跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1076 号

兴源轮胎集团有限公司：

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：

兴源轮胎集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

兴源轮胎集团有限公司公开发行的“17 兴源 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十七日

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

兴源轮胎集团有限公司
公司债券 2017 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 兴源 01	2 亿元	2+2	AA	AA	2017 年 3 月 3 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	102.59	107.07
所有者权益（亿元）	56.20	62.41
长期债务（亿元）	1.18	0.00
全部债务（亿元）	41.99	39.90
营业收入（亿元）	107.92	111.55
净利润（亿元）	8.02	8.46
EBITDA（亿元）	17.39	19.05
经营性净现金流（亿元）	16.60	9.23
营业利润率（%）	14.42	13.70
净资产收益率（%）	15.37	14.27
资产负债率（%）	45.22	41.71
全部债务资本化比率（%）	42.76	39.00
流动比率（倍）	1.34	1.57
EBITDA 全部债务比（倍）	0.41	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	6.16	7.16
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.69	9.53

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、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

2016 年，兴源轮胎集团有限公司（以下简称“公司”或“兴源集团”）主要产品全钢载重子午胎产销情况良好，公司营业收入规模稳定增长、经营现金流状况较佳、获现能力较强、债务负担适中。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到贸易摩擦对轮胎行业影响较大、公司所有者权益稳定性较弱、债务结构有待优化和对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将加快轮胎产品转型升级，提升产品附加值和技术含量，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 兴源 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2016 年，随着下游汽车行业的回暖，公司主要产品全钢子午胎产销情况良好。

2．公司营业收入规模稳定增长、经营现金流状况较佳、获现能力较强。

3．2016 年，公司资产负债率以及总债务规模均有所下降，整体债务负担有所下降。

关注

1．中国作为世界第一大轮胎生产和出口国，“双反”等贸易摩擦对中国轮胎行业发展影响较大。

2．公司有息债务全部为短期债务，债务结构有待优化；公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

3．2016 年，营业外收入对利润总额的贡献较大；公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

分析师

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

孙林林
电话：010-85172818
邮箱：sunll@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

兴源轮胎集团有限公司（以下简称“公司”或“兴源集团”）成立于 2003 年 1 月，原名东营市兴源橡胶有限公司，由宋文广、宋永孝、王法堂、宋文松和宋文波等 20 个自然人股东共同发起设立，初始注册资本 12,000 万元，2003 年 11 月更名为现用名。2016 年 6 月 27 日，王法庆将股权转让给宋文广，截至 2016 年底，宋文广出资 11,400.00 万元，股权占比 95.00%；宋学孔出资 600.00 万元，股权占比 5.00%。自然人宋文广为公司实际控制人。公司股东之间均为多年合作伙伴关系，无其他关联关系。

表 1　截至 2016 年底公司股权结构情况表（单位：万元、%）

股东名称	出资金额	股权占比	出资形式
宋文广	11,400.00	95.00	货币出资
宋学孔	600.00	5.00	货币出资
合计	**12,000.00**	**100.00**	**--**

资料来源：公司提供

公司属制造行业，主要从事全钢载重子午线轮胎生产销售。公司下设供应部、财务部、销售部、设备动力部、硫化车间、成型车间、密炼车间、技术研发部、质量管理部、行政部、企划部等 11 个内部职能部门。截至 2016 年底，公司拥有 6 家一级子公司，拥有在职员工 4,800 名。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 107.07 亿元，负债合计 44.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 58.46 亿元。2016 年，公司实现营业收入 111.55 亿元，净利润（含少数股东损益）8.46 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 8.37 亿元；经营活动现金流量净额为 9.23 亿元，现金及现金等价物净增加额为 4.20 亿元。

公司注册地址：山东省东营市广饶县西水工业区；法定代表人：宋文广。

二、债券发行情况及募集资金使用

2016 年 11 月，经中国证监会证监许可[2016]2855 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 20 亿元（含）的公司债券。

公司于 2017 年 3 月 23 日发行兴源轮胎集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期），债券简称“17 兴源 01”；债券代码“143028.SH”。债券发行规模 2 亿元，扣除费用后，募集资金净额人民币 1.98 亿元，为 4 年期债券，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行利率 6.37%。本次债券于 2017 年 4 月 5 日在上海证券交易所上市交易，本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至 2017 年 4 月 29 日，公司募集资金中 8,000 万元用于偿还银行贷款，其中，因募集资金到账前，农业银行 6,300 万元贷款已到期，公司通过自筹资金偿还了上述贷款。根据募集说明书规定，如公司无法直接以本期债券募集资金于金融机构贷款到期日进行偿还，可以通过自筹资金方式偿还上述金融机构贷款，待本期债券募集资金到位后予以替换。剩余募集资金已用于补充流动资金，购买原材料。截至 2017 年 4 月 29 日，募集资金专项账户余额人民币 125.05 元，募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，募集资金专项账户运作正常。

