

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1491 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“14兴源轮胎CP001”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月三十日



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
14 兴源轮胎 CP001	6 亿元	2014/2/14 2015/2/14	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.11	23.25	31.12	31.26
资产总额(亿元)	64.97	74.62	92.62	92.05
所有者权益合计(亿元)	32.28	38.96	40.18	41.55
短期债务(亿元)	28.27	30.56	43.77	42.96
全部债务(亿元)	32.19	34.48	47.38	46.25
营业收入(亿元)	79.20	103.16	105.16	24.53
利润总额(亿元)	6.83	9.09	9.89	1.82
EBITDA(亿元)	9.61	13.64	15.18	--
经营性净现金流(亿元)	5.74	6.77	16.70	2.26
营业利润率(%)	14.11	12.95	11.12	12.66
净资产收益率(%)	15.85	17.51	18.98	--
资产负债率(%)	50.32	47.79	56.62	54.86
全部债务资本化比率(%)	49.93	46.95	54.11	52.68
流动比率(%)	123.01	130.13	108.03	111.05
全部债务/EBITDA(倍)	3.35	2.53	3.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.85	8.06	5.72	--
经营现金流/流动负债(%)	19.96	21.32	34.22	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

胡鑫马栋

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”)产能利用率提高、主要产品全钢子午胎销量和收入规模增长。同时, 联合资信也关注到国内轮胎行业产能过剩、公司主要型号产品售价有所降低, 公司债务规模增长较快、主营利润有所降低、对外担保规模大幅增加等因素可能给公司经营及盈利能力带来一定影响。

未来, 伴随全钢载重子午胎产能的逐步释放以及公司产品质量提升计划的推进, 公司收入规模有望稳中有升, 有助于支撑公司整体信用基本面。

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“14 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, 产能利用率持续提高。
2. 跟踪期内, 虽然轮胎行业整体价格下行, 市场竞争激烈, 但公司收入和利润规模保持稳定。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对“14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. 公司对外担保大幅增加, 且担保比率高, 存在一定的或有负债风险。
4. 公司短期债务规模增长较快, 相关指标有所弱化, 财务费用增幅较大。
5. 随着销量的增长, 公司经营性应收项目增长较快, 存在一定回收风险。

6. 天然胶等公司主要原材料品种存在价格波动风险。

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 12 个月内有效；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

公司成立于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、宋学孔出资比例均为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2014年3月底，公司注册资本为12000万元，公司实际控制人为第一大股东宋文广先生。

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2013年底，公司资产总额92.62亿元，所有者权益40.18亿元；2013年，公司实现营业收入105.16亿元，利润总额9.89亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额92.05亿元，所有者权益41.55亿元；2014年1~3月，公司实现营业收入24.53亿元，利润总额1.82亿元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落

实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，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）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币

信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26

日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产

能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业与区域经济环境

行业分析

跟踪期内,轮胎行业呈现以下几大特点:

下游汽车行业需求恢复性增长

2013年,在经历两年5%以下的低速增长后,市场新增购车和换购需求的释放,汽车行业迎来恢复性增长,中国汽车产销分别达2211.68万辆和2198.41万辆,同比增长14.76%和13.87%,增速同比提升10.2和9.6个百分点;其中,乘用车产销增速分别上升9.52和8.84个百分点(以MPV和SUV销量增幅最高,分别为145.0%和49.4%),商用车分别上升12.25和12.30个百分点,新能源汽车同比增长39.7%。

轮胎销量增长但价格下跌,行业收入微降但利润持续向好

根据中国橡胶工业协会轮胎分会对48家会员单位统计,2013年,中国轮胎产量3.91亿条,较上年增长9.0%;销售收入2112.6亿元,下降0.9%,呈现量增价跌态势,主要原因是轮胎销售价格下降幅度大于产量增幅。

2011年2月以后全球天然橡胶价格处于快速下行通道。2013年,橡胶价格处于低位,价格从2011年4季度国际市场的每吨4616美元下滑到2013年4季度的2574美元,2013年10月天然橡胶中国市场价格21500人民币每吨,2014年3月进一步下跌到14380人民币每吨,暴跌33%。预计2014年下半年天然橡胶仍然维持地位,价格还可能小幅下跌。由于原材料价格透明度高,加上市场竞争激烈,跟踪期内中国轮胎价格总体下跌。半钢胎价格指数下跌10.95%,载重胎价格指数下跌13.83%。由于轮胎属于消费品,其价格弹性相对较小,企业利润情况持续向好。2013年46家主要企业统

