

跟踪评级公告

联合[2013] 771 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持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,并维持其“13兴源轮胎CP001”信用等级为A-1。

特此公告。



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

兴源轮胎集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 兴源轮胎 CP001	6 亿元	2013/1/9 2014/1/9	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 28 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.05	19.11	23.25	28.38
资产总额(亿元)	54.39	64.97	74.62	82.97
所有者权益合计(亿元)	27.46	32.28	38.96	40.89
短期债务(亿元)	24.25	28.27	30.56	29.70
全部债务(亿元)	26.45	32.19	34.48	33.62
营业收入(亿元)	64.54	79.20	103.16	27.47
利润总额(亿元)	7.02	6.83	9.09	2.59
EBITDA(亿元)	10.44	9.61	13.64	--
经营性净现金流(亿元)	5.17	5.74	6.77	1.94
营业利润率(%)	15.74	14.11	12.95	13.74
净资产收益率(%)	20.76	15.85	17.51	--
资产负债率(%)	49.52	50.32	47.79	50.72
全部债务资本化比率(%)	49.06	49.93	46.95	45.12
流动比率(%)	117.31	123.01	130.13	128.41
全部债务/EBITDA(倍)	2.53	3.35	2.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.93	6.85	8.06	--
经营现金流/全部债务(%)	20.90	19.96	21.32	--

注: 公司 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

胡鑫

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 兴源轮胎集团有限公司(以下简称“公司”)产能扩大、产能利用率提高、营业收入实现快速增长, 盈利能力良好。同时, 联合资信也关注到国内轮胎行业产能过剩等因素给公司经营及盈利能力带来一定的不利影响。

公司全钢载重子午胎产能规模不断扩张, 新增产能逐步释放, 收入规模有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 兴源轮胎 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司全钢载重子午胎设计产能580万套, 在国内轮胎行业中单厂产能第一。
2. 跟踪期内, 随着产能的扩大, 公司收入规模快速增长, 盈利能力在行业内保持较好水平。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对“13兴源轮胎CP001”保障程度较好。

关注

1. 国内轮胎产能过剩, 集中于中低端产品, 竞争激烈。
2. 公司所有者权益中未分配利润占比大, 所有者权益稳定性较弱。
3. 公司对外担保比率高, 存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与兴源轮胎集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与兴源轮胎集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因兴源轮胎集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由兴源轮胎集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起到“13 兴源轮胎 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于兴源轮胎集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

兴源集团成立于 1994 年，于 2003 年 11 月 13 日更名为“兴源轮胎集团有限公司”（以下简称“兴源轮胎”或“公司”）。兴源轮胎于 2012 年 11 月 22 日召开股东会，同意公司发生股权变更，变更后，宋文广出资比例由 47% 变为 90%，王法庆、宋学孔出资比例为 5%，未有变化，宋永孝、王法堂、宋文松、孙秀东、任建兴等人不再持股。此次变更已于 2012 年 12 月 17 日在广饶县工商局变更备案。截至 2013 年 3 月底，公司注册资本为 12000 万元。

公司的经营范围包括：全钢载重子午线轮胎生产销售。

目前，公司下设供应部、财务部、销售部和硫化车间等 11 个部门。

截至 2012 年底，公司资产总额 74.62 亿元，所有者权益 38.96 亿元；2012 年，公司实现营业收入 103.16 亿元，利润总额 9.09 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额 82.97 亿元，所有者权益 40.89 亿元；2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.47 亿元，利润总额 2.59 亿元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速四季度温和回升态势显现。根据国家统计局数据，2012 年前三季度，中国实现国内生产总值 353480.0 亿元，同比增长 7.7%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.8%，三季度增长 7.7%，

但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年 1~12 月，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，其中 12 月单月同比增速达 10.3%，已连续四个月回升，回升幅度分别为 0.3、0.4、0.5 和 0.4 个百分点。2012 年 1~11 月规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现主营业务收入 823325 亿元，同比增长 10.8%，单月同比增速连续二个月回升，回升幅度分别为 0.1、0.5 个百分点。规模以上工业企业实现利润 46625 亿元，同比增长 3.0%，单月同比增速连续三个月回升，回升幅度分别为 1.3、2.3 和 2.5 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年 1~12 月，社会消费品零售总额为 20334 亿元，同比增长 15.2%，同比增速小幅回落 2.9 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年 1~11 月，固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落，CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影

