

信用等级公告

联合[2017]142号

兴源轮胎集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对兴源轮胎集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：

二零一七年 三月 三日

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

公开发行 2017 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：本次债券不超过 20 亿元（含 20 亿元），分期发行；其中第一期基础发行规模 2 亿元，可超额配售不超过 4 亿元（含 4 亿元）

债券期限：不超过 4 年（2+2）

还本付息方式：每年付息一次，到期还本

评级时间：2017 年 3 月 3 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	92.62	98.53	102.59	100.13
所有者权益（亿元）	40.18	48.18	56.20	57.52
长期债务（亿元）	3.61	2.36	1.18	0.00
全部债务（亿元）	41.04	32.67	41.99	37.42
营业收入（亿元）	105.16	107.64	107.92	86.90
净利润（亿元）	7.62	8.00	8.02	8.04
EBITDA（亿元）	15.18	16.17	17.39	--
经营性净现金流（亿元）	16.70	8.90	16.60	6.29
营业利润率（%）	11.12	13.96	14.42	12.09
净资产收益率（%）	19.27	18.10	15.37	14.13
资产负债率（%）	56.62	51.10	45.22	42.55
全部债务资本化比率（%）	50.53	40.41	42.76	39.42
流动比率（倍）	1.08	1.15	1.34	1.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.37	0.49	0.41	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.72	6.03	6.16	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.76	0.81	0.87	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.53	2.69	2.90	--

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、2013 年的相关指标如涉及年初和年末的加权平均值，则均已考虑 2012 年相关财务数据。4、2015 年其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务。5、2016 年 3 季度数据未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对兴源轮胎集团有限公司（以下简称“公司”或“兴源集团”）的评级反映了公司作为国内大型轮胎生产企业之一，具备较强的上下游渠道优势。公司以生产全钢载重子午胎为主，产能规模行业内领先，产品种类齐全且质量高，技术及研发实力不断提升，行业内竞争优势显著。近年来，公司订单量充足，盈利水平较高、经营现金流状况较佳、债务负担适中。同时，联合评级也关注到国内轮胎行业产能过剩及出口贸易壁垒较多、产品价格下跌、存货规模大且存在一定的跌价风险、短期债务占比较高、对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将引进技术团队，加快轮胎产品转型升级，提升产品附加值和技术含量，公司经营状况将保持良好联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司主要轮胎产品全钢载重子午胎已形成年产 580 万套的生产能力，其单厂产能位居全球轮胎行业第一，且产能利用率较高；公司全钢子午胎订单量充足，销售情况良好。

2. 公司拥有“华鲁”等五大主导品牌，市场知名度高；同时具备完整的产品系列，已开发出多种花色品种的轮胎产品，且产品已通过多国技术标准认证，整体质量较高。

3. 公司位于我国最大的轮胎生产和出口聚集地广饶县，上下游产业集聚效应明显，为公司业务发展带来一定的渠道和成本优势。

4. 近年来，公司盈利水平较高、经营现

金流状况较佳、债务负担适中。

关注

1. 在宏观经济减速的大背景下，轮胎行业整体产能结构性过剩，中低端产品竞争激烈，加之轮胎出口贸易壁垒增多，轮胎行业下行，轮胎生产企业未来经营状况和盈利能力面临挑战。

2. 受轮胎行业整体需求不振，以及产品价格下降的影响，公司主要轮胎产品产销量有所波动。

3. 公司应收账款逐年增长，对资金形成较大占用；存货规模大，存在一定的跌价风险。

4. 公司短期债务占比较高，短期支付压力大，债务结构有待优化。

5. 公司对外担保规模大，若被担保公司出现违约情况，公司将面临较大的代偿风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

侯玲玲

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个自然人股东于2003年1月共同发起设立，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，王法庆股权转让给宋文广，截至2016年9月底，宋文广出资11,400.00万元，股权占比95.00%；宋学孔出资600万元，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9月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（国家限制和禁止的除外，涉及需经法律法规审批的凭许可证经营）。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（见附件1）。截至2016年9月底，公司拥有6家一级子公司，拥有在职员工4,400名。