计利润达到100.7亿元,同比增长达12.3%。2013年中国轮胎销售平均利润率创近年新高,达到4.5%。

产能继续扩张,政策面收紧

2013年,中国轮胎投资继续保持较大规模,初步统计中国新增全钢胎年生产能力1500万条、半钢胎生产能力1亿条。从2014年设备招标投标情况看,新上项目和产能依然较多,全年轮胎行业开工率不高,半钢胎平均在85%左右,全钢胎在80%以下。轮胎行业竞争将更加激烈。

轮胎行业结构性过剩正引起相关方面的注意,政策面有收紧趋势。2014年1月,山东省原则通过了《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》,不再核准、备案包括轮胎在内的产能严重过剩行业的新增产能项目。这将对以山东为中心的全国性轮胎投资起到降温作用。同时,鼓励三角、玲珑、金宇、恒丰、兴源等轮胎企业增强核心竞争力,更好发挥行业引领作用。鼓励轮胎行业龙头企业对省内其他企业实施兼并重组,利用市场化手段提升产业集中度,支持轮胎行业增强原材料保障、配方、设计等能力,推动轮胎生产向服务化、个性化、高端化和再制造化延伸。中国橡胶协会轮胎分会和部分企业受国家工信部委托,正在制定“轮胎行业准入条件”,将从产品范围、产业规模、工艺装备、产品质量、能源资源、安全环保和监督管理等方面提高轮胎行业门槛。

轮胎产能海外转移,产品结构调整趋势明显

在扩充面临更加激烈的市场竞争和政策面风险的情况下,轮胎行业出现了明显的产能海外转移及产品结构调整趋势。产能转移方面,2014年,国家发改委批复山东省转移轮胎产能2120万套。玲珑轮胎在泰国投资建设的年产1120万套高性能子午线轮胎项目、山东奥戈瑞轮胎公司在印度尼西亚投资建设的年产800万套半钢子午线轮胎和200万套全钢子午线轮胎项目陆续获得国家发展改革委批复,总投资近

9 亿美元，年获取天然橡胶 9 万吨，转移产能 2120 万套。这将进一步促进轮胎企业提高产能利用率，规避贸易壁垒，同时获取价格低廉、供应充足的橡胶资源。

产品结构调整方面，随着市场竞争的日趋激烈以及欧洲标签法等国外市场相关政策的实施，跟踪期内轮胎行业绿色升级趋势明显，子午化率持续提高。风神轮胎股份有限公司实现了子午胎系列产品 100%绿色制造，双钱、杭橡、三角、玲珑、贵轮和赛轮等企业生产的全钢胎先后被美国环保署评为绿色轮胎；从主要轮胎品种来看，2013 年，中国轮胎子午胎比例已接近 90%。半钢胎产量增速超过全钢胎，这与国内乘用车、商用车产销增长形势匹配；产品竞争力较低的斜交胎产量进一步萎缩。

兼并重组，同业协作趋势明显

为应对轮胎行业企业众多、产业集中度低、资源利用率低、低水平重复建设等问题，部分轮胎企业集团逐步进行兼并重组。中国化工橡胶公司旗下的风神、黄海、桂林、双喜 4 块轮胎业务改为由风神董事长进行统一领导，实行协同战略；中策橡胶集团收购富阳公牛载重子午胎；赛轮股份有限公司与金宇集团轿车胎和沈阳和平子午胎实行战略合作；双钱集团已正式与新疆昆仑和辽宁朝阳浪马轮胎签订战略合作协议。通过行业内企业的兼并重组、战略合作、整合技术和品牌等资源，将有效提高行业产业集中度，增强企业抗风险能力。

总体看，跟踪期内，受益于美国经济增长、欧洲经济缓慢复苏、国内汽车工业快速增长、汽车保有量增加以及产能的扩大等因素，中国轮胎行业在轮胎销量、利润等指标均保持两位数增长，创近 3 年来最好水平。由于轮胎价格下滑幅度大于销量增长幅度，全行业销售收入略有下滑。山东各轮胎企业产能继续扩大，开工率仍然不足。轮胎行业产能政策面逐渐收紧，产能海外转移，产品结构调整以及行业内兼并重组、协同合作等趋势有助于提升中国轮胎企业整体竞争力。