响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年 1~11 月全国教育支出 16394 亿元，同比增长 32.9%；医疗卫生支出 6027 亿元，同比增长 19.7%；社会保障和就业支出 11089 亿元，同比增长 15.7%；住房保障支出 3688 亿元，同比增长 16.8%。2012 年 1~11 月，全国财政累计收入为 108903 亿元，累计支出为 104896 亿元，分别同比增长 11.9%和 17.9%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 11 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增

速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年 12 月 26 日，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.10%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型

工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业分析

1. 行业概况

跟踪期内，中国轮胎行业主要呈现以下几个特点：

行业增速放缓

2012 年全国轮胎产量 4.7 亿条，比上年增长 3%；其中子午线轮胎产量 4.14 亿条，比上年增长 4%；子午化率达 88%，比上年增加 1 个百分点。行业完成销售收入 2055.71 亿元，较上年微增 0.3%。轮胎出口交货量 1.27 亿条，比上年增长 0.7%；出口交货值 718.33 亿元，比上年增长 0.1%。

总体看，2012 年行业主要经济指标增长大幅放缓，产量、销售收入、出口创汇等指标均为个位数增长。

原材料价格下降，企业效益向好

跟踪期内，原材料价格下降，天然橡胶价格大多时间维持在 25000 元/吨以下，大幅度提高了轮胎企业的盈利水平。同时自 2013 年 1 月 1 日起，中国天然橡胶进口关税比 2012 年降低 800 元/吨，进一步提升轮胎企业的盈利预期。

2012 年，41 家轮胎企业总利润比上年增长 62.8%，亏损企业 3 家，亏损面 7.3%，达到近年的最好水平。

生产趋于理性，库存水平正常

跟踪期内，国内外需求不足促使轮胎企业更加趋于理性。43 家企业总库存为 151 亿元，比上年下降 6.8%，全行业库存占总销售收入的 8.4%，处于较合理水平。库存率最低的十家企业分别是：江苏飞驰、普利司通天津、天津振新、河北兴茂、兴源轮胎等企业库存在 5% 以下。

下游行业增速放缓

2012 年，受出口大幅增长，节能汽车推广，

新能源车辆车船税优惠政策等因素推动，中国汽车市场有所回暖；全年累计生产汽车 1927.18 万辆，同比增长 4.6%，销售汽车 1930.64 万辆，同比增长 4.3%，产销同比增长率较 2011 年分别提高了 3.8 和 1.8 个百分点，中国汽车产销总量继续居全球第一位，但增速仍不明显。

汽车行业固定资产投资方面，2012 年国内在汽车制造业固定资产的投入达到了 5550 亿元，同比增幅达到了 40.2%。

2013 年下游汽车行业产销和投资稳步回暖为有助于轮胎行业消化产能，提高销量。

2. 行业关注

产能继续扩张，开工率不足

2012 年中国半钢胎新增约 5000 万条的年生产能力，全钢胎新增约 1000 万条的年生产能力。2012 年轮胎企业平均开工率约为 85%。2013 前两月，投资有放缓趋势。轮胎行业计划投资 687 亿元，同比下降 1.1%；完成投资 46.9 亿元，同比增长 2.7%。一些普通型轮胎已经出现结构性过剩较大，产品同质化普遍等现象，为行业发展带来了挑战。

出口增幅不足，对外依存度大

轮胎出口增幅创近年新低，全年共实现出口交货值 718 亿元，比上年增长 0.1%，出口交货量 1.39 亿条，比上年仅增长 0.7%。目前，出口对中国轮胎销售收入贡献率为 34.9%，其中有 15 家企业出口交货值占销售收入的 50% 以上，3 家企业 80% 以上轮胎出口，说明中国轮胎行业对外依存度仍然相对较高，景气度与世界经济好坏关联度较大，容易受到经济波动的冲击以及贸易壁垒等因素的影响。

