

跟踪评级公告

联合〔2020〕2592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 03”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年八月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 10 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2020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	债券余额	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03	7.20亿元	5年(3+2)	AA	AA	2019年6月18日

跟踪评级时间：2020年8月12日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	153.29	165.05	179.81	182.61
所有者权益(亿元)	49.43	53.58	55.56	54.33
长期债务(亿元)	42.52	25.12	31.86	31.24
全部债务(亿元)	62.58	54.44	58.85	61.14
营业收入(亿元)	48.58	48.46	41.79	4.48
净利润(亿元)	7.51	5.15	4.31	-0.24
EBITDA(亿元)	13.17	10.76	9.58	--
经营性净现金流(亿元)	14.61	12.50	6.98	-0.57
营业利润率(%)	30.45	27.25	24.58	23.23
净资产收益率(%)	16.54	10.01	7.90	-0.44
资产负债率(%)	67.75	67.54	69.10	69.92
全部债务资本化比率(%)	55.87	50.40	51.44	52.95
流动比率(倍)	1.40	1.16	1.21	1.19
EBITDA全部债务比(倍)	0.21	0.20	0.16	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.49	2.83	2.81	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	1.83	1.49	1.33	--

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. 其他应付款中带息部分计入短期债务，长期应付款中带息部分计入长期债务；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”）发制品业务产销情况比较稳定；房地产业务新开工面积有所增长，整体去化情况良好；水务板块经营情况稳定。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受贸易摩擦影响较大、土地开发业务收入及毛利率有所下降且对资金存在占用、房地产业务区域集中度较高且在建项目尚需投资规模较大以及公司债务负担较重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力度，公司经营有望保持良好。

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03”的债项信用等级为AA。

优势

1. 公司发制品业务行业地位高。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. 水务板块发展稳定。2019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于垄断地位。

关注

1. 发制品业务受外部环境影响较大。受贸易摩擦、国际电商冲击及需求结构变化等影响，2019年，公司发制品业务北美洲市场销售额为4.04亿元，同比下降10.41%。

2. 土地开发业务收入及毛利率均有所下降，且对资金存在占用。2019年，公司土地开发业务实现收入3.29亿元，同比下降61.79%，毛利率为11.10%，同比下降22.14个百分点。

公司土地一级开发业务，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. 公司房地产业务区域集中度较高且尚需投资规模较大。公司房地产业务主要分布于许昌市区及周边县市；截至2020年3月末，公司房地产业务尚需投入29.76亿元。

4. 公司债务负担较重。截至2019年末，公司全部债务58.85亿元，较年初增长8.11%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.10%和51.44%。

分析师

杨 野 登记编号（R0040219090001）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：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他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“瑞贝卡控股”）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39,500.00万元，公司注册资本增至49,500.00万元。

截至2019年末，公司注册资本为49,500.00万元，郑有全先生持有公司全部股份，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围和部门设置均未发生变化。截至2020年3月末，公司纳入合并范围子公司共18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”），拥有在职员工12,631人。

截至2020年3月末，公司所持有的瑞贝卡股份合计38,153.82万股，其中已质押18,000.00万股，占其所持股份的47.18%。

截至2019年末，公司合并资产总额179.81亿元，负债合计124.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.56亿元，其中归属于母公司所有者权益32.36亿元。2019年，公司实现营业收入41.79亿元，净利润（含少数股东损益）4.31亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.68亿元；经营活动产生的现金流量净额6.98亿元，现金及现金等价物净增加额1.47亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额182.61亿元，负债合计127.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.33亿元，其中归属于母公司所有者权益29.66亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入4.48亿元，净利润（含少数股东损益）-0.24亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.49亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.57亿元，现金及现金等价物净增加额0.41亿元。

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、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2916号文核准，公司获准发行不超过10.00亿元（含）的公司债券。

公司于2017年8月28日发行“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）”，并于2017年9月8日在上海交易所上市交易，债券简称“17瑞控03”，债券代码为“143277.SH”，发行规模为7.20亿元，票面利率为7.10%，每年付息一次，期限为5年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

公司已于2019年8月30日支付了“17瑞控03”2018年8月30日至2019年8月29日期间的利息。

截至2019年末，“17瑞控03”已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

1. 发制品行业

受中美贸易摩擦的影响，出口至美洲市场的发制品受到一定影响；但未来随着欧洲及非洲市场的逐步渗透，加之国内市场逐步发展，发制品市场仍有一定发展空间。

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。

根据中国海关数据显示，2019年，中国发制品进口数量为2,130.40吨，同比增长65.50%，出口数量为64,278.10吨，同比增长17.40%；进口金额为0.50亿美金，同比增长52.40%，出口金额为35.30亿美金，同比增长12.10%，进出口金额和数量持续增长。

北美市场仍是全球重要的发制品消费市场，美国非裔人群是全球最具消费能力的假发需求者。2019年受中美贸易摩擦的持续影响，国际贸易环境愈发不稳定，化纤产品被列入加征关税的名录中，发制品出口市场受到一定影响。

