净减少 18 家；“Sleek”品牌重新定位为年轻时尚轻奢品牌，进行了全新的产品规划、店面设计、品牌推广规划等工作的战略调整。2016 年，公司直营门店销售收入增长明显，由于受加盟店门店数量减少拖累，国内市场实现销售收入与去年同期相比略微增长。

公司客户主要为国外发制品品牌公司，近三年主要客户稳定，集中度处于合理水平。

表 11 近年来公司发制品产品销售前五大客户情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2014 年	第一名	21,942.87	11.36
	第二名	10,442.75	5.40
	第三名	5,597.78	2.90
	第四名	5,077.59	2.63
	第五名	4,353.08	2.25
	合计	47,414.07	24.54
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	4.17
	第五名	5,053.30	2.60
	合计	61,207.90	31.47
2016 年	第一名	15,738.77	8.69
	第二名	7,335.87	4.05
	第三名	7,166.67	3.96
	第四名	4,561.04	2.52
	第五名	3,936.17	2.17
	合计	38,738.51	21.39

资料来源：公司提供

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。

总体看，公司发制品销售受全球经济以及欧美发制品行业景气度影响较大；国内市场开拓较晚，但开发力度较大，开拓效果较明显；下游主要客户稳定，销售集中度处于一般水平。

3. 房地产业务

公司结合自身房地产品牌形象和产品定位，立足于河南省许昌市，着重打造中高级住宅社区，配合自主品牌物业，提升自身在当地的品牌知名度和影响力。公司房地产业务主要由辖下瑞贝卡房地产负责运营。2014~2016 年，随着公司销售面积与结转面积的增长，公司房地产业务收入逐年增长，分别为 7.66 亿元、11.48 亿元和 14.60 亿元；受结转项目差异影响，毛利率波动下降，分别为 28.08%、30.42%和 25.55%。公司房地产业务集中于许昌市，同时公司项目配有自主品牌物业管理，管理品质较好，在区域知名度较高。

(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。

表 12 截至 2017 年 3 月底公司尚未开发的土地储备情况（单位：平方米、亿元）

所处区域	土地使用性质	土地面积	取得成本
漯河召陵区	住宅/幼儿园	28,633	0.37
漯河临颍	住宅	97,287	1.11
许昌新区	商业	57,000	0.63
许昌新区	商业	18,193	0.26
建安区	住宅/商业	326,618	4.54
合计	--	527,731	6.91

资料来源：公司提供

商业住宅项目储备方面，截至 2017 年 3 月底，公司尚未开发的土地储备尚余 52.77 万平方米，拿地总成本合计 6.91 亿元，前期拿地成本较低，未来可为公司带来较为可观的现金流入。

表 13 截至 2017 年 3 月底公司在开发项目储备情况（单位：万平方米、元/平方米、万元）

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·和天下	21.53	1,256.60	住宅、商业	50,342.00
许昌瑞贝卡·兴天下	16.16	1,164.40	住宅	49,222.74
许昌瑞贝卡·碧水庄园	37.62	216.30	住宅	15,189.20
襄县瑞贝卡·和天下	13.28	495.30	住宅	15,920.00
禹州瑞贝卡·兴天下	10.08	711.66	住宅	18,486.00
合计	98.67	--	--	149,159.94

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，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，但主要位于许昌市及其周边，区域集中风险较高。

(2) 工程招标及原材料采购

公司招标及采购流程主要包括编制招标报告、发布招标文件、招标答疑澄清、接受投标文件、开标、评标、定标、合同签订等环节。公司根据项目或采购要求、计划，编制项目招标报告，招标报告包括招标内容、招标方式、招标技术方案、招标计划安排、投标人资质条件、评标方法及开标评标工作的建议方案；之后根据招标报告发布相关招标信息，并对于招标文件中存在异议的进行答疑和澄清；投标人应按照招标文件中规定的投标截止日期前，将投标文件进行密封并加盖公章后送

达投标地点；公司内部评标小组对投标文件进行评审和比较，根据评标结果进行审核批准，确定中标单位，最终进行商务谈判及合同签订。

施工质量方面，公司与建筑施工单位、监理单位三方共同对供货商进行考察，监督施工单位通过招投标方式确定具体产品。因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

工程结算方面，一般按照工程进度付款，单项工程进度达到付款条件，经监理及发包方确认后，承包方向发包方提供增值税专用发票，15日内完成付款，但完工前付款总额一般不超过工程款80%，当项目整体竣工验收合格后支付不超过95%，剩余5%质保金，在交房验收合格后分别依据40%、40%和20%的比例，于交房验收后满一年、两年和五年后支付。房屋交验合格满一年支付质保金的40%，满二年支付40%，满五年支付20%。

总体看，公司招标及采购流程清晰，质量控制严格，公司对采购成本具有较强的控制力。

(3) 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18个月，开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为12个月。

表 14 近年来公司项目开发情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
建设项目（个）	5	4	5	6
期初施工面积（万平方米）	80.12	72.29	97.48	71.93
新开工项目（个）	-	-	1	1
新开工面积（万平方米）	31.97	39.76	37.29	49.40
实现预售项目（个）	4	3	2	-
实现预售金额（亿元）	5.23	12.29	17.50	9.20
完成交付项目（个）	1	-	-	-
完成交付面积（万平方米）	39.80	14.57	62.84	2.23
期末施工面积（万平方米）	72.29	97.48	71.93	119.10

资料来源：公司提供

公司各项目分期开发，项目总数较少，2014~2016 年，新开工面积呈波动增长态势。

投资情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司在建地产项目包括瑞贝卡·兴天下、溱水庄园、襄县瑞贝卡·和天下、瑞贝卡·和天下、禹州兴天下五个项目，计划总投资 91.30 亿元，已投入资金 41.40 亿元，尚需投资 49.90 亿元，公司未来项目存在一定资金支出压力。

