

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 582 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 “14兴源轮胎CP002” 的信用等级为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
14 兴源轮胎 CP002	6 亿元	2014/11/20-2015/11/20	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 5 月 18 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.25	31.12	32.46	32.20
资产总额(亿元)	74.62	92.62	98.53	96.75
所有者权益合计(亿元)	38.96	40.18	48.18	49.78
短期债务(亿元)	30.56	43.77	42.31	39.04
全部债务(亿元)	34.48	47.38	44.67	41.09
营业收入(亿元)	103.16	105.16	107.64	23.52
利润总额(亿元)	9.09	9.89	10.68	2.13
EBITDA(亿元)	13.64	15.18	16.17	--
经营性净现金流(亿元)	6.77	16.70	8.90	7.16
营业利润率(%)	12.95	11.12	13.96	14.12
净资产收益率(%)	17.51	18.98	16.60	--
资产负债率(%)	47.79	56.62	51.10	48.55
全部债务资本化比率(%)	46.95	54.11	48.11	45.22
流动比率(%)	130.13	108.03	115.02	119.81
全部债务/EBITDA(倍)	2.53	3.12	2.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.06	5.72	6.03	--
经营现金流动负债比(%)	21.32	34.22	18.55	--

分析师

唐岩 方晓
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”)产能利用率有所提高、全钢载重子午胎销量和收入规模持续增长, 公司债务规模有所下降。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到国内轮胎行业结构性产能过剩, 公司主要型号产品销售价格持续下滑, 公司对外担保比率高等因素可能对公司信用基本造成一定影响。

未来, 伴随着公司产品质量的提升和产品结构的完善, 公司收入规模和盈利能力有望提升, 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“14 兴源轮胎 CP002” 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, 为全球轮胎行业单厂产能第一, 产能利用率高于行业平均水平。
2. 跟踪期内, 轮胎行业整体下行, 轮胎价格持续下滑, 但公司产品销售情况良好, 且产品价格下滑幅度低于原材料价格下滑幅度, 成本压力降低, 收入规模和利润水平保持相对平稳。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14 兴源轮胎 CP002”保障程度较好。

关注

1. 国内轮胎行业结构性产能过剩, 公司中低端产品面临较为激烈的市场竞争。
2. 公司全部债务中短期债务占比大, 债务结构有待优化。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比大, 所有者权益稳定性弱。
4. 公司对外担保规模较大, 担保比率高, 存在一定或有负债风险。
5. 公司存货未计提跌价准备, 存在跌价风险。

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至“14 兴源轮胎 CP002”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”）。公司于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2014年底，公司注册资本为12000万元。

公司的经营范围为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、行政部和企划部等11个职能部门。

截至2014年底，公司资产总额98.53亿元，所有者权益合计48.18亿元（含少数股东权益8.15亿元）；2014年，公司实现营业收入107.64亿元，利润总额10.68亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额96.75亿元，所有者权益合计49.78亿元（含少数股东权益8.21亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入23.52亿元，利润总额2.13亿元。

公司注册地址：东营广饶西水工业区；法定代表人：宋文广。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提

升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵

押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

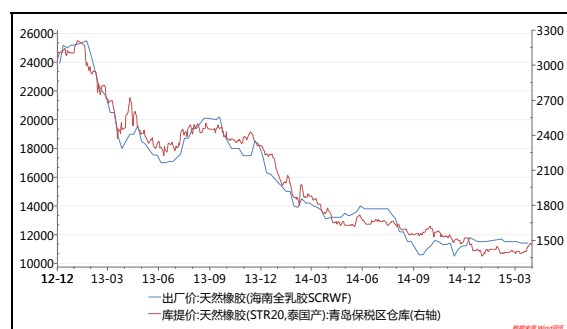
2014 年以来，轮胎行业呈现以下几大特点：
上半年投资过热，下半年市场遇冷

2014 年上半年，中国轮胎投资出现井喷，大部分轮胎厂都有扩产项目，同时有十余家企业新上轮胎项目。因担心政府叫停轮胎投资，山东多家轮胎企业年初加快轮胎投资速度，导致上半年轮胎投资出现顶峰。七月份以后，由于后期轮胎市场形势不明朗，山东企业纷纷暂停轮胎投资，轮胎投资出现明显下降。十月份以后，一些轮胎企业对市场的判断转向“不看好”，部分轮胎厂将暂停项目取消。2014 年下半年，山东轮胎投资项目基本为零。