欧洲是发制品行业发源地，行业历史较为悠久，西欧发制品市场较为成熟；非洲市场是全球第二大发制品消费市场，正在逐步成长为全球第一大发制品消费市场，但由于该市场规模庞大，国内企业逐步进入，市场竞争加剧。亚洲市场是继非洲大陆之后发制品行业的又一极具潜力市场，包括中国在内的亚太地区人口占全球人口总量的50.00%以上，但发制品消费仅占到全球消费总额的10.00%左右，尽管中国是世界发制品生产制造中心，但其80%~90%的发制品用于出口。目前，北美、西欧发制品市场为成熟市场，非洲、亚洲、南美以及国内地区发制品市场仍有较大发展潜力。

根据国家统计局统计资料显示，2019年，我国国内生产总值（GDP）近100.00万亿元，稳居世界第二位；人均GDP首次突破1.00万美元。经济规模的提升，意味着人民收入的增加，而收入决定消费，消费升级也可以持续推进。国内消费结构持续升级，将为中国经济转向高质量发展持续提供动力支撑，也将为假发制品、美容美发等时尚发型妆饰行业打开广阔的市场发展空间和发展机遇。但发制品行业仍是一个以出口为主的行业，国际市场社会政治经济形势和全球贸易政策的变化、国家出口退税政策调整、国际汇率变动等都会对行业产生较大影响。

2. 房地产行业

（1）行业概况

2019年以来，房地产开发投资继续维持高位运行，但已出现下降趋势，叠加2020年突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓；土地市场趋于理性且内部出现结构性分化，融资边际性改善特征已出现但主基调仍然保持不变；销售呈现一定韧性、政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，行业集中度继续提升。

2019年，全国房地产开发投资132,194.26亿元，同比增长9.90%，增速较上年上升0.40个百分点，总体仍维持高位，但从2019年4月开始已连续8个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020年1-3月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就2020年3月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中，全国房地产开发投资21,962.61亿元，同比下降7.70%，降幅较前两月收窄8.60个百分点。

土地供应方面，2019年，全国300个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看，一季度全国土地市场供求同比下降，出让金和楼面均价双双缩水，土拍趋冷；二季度市场出现短暂回暖，出让金同比增加过半；三四季度，土地市场持续低迷。分城市来看，一线城市供求同比走高，出让金总额增加，但楼面均价出现下降；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下降2.00个百分点。

资金来源方面，2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.60%。其中，国

内贷款同比增长5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品2019年上半年增幅较大，但自2019年6月开始受非标融资调控影响明显下降；自筹资金同比增长4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

市场供需方面，2019年，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.10%，2018年销售面积的历史高点基数效应导致2019年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为159,725.12亿元，同比增长6.50%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自2019年8月就结束了2019年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况。

销售价格方面，2019年，百城住宅价格指数同比增长3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的0.40%小幅提升至0.71%、二线城市同比增速由7.08%下降至4.24%、三线城市同比增速由8.71%下降至4.60%。

竞争格局方面，2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%。据克而瑞统计，2019年千亿房企阵营数量继续增加，再次呈现强者恒强局面。

(2) 行业政策

2019年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表1 2019年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2019年3月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019年4月	银保监会指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年9月	全国人民代表大会主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正

2019年11月	央行强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年12月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020年2月	央行2020年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳发展
2020年2月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调LPR
2020年3月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

（3）行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大。

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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。此外，2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出。

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临。

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）行业发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，政策调控趋于长期化；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间，2020年爆发的新冠疫情或将加速行业拐点的到来。

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，房地产售价不断升高及库存结构性、区域性失衡可能会加剧部分地区房地产市场的不确定性，政策调控仍然至关重要；同时，2020年爆发的新冠疫情对行业及宏观经济形成一定负面冲击，或将加速行业拐点的到来。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，龙头房地产开发企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有综合开发能力和区域竞争优势的中型房地产开发企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2019年，公司管理人员有所变动，管理制度连续，管理运作正常。

2019年，公司副董事长郑有志先生因达到法定退休年龄而退休；截至2020年3月末，公司未选举新任副董事长。除此之外，公司其他管理层及管理制度未发生重大变化，主要管理制度连续，

管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，由于土地开发业务规模和毛利率大幅下降，公司营业收入和综合毛利率均有所下降。

公司为国内最大的发制品供应商，同时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、土地开发等在内的多个领域。

2019年，公司实现营业收入41.79亿元，实现主营业务收入40.89亿元，占营业收入的97.86%，主营业务突出。2019年，公司主营业务收入同比下降13.92%，主要系土地开发业务收入下降所致；受以上因素综合影响，公司实现净利润4.31亿元，同比下降16.36%。