表 15 截至 2017 年 3 月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	
					2017 年继续投资额	2018 年投资额
瑞贝卡·兴天下	2016.08	一期 2018.10 二期 2019.10 三期 2020.10	17.80	6.85	4.90	4.15

漯河庄园	2011.04	1#地二期 2019.12 3#地二期 2020.12	24.24	10.49	3.64	5.00
襄县瑞贝卡·和天下	2013.09	2018.12	12.24	6.63	0.80	2.62
瑞贝卡·和天下	2012.08	2017.8	30.52	16.37	1.15	3.70
禹州兴天下	2017.03	一期 2018.1; 二期 2019.12	6.50	1.06	1.30	2.00
合计	--	--	91.30	41.40	11.79	17.47

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司房地产项目开发节奏较为稳定，预售金额逐年增长；公司在建项目需投资金额较大，未来将面临一定的资金支出压力。

(4) 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。近三年，公司房地产协议销售面积和协议销售金额逐年增长，分别年均复合增长 63.34% 和 83.10%；受相关楼盘销售策略调整的影响，协议销售均价有所波动，分别为 4,310 元/平方米、3,851 元/平方米和 5,416 元/平方米。

表 16 近三年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
协议销售面积	12.11	31.92	32.31
协议销售金额	5.22	12.29	17.50
协议销售均价	4,310	3,851	5,416

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司各在售房地产项目总建筑面积 243.00 万平方米，其中可售面积 103.12 万平方米，待售面积 10.86 万平方米，公司去化压力较小。

表 17 截至 2017 年 3 月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
漯河庄园	82.60	23.80	23.44	0.36
漯河家天下	13.40	9.90	9.10	3.80
襄县和天下	38.60	19.40	17.50	1.90
许昌和天下	54.60	35.30	31.70	3.60
许昌兴天下	53.80	14.72	13.20	1.20
合计	243.00	103.12	94.94	10.86

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，近年来公司房地产销售受宏观经济影响较大，总体销售状况呈上升趋势，去化压力较小，但公司房地产项目集中于许昌市及周边，当地市场发展状况将对公司房地产销售价格产生明显影响。

(5) 物业板块

公司房地产经营自主品牌物业公司，公司所有房地产项目均配套瑞贝卡品牌物业，物业管理及服务质量优秀。公司物业业务由子公司河南瑞贝卡物业管理有限公司（以下简称“瑞贝卡物业”）负责运营。

瑞贝卡物业自成立以来，接管服务的小区先后获得了，“许昌市绿化先进单位”、“许昌市优秀物业服务小区”、“许昌市十佳住宅小区”、“河南省园林小区”、“河南省优秀住宅示范小区”等荣誉称号。瑞贝卡物业于 2013 年 9 月和全国物管十强企业—重庆金科物业强强联手，形成战略合作伙伴关系，进行常驻式顾问指导，借鉴重庆金科物业的先进物业管理模式，以提升自身物业管理水平，进一步提升自身房地产开发业务市场认可度。近三年，瑞贝卡物业实现利润总额分别为-244.31 万元、-598.14 万元和 274.48 万元，其中 2014 年亏损主要系入住率较低所致，2015 年入住率大幅提高但亏损较大主要系取暖费于 2016 年结算所致。

表 18 近三年公司物业板块收入及利润情况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
收入规模	931.90	888.63	2,016.07
利润总额	-244.31	-598.14	274.48

资料来源：公司提供

总体看，公司品牌物业服务专业，为公司房地产业务的发展提供了辅助性支持。

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，该板块业务归下属瑞贝卡水业负责，该公司主营业务为污水处理和自来水供应，还承接水业管网铺设、管网的维修等工程业务。2014~2016 年，公司该板块营业收入波动增长，分别为 1.99 亿元、1.90 亿元和 1.80 亿元；毛利率逐年上升，分别为 29.02%、33.42%和 36.20%，主要系污水处理及自来水供应设备产能利用率提升所致。

（1）污水处理

近三年，公司污水处理能力维持不变，日均污水处理量总体呈上升趋势，如下表所示。

表 19 2014~2016 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
2014 年	16	10.40	65.00
2015 年	16	12.08	75.50
2016 年	16	15.80	98.81

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司不断调整污水处理工艺，目前主要使用絮凝剂、聚合氯化铝、高效除磷剂、次氯酸钠、生物增效剂、生物强生剂等原料，对污水进行物理处理（沉淀）、生物处理（有机物分解）、化学处理（消毒、杀菌）等。

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，公司近年来污水处理量逐年增长，产能利用率提升至较高水平；热电厂冷却水销量和政府补贴稳定。

（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）。周庄水厂位于市区西部许继大道西段，以丹江水原水作为水源，供水能力为 10.0 万吨/日；董庄水厂位于市区西南部新兴路和延安路交叉口东南角，以襄城县麦岭水源地地下水

为水源，供水能力为 5.0 万吨/日；许昌二水厂位于许昌市瑞贝卡大道与溱水路交叉口东南，该水厂与董庄水厂均以麦岭水源地地下水为水源，供水能力为 14.0 万吨/日。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。麦岭水厂位于襄城县麦岭镇，地下水水源分布在麦岭镇的四十余眼深井，水厂供水能力 14.0 万吨/日，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 2016 年底，公司供水面积约 100 平方公里，管网总长度为 403 公里，供水用户为 15.91 万户，受益人口约 70 万人，水质综合合格率达 99% 以上。近年来，公司自来水产能保持稳定，供水量逐年提高。2014 年~2016 年，公司日均供水量分别为 8.43 万吨、8.96 万吨和 9.89 万吨。

公司自来水原材料采购主要为净水材料，包括氯酸钠、聚合氯化铝、盐酸、液氯、活性炭等。近三年公司总体净水原材料采购成本呈波动上升趋势，但原材料成本整体较低。2016 年，公司分别采购氯酸钠 10,000 千克，聚合氯化铝 40,000 千克，盐酸 40,070 千克和液氯 42,000 千克，与上年相比变化不大。