原材料价格下降，轮胎产量增长，收入下降

2011 年 2 月以后，全球天然橡胶价格处于快速下行通道，2014 年，天然橡胶价格处于低位。国际市场方面，天然橡胶（STR20，泰国产）价格从 2013 年 4 季度的 2574 美元/吨下降至 2014 年底的 1520 美元/吨，至 2015 年 3 月底为 1395 美元/吨；国内市场方面，2014 年初，天然橡胶（海南全乳胶 SCRWF）价格为 17500 元/吨，2014 年 10 月下跌至低点 10600 元/吨，至 2015 年 3 月底，价格为 11500 元/吨。生意社数据显示，2014 年 12 月 31 日橡胶指数为 685 点，与年初 777 点相比下滑 92 点，2015 年 3 月 31 日橡胶指数为 605 点，较 2012 年 3 月 31 日最高点 1129 点下降 46.41%。2015 年，预计天然橡胶价格将维持低位。

图 1 天然橡胶价格（单位：元/吨，美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

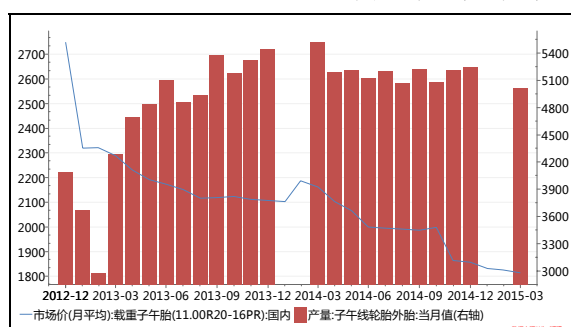
根据中国橡胶工业协会轮胎分会对 46 家主要轮胎企业的统计数据，2014 年，46 家轮胎企业轮胎产量合计 4.024 亿条，同比增长 10.04%，其中子午线胎 3.634 亿条，子午化率达 90.31%，较上年提高 0.81 个百分点

2014 年，46 家轮胎企业中有 31 家生产全钢胎，30 家生产半钢胎，其中 23 家既有全钢胎又有半钢胎生产。全钢胎总产量为 9070 万条，同比增长 4.93%；半钢胎总产量 2.73 亿条，同比增长 13.2%。46 家企业中只有 13 家企业轮胎产量下降，但是销售额下降的企业达 30 家。轮胎产量增幅超过 20% 的有 11 家，其中 3 家增幅超过 100%。轮胎销售额增长 10% 以上的只有 10 家，降幅超过 10% 的有 16 家。

销售方面，由于原材料价格透明度高，受上游原材料天然橡胶价格持续下降影响，加上

市场竞争激烈，轮胎销售价格整体呈现下降趋势。2014 年，半钢胎价格指数从年初的 86.05 下降到年底的 73.3，降幅为 14.8%；载重胎价格指数从年初的 77.74 下降至年底的 67.88，降幅为 12.6%。载重子午胎价格从 2012 年 12 月每条 2749 元下降至 2014 年 12 月每条 1856 元，2015 年 3 月载重子午胎价格每条 1814 元。2015 年，预计轮胎价格将继续探底，轮胎价格仍然维持低位。

图 2 载重子午胎国内市场价及子午线轮胎外胎产量
(单位：元/条，万条)



资料来源：Wind 资讯

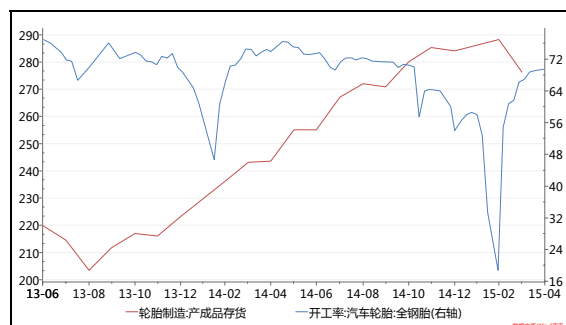
由于轮胎销售价格下降幅度大于产量增幅，轮胎行业整体呈现产量增长而销售收入下降态势。

库存高，开工率不足，利润率下降

受国内市场需求不景气和美国对中国半钢胎“双反”影响，轮胎企业整体库存居于高位。根据中国橡胶工业协会轮胎分会对 46 家主要轮胎企业的统计数据，2014 年，46 家轮胎企业总库存货值高达 182.84 亿元，增长 20.41%。由于轮胎价格下降，预计库存量提高 30% 左右。目前，大多数企业库存量达到企业一个半月至两个月的产量，处于历史高位。其中，库存占销售额 20% 以上的企业有 6 家。

轮胎行业结构性过剩问题明显，2014 年三季度后，轮胎企业开工率创下新低，多数企业开工率低于 60%，小部分企业开工率达到 80%，山东广饶一带的轮胎企业关闭多条生产线。

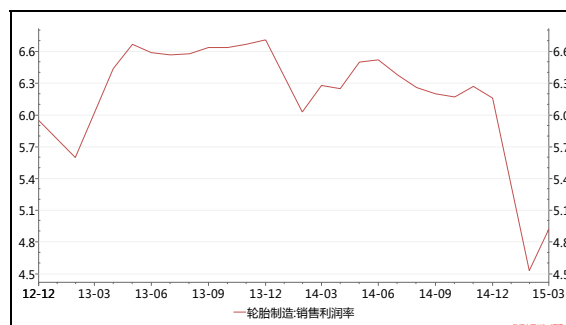
图 3 轮胎产成品存货和全钢胎开工率(单位：亿元，%)