表2 2017-2019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	2017年			2018年			2019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	18.74	39.21	36.68	18.45	38.83	34.99	17.79	43.49	36.53
水业	3.95	8.27	27.75	2.33	4.90	36.07	2.44	5.96	31.73
房地产	15.25	31.91	26.10	16.58	34.90	22.99	15.68	38.33	19.01
客房及餐饮	0.41	0.86	68.12	0.38	0.81	68.31	0.38	0.94	67.46
公交	0.27	0.56	15.95	0.30	0.63	130.49	0.34	0.82	-66.21
旅游服务	0.51	1.07	-31.40	0.61	1.27	23.99	0.60	1.47	-43.32
土地开发	8.48	17.74	37.73	8.61	18.11	33.24	3.29	8.05	11.10
游乐	0.07	0.15	-72.24	0.10	0.22	61.43	0.11	0.28	-13.65
汽车维修	0.08	0.17	13.10	0.12	0.25	19.75	0.21	0.50	12.43
广告	0.03	0.06	46.06	0.04	0.09	29.22	0.06	0.15	27.06
合计	47.79	100.00	31.98	47.51	100.00	28.77	40.89	100.00	25.48

资料来源：公司提供

从主营业务收入构成看，2019年，公司发制品板块实现收入17.79亿元，同比下降3.58%，占主营业务收入的比重为43.49%，主要系公司受国际贸易摩擦、电商冲击及消费者需求变化等因素影响，销往欧美的发制品销售收入下降所致；房地产板块实现收入15.68亿元，同比下降5.43%，主要系房地产结转规模减少所致，占主营业务收入的比重为38.33%；水业板块实现收入2.44亿元，同比增长4.72%，主要系供水量增长所致，占主营业务收入的5.96%；土地开发板块实现收入3.29亿元，同比下降61.79%，主要系土地市场行情下降所致，占主营业务收入的8.05%；其他板块收入规模较小，对公司收入影响有限。

从毛利率情况看，2019年，公司主营业务毛利率为25.48%，同比下降3.29个百分点。从具体板块来看，发制品毛利率为36.53%，同比提高1.54个百分点；房地产业务毛利率为19.01%，同比下降3.98个百分点，主要系房地产项目结转单价下降所致；水业板块毛利率为31.73%，同比下降4.34个百分点，主要系下属子公司市政工程减少、业务成本增加所致；土地开发业务毛利率为11.10%，同比下降22.14个百分点，主要系土地市场行情走低所致；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不大。

2020年1-3月，公司实现营业收入4.48亿元，同比下降27.92%；实现净利润亏损0.24亿元。

2. 发制品

2019年，公司发制品的原材料采购额有所下降，采购集中度一般；公司发制品总产量略有增长；受贸易摩擦、国际电商冲击及需求结构变化的影响，公司北美洲市场销售占比有所下降；人发假发产品销量及销售均价均有所增长；公司发制品销售集中度较低。

公司发制品业务由子公司瑞贝卡负责运营。

(1) 采购情况

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，结算方式以转账为主；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，结算方式以信用证为主。公司与上游国外供应商结算方式中，信用证占比约为70.00%，账期基本保持3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，结算方式以现金结算为主；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2个月。

2019年，公司发制品业务总采购金额为4.98亿元，同比下降16.68%，其中，前五大供应商采购总金额为1.19亿元，占公司发制品采购总金额的比例为22.38%，供应商集中度一般。

(2) 生产情况

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，2019年，公司发制品产量为4,699.00万件，同比增长0.92%，变化不大。

表3 2017—2019年公司发制品产量情况（单位：万件）

指标	2017年	2018年	2019年
产量	4,363.00	4,656.00	4,699.00

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2019年末，公司已在尼日利亚、加纳、柬埔寨、莫桑比克开设海外工厂。

(3) 销售情况

受贸易摩擦、国际电商冲击以及需求结构变化等影响，公司主要产品销量和价格均有一定变化。分产品来看，2019年，工艺发条销量为268.00万条，同比下降10.67%，销售均价为80.18元/条，同比下降26.20%，主要系头套类产品对工艺发条的替代以及国际电商对欧美市场传统销售渠道的冲击所致；化纤发条销量为3,768.00万条，同比增长0.80%，销售均价为21.62元/条，同比下降3.74%；人发假发销售量为129.00万套，同比增长19.44%，主要系人发假发佩戴舒适、仿真性强，国内外需求增加所致，销售均价为267.19元/套，同比增长12.86%，主要系人发假发附加值高，下游需求旺盛所致；化纤假发销售量为308.00万套，同比下降13.72%，主要系人发假发对化纤假发的替代效应及美国对化纤产品征收关税所致，销售均价为78.49元/套，同比增长6.54%。

从产销率来看，人发假发和化纤发条的产销率有所下降，工艺发条和化纤假发的产销率有所提高。

表4 2017—2019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	2017年	2018年	2019年
工艺发条	销量	418.00	300.00	268.00
	销售均价	119.03	108.64	80.18
	产销率	98.63	100.63	103.87
化纤发条	销量	3,486.90	3,738.00	3,768.00
	销售均价	22.64	22.46	21.62
	产销率	98.61	96.51	94.86
人发假发	销量	98.75	108.00	129.00
	销售均价	240.05	236.75	267.19
	产销率	98.01	95.70	81.01
化纤假发	销量	308.48	357.00	308.00
	销售均价	72.36	73.67	78.49
	产销率	101.90	95.96	98.72