水质检测方面，公司为保障居民饮用水符合国家生活饮用水卫生标准，建立了完善的水质质量保证体系及严格的水质监测制度，依据国家标准，每周对分布在城区的 32 个管网监测点进行抽样检测，每月对水源水、出厂水和有代表性的管网点开展一次水质全分析；各水厂化验室每天对源水、滤前、滤后、出厂水的主要水质指标进行化验分析，每 2 小时对源水、滤前、滤后、出厂水的余氯、浑浊度等指标检测一次，每 24 小时做一次微生物指标检测。公司建立了三级水质监测管理制度以确保水质安全。许昌水质监测站对 42 项常规项目的检测频率和项目都达到国家标准要求，水质监测结果严格按照《生活饮用水卫生标准》GB5749-2006 规定要求。公司每年委托国家水质监测网郑州市国家水质监测中心对出厂水和管网水进行 64 项非常规项目进行检测。公司水质监测工作流程如下图所示。

销售方面，近三年公司自来水业务产销率稳定增长，漏损率逐年下降，管网压力合格率保持 100.00%，管网水质综合合格率维持在 99.60% 以上，电耗平均值波动较大。2014~2016 年，公司自来水销量分别为 2,318.90 万立方米、2,463.70 万立方米和 2,836.91 万立方米。2014~2016 年，公司自来水价格无变化；2017 年，许昌市各类别自来水价格城市在原价格上各降低 0.1 元/立方米（原城市附加费），目前各类别自来水价格如下表所示。

表 20 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，近年来，公司自来水业务保持稳定增长，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。2016 年，公司土地开发实现营业收入 3.30 亿元，业务初期暂未实现盈利，毛利率-32.03%。

表 21 截至 2016 年末瑞新建设在建项目具体情况（单位：亿元）

项目	项目类型	计划总投资额	已投资额	尚需投资额	预计总收入	预计净收益	预计投资回收期	收益分配比例	预计 2017-2022 年平均每年净收益
安置小区建设	大徐佳苑建设项目	47.70	2.72	19.43	112.76	65.06	10 年	70%	7.59
	魏昌佳苑		2.21						
	大新安置小区		1.45						
	征地拆迁		10.91						
基础设施建设	BT		6.35						

资料来源：公司提供

注：表中预计收入数据来自中国城市建设研究院可行性研究报告，实际收入可能存在出入。

瑞新公司主要承建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 8 条道路及其相关绿化、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。瑞新公司所有项目按区块进行划分，并根据实际情况采用代建或 BT 的建设形式。其中代建项目政府作为委托方委托公司进行代建，以工程投资一定比例确认公司代建收入；BT 项目公司按照合同约定对工程项目实行全过程的承包，并承担项目的全部投资，由政府委托指派工程监理，项目建成后由政府回购。项目根据合同划分出许多小区块，每小区块完工通过验收后确认收入及成本，并由政府按照合同约定付款或回购。

总体看，虽然公司土地一级开发整理工作于 2016 年方才形成营业收入，2016 年尚处于亏损状态，但公司该业务项目内容较多，主要项目进展顺利，未来将对公司利润形成有力的补充。

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）房地产项目较少，项目区域集中

公司房地产项目数量较少，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）房地产未来开发资金需求规模较大

公司房地产业务短期内发展仍以许昌市为主，在建项目后期资金需求较大，公司面临着一定的资金支出压力。

（4）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。

（5）土地开发的资金占压

公司土地一级开发在建项目规模较大，存在较大的投资压力，对公司资金也形成一定占用；同时，BT项目垫资规模较大，回购期较长，公司面对一定的融资风险、政府回购与承诺风险、履约风险、成本管理风险等。

7. 未来发展

随着美联储退出量化宽松货币政策，美元逐步加息，人民币贬值压力加大，出口型企业汇率风险有所降低；国内房地产政策逐渐宽松，调控政策轮番出台，具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业将会获得较大的生存空间。但同时，全球贸易增速显著放缓，国内经济下行压力依然较大，我国经济预计出现L型增长阶段；国家着力推行结构侧改革，去产能、去库存必然导致部分企业经营困难，随之可能引发行业波动、坏账增加、盈利空间缩减等一系列问题，给相关企业带来较大的经营压力。

面对上述经济环境及市场形势，公司将进一步加大人才储备和人才梯队建设；整合科技资源，加大研发投入；着力塑造自身品牌与形象，扩大影响力。具体来看，发制品业务仍将作为公司收入的重要来源，公司将抓住美国市场经济复苏的机遇，加大产品结构调整力度，持续提升纤维材质的假发制品品质，提升公司核心竞争力；继续提升驻外工厂产能，通过劳动力、运费等成本优势，扩大“地产地销”规模，降低生产成本，缩短生产周期。房地产方面，公司将坚持“让生活回归自然”的开发理念，着力打造节能、环保、智能、低碳的生活社区；结合自身优势，将文化、旅游、养生、生态等元素融入到产品之中。

总体看，公司将继续围绕发制品主业提升自身竞争力，开发以美国为首的海外市场；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。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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2014~2016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，均已出具了标准无保留审计意见。2017年1~3月财务数据未经审计。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。2014年，公司合并范围新增洛阳白云山文化旅游发展有限公司（以下简称“白云山旅游公司”）；2015年，公司合并范围无变化；2016年，公司合并范围新增许昌瑞贝卡文化旅游有限公司和许昌瑞贝卡水上公共交通有限公司。公司主营业务未发生变化，合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

截至2016年底，公司合并资产总额130.65亿元，负债合计89.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.42亿元，归属于母公司的所有者权益23.29亿元。2016年，公司实现营业收入38.87亿元，净利润（含少数股东损益）2.17亿元，归属于母公司所有者的净利润1.16亿元；经营活动产生

的现金流量净额 10.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.64 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 138.43 亿元，负债总额 97.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.28 亿元，归属于母公司的所有者权益 23.43 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.04 亿元，净利润（含少数股东损益）0.50 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.12 亿元。