截至2015年底，公司合并资产总额102.59亿元，负债总额46.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.20亿元，其中归属于母公司所有者权益合计47.82亿元。2015年，公司实现合并营业收入107.92亿元，净利润（含少数股东损益）8.02亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计7.79亿元；经营活动产生的现金流量净额16.60亿元，现金及现金等价物净增加额1.51亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额100.13亿元，负债合计42.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.52亿元，其中归属于母公司所有者权益合计55.56亿元。2016年1~9月，公司实现营业收入86.90亿元，净利润（含少数股东损益）8.04亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计7.75亿元；经营活动现金流量净额为6.29亿元，现金及现金等价物净增加额2.98亿元。

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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“兴源轮胎集团有限公司公开发行2017年公司债券”，发行规模为不超过人民币20亿元（含20亿元），采用分期发行方式；第一期基础发行规模2亿元，可超额配售不超过4亿元（含4亿元），本期债券名称为“兴源轮胎集团有限公司公开发行2017年公司债券（第一期）”。本次债券采取面向合格投资者公开发行的方式发行，发行期限为4年期债券，附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券的具体品种、各品种的期限和发行规模将由公司和主承销商根据市场情况确定。本次债券为固定利率债券，票面年利率将根据发行时询价结果，由公司与承销商按照国家有关规定共同协商确定。本次债券按年付息、不计复利、到期一次还本。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于偿还银行贷款及补充公司流动资金。

三、行业分析

公司主要从事全钢载重子午线轮胎的生产和销售，属于轮胎制造行业。

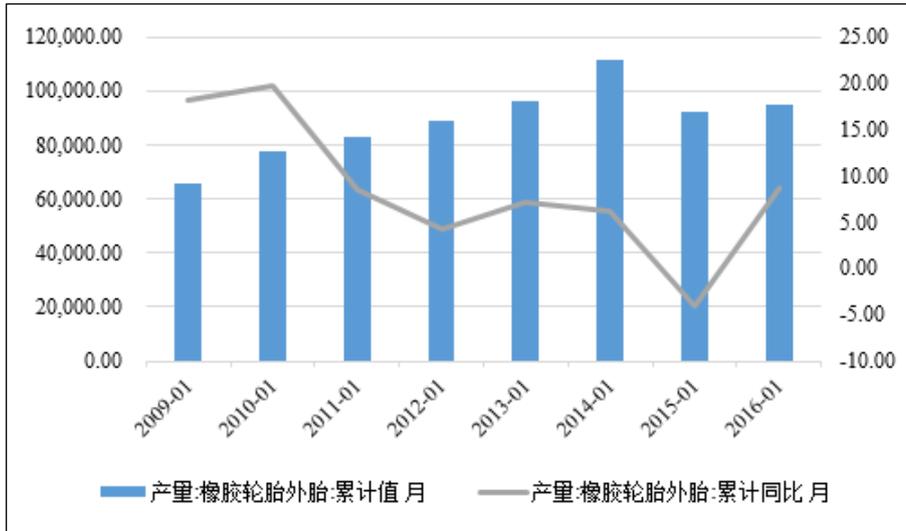
1. 轮胎行业概况

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。

由于中国路况与发达国家差异大、载重卡车超载等因素，国内轮胎企业在全钢载重子午胎方面具有相对优势地位，国外生产厂商未选择全钢载重子午胎细分市场发展，而是集中于轿车和轻型卡车方向的半钢子午轮胎市场。随着中国乘用车产销量增长，国内轮胎企业扩大半钢子午胎投资力度，并与国外厂商展开竞争。中国轮胎子午化率不断提高，据中国橡胶工业协会轮胎分会对 42 家主要轮胎企业统计，2015 年主要轮胎企业完成子午线轮胎产量 3.18 亿条，子午化率 90.17%，同比基本持平，但目前欧美、日本等发达国家轿车轮胎的子午化率已达 100%，载重轮胎子午化率已达 90% 以上，我国轮胎子午化率仍低于国外发达国家水平。