资料来源:公司提供

2019年,公司发制品销售模式无变化,销售区域分布方面,仍以北美洲、非洲和国内市场为主。其中,北美洲市场销售额为4.04亿元,同比下降10.41%,销售额占比为22.73%,同比下降1.73个百分点;非洲市场销售额为8.89亿元,同比下降0.73%,销售额占比为49.98%,同比上升1.44个百分点;国内市场销售额占18.66%,同比上升1.39个百分点。

从销售集中度看,2019年,公司对前五大发制品客户销售额为3.26亿元,占发制品销售总额的比例为17.96%,集中度较低,不存在对单一客户的依赖。

结算方面,北美市场主要结算方式包括信用证、电汇和托收三种方式,新客户一般是货前电汇,长期客户是经过信用评估,给与信用额度和信用账期,大客户账期为30~60天,并与客户签订信用协议;欧洲和非洲市场主要通过银行转账或现金结算的方式,经过对客户的信用评估,对于长期合作的经销商给予一定的信用额度和信用账期,一般中小客户30天,大客户60~90天,并与客户签订信用协议;对于新经销商或信用存疑者,均不给予商业信用。

3. 房地产业务

2019年,公司土地储备量有所下降;公司新开工面积有所增长,在建项目较多,存在较大的资金支出压力;受市场需求下降的影响,公司协议销售面积和金额均有所下降,但在售项目整体去化情况良好。

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。公司房地产业务主要立足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2020年3月末,公司尚未开发的土地储备尚余751.63亩,同比下降27.50%,拿地总成本合计6.57亿元。

表5 截至2020年3月末公司尚未开发的土地储备情况(单位:亩、亿元)

地块名称	位置	土地面积	取得时间	应缴出让金	已缴出让金	资金来源	拟建项目类别
秋湖湿地	新兴路东段,董庄地块	489.30	2016.9	4.45	4.45	自筹	商住
新元国际	魏武大道与新	262.33	2014.1	2.12	2.12	自筹	商住

	元大道交叉口 东南角						
合计	--	751.63	-	6.57	6.57	--	--

资料来源：公司提供

(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 9 个月，项目从实现预售到竣工交房的平均时间约为 27 个月。2019 年，公司新开工面积为 48.99 万平方米，同比增长 13.64%；房屋竣工面积 56.23 万平方米，同比增长 45.52%。

表 6 2017—2019 年公司房地产业务发展情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
房地产开发完成投资	22.20	13.64	12.90
房屋竣工面积	35.67	38.64	56.23
新开工面积	96.46	43.11	48.99

资料来源：公司提供

从投资情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司房地产在建项目 13 个，计划总投资 82.99 亿元，已投入资金 53.23 亿元，尚需投入 29.76 亿元。公司在建房地产项目未来面临较大的资金支出压力。

表 7 截至 2020 年 3 月末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 2020 年 3 月末已投资额	2020 年计划投资额	2021 年计划投资额
		贷款	自筹			
许昌兴天下	18.80	2.30	16.50	14.65	4.15	0.00
漯河庄园 1#	5.00	0.70	4.30	6.33	0.00	0.00
漯河庄园 3#	6.50	--	6.50	5.64	0.86	0.00
禹州兴天下	6.50	--	6.50	6.49	0.57	0.00
禹州和天下	5.00	--	5.00	3.24	1.50	0.60
襄县兴天下	3.30	--	3.30	2.41	1.00	0.11
襄县新天下一期	9.82	--	9.82	2.20	5.00	3.65
临颖家天下	6.07	--	6.07	2.86	1.65	0.00
漯河家天下二期一批	1.50	--	1.50	1.41	0.17	0.00
漯河家天下二期二批	2.50	--	2.50	2.33	0.36	0.00
漯河家天下二期三批	5.00	--	5.00	1.24	2.50	1.33
瑞和苑	8.00	--	8.00	2.14	5.00	1.01
南阳和天下一期	5.00	--	5.00	2.29	2.20	0.77
合计	82.99	3.00	79.99	53.23	24.97	7.47

资料来源：公司提供

(3) 房产销售情况

公司房地产销售全部采用自主销售方式。

2019 年，公司房地产业务协议销售面积为 38.58 万平方米，同比下降 30.12%，协议销售金额为

19.51 亿元，同比下降 30.59%，主要系公司根据市场需求，调整战略，滚动开发，部分在建项目未达到销售节点所致。2019 年，公司协议销售均价变化不大。

表 8 2017—2019 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
协议销售面积	81.60	55.21	38.58
协议销售金额	48.70	28.11	19.51
协议销售均价	5,968.00	5,092.00	5,057.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司在售房地产项目总建筑面积 404.83 万平方米，其中可售面积 301.26 万平方米，已签约销售面积 242.72 万平方米，公司整体去化情况良好。