区域经济环境

广饶县是隶属山东省东营市的一个市辖县。2013 年广饶县实施重点工程项目 136 个，其中过亿元项目 107 个、高新产业及服务业项目 51 个，带动完成全社会固定资产投资 486 亿元，增长 20%。进出口逆势增长，全年实现进出口总值 57.7 亿美元，其中出口 37.4 亿美元，增长 17.4%。规模以上工业实现主营业务收入 3780 亿元、利税 475 亿元，分别增长 15.1%和 16.8%，工业总量、质量继续位居山东省县级前列。六大主导产业产值占工业总产值的比重达到 91.5%，形成化工、轮胎两大千亿元产业集群，

目前，广饶县有 48 家规模以上橡胶轮胎企业，2013 年广饶县轮胎行业产业总量首次突破千亿元，实现产值 1015.5 亿元，主营业务收入 997.3 亿元，利税 131.6 亿元，利润 112.8 亿元，同比分别增长 27.3%、27.3%、28.4%、25.3%。子午轮胎产能突破 1.5 亿条，较 2012 年底增长 15.4%。

跟踪期内广饶县轮胎行业发展顺利，广饶县轮胎生产企业的集中，钢帘线和炭黑等生产企业纷纷在当地设厂，为公司发展提供了良好的外部环境。

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，2013 年度公司销售收入排名第七位。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一，2013 年产能利用率达到 94.14%。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

2013 年公司营业收入为 105.16 亿元，较上年小幅增长 1.94%。轮胎收入仍为公司收入的主要来源。2013 年公司全钢胎和斜交胎年合计收入为 100.52 亿元，较上年增长 8.85%。公司内胎和隔离膜收入大幅下降，主要是由于其产品销售由外销转为内销所致。相关产品收入的下降对公司整体收入规模有一定影响。

从毛利率上看，虽然2013年轮胎价格下滑，但由于天然胶等主要成本价格下降，公司主要产品全钢载重子午胎业务毛利率与上年基本持平，变动不大；斜交工程胎由于产能过剩，技术面临淘汰等因素，价格下滑，导致毛利率下降至9.84%。

2014年1~3月，公司实现营业收入24.53亿元，为2013年全年的23.33%；全钢子午胎毛利率下降至12.05%，斜交工程胎毛利率上升至9.97%。营业利润率提升至12.66%。

表1 2011~2014年一季度公司营业收入及毛利率情况

分行业/分产品	营业收入（万元）				毛利率			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
全钢子午胎	614501	837111	937159	223536	13.79%	12.70%	12.91%	12.05%
斜交工程胎	85954	86435	67962	10403	13.90%	14.30%	9.84%	9.97%
内胎	40263	46962	1061	211	17.73%	17.45%	15.34%	14.21%
隔离膜	19739	21960	985	230	14.90%	13.48%	12.39%	10.56%
混凝土砌块	5024	5616	4340	1013	24.68%	23.25%	10.65%	10.11%
煤灰砖	7160	7982	5593	1105	21.55%	15.79%	3.07%	14.54%
水泥预制件	19320	11987	7181	1475	17.00%	17.38%	2.98%	2.58%
产品贸易		13537	26894	7272	--	4.00%	4.86%	4.73%
其他			413	57	--	--	9.34%	9.21%
合计	791960	1031590	1051588	245302	14.25%	13.09%	11.43%	13.00%

资料来源：公司提供

2. 生产情况

	2011 年	8	6.3	78.75
--	--------	---	-----	-------

资料来源：公司提供

表 2 2011-2013 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	2013 年	580	546	94.14
	2012 年	580	505	87.07
	2011 年	450	373	82.79
全钢斜交工 程胎	2013 年	8	6.35	79.38
	2012 年	8	6.69	83.63

跟踪期内，公司年产能维持在 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。2013 年，公司产量较 2012 年有较大幅度增长，随着一线工人培训、设备调试的顺利开展以及公司促销政策的实施，公司全钢子午胎产能利用率由 2012 年的 87.07%上升至

94.14%。

表 3 公司原材料采购情况

主要原材料	采购均价(万元/吨)				采购金额(万元)			
	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
天然橡胶	32266	21000	17500	17000	220597	171581	291359	80007
合成橡胶	22890	22000	19500	18540	62248	75280	85237	24462
钢帘线	12464	13000	13000	13000	43971	93306	125964	30340
炭黑	6211	5900	6500	6480	84552	48524	67743	15963