3. 未来发展

总体看，跟踪期内，受国际经济复苏前景不明朗，贸易保护壁垒，国内竞争同质化等因素影响，轮胎行业增速放缓。与此同时，原材料成本的下降以及下游行业的需求回暖增强了行业持续发展的预期。未来，控制成本、加强

产品科技含量、增强对经济波动的抵抗能力，以及发展绿色，节能产品将成为行业发展的主要方向。

五、基础素质分析

公司是国内重要的轮胎生产商之一，具备较强的竞争实力。按照中国橡胶工业协会轮胎分会的统计数据来看，2012年度公司销售收入排名第七位，利润总额排名第八位。同时，公司先后获得“全球轮胎75强”、“高新技术企业”等荣誉称号，综合实力较强。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2010~2012年，得益于轮胎业务产销规模

的扩大，公司营业收入保持较快增长，2012年为103.16亿元。轮胎收入仍为公司主营业务收入的主要来源，2012年占比94.08%。

从毛利率上看，公司综合毛利率主要由轮胎业务，特别是全钢载重子午胎业务毛利率决定。2010~2012年，公司综合毛利率分别为15.88%、14.25%和13.09%，逐年下降。主要原因是：受国内市场竞争激烈影响，为打开销售渠道，公司采取降价销售策略，降低了产品的毛利率；同时，虽然2012年橡胶价格下降，但2012年公司库存天然胶价格较高，加上人工成本增加，使轮胎产品毛利率出现下降。2012年，公司全钢子午胎和斜交工程胎毛利率分别为12.70%和14.30%。

2013年1~3月，公司实现营业收入27.47亿元，为2012年全年的26.63%；公司综合毛利率小幅上升至13.82%。其中全钢子午胎和斜交工程胎毛利率分别上升至13.52%和20.00%。

表1 2010~2013年3月公司营业收入及毛利率情况

单位：万元、%

分行业/分产品	营业收入				毛利率			
	2010年	2011年	2012年	2013年3月	2010年	2011年	2012年	2013年3月
全钢子午胎	471023	614501	837111	221630	15.02%	13.79%	12.70%	13.52%
斜交工程胎	67106	85954	86435	18527	20.11%	13.90%	14.30%	20.00%
内胎	41150	40263	46962	11351	17.22%	17.73%	17.45%	15.15%
隔离膜	21289	19739	21960	5315	11.96%	14.90%	13.48%	16.12%
混凝土砌块	5978	5024	5616	1469	26.95%	24.68%	23.25%	19.20%
煤灰砖	8649	7160	7982	1982	20.94%	21.55%	15.79%	10.75%
水泥预制件	30155	19320	11987	2388	17.06%	17.00%	17.38%	20.02%
产品贸易			13537	11994			4.00%	6.14%
合计	645351	791960	1031590	274655	15.88%	14.25%	13.09%	13.82%

资料来源：公司提供

2. 生产情况

表 2 2010-2012 年公司轮胎产能及产量情况

产品		产能 (万套)	产量 (万套)	产能利用 率(%)
全钢载重 子午线轮 胎	2012 年	580	505	87.07
	2011 年	450.00	372.57	82.79
	2010 年	300.00	292.52	97.51
全钢斜交 工程胎	2012 年	8	6.69	83.63
	2011 年	8	6.3	78.75
	2010 年	5.5	4.3	78.18

资料来源：公司提供

从产能上看，随着老车间产能扩张（280 万套增长至 300 万套）和 280 万套高性能全钢载重子午胎新建项目的完工，公司全钢载重子午胎的生产能力近年来保持持续增长，2012 年产能扩大至 580 万套/年。

从产能利用率上看，公司订单较为充足，生产线开工情况良好，产能利用率高于行业平均水平。2012 年，公司产量较 2011 年有较大幅度增长，随着一线工人培训和设备调试的顺利开展，公司产能利用率由 2011 年的 82.79% 上升至 87.07%。