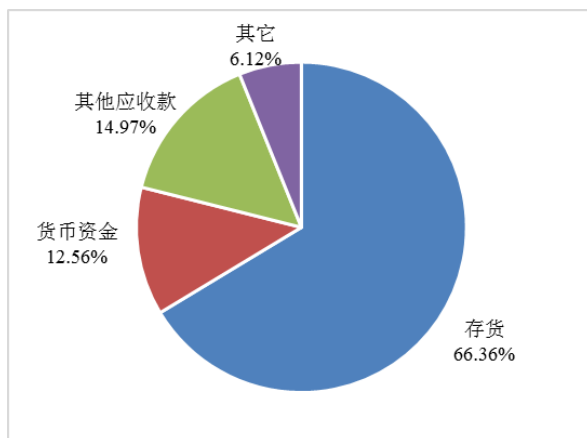
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 8.95%，主要系非流动资产增长所致。截至 2016 年底，公司资产规模 130.65 亿元，较年初小幅增长 0.28%，其中流动资产占 61.93%，非流动资产占 38.07%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 4.16%。截至 2016 年底，公司流动资产为 80.91 亿元，以货币资金（占 12.56%）、其他应收款（占 14.97%）和存货（占 66.36%）为主，其余的流动资产主要包括应收账款、预付款项等。

图 5 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 10.43%。截至 2015 年底，公司货币资金为 12.36 亿元，较年初增长 48.31%，主要系公司子公司瑞贝卡发制品于 2015 年 12 月成功发行的 5.6 亿元 5 年期公司债券“15 瑞贝卡”（债券代码：136076.SH）募集资金到账以及瑞贝卡房地产销售金额增加所致。截至 2016 年底，公司货币资金为 10.16 亿元，较年初减少 17.78%，主要系公司偿还债务支出的现金较多所致。截至 2016 年底，公司货币资金以银行存款为主，占 86.78%；其他货币资金为 1.23 亿元，占 12.12%，主要为子公司瑞贝卡发制品的承兑汇票保证金和信用证保证金等受限货币资金。公司货币资金中，人民币占 76.75%，其余为根据不同地区业务及生产需求所储备的多种外币。

2014~2016 年，公司应收账款规模波动减少，年均复合减少 7.28%，主要系发制品板块收入规模波动下降带动应收账款波动减少所致。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 2.71 亿元，较年初减少 26.53%。从结构上看，公司应收账款按信用风险特征组合计提坏账准备，其中按账龄组合计提坏账准备的应收账款占当年应收账款余额的 82.14%。账龄组合中，1 年以内的应收账款占 87.14%，计提比例为 1%；1~2 年的占 2.19%，计提比例为 5%；2~3 年的占 4.49%，计提比例为 10%；3~4 年的占 2.48%，计提比例为 30%；4~5 年的占 3.37%，计提比例为 70%；5 年以上的占 0.33%，计提比

例为 100%，公司应收账款平均账龄较短。公司按其他方法计提坏账准备的应收账款为 0.50 亿元，占当年应收账款余额的 17.86%，全部为应收购房款和水费，不计提坏账准备。截至 2016 年底，公司前五名应收账款占比为 20.61%，欠款集中度一般，其中应收 SINA INTERNATIONAL CORP. 款项 0.20 亿元，账龄较长（计提比例达 23.12%）。截至 2016 年底，公司累计计提应收账款坏账准备 0.11 亿元，计提比例为 4.86%。公司欠款客户主要为国外发制品经销商，存在部分企业因经营不善拖欠公司货款的情况，但考虑到公司应收账款规模较小，账龄较短，且按账龄计提坏账准备，坏账计提比例较高，公司应收账款坏账风险较小。

2014~2016 年，公司预付款项波动减少，年均复合减少 28.32%，主要系未结算的预付工程款。截至 2016 年底，公司预付款项为 1.37 亿元，较年初减少 62.81%。从账龄来看，1 年以内的占 79.20%，1~2 年的占 18.21%，2~3 年的占 1.87%，3 年以上的占 0.72%。

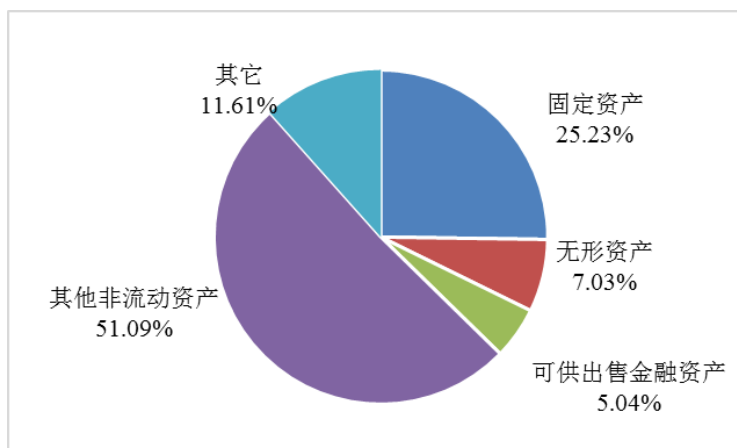
2014~2016 年，公司其他应收款波动减少，年均复合减少 3.51%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 10.78 亿元，较年初减少 17.13%，主要系当期瑞贝卡房地产 2.52 亿元土地保证金转入开发成本所致。截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 12.11 亿元，较年初增长 12.35%，主要系向禹州财政局支付宗地保证金 1.71 亿元、应收员工持股计划款项 0.72 亿元所致。公司其他应收款中政府款项 5.93 亿元和备用金及管理层认定款项 5.05 亿元，占当年其他应收款余额的 89.60%，未计提坏账准备。截至 2016 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 0.14 亿元，计提比例为 1.17%。公司备用金及管理层认定款项规模较大，形成一定资金占用。