表 9 截至 2020 年 3 月末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	开盘时间	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	2017 年 销售金额	2018 年 销售金额	2019 年 销售金额
漯水庄园	许昌建安区	商住	2012.07	23.19	86.13	65.00	49.71	4,479.00	12.58	3.03	1.33
许昌兴天下	许昌东城区	商住	2016.10	17.80	53.25	38.80	36.00	6,882.00	19.34	1.96	1.05
漯河家天下	漯河召陵区	商住	2013.10 2017.10	9.46	41.08	33.57	31.66	4,034.00	1.85	7.39	3.28
禹州兴天下	许昌禹州	商住	2017.05	6.50	24.17	19.26	19.13	5,200.00	6.93	3.53	0.21
襄县兴天下	许昌襄县	商住	2018.05	3.30	13.67	9.33	8.73	5,191.00	--	3.76	1.31
禹州和天下	许昌禹州	商住	2018.09	5.00	14.79	8.08	6.61	6,100.00	--	1.60	4.27
许昌和天下	许昌东城区	商住	2015.05	30.52	54.60	36.94	36.40	4,722.00	4.23	0.85	0.35
襄县和天下	许昌襄县	商住	2013.12	10.24	35.02	27.80	27.12	3,663.00	3.32	1.14	0.07
临颍家天下	漯河临颍	商住	2018.03	4.47	17.37	13.13	12.01	4,244.00	--	4.84	0.88
漯和瑞和苑	漯河	商住	2019.10	8.00	20.41	15.13	4.27	4,590.00	--	--	1.96
南阳镇平和天下	南阳镇平	商住	2019.07	6.09	21.27	16.42	8.19	4,031.00	--	--	3.30
襄县新天下	许昌襄县	商住	2019.10	8.92	23.07	17.80	2.89	5,199	--	--	1.50
合计			--	133.49	404.83	301.26	242.72	--	48.25	28.10	19.51

资料来源：公司提供

4. 水业服务

2019 年，公司污水处理业务发展较为稳定；自来水供水量稳定增长，供水价格保持稳定。

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

2019 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 2017—2019 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
2017 年	16	16	100.00
2018 年	16	16	100.00
2019 年	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。

(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。

2019 年，公司自来水供水量为 5,089.94 万吨，较上年增长 3.81%。2019 年，自来水价格较 2018 年无变化，各类别自来水价格如下表所示。

表 11 2019 年公司许昌市自来水价格情况（单位：元/吨）

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

5. 土地一级开发整理业务

公司土地一级开发整理业务发展前景较好，后续投资支出压力较小。

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。

截至 2020 年 3 月末，公司已出让土地 1,189.00 亩左右，已储备具备出让条件土地约 1,235.00 亩，正在整理开发的土地约 1,200.00 亩。截至 2019 年末，公司土地一级开发业务已投入 44.80 亿元，收到土地收储中心成本返还 25.25 亿元，预计未来两年投资支出约 3.00 亿元。土地资源作为城镇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。

6. 在建项目

公司在建项目尚需投资规模不大，资金支出压力较小。

截至 2020 年 3 月末，公司在建项目共需投资 8.37 亿元，已投资 6.70 亿元，仍需投资 1.67 亿元，资金支出压力较小。

表 12 截至 2020 年 3 月末，公司在建项目情况

项目名称	总预算数(万元)	截至 2020 年 3 月末项目进度 (%)	截至 2020 年 3 月末已投资(万元)	资金来源
永昌停保场	5,500.00	90.00	4,414.00	自有
洛阳白云山旅游建设项目	50,000.00	97.00	47,889.00	自有
加纳-工厂	3,500.00	95.00	3,300.00	自有
加油加气项目	635.00	5.00	40.00	自有
新兴停保场	1,900.00	97.00	1,644.00	自有
柬埔寨工厂改造	210.00	90.00	193.00	自有
尼日利亚-工厂	3,000.00	80.00	2,400.00	自有
芙蓉园酒店	15,000.00	50.00	7,100.00	自有
圣顶索道	7,500.00	1.00	37.00	自有
合计	83,745.00	--	67,017.00	--

资料来源：公司提供

7. 经营关注

(1) 发制品业务在欧洲市场持续低迷，北美市场受贸易摩擦影响，销售不及预期

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；受中美贸易摩擦、跨境电商冲击以及北美市场需求结构变化的影响，公司的发制品在北美市场的销售承压，从而对公司发制品销售产生了一定不利影响。

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，且资金支出压力较大

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。公司房地产项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力。

(3) 自来水销售价格受到严格管制

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。

8. 未来发展

公司战略目标明确，发展思路清晰，有利于综合竞争力的提升。

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。

公司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，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建立全球知名假发品牌；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，为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，通过公司在产品质量、物业服务及品牌影响力等方面的优势，以细分格局规避房地产龙头企业的强大竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则编制。

合并范围方面，2019 年，公司新设立子公司 1 家，注销 1 家子公司；2020 年一季度，公司减少子公司 1 家；截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司共 18 家。由于引起合并范围变动企业规模较小，且公司主营业务未发生变化，会计政策连续，公司财务数据可比性仍属较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 179.81 亿元，负债合计 124.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 32.36 亿元。2019 年，公司实现营业收入 41.79 亿元，净利润（含少数股东损益）4.31 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.47 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 182.61 亿元，负债合计 127.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益 29.66 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.48 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.24 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.41 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模小幅增长，以流动资产为主。存货规模大，对营运资金形成占用。公司资产受限比例很低，整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 179.81 亿元，较年初增长 8.94%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 66.83%，非流动资产占 33.17%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产 120.16 亿元，较年初增长 10.45%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 15.99%）、其他应收款（占 8.37%）和存货（占 66.44%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 19.22 亿元，较年初增长 9.11%，主要系银行存款增加所致。货币资金中有 0.24 亿元为交易保证金和银行承兑汇票保证金。