总体看，跟踪期内，公司轮胎产能扩大，产能利用率提高。

3. 产品销售

公司的轮胎产品主要为全钢载重子午胎和全钢斜交工程胎，销售渠道分为国内市场和出口市场，其中，国内市场又可具体分为维修和配套两个市场。

由于公司的轮胎产品主要定位于国内的维修和配套市场，用途为运输与物流用载重轮胎，所以国内的汽车限购等政策对公司产品销售影响较小。随着公司销量的上涨，公司轮胎产品的销售额也持续增加，2012 年为 92.35 亿元（其中全钢载重子午胎 83.71 亿元），同比增长 36.22%。

2012 年公司累计销售全钢载重胎 478 万

套；斜交工程胎 6.37 万条；销售收入突破 100 亿元。

4. 未来发展

总体看，跟踪期内，公司产能增强，产能利用率持续改善，主要产品营业收入大幅增加。但随着市场竞争加剧，以及成本的上升，公司产品毛利率有所下降。未来公司将在现有生产规模基础上，逐步释放现有产能，提升产能利用率和产品毛利率。从发展战略来看，随着公司与横滨橡胶株式会社合作的开展，公司产品技术含量将大大提高，公司发展高端产品的战略意识明显。同时，公司还将加强质量管理、品牌建设和自主知识产权保护，进一步实施全球营销战略，建立健全全球销售、服务网络和营销机构，加快国际化进程的推进速度，预计未来公司整体竞争实力将显著增强。

八、募集资金使用情况

公司 2013 年 1 月发行的短期融资券“13 兴源轮胎 CP001”募集资金 6 亿元，其中 1.5 亿元用于偿还银行借款，优化融资结构；4.5 亿元用于补充流动资金，购买原材料、维护正常运营等。截至 2013 年 3 月底，公司发债资金已全部使用。

九、财务分析

公司提供了 2010~2012 年度财务报表已经山东天成联合会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2013 年 1 季度财务报表未经审计。

1. 盈利能力

2012 年，公司实现营业收入 103.16 亿元，较上年增长 30.26%；营业成本 89.66 亿元，较上年增长 32.01%；2012 年实现利润总额 9.09 亿元，较上年增长 33.00%。

从盈利指标看，受公司营业成本上升影响，

公司营业利润率较上年有所下降、但净资产收益率和总资本收益率有所上升。2012 年，公司营业利润率为 12.95%，净资产收益率和总资本收益率分别为 17.51%和 11.59%，与行业内其它企业相比，盈利能力较好。

2013 年一季度，公司实现营业收入 27.47 亿元，为 2012 年全年的 26.63%，公司实现利润总额 2.59 亿元，为 2012 年全年的 28.49%，营业利润率增长至 13.74%。

总体看，公司盈利能力较稳定，利润总额持续增长，2013 年一季度公司收入实现情况良好，营业利润率有所改善。

2. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入保持增长趋势，2012 年为 111.91 亿元，同比增长 27.78%，主要是随着公司业务收入持续增长，销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2012 年，经营活动产生的现金流量净额为 6.77 亿元，较 2011 年增长 17.94%。从收入质量来看，公司 2012 年现金收入比为 107.31%，与上年相比微降。

投资活动方面，2012 年，公司投资活动现金流入量 0.11 亿元，同期，公司投资活动现金流出 5.67 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金减少 17.97%，主要是公司在建项目陆续完工所致。2012 年公司投资活动产生的现金流净额为-5.56 亿元。

2012 年公司筹资活动前产生现金流量净额为 1.21 亿元，较 2011（-0.76 亿元）、2010（-3.29 亿元）年有较大改善。

2012 年，公司筹资活动现金流入和流出保持较大规模。主要是公司借款的现金流入和还本付息的现金流出。2012 年，公司筹资活动现金流入 25.45 亿元，现金流出 24.69 亿元，产生的现金流量净额为 0.76 亿元，较上年减少 73.46%。

2013 年 1~3 月，经营性现金流净额 1.94 亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量