2013 年中国轮胎市场先抑后扬，上半年轮胎销售形势不佳，但由于美国经济增长，欧洲市场缓慢复苏，中国汽车行业发展，橡胶价格低位震荡，国内轮胎市场从下半年开始形势有所好转，全国累计生产橡胶轮胎外胎 9.65 亿条，同比增长 7.18%，出口量、利润等指标均保持两位数增长。2014 年，轮胎行业呈现产量增势不减、价格节节走跌态势，对出口市场依赖度仍居高不下，行业增速略有放缓，全国橡胶轮胎外胎累计生产 11.14 亿条，同比增长 6.26%，增速同比下降 0.92 个百分点。2015 年轮胎行业受美国“双反”、下游汽车行业销量增速下降导致的国内轮胎需求减速及国家整体去产能等因素的影响，经济运行数据全面下降，行业转型升级明显加速，行业整合成为主要趋势，轮胎盲目投资得到控制。根据发改委发布的 2015 年石油化工业运行情况，轮胎行业实现产量 9.25 亿条，同比下降 4.0%。2016 年以来，美国“双反”对国内轮胎行业冲击逐渐减弱，行业内优势企业依托资金优势等逆势扩张，伴随国内经济逐步趋稳，轮胎开工率稳步提升，另一方面，原材料价格触底反弹，在一定程度上改变市场预期，强化轮胎经销商补库存需求，2016 年 1~5 月，国内橡胶轮胎外胎累计产量 3.76 亿条，累计同比增长 8.40%，行业由底部有所回暖。整体上，中国轮胎行业产量呈波动增长态势，但 2014 年以来，受宏观经济环境及国外进出口政策影响，增速放缓，2015 年出现负增长。