截至 2019 年末，公司其他应收款 10.06 亿元，较年初下降 8.39%，主要系应收政府款项下降所致。

截至 2019 年末，公司存货 79.83 亿元，较年初增长 9.51%，主要系公司库存商品增加所致。存货主要由原材料（占 15.98%）、在产品（占 7.35%）、库存商品（占 17.08%）、开发成本（占 54.87%）和开发产品（占 4.55%）构成，累计计提跌价准备 0.13 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动资产 59.65 亿元，较年初增长 6.03%，主要系无形资产和其他非流动资产增加所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 22.19%）、在建工程（占 9.36%）、无形资产（占 11.72%）和其他非流动资产（占 48.57%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产 13.24 亿元，较年初增长 4.68%，主要系在建工程转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 63.52%）、机器设备（占 19.12%）、运输设备（占 3.77%）、电子设备（占 0.57%）和其他（占 13.03%）构成，累计计提折旧 12.17 亿元；固定资产成新率 54.14%，成新率较低。

截至 2019 年末，公司在建工程 5.59 亿元，较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司无形资产 6.99 亿元，较年初增长 50.61%，主要系公司土地使用权增加所致。公司无形资产主要由管理软件（占 1.70%）、商标专利权（占 1.54%）、土地使用权（占 55.67%）和探矿权（占 41.02%）构成，累计摊销 0.80 亿元。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产 28.97 亿元，较年初增长 7.74%，主要系许昌市城乡一体化示范区建设项目投入增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产 0.76 亿元，均为房屋及建筑物，受限原因为许昌瑞贝卡酒店抵押，为许昌瑞新建设有限责任公司提供抵押贷款；受限资产占总资产比重为 0.42%，受限比例很低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 182.61 亿元，较年初增长 1.56%，变化不大。其中，流动资产占 68.06%，非流动资产占 31.94%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至2019年末，公司负债规模有所增长，以流动负债为主；债务规模小幅增长，债务负担较重，债务结构较为均衡。

截至2019年末，公司负债总额124.25亿元，较年初增长11.47%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占80.09%，非流动负债占19.91%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动负债99.52亿元，较年初增长5.75%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占19.45%）、应付账款（占13.66%）、预收款项（占44.60%）、其他应付款（占14.41%）和一年内到期的非流动负债（占5.24%）构成。

截至2019年末，公司短期借款19.36亿元，较年初下降5.38%，主要系公司偿还部分短期借款所致；短期借款主要由保证借款（占70.65%）和信用借款（占29.35%）构成。

截至2019年末，公司应付账款13.59亿元，较年初下降1.76%，变化不大。应付账款账龄以1年以上为主（占76.28%）。

截至2019年末，公司预收款项44.38亿元，较年初增长11.01%，主要系按揭款到账、预收房款增加所致。

截至2019年末，公司其他应付款14.34亿元，较年初增长21.87%，主要系应付政府款项增加所致。

截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债5.21亿元，较年初下降19.78%，主要系公司偿还部分长期借款所致。

截至2019年末，公司非流动负债24.74亿元，较年初增长42.48%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占54.94%）、应付债券（占37.08%）和递延所得税负债（占5.72%）构成。

截至2019年末，公司长期借款13.59亿元，较年初增长140.07%，主要系公司长期资金需求上升所致；长期借款主要由抵押借款（占7.47%）、保证借款（占70.57%）和信用借款（占21.96%）构成。从期限分布看，2021年到期的占47.83%，2022年到期的占22.07%，2023年及以后到期的占30.10%，

长期借款集中偿付压力一般。

截至2019年末，公司应付债券9.17亿元，较年初下降4.08%，公司应付债券主要为“17瑞控03”。

截至2019年末，公司递延所得税负债1.42亿元，较年初下降0.85%，变化不大。

截至2019年末，公司全部债务58.85亿元，较年初增长8.11%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占45.86%，长期债务占54.14%，债务结构较为均衡。短期债务26.99亿元，较年初下降7.93%，主要系短期借款减少所致。长期债务31.86亿元，较年初增长26.82%，主要系长期借款大幅增加所致。截至2019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69.10%、51.44%和36.45%，较年初分别上升1.57个百分点、1.04个百分点和4.53个百分点。公司债务负担小幅加重。

截至2020年3月末，公司负债总额127.67亿元，较年初增长2.75%，较年初变化不大。其中，流动负债占81.55%，非流动负债占18.45%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2020年3月末，公司全部债务61.14亿元，较年初增长3.89%。其中，短期债务29.90亿元（占48.91%），较年初增长10.78%。长期债务31.24亿元（占51.09%），较年初下降1.95%，变化不大。截至2020年3月末，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69.92%、52.95%和36.51%，较年初分别上升0.81个百分点、1.51个百分点和0.06个百分点。