净额分别为-1.73 亿元及 4.69 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金流较为稳定；公司资本支出规模大，经营活动产生的现金流能够满足投资活动的需要。

3. 资本及债务结构

截至 2012 年底，公司资产总额为 74.62 亿元，较 2011 年增长 14.85%；流动资产占 55.36%，非流动资产占 44.64%。跟踪期内流动资产占比有所增加，公司资产仍以流动资产为主。

截至 2012 年底公司流动资产为 41.31 亿元，随着公司业务收入的扩大，货币资金（占 36.75%）、存货（占 23.24%）和应收票据（占 19.54%）分别较上年增长 14.86%、12.37%和 37.00%，其中存货的增长主要是库存商品的增长；截至 2012 年底，公司非流动资产合计 33.31 亿元，较上年增长 12.65%，其中固定资产增长 13.71%，主要是公司在建车间等陆续完工所致，2012 年期末净额为 32.42 亿元。2012 年，公司长期股权投资期末余额为 0.34 亿元，较上年变动幅度较大，主要是公司 2012 年新增对广饶县金丰源小额贷款股份有限公司、山东河口农村商业银行股份有限公司等企业的投资所致。

权益方面，跟踪期内，由于公司利润增长较快，公司所有者权益快速增长，2012 年底为 38.96 亿元，较上年增长 20.69%，其中未分配利润较上年增长 26.80%。公司权益结构中实收资本占比较小，2012 年为 3.08%。总体看，公司权益增长较快，以未分配利润为主，整体稳定性较弱。

2012 年底，公司负债总额为 35.66 亿元，同比增长 9.09%。其中流动负债为 31.75 亿元，同比上升 10.32%，主要是短期借款的增长。截至 2012 年底，公司短期借款为 20.26 亿元，较上年增长 13.76%。2012 年底，公司非流动负债为 3.92 亿元，全部为长期借款。总体看，公司负债结构以流动负债为主，流动负债增长与经营规模扩大直接相关。

债务方面，2012 年底全部债务为 34.48 亿

元, 较上年上升 7.11%; 其中长期债务 3.92 亿元, 与上年持平; 短期债务 30.56 亿元, 同比增长 8.10%。公司短期债务中主要是短期借款和应付票据。短期借款较上年增长 13.76%, 应付票据小幅减少 1.55%。总体看, 跟踪期内公司债务有所上升, 仍以短期债务为主。

截至 2013 年 3 月底, 公司资产总额 82.97 亿元, 较 2012 年底增长 11.19%, 增长主要来自货币资金的增加; 公司资产中流动资产占比进一步上升至 59.06%。负债方面, 截至 2013 年 3 月底, 公司负债为 42.08 亿元, 较 2012 年底增长 18.00%; 短期借款和应付票据变动不大, 主要是应付账款和其它流动负债的增长。

从债务指标看, 2012 年底, 公司债务指标同比呈下降趋势, 全部债务资本化比率和资产负债率分别下降 2.98 个百分点和 2.53 个百分点至 46.95% 和 47.79%。2013 年 3 月底, 由于一年内到期的非流动负债以及经营性应收账款的增加, 公司资产负债率上升至 50.72%; 全部债务资本化率下降至 45.12%。总体看, 公司债务负担适宜。

总体看, 跟踪期内, 公司资产总额稳步增长, 流动资产中存货占比较高, 受天然橡胶价格波动影响, 存在一定的减值风险。跟踪期内公司债务有所上升, 仍以短期债务为主, 整体债务负担适宜。

4. 偿债能力

2012 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 130.13% 和 99.89%, 分别较 2011 年底上升 7.12 和 6.56 个百分点; 2012 年公司经营现金流动负债比为 21.32%, 较 2011 年上升 1.36 个百分点。总体看, 公司短期偿债能力一般, 但短期偿债指标有所改善。

2012 年公司 EBITDA 为 13.64 亿元, 同比上升 41.94%。EBITDA 利息倍数由 2011 年的 6.85 倍上升到 8.06 倍。EBITDA 对利息覆盖能力上升。随着 EBITDA 的上升, 全部债务/EBITDA 倍数由 2011 年的 3.35 倍降至 2.53 倍。