2014~2016 年，公司存货规模波动增长，年均复合增长 7.86%。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 56.99 亿元，较年初增长 23.47%，主要系子公司瑞贝卡发制品根据原材料市场价格状况，在低价时增加了人发储备，同时新开发的印度发市场进口人发增加所致。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 53.69 亿元，较年初小幅减少 5.78%，主要系人发储备消耗所致。公司存货主要由原材料（占 24.08%）、库存商品（占 11.26%）、在产品（占 14.36%）、发出商品（占 0.12%）、工程施工（占 0.13%）、开发成本（占 48.50%）和开发产品（占 1.54%）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。由于瑞贝卡发制品的假发饰品在市场销售过程中，极小部分产品款式存在更新换代过快的情况，导致部分库存商品在流转过程中滞销，公司对该部分库存商品计提跌价准备 60.23 万元。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 18.38%。截至 2016 年底，公司非流动资产总额为 49.74 亿元，以可供出售金融资产（占 5.04%）、固定资产（占 25.23%）、无形资产（占 7.03%）和其他非流动资产（占 51.09%）为主。

图 6 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产规模未发生变化。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 2.51 亿元，全部为按成本计量的可供出售权益类工具，包括公司对河南光大金融产业投资基金的投资 1.00 亿元，子公司瑞贝卡发制品对中原银行的投资 0.96 亿元，子公司瑞新公司对国开瑞明（北京）投资基金有限公司的投资 0.50 亿元等。

2014~2016 年，公司固定资产逐年小幅增长，年均复合增长 3.18%，主要系由在建工程转入的房屋建筑物及机器设备等。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 12.55 亿元，较年初增长 4.40%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 58.96%）、机器设备（占 12.33%）、运输设备（占 9.98%）、电子设备（占 0.95%）和其他（占 17.79%）组成。截至 2016 年底，公司对固定资产计提折旧共计 8.90 亿元，计提减值准备共计 16.86 万元，固定资产成新率为 58.51%，成新率一般。截至 2016 年底，公司尚有未办妥产权证书的固定资产 0.67 亿元，目前处于向登记部门申请办理中。

2014~2016 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 8.43%，主要系土地使用权增长所致。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 3.50 亿元，较年初增长 16.41%。公司无形资产主要由土地使用权（占 62.38%）和探矿权（占 35.49%）组成，其中探矿权主要为公司于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 0.68 亿元，未计提减值准备。

2014~2016 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 27.59%，主要系瑞新公司在许昌市进行的城市投资建设项目快速增长所致。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 25.41 亿元，较年初增长 23.31%，其中包括许昌市城乡一体化示范区建设项目（占 91.69%）、预付工程款（占 6.40%）、预付设备款（占 0.89%）和预付土地款（占 1.02%）。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产中，受限货币资金、用于抵押、质押的资产、未办妥产权证书的固定资产等使用受限的资产合计约 9.18 亿元，占公司总资产比重为 6.63%，受限比例一般，对公司整体资产的变现能力影响较小。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总计 138.43 亿元，较年初增长 5.96%，主要系流动资产增长所致，流动资产占比较年初小幅提高 1.66 个百分点至 63.59%；其中货币资金 15.10 亿元，较年初增长 48.64%，主要系经营活动现金流入所致。公司资产结构较年初基本保持稳定。

总体看，近年来，公司资产规模较大，资产构成以流动资产为主，但流动资产中存货占比较大，整体资产质量一般。

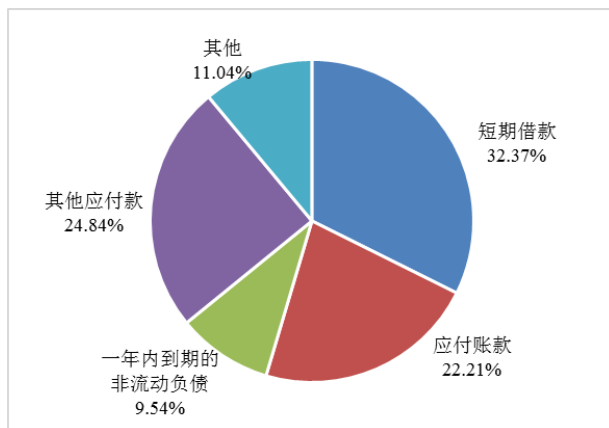
3. 负债及所有者权益

2014~2016 年，公司负债规模呈波动增长态势，年均复合增长 11.92%，主要系流动负债规模的扩大所致。截至 2016 年底，公司负债合计 89.23 亿元，较年初小幅减少 0.07%，其中流动负债占 76.35%，非流动负债占 23.65%，公司流动负债所占比重较大。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 12.01%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 68.13 亿元，以短期借款（占 32.37%）、应付账款（占 22.21%）、其他应付款（占 24.84%）和一年内到期的非流动负债（占 9.54%）为主。

图 7 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款规模波动增长，年均复合增长 1.35%。截至 2016 年底，公司短期借款为 22.05 亿元，较年初减少 27.43%，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。其中质押借款占 21.37%、抵押借款占 2.27%、保证借款占 18.14%、信用借款占 58.23%。

2014~2016 年，公司应付账款规模逐年增长，年均复合增长 25.53%，主要系瑞新公司应付当地政府棚户区改造项目资金以及瑞贝卡发制品应付原材料及辅料款增加所致。截至 2016 年底，公司应付账款为 15.13 亿元，主要为瑞新公司未到约定结算期的应付工程款。

2014~2016 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 16.41%，主要系土地清算款和土地保证金增加所致。截至 2016 年底，公司其他应付款为 16.92 亿元，较年初小幅增长 4.15%。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。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动减少，年均复合减少 11.07%。截至 2016 年底，一年内到期的非流动负债分别为 6.50 亿元，为一年内到期的长期借款。