截至 2017 年 5 月 19 日，尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．行业概况

轮胎产业是汽车产业的主要配套产业之一，属于资本密集、技术密集和劳动密集型产业。轮胎的种类繁多，应用领域非常广泛，按用途可分为轿车轮胎、客车轮胎、载重轮胎、农业轮胎、工程轮胎、特种车辆轮胎、航空轮胎、摩托车轮胎和自行车轮胎等；按帘线材料可分为全钢丝轮胎、半钢丝轮胎、纤维轮胎等；按胎体帘线的排列方式可分为斜交轮胎与子午线轮胎。传统的斜交胎多用于农用车和部分载重车，全钢载重子午胎多用于重型卡车，而半钢子午胎多用于轿车和轻型卡车。子午线轮胎由于具有耐磨、高速、舒适、节油、安全等特点而受到广泛重视，是衡量一个国家轮胎工业技术现代化水平的标准，是轮胎工业发展的主流方向。

从产量上看，近年来轮胎出口市场持续受到美国等国家贸易保护的影响，同时中国汽车新增销量增速逐渐趋稳，导致轮胎销量增速持续低迷，2015 年甚至出现大幅的负增长，与此同时国内轮胎厂商纷纷开始布局海外工厂的建设，以最大程度减少贸易保护的影响，2016 年，出口市场得以逐步恢复，同时国内汽车保有量始终维持 10%以上的增长，带动轮胎行业销量开始逐步复苏。

图 1　2007~2016 年 11 月国内轮胎产量（单位：亿条）



资料来源：中国橡胶工业协会

中国是世界轮胎生产和出口第一大国，而美国又是中国轮胎出口的第一大客户，从 2015 年开始美国再次发起对中国轮胎企业的“双反”调查，2015 年 6 月对中国轮胎进口“双反”调查终裁结果落定，对中国进口乘用车、轻卡轮胎的限制性税收正式开始征收，国产轮胎出口大幅下滑，导致轮胎企业投资趋于谨慎，一定程度上压制了轮胎企业对轮胎生产装备的采购。从 2016 年下半年开始，轮胎出口数据好转，部分国内轮胎企业赶在 2017 年 1 月针对中国客车、卡车发起的“反补贴”调查终裁日之前加大全钢胎出口规模；另一方面，国内轮胎企业积极开拓非“双反”国家市场也有利于扩大我国轮胎出口规模。

图 2　2003~2016 年 11 月国内轮胎出口情况（单位：亿条）



资料来源：中国橡胶工业协会

总体看，2016 年轮胎生产和出口结束了 2015 年的下行趋势，市场明显复苏。

2、行业上下游

轮胎行业的上游主要原材料是橡胶，下游和汽车行业息息相关。

橡胶主要包括天然橡胶和合成橡胶。其中天然橡胶在轮胎弹性、抗冲压、抗撕裂、耐磨等方面的性能更加突出，而合成橡胶生产不受地域限制、短期内可大规模生产，耐酸碱、高低温下物理性质的稳定性等方面优于天然橡胶，两者具备一定的替代性，可根据产品价格和轮胎特性调整配比，但目前尚未实现大规模替代。

从天然橡胶价格看，2016 年天然橡胶价格迎来一波大涨，截至 2016 年底，天然橡胶期货结算价格达到 18,170 元/吨，较年初大幅增长 77.27%，由于中国天然橡胶自给率严重不足，80%的天然橡胶需要进口，对于进口依存度较大的产品，人民币贬值是天然橡胶期货价格大幅上涨的最主要原因，此外，主要天然橡胶生产国因气候原因产量下降也对天然橡胶期货价格产生了影响。

轮胎行业的下游客户主要为汽车行业，汽车产量决定汽车轮胎配套市场的容量，汽车保有量则决定汽车轮胎替换市场的容量。其中半钢子午胎主要应用于轿车以及部分轻型卡车，全钢子午胎主要应用于卡车、客车、工程车和公交车等。

汽车产销量方面，2016 年，受购置税优惠政策等促进因素影响，中国汽车月度销量除 2 月份以外，其余月份均明显高于上年同期，销量累计增长率呈“直线上升”走势，总体呈现产销两旺的发展态势。2016 年中国汽车产销分别完成 2,811.9 万辆和 2,802.8 万辆，比上年同期分别增长 14.5%和 13.7%，高于上年同期 11.2 和 9.0 个百分点。