总体看, 公司长期偿债能力较强。

2012 年, 公司现金类资产(扣除 7.10 亿保证金存款后)、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 16.15 亿元、111.91 亿元和 6.77 亿元, 对“13 兴源轮胎 CP001”的保护倍数分别为 2.69 倍、18.65 倍和 1.13 倍。公司现金类资产、经营性现金流入量对“13 兴源轮胎 CP001”保障程度高, 经营活动现金净流量对“13 兴源轮胎 CP001”覆盖程度一般。

2013 年 3 月底, 公司共给 12 家公司提供了担保, 共 14.45 亿元, 担保比率为 35.34%。公司对外担保比率高, 存在一定或有负债风险。

截至 2013 年 3 月底, 公司获得各家银行授信总额 46.40 亿元, 其中尚未使用的额度为 18.73 亿元, 公司具备间接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据债券市场公开信息查询, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

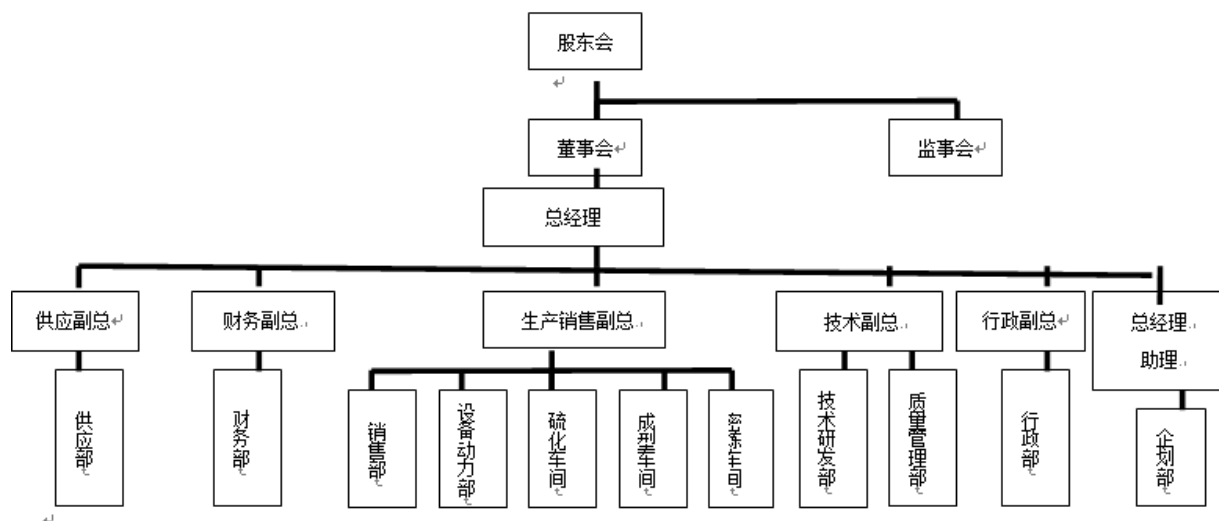
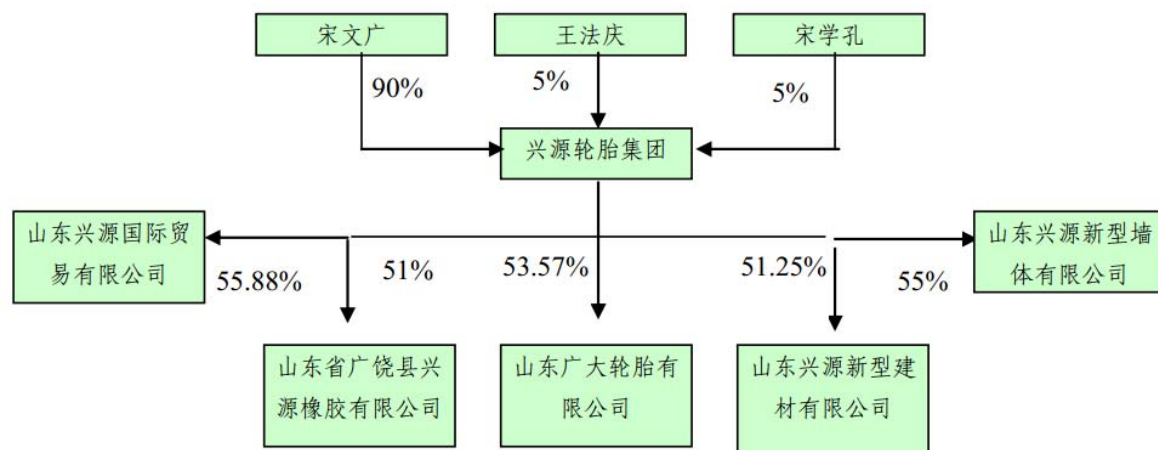
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点, 以及未来公司发展的综合判断, 公司整体抗风险能力一般。