资料来源：Wind 资讯

2014 年，轮胎价格降幅较大，大于橡胶等主要原材料价格降幅，2 月起，轮胎企业销售利润率持续上升，由 6.03% 升至 6 月的 6.52%，达到年内高位，下半年开始，轮胎企业销售利润率开始走低，2014 年底为 6.16%，到 2015 年 3 月底，轮胎企业销售利润率为 4.92%。中国橡胶工业协会轮胎分会 44 家统计企业中，亏损企业 6 家，亏损面达 13.64%。

图 4 轮胎制造销售利润率(单位：%)



资料来源：Wind 资讯

出口量增长，出口交货值下降

根据中国橡胶工业协会轮胎分会对 46 家主要轮胎企业的统计数据，2014 年，33 家出口量增加，13 家下降，轮胎出口量增长 18.17%，其中子午胎增长 17.49%，出口轮胎交货量增长 22.6%，但是出口交货值下降 1.2%。出口量和出口交货值增长不同步主要原因是中国轮胎出口价格降幅较大，估算价格降幅达 15% 以上。出口率方面，按出口量，轮胎出口率（量）为 45.0%，按出口交货值，轮胎出口率（值）为 37.2%。

政策环境变化，产能扩张止步

2014 年 1 月，为化解产能过剩，山东省出

台《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》，对轮胎企业新增产能提出了更高的要求。

2014年6月3日，美国钢铁工人联合会（USW）向美国商务部和美国国际贸易委员会（ITC）提出申请，要求对来自中国的乘用车及轻卡轮胎启动反倾销和反补贴调查，最终美国商务部国际贸易局裁定，相关调查初步截止时间由2014年12月1日推迟至2015年1月20日。作为全球汽车保有量最大的国家，美国50%的轮胎源自进口，也是中国轮胎最主要的海外市场，其进口轮胎约占中国出口轮胎总量的三分之一。中国部分企业为规避“双反”调查，减少国内轮胎投资，部分企业将投资重点放在国外，以减少美国“双反”对出口的影响。

2014年9月17日，工信部发布《轮胎行业准入条件》，并宣布于2014年10月1日起实施。该政策对轮胎企业提出了能耗、资源消耗以及污染物排放等硬指标要求，对规范轮胎行业发展，促进产业整合，淘汰落后产能都将起到积极的作用。

总体看，跟踪期内，受国内宏观经济调控和轮胎行业下滑影响，全行业盈利能力有所下降。山东省各轮胎企业放缓产能扩张步伐，开工率不高。轮胎行业产能政策面逐渐收紧，部分产能转移海外，产品结构亟待调整。2015年，行业内兼并重组或将启动，淘汰落后产能，提高产品附加值，将有助于提升中国轮胎企业整体竞争力。

2. 区域经济环境

广饶县位于黄河三角洲高效生态经济区和山东半岛蓝色经济区的核心区域，全县总面积1138平方公里，辖9个镇街，2个省级经济开发区，人口50万。

2014年，全县实现生产总值758亿元，同比增长12.7%；公共财政预算收入40亿元，增长14.7%。县域综合实力与竞争力持续提升，广饶在全国县域经济基本竞争力百强中8年连续前移46个位次，跃居第47位。

2014年，全县实现规模以上工业主营业务收入4189亿元、增长15.7%，5家企业入围中国企业500强，恒丰集团、兴源集团、金宇轮胎公司、盛泰公司、恒宇集团等6家企业入围2014年度全球轮胎75强。

广饶县已经成为中国唯一的出口轮胎质量安全示范区、全国重要的橡胶子午胎生产基地、全国最大的橡胶轮胎和汽车零部件出口基地、全国最大的摩擦材料研发制造基地、国家火炬计划特色产业基地，被业界誉为中国的“轮胎之都”。自2010年起，广饶连续举办了5届国际橡胶轮胎暨汽车配件展览会，橡胶轮胎及上下游产业的集聚效应初步显现。2014年广饶县48家规模以上企业子午胎产能超过1.5亿条，占全国的1/4。全县橡胶轮胎业完成工业总产值1097亿元，轮胎出口额达到33.24亿元。

总体看，跟踪期内，广饶县经济平稳发展，橡胶轮胎及配套产业集群，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。根据中国橡胶工业协会轮胎分会和美国《橡胶与塑料新闻》公布的相关数据，公司销售额居2014年度全球轮胎75强排行榜第24位，中国内地综合排名第6位。