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 11.63%，主要系长期借款和应付债券的变动所致。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 21.11 亿元，以长期借款（占 69.28%）和应付债券（占 26.30%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款规模波动减少，年均复合减少 7.06%，主要系公司部分长期借款即将到期，转至一年内到期的非流动负债所致。截至 2016 年底，公司长期借款为 14.62 亿元，较年初减少 15.47%，其中质押借款占 20.52%，抵押借款占 67.12%，保证借款占 10.31%，信用借款占 2.05%。截至 2017 年 3 月底，公司长期借款为 14.62 亿元。从期限分布来看，公司长期借款到期日主要集中在

在未来 1~2 年，届时公司将面临一定集中偿付压力。

表 22 截至 2017 年 3 月底公司长期借款期限分布（单位：万元、%）

距离借款到期日	金额	占比
1~2 年（含 2 年）	89,656.72	61.33
2~3 年（含 3 年）	16,100.00	11.01
3~4 年（含 4 年）	--	--
4~5 年（含 5 年）	--	--
5 年以上	40,421.50	27.66
合计	146,178.22	100.00

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司无应付债券。2015 年 12 月成功发行的 5 年期 5.6 亿元公司债券“15 瑞贝卡”（债券代码“136076.SH”），截至 2016 年底，公司应付债券 5.55 亿元。

2014~2016 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 3.02%。截至 2016 年底，公司全部债务合计 49.67 亿元，较年初减少 13.50%，其中短期债务和长期债务分别占比 59.39% 和 40.61%，公司债务以短期债务为主。2014~2016 年，公司资产负债率分别为 64.72%、68.54% 和 68.30%，呈波动上升趋势；全部债务资本化比率分别为 54.66%、58.36% 和 54.53%，呈波动下降趋势；长期债务资本化比率分别为 30.36%、35.78% 和 32.75%，呈波动上升趋势。公司债务负担较重，但处于合理水平。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 97.15 亿元，较年初增长 8.87%。其中短期借款 25.10 亿元，较年初增长 13.83%；其他应付款 18.80 亿元，较年初增长 11.06%，主要系土地清算款等款项增长所致。公司负债结构较年初变化不大，流动负债占比仍然较高。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 52.97 亿元，较年初增长 6.63%，其中短期债务和长期债务分别占比 61.92% 和 38.08%，短期债务占比较年初上升 2.53 个百分点。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 70.18%、56.20% 和 32.82%，较年初变化不大。公司债务结构较年初变化不大。

总体看，公司负债以流动负债为主，短期借款占比较大，负债结构有待改善；公司债务以短期债务为主，长期债务存在一定集中偿付压力。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 3.28%，主要来源于公司未分配利润的增长。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 41.42 亿元，较年初增长 1.06%，其中归属于母公司所有者权益占 56.23%。归属于母公司所有者权益中，股本占 21.26%、资本公积占 33.57%、盈余公积占 2.55%、未分配利润占 50.66%、其他综合收益抵消 8.03%。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。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 41.28 亿元，较年初小幅减少 0.32%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

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

2014~2016 年，公司营业收入逐年增长，分别为 29.71 亿元、33.73 亿元和 38.87 亿元，年均复合增长 14.39%；营业成本分别为 22.15 亿元、24.05 亿元和 29.83 亿元，年均复合增长 16.05%；受房

地产及土地开发板块影响，公司营业成本增速略高于营业收入增速。上述原因亦使得公司近三年营业利润率波动下降，近三年公司营业利润率分别为 22.38%、26.59%和 20.71%。依靠政府补贴收入，公司近三年净利润波动中略有增长。2014~2016 年，公司净利润分别为 1.99 亿元、2.77 亿元和 2.17 亿元，年均复合增长 4.37%；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.86 亿元、1.82 亿元和 1.16 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 16.32%。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用总额分别为 6.80 亿元、7.63 亿元和 7.16 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 2.59%。2016 年，公司销售费用为 2.51 亿元，占 35.10%；管理费用为 2.21 亿元，占 30.87%；财务费用为 2.44 亿元，占 34.03%；三年间各项期间费用占比变化不大。近三年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 13.49%，主要系公司增加瑞贝卡发制品发制品产品的线上、线下广告宣传力度以及销售人员薪酬所致；管理费用稳中有降，年均复合减少 5.02%，主要系公司对各子公司实施全年预算管理制度，有效控制各子公司管理费用所致；财务费用有所波动，三年分别为 2.40 亿元、2.88 亿元和 2.44 亿元，主要系随着公司融资规模的扩大，计入财务费用的利息支出有所波动所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 22.90%、22.61%和 18.42%，公司费用控制能力有待提高。

从利润构成来看，公司投资收益主要来自于交易性金融资产，2014~2016 年，分别为 2,066.17 万元、2,619.45 万元和 -38.53 万元，分别占当期利润总额的 8.30%、7.93%和 -0.14%，投资收益变动对利润总额影响较大；营业外收入分别为 2.51 亿元、1.77 亿元和 2.04 亿元，分别占当期利润总额的 100.65%、53.52%和 74.51%，对利润总额贡献很大。公司营业外收入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。2015 年，公司营业外收入下降明显，主要系自 2015 年 7 月 1 日起，子公司瑞贝卡发制品销售人发档发增值税即征即退政策由 100%退税率调整为 70%退税率所致；2016 年，公司营业外收入有所增长，主要系公交业务系列补贴陆续于 2016 年统一拨付所致。

从各项盈利指标来看，受公司利润水平波动增长及所有者权益逐年增长影响，2014~2016 年，公司总资产收益率呈波动下降趋势，分别为 4.65%、5.43%和 4.26%；总资产报酬率呈波动下降趋势，分别为 4.19%、4.60%和 3.53%；净资产收益率呈波动上升趋势，分别为 5.19%、6.95%和 5.26%。

2017 年 1~3 月，公司共实现营业收入 8.04 亿元，同比减少 8.29%，主要系房地产板块结转收入增长所致；净利润 0.50 亿元，同比增长 18.84%，主要系财务费用及营业税金大幅减少所致，其中归属母公司所有者的净利润 0.22 亿元，同比减少 8.54%。