总体看，2016 年轮胎行业上游的天然橡胶价格明显上涨，下游汽车行业产销两旺。

3．行业政策

2016 年 1 月，美国帝坦轮胎公司（Titan Tire Corporation）和美国钢铁工人联合会（USW）联合向美国商务部和美国国际贸易委员会提交起诉书，要求对来自中国等国家的非公路用轮胎启动反倾销和反补贴调查。2016 年 2 月，美国商务部宣布对进口自中国的卡车和客车轮胎发起“双反”调查。2016 年 6 月，美国商务部宣布对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎做出“反补贴”调查肯

定性初裁。2016 年 10 月，美国商务部发布了对华卡客车轮胎反倾销初裁税率修正结果，实际反倾销保证金率最终为 29.95%。2017 年 2 月 22 日，美国国际贸易委员会（ITC）宣布对中国卡车和客车轮胎的反倾销和反补贴税调查案做出否定裁定，这意味着美国不会对从中国进口的卡车、客车轮胎实施任何关税。

2016 年 6 月，中国橡胶工业协会公开发布《轮胎分级标准》、《轮胎标签管理规定》和中国橡胶工业协会轮胎标签式样，中国轮胎分级正式进入自愿实施阶段。中国轮胎标签的技术指标在项目上和欧盟现行内容保持一致，即包括轮胎滚动阻力、噪声和湿滑性能，其中噪声性能推迟实施，这有利于推动中国绿色轮胎产业化，适应国内外消费者选购的需求。

总体看，轮胎制造行业受汽车行业影响较大，国家鼓励轮胎企业和汽车企业实现优化升级，中国在卡车和客车“双反”裁定中胜诉有利于轮胎企业恢复出口规模，轮胎制造行业经营情况也有望好转。

4．行业关注

（1）贸易壁垒对轮胎行业出口及整体发展影响较大

轮胎企业面对贸易壁垒的情况增多。2014 年 6 月 30 日，在美国钢铁工人联合会(USW)申请下，美国对华乘用车及轻卡轮胎发起反倾销和反补贴调查；2015 年 11 月，欧亚经济委员会发布对中国载重汽车轮胎反倾销终裁公告，决定对进口自中国的载重汽车轮胎产品征收反倾销税。这些贸易壁垒将严重损害中国轮胎制造业的利益。

（2）行业竞争激烈，产品附加值低

国内轮胎企业数量较多，行业集中度偏低，多数轮胎企业产品趋于同质化，研发薄弱，产品档次不高，技术含量和附加值较低，竞争力明显不足，产品主要集中在中低端市场销售，高端市场则被国外品牌所主导。中国轮胎市场上的“拼价格”现象十分严重，在一定程度上影响了轮胎行业的利润水平。

（3）成本波动风险

轮胎生产主要原材料包括天然橡胶及钢材等，天然橡胶因其资源约束性，主要产地集中在东南亚和非洲部分地区，我国天然橡胶主要依赖进口，价格受到国际原油价格、宏观经济环境、产量及下游需求量等因素影响，呈现一定的波动。近年来，钢材价格同样受经济形势和下游关联行业需求影响波动幅度较大，钢材和天然橡胶等原材料价格波动对公司生产成本影响较大，进而可能对公司轮胎产品盈利能力造成一定的影响。

5．行业发展

轮胎产品发展方面，绿色轮胎发展迅速，绿色轮胎的整体要求包括三方面：一是原材料绿色化，即原材料无毒无害、符合欧盟 REACH[1]标准；二是生产过程绿色化，实现低能耗、低噪音、低粉尘、低烟气生产；三是产品绿色化，满足节油、安全、高耐磨、可翻新等要求。这其中，高性能的原材料对绿色轮胎意义重大，在多个国家和地区先后实施轮胎标签法以及中国节能减排目标提高后，轮胎高性能化将成必然趋势。

重型卡车需求方面，根据中国卡车网的预测，由于早期基础建设投资计划的拉动，重卡市场需要 5~8 年消化，因此“十三五”初期，重卡需求基本将保持在年度 55 万辆水平。2017 年下半年或者 2018 年，重卡需求将有望恢复，平均需求预计在 63 万辆，同时将带来全钢载重轮胎需求

[1] REACH 即 REGULATION concerning the Registration,Evalutation,Authorization and Restriction of Chemicals，是欧盟于 2007 年起实施的化学品监管体系《化学品的注册、评估、授权和限制》。