资料来源：公司提供

从原材料采购情况看，2013 年天然胶合成胶等材料价格下降较为明显，公司采购成本下降，采购规模扩大，适当留有库存（截至 2013 年底天然胶库存约为 2.88 亿元）。钢帘线价格较上年持平，炭黑采购价格有所上升。2014 年一季度，公司主要原材料价格较 2013 年底继续呈下降或持平趋势，有利于公司降低生产成本。

总体看，跟踪期内公司主要产品全钢子午胎产能利用率提高，产能利用率高于行业平均水平；轮胎生产主要原材料整体呈下降趋势，为公司节约了生产成本，但须关注天然胶等原材料库存价格波动风险。

3. 产品销售

公司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，国内的汽车限购等政策对公司产品销售影响相对较小，但行业结构性产能过剩使得目前公司面对的市场竞争较为激烈。跟踪期内，公司总体上实行薄利多销政策，主要型号价格有所下降；2013 年累计销售全钢载重胎 546 万条（同比增长 8.12%），斜交工程胎 6.35 万条。随着公司销量的上涨，公司轮胎产品销售额也持续增加，2013 年为 100.52 亿元（其中全钢载重子午胎为 93.72 亿元），同比增长 8.85%。

表 4 2012~2013 年公司主要产品销售情况

产品型号	相关数据	2012 年	2013
12.00R20	销量（万条）	123	122
	平均价格（含税）（元）	2120	2010
	销售额（万元）	261687	244521
12R22.5	销量（万条）	96	95
	平均价格（含税）（元）	1800	1710
	销售额（万元）	172691	162615
12.00R24	销量（万条）	135	94
	平均价格（含税）（元）	1390	1340
	销售额（万元）	187594	125876
10.00R20	销量（万条）	39	40
	平均价格（含税）（元）	1540	1570
	销售额（万元）	60356	62161
11.00R20	销量（万条）	16	33
	平均价格（含税）（元）	1680	1680
	销售额（万元）	26369	55389

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司主要产品全钢子午胎销量和收入规模增长，部分型号价格有所下降。公司正在实施产品质量提升计划，提高同等规格原材料（橡胶和钢帘线等）的质量和性价比，随着公司产品认可度的进一步提高，公司产品的竞争力有望增强。

4. 未来发展

总体看，跟踪期内，公司产能利用率持续改善，主要产品全钢子午胎营业收入较快增长。产品毛利率稳定。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深入，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。山东省最新出台的《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》明确鼓励兴源等企业增强核心竞争力，更好发挥行业领头作用，预计未来公司整体竞争实力将逐步增强。

八、募集资金使用情况

公司 2014 年 2 月发行的短期融资券“14 兴源轮胎 CP001”募集资金 6 亿元，其中 1.5 亿元用于置换银行借款；4.5 亿元用于补充流动资金。截至 2014 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 2013 年度财务报表已经中天运会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2014 年 1 季度财务报表未经审计。2013 年公司合并范围新纳入东营市西水热电集团有限公司和山东黄河三角洲融资租赁有限公司。截至 2013 年底，西水热电资产总额 9.36 亿元、负债 3.87 亿元、所有者权益 5.49 亿元，对公司合并报表资产和负债相关科目有一定影响。西水热电原业务主要为向公司提供电力，并入合并范围后其收入抵消，对利润表影响小。

表 5 西水热电集团 2012~2013 年财务概况

科目	2013 年	2012 年
存货（亿元）	1.05	0.87
固定资产（亿元）	7.41	7.49
资产（亿元）	9.36	9.21
负债（亿元）	3.87	3.69
所有者权益（亿元）	5.49	5.52
营业收入（亿元）	2.12	2.25

营业利润（万元）	-565.24	81.27
利润总额（万元）	-161.63	100.38

资料来源：公司提供

注：资产负债表 2012 年数据为 2013 年期初数

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 105.16 亿元，较上年增长 1.94%；营业成本 93.13 亿元，较上年增长 3.87%；2013 年实现利润总额 9.89 亿元，较上年增长 8.80%。