十、结论

综合考虑, 联合资信维持公司 AA- 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 兴源轮胎 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构和组织结构图



附件 1-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	111168.05	132162.42	151805.59	16.86	200894.17
交易性金融资产					
应收票据	39312.00	58909.04	80705.00	43.28	82949.35
应收账款	18640.42	22774.59	34329.49	35.71	43819.22
预付款项	41950.27	47170.13	39742.61	-2.67	38411.92
应收利息					
应收股利					
其他应收款	11418.30	7541.22	10524.21	-3.99	10119.23
存货	67690.14	85416.27	95986.21	19.08	113862.90
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	290179.18	353973.67	413093.10	19.31	490056.78
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	39.00	39.00	3380.70	831.05	9824.89
投资性房地产					
固定资产	240896.91	285091.49	324229.09	16.01	323949.68
在建工程	10876.44	8834.48	3992.56	-39.41	4407.17
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	1857.97	1676.43	1494.88	-10.30	1437.07
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	96.12	70.14	23.26	-50.81	15.64
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	253766.45	295711.53	333120.48	14.57	339634.45
资产总计	543945.63	649685.20	746213.59	17.13	829691.23

附件 1-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	154000.00	178100.00	202600.00	14.70	193000.00
交易性金融负债					
应付票据	88500.00	104620.00	103000.00	7.88	104000.00
应付账款	2514.10	2943.33	7775.28	75.86	22214.67
预收款项	195.15	383.43	161.64	-8.99	146.07
应付职工薪酬	1416.64	1032.25	1188.23	-8.42	1199.68
应交税费	-612.70	-733.82	1665.31		743.70
应付利息					
应付股利					
其他应付款	1318.49	1399.29	1061.98	-10.25	335.72
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	20.15	12.03	1.93	-69.07	60000.97
流动负债合计	247351.83	287756.52	317454.36	13.29	381640.80
非流动负债：					
长期借款	22000.00	39167.20	39167.20	33.43	39167.20
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	22000.00	39167.20	39167.20	33.43	39167.20
负债合计	269351.83	326923.72	356621.56	15.07	420808.00
所有者权益：					
实收资本(或股本)	12000.00	12000.00	12000.00		12000.00
资本公积	9084.00	9084.00	9084.00		9084.00
减：库存股					
盈余公积	15427.27	18964.25	24144.55	25.10	24144.55
未分配利润	178579.15	215712.49	273462.38	23.75	290507.46
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	215090.42	255760.74	318690.93	21.72	335736.01
少数股东权益	59503.38	67000.74	70901.10	9.16	73147.22
所有者权益合计	274593.79	322761.48	389592.03	19.11	408883.23
负债和所有者权益总计	543945.63	649685.20	746213.59	17.13	829691.23