量的增长。

整体看，未来发展绿色、节能、高性能产品将成为行业发展的主要方向。全钢载重轮胎需求在基础建设投资的拉动下，预计将有所增长。

四、管理分析

截至 2017 年 5 月底，公司管理层无变动，相关管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2016 年公司实现营业收入 111.55 亿元，较 2015 年增长 3.37%。实现净利润 8.46 亿元，较 2015 年增长 5.51%。从收入构成上看，2016 年公司收入仍然主要由全钢子午胎、产品贸易和斜交工程胎业务构成，分别实现收入 90.08 亿元、11.45 亿元和 4.94 亿元，占比分别为 80.75%、10.26%和 4.43%，均较 2015 年变化不大。

表 2　公司 2015~2016 年营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
全钢子午胎	88.06	81.60	14.04	90.08	80.75	14.12
产品贸易	11.99	11.11	17.56	11.45	10.26	14.32
斜交工程胎	5.86	5.43	17.93	4.94	4.43	12.44
其他	2.01	1.87	16.50	5.08	4.55	12.99
合计	**107.92**	**100.00**	**14.68**	**111.55**	**100.00**	**14.01**

数据来源：公司提供

从毛利水平看，2016年公司综合毛利率为14.01%，较2015年略有下降。从分板块毛利率情况来看，公司主要业务全钢子午胎毛利率较2015年略有上升；产品贸易毛利率较2015年有所下降，系正常波动；公司斜交工程胎毛利率出现下滑，主要原因是原材料价格上涨所致。

总体看，2016 年，公司收入规模和业务结构较 2015 年变化不大；主要产品全钢子午胎毛利率较 2015 年变化不大，其余业务板块毛利率有所下降，公司整体毛利率较稳定。

2．轮胎板块

公司轮胎业务板块的运营主体为公司本部，产品主要为全钢载重子午线轮胎，另根据市场需求生产斜交工程胎产品。

（1）原材料采购

轮胎板块原材料主要由天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑、氧化锌及其他化学助剂组成，原材料成本占生产总成本的80%左右，其他成本包括水、电、蒸汽等能耗及人工成本等，占比相对较小。其中天然橡胶和合成橡胶占生产总成本的53.39%、炭黑和钢帘线占24.26%，其他辅料占9.60%。公司根据生产计划每月编制采购计划，并根据采购计划集中采购，统一招标。

从主要原材料情况来看，天然橡胶、钢帘线和炭黑采购量较上年略有下降，合成橡胶采购量有所增长；从采购价格看，除钢帘线外的原材料采购价格均有所增长。

表 3　2015~2016 年公司主要轮胎原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

主要原材料	采购量		采购价格	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
天然橡胶	205,660	192,500	13,500	14,800
合成橡胶	64,839	66,842	12,500	13,600
钢帘线	95,253	92,541	11,500	11,500
炭黑	110,137	107,256	6,200	6,500

资料来源：公司提供

公司橡胶类产品主要供应商主要为国内外进口贸易代理商，包括AWESOME INTERNATIONAL LIMITED、青岛尤尼科贸易有限公司、金马士有限公司等；钢帘线供应商主要包括山东兴达钢帘线有限公司、兴达国际（上海）特种帘线有限公司等国内企业；炭黑供应商主要包括卡博特（中国）投资有限公司、江西黑猫炭黑股份有限公司等国内企业。2016年，公司全钢子午胎和斜交工程胎前五大原材料供应商采购额分别占各产品类别总采购额的44.27%和55.11%，采购集中度较高。

总体看，2016年公司原材料采购量较上年略有下降，采购均价有所上升，不利于公司生产成本控制。

（2）产品生产

公司主要生产基地位于公司本部厂区内，拥有全钢子午胎生产线2条，斜交工程胎生产线2条。2016年，公司全钢子午胎和斜交工程胎产能未发生变化。

从产量上看，2016年，公司主要产品全钢子午胎产量为553万条，产量利用率为95.34%，与上年基本持平；斜交工程胎方面，由于生产斜交胎的山东省广饶县兴源橡胶有限公司已经于2016年第二季度注销，2016年度斜交胎的产能只截止到第二季度，故斜交工程胎产能和产量均明显下降，但产能利用率有所提高。

公司生产斜交胎的山东省广饶县兴源橡胶有限公司已于2016年第二季度注销，主要原因是斜交工程胎技术已相对过时，同时也不属于国家大力支持的产业，出于上述因素考虑，公司对该板块业务进行了剥离。