（2）所有者权益

截至2019年末，公司所有者权益略有增长，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2019年末，公司所有者权益合计为55.56亿元，较年初增长3.68%。其中，归属于母公司所有者权益占比为58.25%，少数股东权益占比为41.75%。归属于母公司所有者权益为32.36亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占15.29%、21.88%、1.83%和66.99%。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。

截至2020年3月末，公司所有者权益合计54.33亿元，较年初下降2.21%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为54.59%，少数股东权益占比为45.41%。归属于母公司所有者权益为29.66亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占16.69%、23.88%、2.00%和71.46%。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。

4. 盈利能力

2019年，受到发制品行业及房地产行业的影响，公司收入和盈利规模有所下降，期间费用对利润存在一定侵蚀，整体盈利能力小幅下降。

2019年，公司实现营业收入41.79亿元，较上年下降13.77%，主要系土地开发收入下降所致；营业成本为30.94亿元，较上年下降10.19%；受以上因素综合影响，公司实现净利润4.31亿元，较上年下降16.36%。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为7.15亿元，较上年下降1.14%，变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为38.70%、24.81%、5.44%和31.05%，以销售费用和财务费用为主。其中，销售费用为2.77亿元，较上年下降7.53%，主要系业务规模下降所致；管理费用为1.77亿元，较上年增长6.32%；研发费用为0.39亿元，较上年下降3.84%；财务费用为2.22亿元，较上年增长2.45%，变化不大。2019年，公司费用收入比为17.12%，较上年上升2.19个百分点，公司费用控制能力有所下降。

2019年，公司实现投资收益0.56亿元，较上年增长64.51%，主要系对外投资分红收入增加所致；投资收益占营业利润的比重为14.26%，对营业利润影响不大。2019年，公司实现营业外收入

1.93 亿元,较上年增长 215.89%,主要系政府补助增加所致。营业外收入占利润总额的比重为 36.00%,对利润影响较大。2019 年,公司实现营业外支出 0.47 亿元,营业外支出占利润总额的比重为 8.76%,对利润影响不大。

从盈利指标看,2019 年,公司营业利润率为 24.58%,较上年下降 2.66 个百分点;公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.88%、4.40%和 7.90%,较上年分别下降 0.84 个百分点、1.19 个百分点和 2.11 个百分点。公司盈利能力小幅下降。

2020 年 1-3 月,公司实现营业收入 4.48 亿元,同比下降 27.92%;实现净利润亏损 0.24 亿元。

5. 现金流

2019 年,受销售回款减少影响,公司经营活动现金净流入规模大幅下降,收入实现质量仍较高;投资活动现金流仍为净流出状态,筹资活动现金净流出额大幅减少。

从经营活动来看,2019 年,公司经营活动现金流入 59.87 亿元,较上年下降 23.05%,主要系公司销售回款减少所致;经营活动现金流出 52.89 亿元,较上年下降 19.01%,主要系公司采购等成本支出减少所致。受以上因素综合影响,2019 年,公司经营活动现金净流入 6.98 亿元,较上年下降 44.16%。2019 年,公司现金收入比为 110.01%,较上年下降 24.91 个百分点,收入实现质量仍较高。

从投资活动来看,2019 年,公司投资活动现金流入 0.85 亿元,较上年下降 24.73%,主要系子公司上海祥瑞投资管理有限公司投资流入减少所致;投资活动现金流出 3.51 亿元,较上年增长 8.25%,主要系公司购置资产投入增加所致。受以上因素综合影响,2019 年,公司投资活动现金净流出 2.66 亿元,净流出规模较上年增长 25.93%。

从筹资活动来看,2019 年,公司筹资活动现金流入 32.21 亿元,较上年增长 78.92%,主要系长期借款增加所致;筹资活动现金流出 35.26 亿元,较上年增长 21.71%,主要系公司偿还债务所致。受以上因素综合影响,2019 年,公司筹资活动现金净流出 3.05 亿元,较上年下降 72.21%。

2020 年 1-3 月,公司经营活动产生的现金流量净额为 -0.57 亿元;投资活动产生的现金流量净额为 -0.49 亿元;筹资活动产生的现金流量净额为 1.44 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司短期偿债指标有所改善,长期偿债能力指标变化不大,同时考虑到公司在发制品行业的地位突出,经营规模较大,过往债务履约情况良好,公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看,截至 2019 年末,公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.16 倍和 0.38 倍分别上升至 1.21 倍和 0.41 倍,流动资产对流动负债的保障程度有所提高。截至 2019 年末,公司现金短期债务比由年初的 0.61 倍上升至 0.72 倍,现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。

从长期偿债能力指标看,2019 年,公司 EBITDA 为 9.58 亿元,较上年下降 10.95%。从构成看,公司 EBITDA 主要由折旧(占 16.88%)、计入财务费用的利息支出(占 23.27%)和利润总额(占 55.86%)构成。2019 年,公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.83 倍下降至 2.81 倍,EBITDA 对利息的覆盖程度较高;公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.20 倍下降至 0.16 倍,EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2020 年 3 月末,公司对外担保余额为 3.94 亿元,担保比例为 7.25%,担保比例一般,公司存在一定代偿风险。