公司全钢载重子午胎设计产能580万套，为全球轮胎行业中全钢载重子午线轮胎单厂产能第一，2014年，公司全钢胎产量565万套，产能利用率达到97.41%。公司产品已通过ISO/TS16949、ISO9001质量管理体系认证，ISO14001环境管理体系认证，CCC认证，美国DOT认证，欧洲ECE认证，巴西INMETRO认证，印度BIS认证，肯尼亚ITS认证等。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2014年，公司实现营业收入107.64亿元，同比增长2.36%，轮胎收入为公司收入的主要来源。2014年，公司全钢载重子午胎和斜交工程胎合计收入96.65亿元，同比下降3.85%；产品贸易收入主要来自子公司山东兴源国际贸易有限公司，2014年实现收入9.05亿元，较上年大幅增长，主要系子公司2014年新增出口全钢子午工程胎业务所致；公司其他收入主要来自内胎、隔离膜销售、电厂发电等，2014年实现收入1.94亿元。

毛利率方面，受原材料天然橡胶价格下跌

影响，轮胎价格出现下滑，但轮胎价格整体下滑幅度低于天然橡胶，公司全钢载重子午胎和斜交工程胎的毛利率均有所上升，分别为13.65%和18.94%；公司贸易产品主要为全钢载重子午胎、斜交工程胎和外购全钢子午工程胎，因全钢子午工程胎外购成本较低，利润空间较高，拉动贸易板块毛利率大幅增加，2014年为16.89%。受公司全钢载重子午胎和斜交工程胎毛利率上升拉动，公司综合毛利率上升至14.22%。

2015年1~3月，公司实现营业收入23.52亿元，为2014年全年收入的21.85%；全钢载重子午胎和斜交工程胎毛利率保持稳定，分别为14.00%和18.40%，综合毛利率为14.38%。

表1 2012~2015年一季度公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
全钢载重子午胎	837111	81.15	12.7	937159	89.12	11.89	903934	83.98	13.65	197560	83.99	14.00
斜交工程胎	86309	8.37	14.18	67962	6.46	9.84	62536	5.81	18.94	14607	6.21	18.40
产品贸易	13537	1.31	4.00	26894	2.56	4.86	90541	8.41	16.89	19264	8.19	13.23
其他	94633	9.17	16.84	19573	1.86	4.52	19371	1.80	12.80	3782	1.61	14.65
合计	1031590	100.00	13.09	1051588	100.00	11.44	1076382	100.00	14.22	235213	100.00	14.38

资料来源：公司提供

2. 原材料采购、产品生产、产品销售

原材料采购方面，公司生产主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑等，以单条轮胎生产构成看，天然橡胶约占成本的41.64%，合成橡胶约占成本的11.75%，钢帘线约占成本的15.96%，炭黑约占成本的8.30%。从原材料采购情况看，2014年，天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑价格均出现不同程度下降，

其中天然橡胶采购均价下降至14000元/吨，合成橡胶采购均价下降至12200元/吨，公司采购成本下降。同期，为配合产能释放，公司采购规模扩大，天然橡胶和钢帘线采购金额分别为27.02亿元和11.48亿元。

2015年1~3月，公司主要原材料采购均价较上年底继续下降，有利于公司进一步降低成本。

表2 2012-2015 年一季度公司原材料采购情况更新（单位：元/吨、万元）

名称	采购均价				采购金额			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
天然橡胶	21000	17500	14000	13000	171581	291359	270191	67402
合成橡胶	22000	19500	12200	10100	75280	85237	79365	19737
钢帘线	13000	13000	11500	11000	93306	125964	114833	25511
炭黑	5900	6500	6200	6200	48524	67743	71872	18254

资料来源：公司提供

产品生产方面，公司全钢载重子午胎产能维持在580万套/年，斜交工程胎产能由8万套/

年提高至10万套/年。从产能利用率情况看，全钢载重子午胎方面，公司订单量充足，生产线开工情况良好，产能利用率较上年有所提高，为97.41%，全年产量为565万套；斜交工程胎方面，公司产量较上年小幅增长，为6.54万套，产能利用率为65.40%。

2015年1~3月，公司全钢载重子午胎和斜交工程胎产量分别为132万套和1.54万套，产能利用率分别为91.03%和61.60%。

表3 2012~2015年一季度公司轮胎生产情况

(单位: 万套、%)

产品		产能	产量	产能利用率
全钢载重子午胎	2012 年	580	505	87.07
	2013 年	580	546	94.14
	2014 年	580	565	97.41
	2015 年 1-3 月	580	132	91.03
斜交工程胎	2012 年	8	6.69	83.63
	2013 年	8	6.35	79.38
	2014 年	10	6.54	65.40
	2015 年 1-3 月	10	1.54	61.60

资料来源: 公司提供

产品销售方面，公司销售分为国内和国外两个市场。其中，国内市场具体分为维修和配套两个市场，国外市场全部为维修市场。目前维修市场占比约为91.47%，配套市场占比约为8.53%。