表 4　2015~2016 年公司主要轮胎产品生产情况

产品名称	项目	2015 年	2016 年
全钢子午胎	产能（万条）	580	580
	产量（万条）	556	553
	产能利用率（%）	95.86	95.34
斜交工程胎	产能（万条）	10	10
	产量（万条）	6.48	4.44
	产能利用率（%）	63.00	88.80

资料来源：公司提供
注：2016 年度斜交胎的产能和产能利用率已年化，产量以实际情况为准。

总体看，2016年，公司主要产品全钢子午胎生产情况保持稳定，斜交工程胎业务在2016年二季度剥离使其产量明显下降。

（3）产品销售

公司轮胎产品销售渠道分为国内市场和国外市场。2016年国内销售额占比81.64%左右，采用直销和经销相结合模式，主要面向维修市场和配套市场；国外市场销售额占比为18.76%左右，采

用经销模式，主要销售给代理批发商。

产品定价方面，公司主要采取成本加成并参考市场价格的方式进行定价，具体为以轮胎生产原材料成本以及人工、财务和销售费用等测算各型号轮胎的成本价，再参考产能释放情况、库存水平以及市场价格等因素确定利润率，最终确定产品价格。

公司对国内客户的销售结算方式以电汇为主，电汇结算约占60%左右，其余以银行承兑汇票结算，小规模客户一般采取先款后货的方式，规模较大、信用良好的客户一般会给予1~2个月账期，配套市场客户账期一般较长，在3个月以内。对国外客户的销售结算方式同样以电汇为主，结算货币均为美元，通常实行款到发货，无账期，但对于信用良好、合作时间较长的客户会在一定额度内给予2~3个月账期。

从2016年销售情况来看，公司主要产品全钢子午胎销售情况较好，销量和销售均价均较上年略有上升；由于生产斜交胎的山东省广饶县兴源橡胶有限公司于2016年二季度注销，公司斜交子午胎销售量呈下降态势；销售均价明显提升，主要系下游市场回暖所致。

表 5　2015~2016 年公司主要轮胎产品销售情况

产品名称	项目	2015 年度	2016 年
全钢子午胎	销量（万条）	550	563
	产销率（%）	98.92	100.00
	销售均价（元/条）	1,600	1,620
斜交工程胎	销量（万条）	6.30	4.50
	产销率（%）	97.22	100.00
	销售均价（元/条）	9,300	11,000

资料来源：公司提供

总体看，2016年，公司全钢子午胎销售情况较好；公司在2016年上半年剥离了斜交工程胎业务，未来其将不再产生收入。

3．产品贸易

公司产品贸易板块主要由子公司山东兴源国际贸易有限公司（以下简称“兴源国贸”）运营，主要为轮胎及相关原材料的进出口业务。

公司产品贸易运营模式为从周边轮胎生产企业采购全钢子午胎等产品后进行出口。公司所处广饶县为我国最大的橡胶轮胎生产和出口基地、全国最大的摩擦材料研发制造基地，公司产品贸易上游供应较为充足和稳定，且具备一定的成本优势。公司产品贸易主要供应商包括山东兴达轮胎有限公司（以下简称“山东兴达”）、山东永泰集团有限公司和山东金宇轮胎有限公司等，2016 年前五大供应商采购额合计 7.32 亿元，在产品贸易营业成本中占比 74.63%，集中度较高，其中山东兴达采购额占比 61.23%，主要因 2014 年以来，山东兴达由于其知名度及企业实力相较公司有较大差距，为开拓市场，与公司开展业务合作，将部分全钢子午工程胎和巨型胎等轮胎出口业务转交兴源国贸所致，公司对单一供应商（山东兴达）依赖程度较高。

公司产品贸易销售全部为出口，主要出口中东、非洲、欧洲、澳大利亚、东南亚、拉丁美洲等多个国家和地区，与公司自行生产的轮胎产品销售渠道及销售区域基本一致。公司与贸易下游客户结算方式一般为款到发货，基本无信用证结算，因此账期较短，能够有效规避汇率及发货风险。公司产品贸易主要客户包括 FULLRUN TYRE CO.,LTD、KORYO INTERNATIONAL INDUSTRIAL LTD 和 TECHKING TIRES LIMITED 等，2016 年前五大客户实现销售额 3.15 亿元，