总体看，公司近年来营业收入逐年增长，营业利润率波动下降；期间费用对利润侵蚀明显，费用控制能力有待提高；营业外收入对公司利润贡献较大，公司主营业务盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动情况来看，近三年，公司经营活动现金流入量波动减少，分别为 74.38 亿元、60.06 亿元和 68.57 亿元，年均复合减少 3.99%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，分别为 30.26 亿元、33.15 亿元和 39.67 亿元，年均复合增长 14.51%，主要系房地产销售规模逐年扩大所致；公司经营活动现金流出量波动减少，分别为 77.76 亿元、56.39 亿元和 58.01 亿元，年均复合减少 13.63%。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -3.38 亿元和 3.67 亿元和 10.56 亿元，由净流出转为净流入。从收入实现质量来看，2014~2016 年，公司现金收入比分别为 101.85%、98.30%和 102.06%，收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，近三年，公司投资活动现金流入量有所波动，分别为 1.78 亿元、3.37 亿

元和 1.71 亿元，2015 年投资活动现金流入较高主要系收到 1.20 亿元政府补偿收入所致，该补偿收入系当地政府对公司于 2006 年至 2010 年期间因承担许昌县城乡一体化推进核心起步区的“七横两纵”规划道路（含绿化、亮化）以及创业大楼等项目的投资建设而给予的补偿；公司投资活动现金流出波动减少，分别为 4.54 亿元、9.45 亿元和 3.36 亿元，年均复合减少 14.02%，2015 年投资活动现金流出较高主要系支出瑞新公司支付棚户区改造工程项目资金所致。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.76 亿元、-6.08 亿元和-1.64 亿元，呈持续净流出状态。

从筹资活动情况来看，近三年，公司筹资活动现金流入量逐年减少，分别为 36.12 亿元、35.93 亿元和 29.33 亿元，年均复合减少 9.89%，主要系公司资金相对充裕减少流贷、调整公司债务结构导致取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出量波动增长，分别为 36.00 亿元、29.93 亿元和 40.46 亿元，年均复合增长 6.02%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.12 亿元、5.99 亿元和-11.14 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 4.96 亿元，同比增长 31.90%，主要系房地产销售大幅增长所致；同期，公司投资活动现金流净额为-1.37 亿元，筹资活动现金流量净额为 2.50 亿元。

总体看，2014~2016 年，公司经营活动现金流规模较大，公司经营活动现金流量净额转为净流入状态，投资活动现金净流出波动减少，2016 年经营活动产生的现金流净额已能满足投资需求；公司缩减债务规模，使得筹资活动产生的现金流转为净流出状态，现金类资产规模有所下降，公司债务目前仍以短期债务为主，仍存在一定的融资需求以对到期债务进行置换。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 1.37 倍、1.33 倍和 1.19 倍，速动比率分别为 0.52 倍、0.47 倍和 0.40 倍，均呈现逐年下降趋势，主要系公司应付账款和其他应付款增长较快所致；公司现金短期债务比分别为 0.29 倍、0.37 倍和 0.36 倍，呈波动上升趋势，主要系公司短期债务波动减少，且公司现金类资产波动增长所致；随着公司经营活动现金流状况转好，经营现金流动负债比率分别为-6.22%、5.52%和 15.50%。总体看，受公司应付账款和其他应付款增长较快影响，公司短期偿债能力指标逐年弱化，但经营性现金流状况的好转对公司短期偿债能力起到了一定的积极作用。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 波动变化，分别为 5.77 亿元、6.89 亿元和 5.84 亿元，年均复合增长 0.63%。2016 年，公司 EBITDA 中折旧占 16.16%，摊销占 5.00%，计入财务费用的利息支出占 31.98%，利润总额占 46.85%。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数逐年上升，分别为 1.78 倍、2.08 倍和 1.42 倍，EBITDA 对利息的保护程度一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.12 倍、0.12 倍和 0.12 倍，EBITDA 对全部债务的保护程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保余额为 0.95 亿元，占净资产的 2.30%，其中对许昌金顺再生物资有限公司和禹州中陶卫浴有限公司担保被列入不良关注，主要系借新还旧所致。被担保企业生产经营状况目前均正常，具体如下表所示。整体来看，公司担保比率较低，对外担保代偿风险不大。

表 23 截至 2017 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保种类	实际担保金额	担保对象现状	是否逾期	是否被诉
鄢陵县建设园林绿化公司	信用担保	2,000.00	正常	否	否

许昌宏伟实业（集团）有限公司	信用担保	3,000.00	正常	否	否
禹州市中陶卫浴有限公司	信用担保	2,500.00	正常	否	否
许昌金顺再生资源回收有限公司	信用担保	2,000.00	正常	否	否
合计	--	9,500.00	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司获得银行授信额度为 58.86 亿人民币及 0.28 亿美元，其中已使用额度为 33.04 亿人民币及 0.00 亿美元，未使用额度为 25.83 亿人民币及 0.28 美元。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，公司直接融资渠道畅通。

截至 2017 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》（中征码：4110230000000170），截至 2017 年 5 月 12 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发行人合并报表未上报，系统直接采取发行人母公司报表数据；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，近年来，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到其行业地位、区域竞争力等方面的优势，其整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 3 月底，公司债务总额为 52.97 亿元，本期拟发行债券规模为 10 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度尚可，对公司负债水平影响一般。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10 亿元，在其它因素不变的情况下，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将分别提高 2.01 个百分点、4.20 个百分点和 9.40 个百分点至 72.19%、60.40%和 42.22%，债务负担进一步加重，但债务结构将有所改善。考虑到本期债券发行后，部分募集资金拟用于偿还公司现存债务，公司实际债务水平将低于上述预测值。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 5.84 亿元，为本期公司债券发行额度（10 亿元）的 0.58 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2016 年经营活动产生的现金流入 68.57 亿元，为本期公司债券发行额度（10 亿元）的 6.86 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度高。