图1 2009年以来我国国内橡胶轮胎外胎产量及同比增速情况（单位：万条、%）

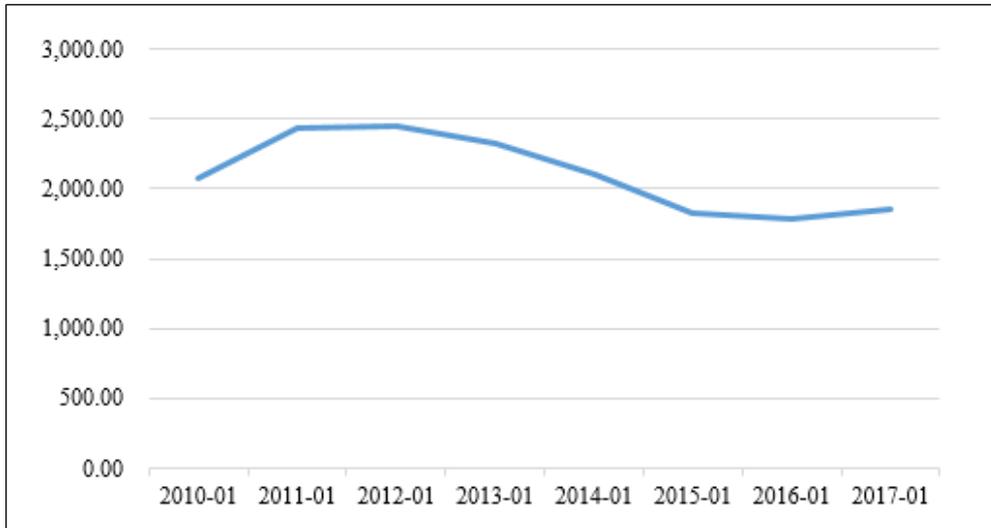


资料来源：wind 资讯

出口方面，中国轮胎年产量的40%左右用于出口，对出口依赖较大。其中，美国作为全国汽车保有量最大的国家，50%的轮胎源自进口，是中国轮胎最大的出口市场，约占中国出口轮胎总量的三分之一。欧盟是继美国后中国轮胎企业第二大海外出口市场，除欧盟以外，中国轮胎也销往越南、哥伦比亚、印度、阿根廷、埃及、巴西等新兴市场。2010年以来，我国轮胎制造出口交货值保持增长，由2010年的605.63亿元增长到2014年的1,196.87亿元，但受出口价格下降影响，增速逐步放缓。2015年8月5日，美国商务部发布对华乘用车及轻卡轮胎反倾销和反补贴税令，并于8月10日正式生效，该项裁决对中国轮胎行业影响巨大。此外，2015年11月24日，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14.79%~35.35%的反倾销税，为期5年，进一步影响了我国轮胎行业的出口及整体发展，据海关最新数据显示，2015年我国新的充气橡胶轮胎出口4.45亿条，同比下降6.6%。42家主要轮胎企业2015年出口量1.55亿条，下降8.72%；出口交货值554.8亿美元，下降15.81%，我国轮胎行业首次出现两项出口指标双降情况。42家主要轮胎企业出口量占其轮胎生产总量的43.80%，出口交货值占总销售收入的36.10%，我国轮胎出口比重仍相对较大。

产品价格方面，以载重子午胎（11.00R20-16PR）国内价格为例，受需求端市场变化导致的产量波动影响，2010年以来载重子午胎价格有所波动，并分别于2010年上半年及2012年底、2013年初出现两波急速增长和回落。2013年以来，载重子午胎价格受下游重型卡车等需求和国外进出口政策影响，载重子午胎价格持续下跌至2010年以来历史低位，2016年9月平均价格达到1,814.00元/条，并维持低位运行。

图2 2010年以来国内载重子午胎月均市场价情况（单位：元/条）



资料来源：wind 资讯

总体看，轮胎产业作为汽车产业的主要配套产业之一，对出口依赖较大，2014年以来，受宏观经济环境及国外进出口政策影响，增速放缓，2015年出现负增长。产品价格主要受到下游需求影响及产量影响，2013年以来载重子午胎价格持续下跌至历史低位。

2. 上游原材料供应

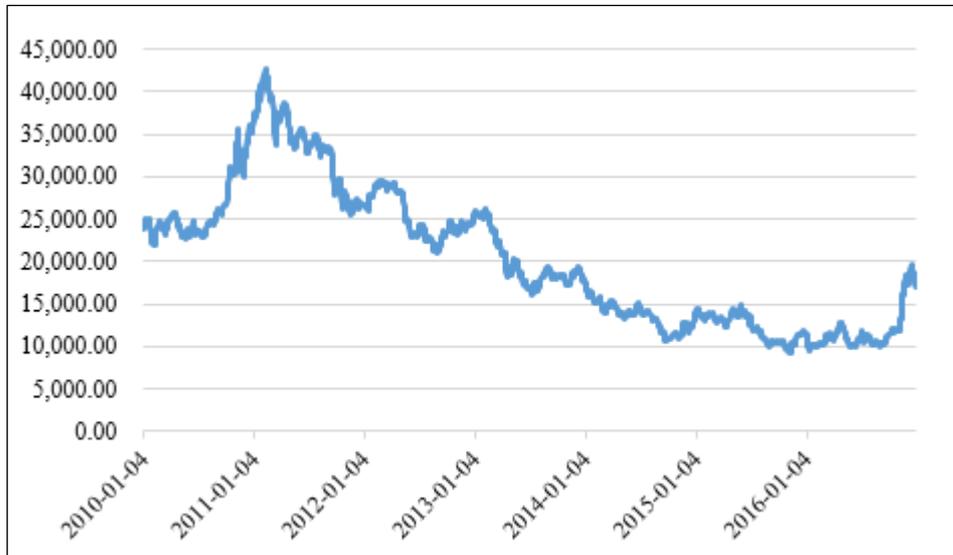
轮胎的主要原材料为橡胶，包括天然橡胶和合成橡胶。其中天然橡胶在轮胎弹性、抗冲压、抗撕裂、耐磨等方面的性能更加突出，而合成橡胶生产不受地域限制、短期内可大规模生产，耐酸碱、高低温下物理性质的稳定性等方面优于天然橡胶，两者具备一定的替代性，可根据产品价格和轮胎特性调整配比，但目前尚未实现大幅度替代，天然橡胶和合成橡胶协调发展、互为补充。此外，钢材也为轮胎的重要原材料。