非经常性损益方面，2013 年发生资产减值损失 0.28 亿元、分别取得投资收益和营业外收入 1.26 亿元和 1.90 亿元。其中资产减值损失全部为坏账损失（应收账款和其他应收款分别计提坏账准备 0.14 亿元和 0.15 亿元）；营业外收入大幅增加主要是由于当年对东营市西水集团热电有限责任公司（以下简称“西水热电”）的初始投资成本调整形成营业外收入 1.79 亿元。2013 年 1 月 3 日西水热电进行股权转让，其他股东转让给公司子公司山东省广饶县兴源橡胶有限公司 4465.70 万元的股权，转让后山东省广饶县兴源橡胶有限公司持有西水热电 56.91%的股权，另外公司子公司山东兴源新型建材有限公司持有西水热电 11.80%的股权，公司合计间接持有西水热电 68.71%的股权比例，形成控制关系，公司经多次投资对西水热电形成控股关系后，对前期投资成本进行调整，导致营业外收入增加。总体看，2013 年公司非经常性损益发生额较大，对利润总额贡献大。

从盈利指标看，受公司营业成本上升相对较快影响，公司营业利润率下降至 11.12%；净总资本收益率和资产收益率有所上升，2013 年分别为 11.74%和 18.98%，与行业内其它企业相比，盈利能力较好。

2014 年一季度，公司实现营业收入 24.53 亿元，为 2013 年全年的 23.33%，公司实现利润总额 1.82 亿元，营业利润率上升至 12.66%。

总体看，公司盈利能力有所下滑，利润总额保持增长，2013 年投资收益和营业外收入对公司利润总额影响大；2014 年一季度公司营业

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，2013年为122.05亿元，同比增长9.06%，主要是随着公司业务收入的增加，销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2013年，公司收到其他与经营活动有关现金4.60亿元，包括对其他企业的往来借款以及收到的政府补助等；支付其他与经营活动有关现金2.48亿元为滞纳金和向其他单位的临时性借款。经营活动产生的现金流量净额为16.70亿元，较上年增幅较大。从收入质量来看，公司2013年现金收入比为110.73%，较上年提高3.42个百分点，主要是当年预收账款的增加所致。

投资活动方面，2013年，公司取得投资收益收到现金为116.72万元，投资活动现金流入规模较小，同期，公司投资活动现金流出6.19亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金继续保持较大规模，主要是一号北仓库、二号北仓库、煤粉锅炉联合脱硝系统等项目的投入。投资支付的现金0.45亿元为当年西水热电股权转让时的股份收购资金。2013年公司投资活动产生的现金流净额为-6.17亿元。

2013年，公司筹资活动现金流入和流出规模明显增大，仍以借款现金流入和还本付息现金流出为主。2013年，公司筹资活动现金流入45.37亿元，其中吸收投资收到的现金1亿元为山东黄河三角洲融资租赁有限公司成立时吸收其他股东的投资款；现金流出49.43亿元，产生的现金流量净额为-4.06亿元。

2014年1~3月，经营性现金流净额2.26亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.40亿元和-1.66亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流稳定，净现金流实现较大幅度增长；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；公司筹资力度加大，筹资活动现金流入和流出规模增大。

3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产总额为92.62亿元，较2012年增长24.12%，主要体现为货币资金、应收账款和固定资产的增长；流动资产占比上升至56.92%。

截至2013年底公司流动资产为52.72亿元，较上年增长27.62%。其中货币资金21.64亿元，较上年增长42.56%（银行存款10.52亿元，较上年增加约2亿元，其他货币资金11.12亿元，较上年增长约4亿元（同期公司应付票据达到13.70亿元，较上年增长33.01%））。往来款方面，截至2013年底，公司应收账款账面余额7.32亿元，较上年增长113.41%，主要原因是2013年12月，为了避免销售淡季库存积压，公司开展了促销月活动，销售量有所增长，导致年底应收账款增幅较大；公司应收账款账龄在1年以内的占比87.30%，公司计提坏账准备0.14亿元，计提比例1.91%。截至2013年底，公司其他应收款为1.39亿元，较上年增长约3300万元，主要是其他企业借款增加。截至2013年底，公司存货为9.41亿元，其中库存商品5.43亿元、原材料3.87亿元，原材料库存以天然橡胶为主，可能存在一定价格波动风险，公司未计提存货跌价准备。

截至2013年底，公司非流动资产合计39.90亿元，较上年增长19.78%，其中固定资产达到39.36亿元，较上年增长21.41%，主要是由于当年房屋及建筑物、机器设备（包括硫化地沟，职工宿舍，密炼车间和A区车间等）以及合并范围影响。