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，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为以发制品为主，并涉足包括房地产开发、水业服务、客房餐饮、公共交通、旅游服务等多个领域的控股型企业，其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；公司自来水供应及污水处理业务在许昌市区域内处垄断地位，公交业务享受较高的政府补

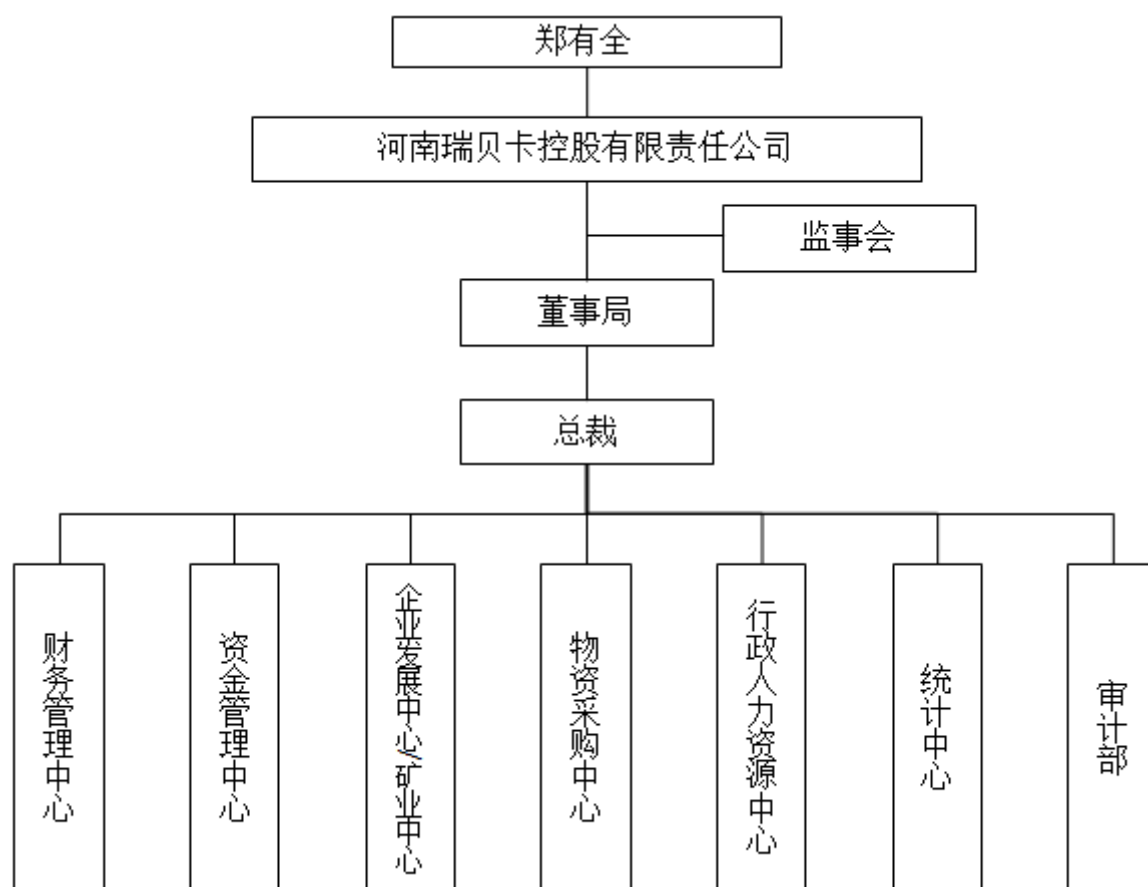
贴支持。同时联合评级也关注到公司发制品业务主要依赖出口，汇率变动对公司经营业绩影响较大，房地产业务面临一定的资金支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 河南瑞贝卡控股有限责任公司

组织结构图



附件 2 河南瑞贝卡控股有限责任公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	110.07	130.28	130.65	138.43
所有者权益 (亿元)	38.83	40.98	41.42	41.28
短期债务 (亿元)	29.87	34.59	29.50	32.80
长期债务 (亿元)	16.93	22.84	20.17	20.17
全部债务 (亿元)	46.80	57.43	49.67	52.97
营业收入 (亿元)	29.71	33.73	38.87	8.04
净利润 (亿元)	1.99	2.77	2.17	0.50
EBITDA (亿元)	5.77	6.89	5.84	--
经营性净现金流 (亿元)	-3.38	3.67	10.56	4.96
应收账款周转次数 (次)	9.49	9.65	11.80	--
存货周转次数 (次)	0.52	0.47	0.54	--
总资产周转次数 (次)	0.28	0.28	0.30	0.06
现金收入比率 (%)	101.85	98.30	102.06	158.05
总资本收益率 (%)	4.65	5.43	4.26	--
总资产报酬率 (%)	4.19	4.60	3.53	--
净资产收益率 (%)	5.19	6.95	5.26	1.20
营业利润率 (%)	22.38	26.59	20.71	27.31
费用收入比 (%)	22.90	22.61	18.42	20.45
资产负债率 (%)	64.72	68.54	68.30	70.18
全部债务资本化比率 (%)	54.66	58.36	54.53	56.20
长期债务资本化比率 (%)	30.36	35.78	32.75	32.82
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.78	2.08	1.42	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.12	0.12	--
流动比率 (倍)	1.37	1.33	1.19	1.16
速动比率 (倍)	0.52	0.47	0.40	0.43
现金短期债务比 (倍)	0.29	0.37	0.36	0.47
经营现金流动负债比率 (%)	-6.22	5.52	15.50	6.53
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.58	0.69	0.58	--

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、2017 年一季财务数据未经审计，指标未年化。

附件 3 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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 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）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年河南瑞贝卡控股有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

河南瑞贝卡控股有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。河南瑞贝卡控股有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注河南瑞贝卡控股有限责任公司的相关状况，如发现河南瑞贝卡控股有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如河南瑞贝卡控股有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至河南瑞贝卡控股有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送河南瑞贝卡控股有限责任公司、监管部门等。