天然橡胶是典型的资源约束性产业，受地域限制，主要产地集中在东南亚和非洲部分地区。中国天然橡胶产量尚不能满足国内需求，天然橡胶对外依存度较高。根据国家海关总署的数据，中国天然橡胶进口数量保持增长，近三年分别为247万吨、261万吨和274万吨，是全球最大的天然橡胶进口国，其中，主要从泰国、印度尼西亚和马来西亚三大天然橡胶主产国进口。近几年国内天然橡胶产地主要分布于海南、云南和广东，产量规模在70万吨到90万吨之间，整体规模不大。

天然橡胶在轮胎产品成本中占比达40%左右，其价格对轮胎制造企业生产成本影响较大。2010年以来，在全球各国经济刺激政策下，天然橡胶价格呈现上涨趋势，并在2011年2月达到最高点，在4万元/吨高位徘徊，一度给企业生产造成了巨大的压力。但随后价格逐步震荡下跌，年底跌到3万元/吨左右。2012年，受整体经济增长放缓、下游需求减少以及天然橡胶产量上涨影响，橡胶价格依然呈现震荡下跌趋势。进入2013年，橡胶价格进一步下降，以国产标准胶（SCRWF）上海市平均价格为例，12月份为18,471元/吨。2014年，天然橡胶价格继续下滑，从年初的18,000元/吨下降至10月初的11,000元/吨左右，10月份以后天然橡胶价格有所反弹，年底达到13,870.00元/吨左右。2015年上半年天然橡胶价格在13,000.00元/吨左右的水平上下波动，总体较为平稳，国内商品市场反弹气氛良好，全钢轮胎厂家表现相对稳定，个别厂家在新资金分配的提振下扩大了开工规模，7月份开始受国际原油市场价格暴跌、国内股市大幅下挫和国内轮胎产销量下降等

多方面因素影响，天然橡胶价格快速下跌，并维持在 2010 年以来历史低位震荡，2016 年 9 月底天然橡胶价格达到 11,250.00 元/吨左右，10 月份起国内天然橡胶价格有一定幅度提升。

图 3 2010 年以来天然橡胶期货结算价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

合成橡胶方面，由于早期合成橡胶利润较高，造成该行业投资骤增，产能增长较快，“十二五”期间中国在建和计划的合成橡胶投资项目有数十个，总能力达 350 万吨以上，加上“十一五”全行业 282 万吨的产能，2015 年中国合成橡胶装置总能力约为 640 万吨以上。其中，中石化和中石油的合成橡胶装置能力（包括合资的关联企业）分别为 215 万吨和 133 万吨，地方和民营企业装置能力 190 万吨，外资台资企业装置能力 107 万吨。由于产能过剩，各企业的开工率较低且持续下降，市场竞争较为激烈，近三年国内合成橡胶产量分别为 408.97 万吨、532.39 万吨和 516.60 万吨，2015 年产量开始下降。合成橡胶价格自 2011 年下半年以来市场价格不断走低，2013 年下跌局势更加恶化，三大胶种全线低迷运行，其全年价格走势均低于过去两年的同期水平。2014 年合成橡胶主要品种价格整体呈下降趋势，以被广泛用于轮胎生产的丁苯橡胶为例，价格由年初的 13,100 元/吨下降至年底 9,900 元/吨。2015 年以来，合成橡胶主要品种价格小幅回升后继续下跌，其中丁苯橡胶价格年底达到 8,800 元/吨左右，2016 年以来产品价格有所回升，2016 年 5 月初丁苯橡胶价格上涨至 12,600 元/吨后开始回落，上半年总体价格高于上年水平，但仍处 2010 年以来低位。