占产品贸易营业收入的 27.53%，下游集中度一般。

总体看，公司产品贸易上游供应充足稳定，具备一定的成本优势，上游采购集中度较高，对单一供应商依赖性较强。

4．经营关注

（1）原材料价格受宏观经济环境及市场供需等因素影响有所波动

公司轮胎生产原材料主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑等，其价格受宏观经济环境及国内外市场需求的影响较为明显，尤其是天然橡胶和合成橡胶价格变动较为频繁，且易受到产量、国际原油价格、国际经济环境、下游需求等较多方面因素影响。虽然公司通过联合区域内其他企业统一采购、与供应商建立战略合作关系等方式争取较为优惠的原材料价格，但如果原材料价格在短期内发生剧烈变化，将会对公司轮胎产品的定价、成本控制及盈利能力等造成一定程度的影响。

（2）国际贸易存在一定的汇率风险

公司轮胎产品销售额中有近20%左右为出口至国外市场，此外，公司贸易板块全部为出口贸易，出口地区包括中东、非洲、欧洲、澳大利亚、东南亚、拉丁美洲、新加坡、香港、澳门等。虽然公司出口结算以电汇为主，账期较短，但仍存在一定规模的美元、欧元的应收账款与应付账款，国际金融市场动荡造成的汇率波动可能导致公司面临一定的汇兑损失风险。

5．未来发展

公司未来业务发展仍将以轮胎生产和销售为重心。考虑到轮胎行业的整体形势，以及公司目前已形成了一定的生产规模，公司在未来一段时间内将维持现有生产规模，尚无大规模扩产计划及重大投资计划，未来发展重心将由“量”转为“质”。

在未来的发展中，公司将致力于不断提高自主创新能力，提升产品的档次、技术含量和产品附加值，建成具有综合国际竞争力的一流现代化子午线轮胎生产企业。同时，公司将根据欧盟 REACH 环保标准和中国橡胶工业协会《绿色轮胎技术规范》等行业规范，逐步采用环保、无毒无害的高品质原材料，全面提升轮胎的低滚动阻力、低燃油消耗、操纵稳定性、制动距离、耐磨性、可多次翻新等特性，致力于打造绿色轮胎。销售网络拓展方面，针对国内市场公司将采取细化市场的方法，进一步优化市场分配，加大新市场开发力度，解决以往淡旺季的制约因素；针对国际市场，公司将改变销售策略，逐步开发自己的国外终端客户，摆脱中间商的束缚，依照产品质量优势逐步抢占国际市场。

整体看，公司将坚持稳健的发展思路，仍将以轮胎为主业，未来将加快产品的转型升级，提高产品质量及技术含量，并向绿色轮胎方向发展，进一步提高公司产品的综合竞争力以保证公司的持续稳健发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016 年财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司执行最新的企业财务会计准则。在合并范围变化方面，2016 年，公司合并范围新增子公司 1 家，减少 2 家。公司合并范围变化较小，财务报表可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 107.07 亿元，负债合计 44.66 亿元，所有者权益（含少数

股东权益）62.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 58.46 亿元。2016 年，公司实现营业收入 111.55 亿元，净利润（含少数股东损益）8.46 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 8.37 亿元；经营活动现金流量净额为 9.23 亿元，现金及现金等价物净增加额为 4.20 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 107.07 亿元，较年初增长 4.37%，主要系公司流动资产增长所致；其中，流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 65.50%和 34.50%，流动资产占比较年初上升 6.23 个百分点，公司资产以流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 70.13 亿元，较年初增长 15.34%，主要系货币资金、应收票据和存货等增长所致；公司流动资产主要以货币资金（占 39.33%）、应收账款（占 13.40%）、应收票据（占 20.13%）、存货（占 18.19%）和预付款项（占 6.59%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 27.58 亿元，较年初增长 17.94%，主要系公司取得借款收到的现金增长所致，公司货币资金主要包括银行存款 17.98 亿元和其他货币资金 9.60 亿元。公司货币资金中受限资金为 9.60 亿元，全部为融资保证金，受限比例较高。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 9.39 亿元，较年初增长 6.62%。公司应收账款全部为账龄 1 年以内的应收账款。公司未计提坏账准备。截至 2016 年底，公司应收账款前五名余额 3.16 亿元，占应收账款余额的 33.69%，公司应收账款集中度尚可。

截至 2016 年底，公司应收票据为 14.12 亿元，较年初增长 27.03%，主要系客户使用票据结算情况较多所致。

截至 2016 年底，公司存货为 12.76 亿元，较年初增长 2.02%。公司存货主要包括原材料（占 54.08%）和库存商品（占 44.51%）等。由于公司原材料、库存商品等存货市场价值不低于成本，故未计提存货跌价准备。公司存货中的原材料主要系天然胶、钢帘线和炭黑等，市场价格变动较为频繁，可能存在一定跌价风险。