国内市场方面，内贸维修市场采用区域代理方式销售，销售网络遍布全国，主要客户包括青岛福泰安轮胎科技有限公司、北京东方世达商贸有限公司和福建省华兴汽车配件有限公司等；内贸配套市场采用直销模式，主要客户包括中国重型汽车集团有限公司、北汽福田汽车股份有限公司北京欧曼重型汽车厂和山东临工工程机械有限公司等。公司轮胎产品主要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较小，但行业结构性产能过剩使得公司面临较为激烈的市场竞争。

国外市场方面，公司轮胎出口主要通过子公司山东兴源国际贸易有限公司。公司在全球140多个国家地区建立了经销商网络，2014年公

司外贸市场实现销售收入19.65亿元，占全部销售收入的18.27%。

表4 2012~2014年公司产品销售情况

(单位: 万套、元、万元)

产品型号	销售数据	2012年	2013年	2014年
12.00R20	销量	123	122	161
	均价(含税)	2120	2010	1780
	销售额	261687	244521	286107
12R22.5	销量	96	95	91
	均价(含税)	1800	1710	1550
	销售额	172691	162615	141308
12.00R24	销量	135	94	88
	均价(含税)	1390	1340	1300
	销售额	187594	125876	114181
10.00R20	销量	39	40	43
	均价(含税)	1540	1570	1550
	销售额	60356	62161	65980
11.00R20	销量	16	33	34
	均价(含税)	1680	1680	1600
	销售额	26369	55389	54347

资料来源: 公司提供

2014年，公司主要产品型号价格均有所下降，全年累计销售全钢载重子午胎565万套，同比增长4.44%，销售斜交工程胎5.21万套。2014年，公司轮胎产品销售额合计96.65亿元。

总体看，跟踪期内，公司产能利用率进一步提升，受原材料价格下跌影响，公司主要产品价格出现下滑，但公司产品市场认可度高，销量保持增长，营业收入持续增加。公司正在实施产品升级计划，提高同等规格产品质量，随着公司产品认可度和市场份额进一步提升，公司产品的竞争力有望增强。

3. 未来发展

受轮胎行业结构性产能过剩影响，公司没有扩产计划，未来公司将在现有生产规模基础上，逐步释放产能，将发展重点转向提高产品质量和产品附加值，以提高产品市场认可度和占有率。从发展战略来看，随着公司与日本横浜橡胶株式会社合作的深入，公司产品技术将大幅提升，产品结构将逐步完善，高端产品将投放市场，为公司创造新的利润增长点。未来，

公司将进一步建立健全全球销售、服务网络，加快产品国际化进程。根据2014年02月14日山东省人民政府印发的《关于贯彻国发【2013】41号文件化解过剩产能的实施意见》（鲁政发【2014】4号），文件明确了公司在山东省轮胎行业内的地位，鼓励公司等主要轮胎制造企业增强核心竞争力，更好发挥行业领头作用。

总体看，公司未来发展前景良好。

八、募集资金使用情况

公司于2014年11月发行短期融资券“14兴源轮胎CP002”，募集资金6亿元，全部用于补充营运资金。截至2015年3月底，公司募集资金已全部使用。

九、财务分析

公司提供的2014年度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意见的审计报告；公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。公司财务报表合并范围较上年未发生变化。

截至2014年底，公司资产总额98.53亿元，所有者权益合计48.18亿元（含少数股东权益8.15亿元）；2014年，公司实现营业收入107.64亿元，利润总额10.68亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额96.75亿元，所有者权益合计49.78亿元（含少数股东权益8.21亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入23.52亿元，利润总额2.13亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入107.64亿元，同比增长2.36%，发生营业成本92.34亿元，同比下降0.85%；2014年，公司实现利润总额10.68亿元，同比增长7.97%。

期间费用方面，2014年公司发生期间费用4.66亿元，较上年变化不大，其中销售费用1.41亿元，同比增长5.79%，财务费用2.14亿元，同

比下降4.07%。

非经常性损益方面，2014年，公司发生资产减值损失-0.25亿元，主要为应收账款和其他应收款坏账准备转回，取得投资收益423.56万元，取得营业外收入347.35万元，主要为政府补助。

从盈利指标看，2014年，受营业成本下降影响，公司营业利润率上升至13.96%；同期，受公司所有者权益增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为11.50%和16.60%，公司整体盈利能力较强。