截至 2020 年 3 月末,公司获得 52.49 亿元银行授信,未使用额度为 11.93 亿元,公司间接融资渠道较畅通;公司下属子公司瑞贝卡为 A 股上市公司,具有直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼及仲裁。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：9141110230000000170），截至 2020 年 6 月 20 日，公司未结清的贷款中不存在关注类及不良类贷款。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产主要为长期股权投资，货币资金较少；债务水平高，权益结构稳定性强。2019 年，公司本部无营业收入，盈利能力弱，经营活动现金流呈净流出状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额 29.59 亿元，较年初下降 4.06%。其中，流动资产 9.43 亿元（占 31.86%），非流动资产 20.16 亿元（占 68.14%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 63.81%）和其他应收款（占 36.19%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 94.33%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 6.01 亿元。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 10.84 亿元，较年初下降 1.36%，所有者权益稳定性强。其中，实收资本为 4.95 亿元（占 45.67%）、资本公积合计 7.58 亿元（占 69.91%）、未分配利润合计为 -2.28 亿元以及盈余公积合计 0.59 亿元（占 5.47%）。

截至 2019 年末，公司本部负债总额 18.75 亿元，较年初下降 5.55%。其中，流动负债 6.77 亿元（占 36.10%），非流动负债 11.98 亿元（占 63.90%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 32.51%）和其他应付款（占 67.49%），非流动负债主要由长期借款（占 23.45%）和应付债券（占 76.55%，为“17 瑞控 01”与“17 瑞控 03”）构成。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 63.37%，较年初下降 1.00 个百分点。

2019 年，公司本部无营业收入，实现营业外收入 0.87 亿元，净利润为 0.37 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 1.50 亿元和 1.67 亿元，经营活动产生的现金流量净额 -0.17 亿元；投资活动产生的现金流量净额 1.46 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 -1.82 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 19.80 亿元，为“17 瑞控 03”待偿本金（7.20 亿元）的 2.75 倍，公司现金类资产对“17 瑞控 03”的覆盖程度高；公司净资产为 54.33 亿元，为“17 瑞控 03”待偿本金（7.20 亿元）的 7.55 倍，公司净资产对“17 瑞控 03”待偿本金按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 9.58 亿元，为“17 瑞控 03”待偿本金（7.20 亿元）的 1.33 倍，公司 EBITDA 对“17 瑞控 03”待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 59.87 亿元，为“17 瑞控 03”待偿本金（7.20 亿元）的 8.32 倍，公司经营活动产生的现金流入对“17 瑞控 03”待偿本金的覆盖程度高。

综上分析，联合评级认为，公司对“17 瑞控 03”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，瑞贝卡控股发制品业务产销情况比较稳定；房地产业务新开工面积有所增长，整体去化情况良好；水务板块经营情况稳定。同时，联合评级也关注到公司发制品业务受贸易摩擦影响

较大、土地开发业务收入及毛利率有所下降且对资金存在占用、房地产业务区域集中度较高且在建项目尚需投资规模较大以及公司债务负担较重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 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	153.29	165.05	179.81	182.61
所有者权益 (亿元)	49.43	53.58	55.56	54.33
短期债务 (亿元)	20.06	29.32	26.99	29.90
长期债务 (亿元)	42.52	25.12	31.86	31.24
全部债务 (亿元)	62.58	54.44	58.85	61.14
营业收入 (亿元)	48.58	48.46	41.79	4.48
净利润 (亿元)	7.51	5.15	4.31	-0.24
EBITDA (亿元)	13.17	10.76	9.58	--
经营性净现金流 (亿元)	14.61	12.50	6.98	-0.57
应收账款周转次数 (次)	13.56	14.71	15.58	--
存货周转次数 (次)	0.56	0.50	0.40	--
总资产周转次数 (次)	0.34	0.30	0.24	0.02
现金收入比率 (%)	132.50	134.92	110.01	177.22
总资本收益率 (%)	8.92	6.72	5.88	--
总资产报酬率 (%)	8.03	5.58	4.40	--
净资产收益率 (%)	16.54	10.01	7.90	-0.44
营业利润率 (%)	30.45	27.25	24.58	23.23
费用收入比 (%)	16.39	14.09	17.12	30.42
资产负债率 (%)	67.75	67.54	69.10	69.92
全部债务资本化比率 (%)	55.87	50.40	51.44	52.95
长期债务资本化比率 (%)	46.24	31.92	36.45	36.51
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.49	2.83	2.81	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.21	0.20	0.16	--
流动比率 (倍)	1.40	1.16	1.21	1.19
速动比率 (倍)	0.49	0.38	0.41	0.41
现金短期债务比 (倍)	0.94	0.61	0.72	0.66
经营现金流流动负债比率 (%)	20.71	13.29	7.02	-0.55
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.83	1.49	1.33	--

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, 长期应付款中带息部分计入长期债务; 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-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用)/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。