附件 1-3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	645350.59	791959.95	1031590.80	26.43	274662.46
减: 营业成本	542892.14	679135.19	896555.50	28.51	236688.20
营业税金及附加	859.68	1070.14	1396.52	27.45	230.40
销售费用	12059.02	16797.35	15455.62	13.21	4163.17
管理费用	9842.31	14002.60	13065.23	15.22	3520.12
财务费用	9695.95	12609.38	14807.11	23.58	4165.37
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益					
投资收益					
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	70001.49	68345.29	90310.84	13.58	25895.21
加: 营业外收入	380.46	312.73	1101.38	70.14	83.25
减: 营业外支出	189.34	337.90	543.97	69.50	56.85
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	70192.62	68320.12	90868.25	13.78	25921.61
减: 所得税费用	13174.59	17173.55	22659.91	31.15	6630.40
四、净利润	57018.03	51146.56	68208.34	9.37	19291.21

附件 1-4 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	717827.35	864156.36	1107048.25	24.19	286229.45
收到的税费返还	484.72	11346.02	11540.85	387.95	5106.38
收到其他与经营活动有关的现金		302.91	556.03		79.37
经营活动现金流入小计	718312.07	875805.28	1119145.13	24.82	291415.21
购买商品、接受劳务支付的现金	614694.14	752464.85	981391.92	26.35	254401.56
支付给职工以及为职工支付的现金	7031.69	15045.58	17023.54	55.59	3460.73
支付的各项税费	22843.23	20248.14	24665.93	3.91	7360.98
支付其他与经营活动有关的现金	22045.34	30601.81	28382.24	13.47	6782.65
经营活动现金流出小计	666614.40	818360.38	1051463.62	25.59	272005.93
经营活动产生的现金流量净额	51697.67	57444.90	67681.51	14.42	19409.28
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金			1062.34		
投资活动现金流入小计			1062.34		
购建固定资产、无形资产等支付的现金	84645.51	65029.47	53343.47	-20.61	10811.13
投资支付的现金			3341.70		6444.20
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	84645.51	65029.47	56685.16	-18.17	17255.33
投资活动产生的现金流量净额	-84645.51	-65029.47	-55622.83	-18.94	-17255.33
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金	187500.00	203517.20	254500.00	16.50	3000.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金		7050.00			60900.00
筹资活动现金流入小计	187500.00	210567.20	254500.00	16.50	63900.00
偿还债务支付的现金	130500.00	162250.00	230000.00	32.76	12600.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9695.95	15588.26	16915.51	32.08	4165.37
支付其他与筹资活动有关的现金		4150.00			200.00
筹资活动现金流出小计	140195.95	181988.26	246915.51	32.71	16965.37
筹资活动产生的现金流量净额	47304.05	28578.94	7584.49	-59.96	46934.63

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	14356.21	20994.36	19643.17	16.97	49088.58
加：期初现金及现金等价物余额	96811.84	111168.05	132162.42	16.84	151805.59
六、期末现金及现金等价物余额	111168.05	132162.42	151805.59	16.86	200894.17

附件 2 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	11.14	9.70	8.97	9.62	--
存货周转次数(次)	8.02	7.95	9.34	8.66	--
总资产周转次数(次)	1.19	1.22	1.38	1.29	--
现金收入比(%)	111.23	109.12	107.31	108.64	104.21
盈利能力					
营业利润率(%)	15.74	14.11	12.95	13.86	13.74
总资本收益率(%)	12.74	10.11	11.59	11.38	--
净资产收益率(%)	20.76	15.85	17.51	17.66	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	7.42	10.82	9.14	9.30	8.74
全部债务资本化比率(%)	49.06	49.93	46.95	48.27	45.12
资产负债率(%)	49.52	50.32	47.79	48.90	50.72
偿债能力					
流动比率(%)	117.31	123.01	130.13	125.43	128.41
速动比率(%)	89.95	93.33	99.89	95.93	98.57
经营现金流动负债比(%)	20.90	19.96	21.32	20.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.93	6.85	8.06	7.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.53	3.35	2.53	2.78	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	-0.02	0.03	-0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.82	-0.54	0.71	-0.37	--
现金偿债倍数(倍)	2.51	3.18	3.88	3.39	4.73
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	11.97	14.60	18.65	16.10	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.86	0.96	1.13	1.02	--

注：公司 2013 年一季度数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 8 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息