2015年1~3月，公司实现营业收入23.52亿元，占2014年全年营业收入的21.85%，实现利润总额2.13亿元。同期，公司营业利润率为14.12%。

总体看，跟踪期内，公司产品销售价格降幅低于原材料价格降幅，公司营业收入小幅增长，同时，公司加强成本控制，整体盈利能力较上年有所提升。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年，公司经营活动现金流入量继续保持增长趋势，为124.09亿元，同比增长1.68%，主要系公司业务收入增长，销售商品、提供劳务收到的现金增加所致，公司收到其他与经营活动有关现金1.69亿元，主要为往来款、利息收入及政府补助；同期，公司经营活动现金流出量为115.19亿元，同比增长9.35%，其中支付其他与经营活动有关现金3.75亿元，主要为销售管理类费用和往来款。2014年，公司经营活动产生的现金流量净额为8.90亿元。收入实现质量方面，2014年现金收入比为112.26%，较上年提高1.53个百分点。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流入量为5.62亿元，主要为收回投资收到的现金5.57亿元；同期，公司投资活动现金流出量为11.73亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金3.81亿元，主要为购置机器设备款，投资支付的现金为5.41亿元。2014年，公

司投资活动产生的现金流净额为-6.11亿元。

筹资活动方面，公司以短期筹资活动为主，2014年，公司筹资活动现金流入量为30.96亿元，主要为取得借款收到的现金18.96亿元和发行短期融资券收到的现金12.00亿元；同期，公司筹资活动现金流出量为33.52亿元，主要用于偿还债务。2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.56亿元。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额7.16亿元，投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.30亿元和-6.43亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流稳定，收入实现质量较好。

3. 资本及债务结构

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计48.18亿元，同比增长19.90%，主要系未分配利润增长所致，公司所有者权益中实收资本占比小，为2.49%，未分配利润占71.16%。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计49.78亿元，增长主要来自未分配利润。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益持续增长，未分配利润占比高，所有者权益稳定性弱。

资产

截至2014年底，公司资产总计98.53亿元，同比增长6.37%，其中流动资产占56.02%，非流动资产占43.98%。

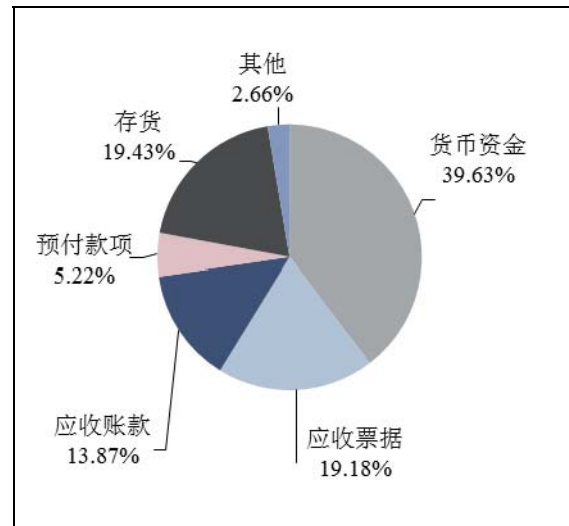
截至2014年底，公司流动资产合计55.19亿元，同比增长4.68%，主要为货币资金、应收票据和存货，分别占比39.63%、19.18%和19.43%，流动资产增长主要来自应收票据和存货。

截至2014年底，公司货币资金为21.87亿元，同比增长1.06%，其中银行存款13.19亿元，其他货币资金8.68亿元。其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金5.68亿元和保证质押理财款3.00亿元，全部为受限资金。

随公司销售收入增加，公司应收票据和应

收账款均较上年有所增长，截至2014年底，公司应收票据10.59亿元，同比增长11.73%，全部为银行承兑汇票；公司应收账款账面价值为7.66亿元，同比增长6.54%，账龄主要为一年以内，占94.42%，坏账准备计提比例为0.28%，应收账款前五名单位占应收账款总额的31.19%。

图5 截至2014年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司存货为10.73亿元，同比增长14.03%，其中原材料占46.11%，库存商品占52.72%，在产品占1.17%，存货增长主要来自原材料，为天然胶、钢帘线和炭黑等，未计提存货跌价准备，公司原材料可能存在存货跌价风险。

截至2014年底，公司非流动资产为43.33亿元，同比增长2.79%，主要为固定资产（占93.37%）。

截至2014年底，公司长期应收款为2.51亿元，主要为公司子公司山东黄河三角洲融资租赁有限公司的应收租赁款。

截至2014年底，公司固定资产合计40.46亿元，同比增长2.79%，其中房屋建筑物占29.59%，机器设备占68.85%。增长主要来自机器设备，系公司为对老旧设备进行更新替换，对原有设备进行升级，促进产能释放所致。

截至2015年3月底，公司资产合计96.75亿元，较上年底基本持平，相关科目变动不大。

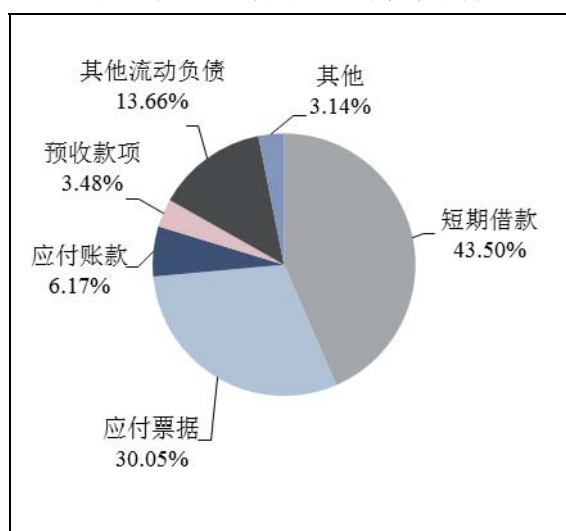
总体看,跟踪期内,公司资产规模稳步增长,货币资金和存货占比较大,经营性应收项目、存货和固定资产有所增长,公司资产流动性较好。