截至 2016 年底，公司预付款项 4.62 亿元，较年初大幅增长 42.14%，主要系年底备货原材料价格较往年正向波动较大，公司增加了预付款金额所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 36.94 亿元，较年初减少 11.60%，主要系长期应收款减少所致；公司非流动资产主要为固定资产（占 98.36%）。

截至 2016 年底，公司固定资产 36.33 亿元，较年初下降 6.79%。公司固定资产主要包括房屋及建筑物（占 31.60%）和机器设备（占 52.69%）等。公司固定资产成新率为 64.18%，成新率较低。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 21.89 亿元，包括货币资金 9.60 亿元和存货、机器设备等资产 12.29 亿元。公司受限资产占公司 2016 年底净资产的 35.07%，受限规模较大。

总体看，2016 年末，公司资产规模有所增长，以流动资产为主；流动资产中存货和应收账款占比较高，对资金形成一定的占用；非流动资产以固定资产为主，由于存在部分老旧设备未被替换造成固定资产成新率较低；公司资产受限比例较大，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债规模为 44.66 亿元，较年初下降 3.73%，公司负债全部为流动负债。公司流动负债主要由短期借款（占 48.82%）、应付票据（占 40.53%）和应付账款（占 7.91%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款合计 21.80 亿元，较年初下降 0.51%；公司短期借款主要为保证借款 18.45 亿元（占 84.63%）。

截至 2016 年底，公司应付票据 18.10 亿元，较年初下降 4.23%。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司应付账款 3.53 亿元，较年初大幅增长 76.21%，主要系 2016 年市场复苏后，公司进行年底提前备货为后续生产准备所致。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 39.90 亿元，较年初下降 4.97%，公司债务全部为短期债务，债务结构有待优化。从财务指标来看，公司资产负债率为 41.71%，较年初小幅下降 3.51 个百分点；全部债务资本化比率为 39.00%，较年初下降 3.76 个百分点。

公司于 2017 年 3 月发行“17 兴源 01”，发行规模为 2.00 亿元，对公司整体债务负担影响较小。

总体看，2016 年末，公司负债规模小幅下降，债务负担处于合理水平，以短期债务为主，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 62.41 亿元，较年初增长 11.05%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益 58.46 亿元，其中，股本占 2.05%、资本公积占 5.45%、盈余公积占 8.99%、未分配利润占 83.52%，未分配利润占比较大，权益稳定性较弱。

总体看，2016 年末，公司所有者权益有所增长，未分配利润所占比重较大，权益稳定性较弱。

4．盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 111.55 亿元，同比增长 3.37%；实现净利润 8.46 亿元，同比增长 5.51%。

期间费用方面，2016 年，公司期间费用合计 5.38 亿元，同比增长 7.20%；其中，销售费用为 1.81 亿元，同比增长 14.68%，主要系公司加强销售力度所致；管理费用为 1.41 亿元，同比增长 17.93%，主要系公司 2016 年新引入高水平技术团队导致管理费用增长所致；财务费用为 2.16 亿元，同比减少 3.78%。公司 2016 年费用收入比为 4.82%，较上年上升 0.17 个百分点，费用控制能力较强。

2016 年，公司营业外收入为 2.76 亿元，较上年的 302.34 万元大幅增长，主要系公司于 2016 年 2 月收购山东欧美雅化学有限公司 83.25%股权形成企业合并损益 2.73 亿元所致。公司营业外收入占公司利润总额的 22.01%，剔除营业外收入后，公司 2016 年利润总额为 9.77 亿元，较上年的 10.70 亿元下降 8.75%。

从盈利指标看，2016 年，公司营业利润率为 13.70%，较上年下降 0.72 个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率分别为 11.09%和 14.27%，分别较上年下降 1.02 个百分点和 1.10 个百分点，公司总资产报酬率为 14.48%，较上年上升 1.03 个百分点。

总体看，2016 年公司营业收入规模较有所增长，费用控制能力较强；公司营业外收入较上年大幅增长，但考虑到上述收入并不具备可持续性，公司实际盈利能力有所下降。

5．现金流

2016 年，公司经营活动现金流入 134.31 亿元，同比增长 6.25%；公司经营活动现金流出 125.08 亿元，同比增长 13.91%，主要系原材料价格上涨公司采购支出增长所致，公司经营活动现金流净额为 9.23 亿元。公司现金收入比为 119.04%，较 2015 年变化不大，收入实现质量较好。