权益方面，截至2013年底公司所有者权益为40.18亿元，较上年增长3.13%，主要体现为盈余公积和未分配利润的增长。公司权益结构中实收资本占比小。总体看，公司权益增长稳定，以未分配利润为主，整体稳定性偏弱。

截至2013年底，公司负债总额为52.44亿元，同比增长47.06%。其中流动负债为48.81亿元，同比上升53.73%，主要是短期借款、应付票据、预收款项和其他流动负债的增长。截

至 2013 年底，公司短期借款为 23.73 亿元，较上年增长 17.13%；公司应付票据 13.70 亿元，较上年增长 33.01%，主要是由于原材料价格下行后公司储备购货增长所致；公司预收款项 1.61 亿元，较上年大幅增长，主要是由于 2013 年 12 月促销活动期内公司销售量增长带动预收货款的增长；其他流动负债 6.34 亿元，为 2013 年第一期短期融资券和计提的利息。总体看，公司负债结构以流动负债为主，短期债务上升较快。

债务方面，截至 2013 年底全部债务为 47.38 亿元，较上年上升 37.41%；仍以短期债务为主。2013 年公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 56.62% 和 54.11%，长期债务资本化率下降至 8.23%。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 92.05 亿元，与上年底基本持平，相关科目变动不大。负债方面，截至 2014 年 3 月底，公司负债为 50.50 亿元，长、短期借款、应付账款等科目有所下降。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务 46.25 亿元，债务规模较上年有所下降。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下降至 54.86%、52.68% 和 7.35%。

总体看，跟踪期内，公司资产总额稳步增长，货币资金、经营性应收项目和固定资产增长较快；存货受天然橡胶价格波动影响，可能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，债务负担一般。

4. 偿债能力

2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 108.03% 和 88.75%，分别较 2012 年底下降 22.10 和 11.14 个百分点；2013 年公司经营现金流流动负债比为 34.22%，较 2012 年上升 12.90 个百分点。总体看，公司流动资产中经营性应收项目及存货占比较大，公司短期偿债能力一般。

2013 年公司 EBITDA 为 15.18 亿元，EBITDA 利息倍数由 2012 年的 8.06 倍下降至

5.72 倍。EBITDA 对利息覆盖能力下降；全部债务/EBITDA 倍数由 2012 年 2.53 倍上升为 3.12 倍。总体看，公司长期偿债能力较强但随着债务规模的上升有所弱化。

2013 年，公司扣除受限资金后现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 20.00 亿元、122.05 亿元和 16.70 亿元，对“14 兴源轮胎 CP001”的保护倍数分别为 3.33 倍、20.34 倍和 2.78 倍。公司经营性现金流入量对“14 兴源轮胎 CP001”保障程度高。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保金额达到 22.91 亿元，较上期大幅增长，主要为东营当地轮胎行业内企业，担保比率为 55.14%。公司对外担保比率高，存在一定或有负债风险。

截至 2014 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额 52.50 亿元，其中尚未使用的额度为 23.00 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。