负债

截至2014年底,公司负债合计50.35亿元,同比下降3.99%,其中流动负债占95.31%,非流动负债占4.69%。

截至2014年底,公司流动负债合计47.99亿元,同比下降1.68%,主要为短期借款(占43.50%)、应付票据(占30.05%)和其他流动负债(占13.66%)。

图6 截至2014年底公司流动负债结构



资料来源:公司审计报告

截至2014年底,公司短期借款为18.96亿元,同比下降20.12%,主要系公司调整债务结构所致,其中保证借款占81.44%。

截至2014年底,公司应付票据为11.35亿元,同比下降17.15%,全部为银行承兑汇票。

截至2014年底,公司应付账款为2.40亿元,同比增长23.48%,主要系公司产能释放,原材料需求增加,为节约财务成本,对外结算方式采用信用证等结算方式,故应付账款增加。

截至2014年底,公司其他流动负责12.45亿元,同比增长96.44%,主要为公司发行的短期融资券12.00亿元和预提借款利息。

截至2014年底,公司非流动负债合计2.36

亿元,同比下降35.05%,全部为长期借款。

有息债务方面,公司债务主要为短期债务,截至2014年底,公司全部债务44.67亿元,同比下降5.71%,其中短期债务42.31亿元(占94.71%),长期债务2.36亿元(占5.29%)。受公司全部债务下降影响,公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别下降为4.67%和48.11%,资产负债率下降为51.10%。

截至2015年3月底,公司负债合计46.97亿元,较上年底下降6.70%,公司短期借款、应付票据和应付账款均有增加,公司发行的6亿元短期融资券“14兴源轮胎CP001”于2015年2月14日到期,其他流动负债较上年底下降50.73%,为6.14亿元。公司全部债务下降为41.09亿元,长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别下降为3.96%、45.22%和48.55%。

总体看,跟踪期内,公司债务规模有所下降,短期债务占比大,债务结构有待改善,公司整体债务负担适宜。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面,截至2014年底,公司流动比率和速动比率分别为115.02%和92.67%,分别较2013年底增长6.99和3.91个百分点;2014年公司经营现金流流动负债比率为18.55%。截至2015年3月底,公司流动比率和速动比率分别为119.81%和95.70%。总体看,跟踪期内,公司流动资产中经营性应收项目及存货占比较大,流动负债规模有所下降,公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面,2014年公司EBITDA为16.17亿元,EBITDA利息倍数为6.03倍,EBITDA对利息的覆盖能力较上年有所上升;全部债务/EBITDA倍数由2013年3.12倍下降为2.76倍。总体看,跟踪期内,公司整体偿债能力有所提升。

2014年,公司现金类资产(剔除受限资金)、经营活动现金流入量和经营活动现金净流

量分别为 23.79 亿元、124.09 亿元和 8.90 亿元，对“14 兴源轮胎 CP002”的覆盖倍数分别为 3.96 倍、20.68 倍和 1.48 倍。公司现金类资产（剔除受限资金）和经营活动现金流入量对“14 兴源轮胎 CP002”保障程度较高。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额为 18.40 亿元，担保期限为 1 年，主要担保企业为广饶当地轮胎企业，被担保企业目前运营情况良好，公司担保比率为 36.96%。公司对外担保比率高，行业较为集中，存在一定或有负债风险。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 68.28 亿元，其中未使用的额度 39.76 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据企业提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10370523000041301），截至 2015 年 5 月 5 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，已还清债务中存在一笔关注类贷款，根据中国农业发展银行股份有限公司广饶县支行出具的说明，系由该行系统故障造成，公司过往债务履约情况良好。