2016 年，公司投资活动现金流入量为 1.27 亿元，同比下降 82.13%，主要系 2015 年公司购买的理财产品收回使当年基数较大所致；投资活动现金流出量为 7.55 亿元，同比下降 18.59%，主要系公司投资支付的现金下降所致；公司投资活动产生的现金流净流出 6.28 亿元。

筹资活动方面，公司 2016 年筹资活动现金流入量为 39.46 亿元，同比增长 18.38%，主要系公司借款收到的现金增长所致；筹资活动现金流出量为 38.19 亿元，同比下降 17.43%，公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务；公司筹资活动现金净流入 1.26 亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动现金流呈净流入状态，且规模较大，能覆盖公司的对外投资需求，同时考虑到公司短期债务规模较大，公司仍有一定外部融资需求。

6．偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的 1.34 倍和 1.07 倍上升为 1.57 倍和 1.28 倍；2016 年，公司现金短期债务比由上年的 0.85 倍上升为 1.04 倍，公司现金类资产对公司短期债务的保障能力较好，整体看公司短期偿债能力较强。

2016 年公司 EBITDA 为 19.05 亿元，同比增长 9.58%，主要系公司利润总额增长所致；其中，利润总额占 65.74%、计入财务费用的利息支出占 13.96%、折旧占 20.27%、摊销占 0.03%。2016 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.41 倍上升至 0.48 倍；EBITDA 利息保护倍数由上年的 6.16 倍上升至 7.16 倍。整体看，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力较强。

截至 2016 年底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2016 年底，公司对外担保金额余额合计 16.48 亿元，较 2015 年减少 2.35 亿元，占公司 2016 年底净资产的 26.39%。被担保企业中，除山东华帝集团有限公司（以下简称“山东华帝”）外，其余整体经营情况基本正常，代偿风险较小。山东华帝目前处于资产重组的状态，公司为其担保 3,000 万元，政府正在积极研究解决其相关风险解决方案。由于公司对外担保规模较大，公司存在一定或有负债风险。

截至 2016 年底，公司获得银行授信合计 60.71 亿元，尚未使用的授信额度为 29.96 亿元，公司间接融资渠道良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码 G10370523000041301），截至 2017 年 5 月 16 日，公司已结清和未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

总体看，公司债务全部为短期债务，整体偿债能力很强。

七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 41.70 亿元，约为“17 兴源 01”本金（2.00 亿元）的 20.85 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 62.41 亿元，约为债券本金（2.00 亿元）的 31.21 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 兴源 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 19.05 亿元，约为债券本金（2.00 亿元）的 9.53 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 134.31 亿元，约为债券本金（2.00 亿元）的 67.16 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很强。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内重要的轮胎生产商之一，具备较强竞争力，且公司产品市场认可度高，销量保持增长，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，公司对本次债券的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

2016 年，公司主要产品全钢载重子午胎产销情况良好，公司营业收入规模稳定增长、经营现金流状况较佳、获现能力较强、债务负担适中。同时，联合评级也关注到贸易摩擦对轮胎行业影响较大、公司所有者权益稳定性较弱、债务结构有待优化和对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将加快轮胎产品转型升级，提升产品附加值和技术含量，公司经营状况有望保持良好。

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

附件 1　兴源轮胎集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	102.59	107.07
所有者权益（亿元）	56.20	62.41
短期债务（亿元）	40.82	39.90
长期债务（亿元）	1.18	0.00
全部债务（亿元）	41.99	39.90
营业收入（亿元）	107.92	111.55
净利润（亿元）	8.02	8.46
EBITDA（亿元）	17.39	19.05
经营性净现金流（亿元）	16.60	9.23
应收账款周转次数（次）	13.07	12.24
存货周转次数（次）	7.93	7.60
总资产周转次数（次）	1.07	1.06
现金收入比率（%）	114.84	119.04
总资本收益率（%）	12.11	11.09
总资产报酬率（%）	13.45	14.48
净资产收益率（%）	15.37	14.27
营业利润率（%）	14.42	13.70
费用收入比（%）	4.65	4.82
资产负债率（%）	45.22	41.71
全部债务资本化比率（%）	42.76	39.00
长期债务资本化比率（%）	2.05	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	6.16	7.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.41	0.48
流动比率（倍）	1.34	1.57
速动比率（倍）	1.07	1.28
现金短期债务比（倍）	0.85	1.04
经营现金流动负债比率（%）	36.71	20.67
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.69	9.53

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、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	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本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+应付融资租赁款

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+其他流动负债

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。