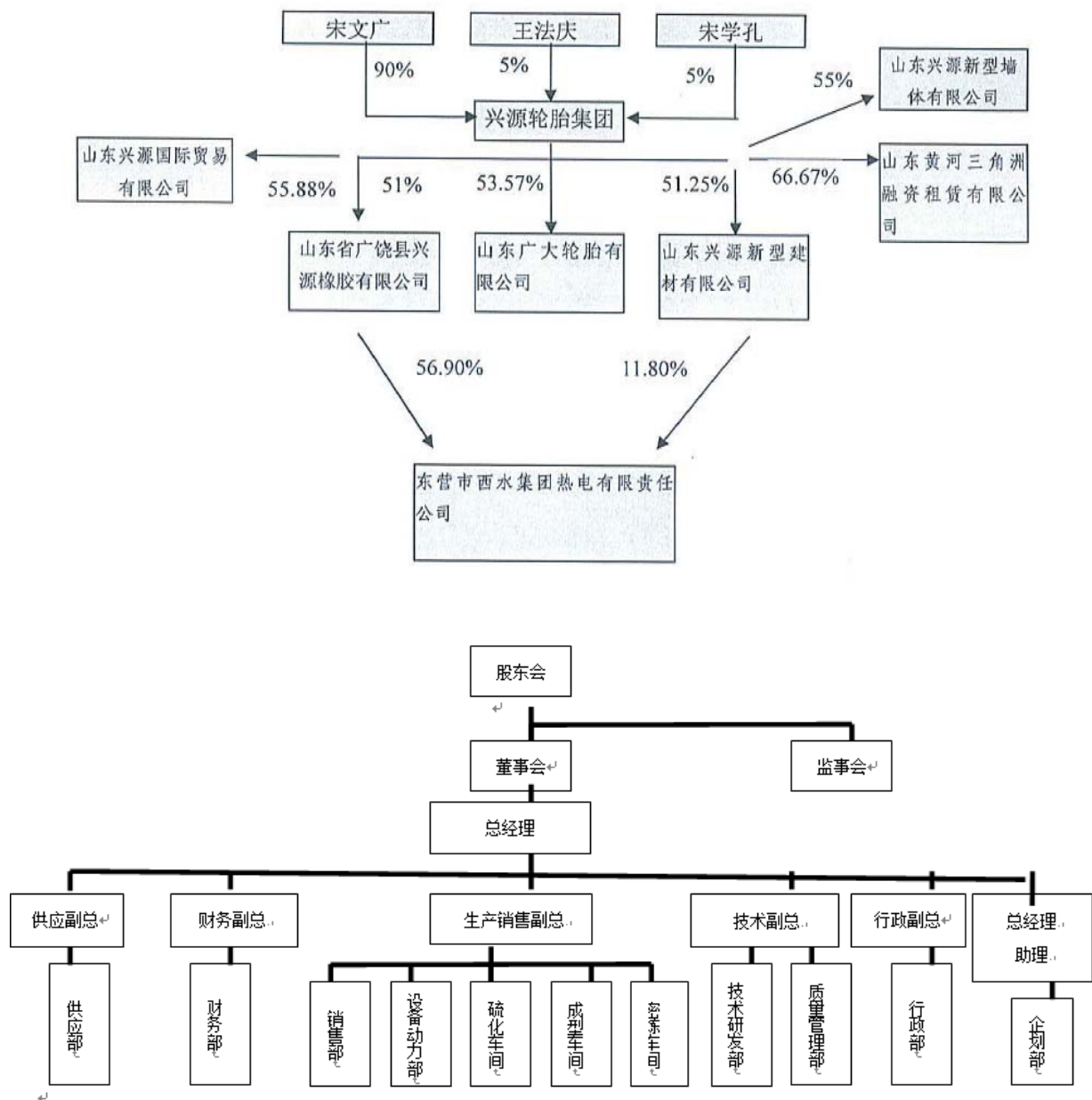
6. 抗风险能力

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“14 兴源轮胎 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图和组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.11	23.25	31.12	31.26
资产总额(亿元)	64.97	74.62	92.62	92.05
所有者权益(亿元)	32.28	38.96	40.18	41.55
短期债务(亿元)	28.27	30.56	43.77	42.96
长期债务(亿元)	3.92	3.92	3.61	3.29
全部债务(亿元)	32.19	34.48	47.38	46.25
营业收入(亿元)	79.20	103.16	105.16	24.53
利润总额(亿元)	6.83	9.09	9.89	1.82
EBITDA(亿元)	9.61	13.64	15.18	--
经营性净现金流(亿元)	5.74	6.77	16.70	2.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.99	10.49	7.47	--
存货周转次数(次)	15.47	9.88	9.80	--
总资产周转次数(次)	0.76	1.48	1.26	--
现金收入比(%)	109.12	107.31	110.73	116.36
营业利润率(%)	14.11	12.95	11.12	12.66
总资本收益率(%)	10.11	11.59	11.74	--
净资产收益率(%)	15.85	17.51	18.98	--
长期债务资本化比率(%)	10.82	9.14	8.23	7.35
全部债务资本化比率(%)	49.93	46.95	54.11	52.68
资产负债率(%)	50.32	47.79	56.62	54.86
流动比率(%)	123.01	130.13	108.03	111.05
速动比率(%)	93.33	99.89	88.75	91.49
经营现金流动负债比(%)	19.96	21.32	34.22	19.17
EBITDA 利息倍数(倍)	6.85	8.06	5.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.35	2.53	3.12	--

注： 2014 年一季度财务数据未经审计

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	
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+费用化利息支出) / (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
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%

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
 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 5 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