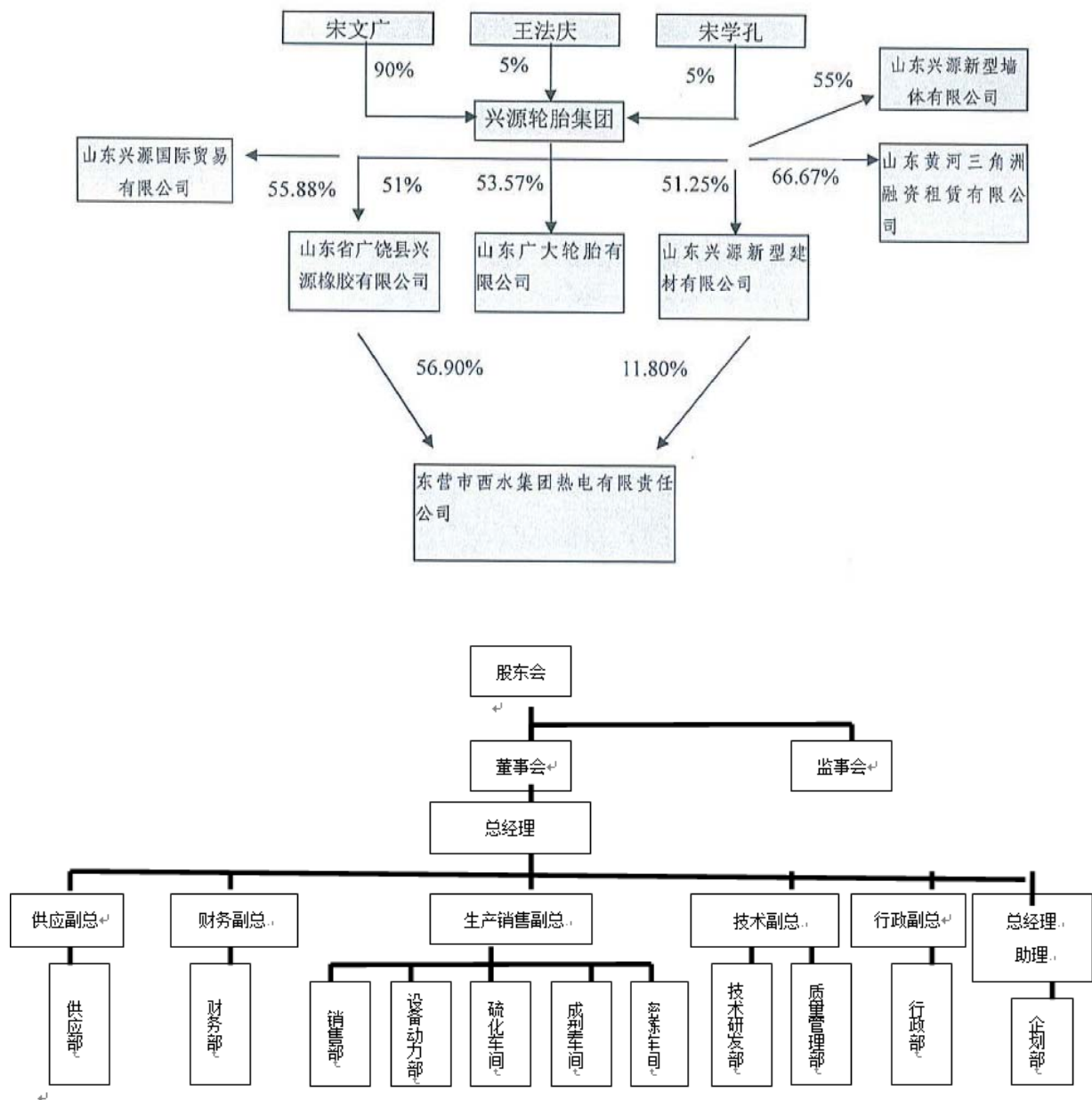
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及公司未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信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“14 兴源轮胎 CP002”的信用等级为 A-1。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.25	31.12	32.46	32.20
资产总额(亿元)	74.62	92.62	98.53	96.75
所有者权益(亿元)	38.96	40.18	48.18	49.78
短期债务(亿元)	30.56	43.77	42.31	39.04
长期债务(亿元)	3.92	3.61	2.36	2.05
全部债务(亿元)	34.48	47.38	44.67	41.09
营业收入(亿元)	103.16	105.16	107.64	23.52
利润总额(亿元)	9.09	9.89	10.68	2.13
EBITDA(亿元)	13.64	15.18	16.17	--
经营性净现金流(亿元)	6.77	16.70	8.90	7.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.94	7.47	6.17	--
存货周转次数(次)	18.68	9.80	9.17	--
总资产周转次数(次)	2.76	1.26	1.13	--
现金收入比(%)	107.31	110.73	112.26	
营业利润率(%)	12.95	11.12	13.96	14.12
总资本收益率(%)	11.59	11.74	11.50	--
净资产收益率(%)	17.51	18.98	16.60	--
长期债务资本化比率(%)	9.14	8.23	4.67	3.96
全部债务资本化比率(%)	46.95	54.11	48.11	45.22
资产负债率(%)	47.79	56.62	51.10	48.55
流动比率(%)	130.13	108.03	115.02	119.81
速动比率(%)	99.89	88.75	92.67	95.70
经营现金流动负债比(%)	21.32	34.22	18.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.06	5.72	6.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.53	3.12	2.76	--

注：公司 2015 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/营业收入×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