钢材方面，2012 年以来中国钢铁行业饱受产能过剩、产业集中度低、行业无序竞争等问题的困扰，钢铁行业逐步进入周期性低谷，钢材价格持续下跌。进入 2015 年，国内经济增长步伐进一步放缓，下游需求不振导致钢材价格继续大幅下跌，钢铁企业呈现大面积亏损，粗钢产量近二十年来首次出现负增长，钢铁行业形势异常严峻。截至 2015 年底，Wind 资讯数据显示，钢材价格综合指数为 55.35 点，与上年同期相比下降 28.69 点，降幅 34.14%。从全年看，各月指数均低于上年同期，2015 年各月钢材价格指数平均值为 66.11 点，同比下降 25.18 点，降幅为 27.58%。2015 年，长材价格下跌超过 800 元/吨，板带材及管材价格下跌超过 1,000 元/吨。2016 年以来，钢材价格由低谷呈现持续回升态势，2016 年 4 月钢材价格指数达到 78.42 点，同比上升 5.99%，2016 年 5 月钢材价格指数有所回落，达到 75.65 点，整体仍处于 2012 年以来的较低水平。

总体看，天然橡胶、合成橡胶和钢材等原材料价格整体呈现下跌趋势，但价格受方面因素影

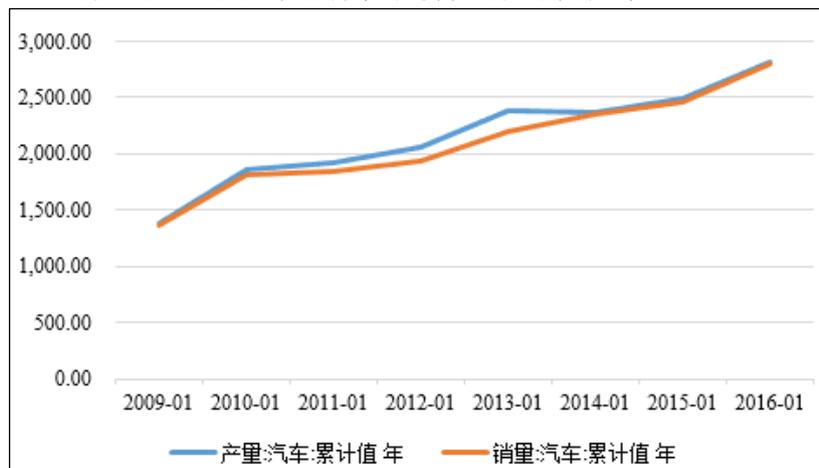
响呈现较大幅度波动，对轮胎制造企业的成本控制形成一定的挑战。

3. 下游行业需求

橡胶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。

根据中国汽车工业协会统计，2011~2013年，中国汽车产量和销量持续增长，年均复合增长9.58%和9.00%，2013年中国汽车产量和销量分别达到2,211.68万辆和2,198.41万辆，同比分别增长14.76%和13.87%，增速较快。2014年，中国汽车产销规模分别为2,372.29万辆和2,349.19万辆，同比分别增长7.26%和6.86%，行业增速有所放缓。2015年中国汽车产量和销量分别为2,450.33万辆和2,459.76万辆，同比分别增长3.25%和4.68%，增速进一步下降。货车市场方面，2010年以来我国货车产销量呈不断下降态势，2014年，国内整体载货车（含整车、底盘、牵引车）累计产销量分别为319.59万辆和318.44万辆，产销量同比分别下降7.86%和8.92%，2015年国内货车（含非完整车辆、半挂牵引车）累计产销量分别为283.30万辆和285.59万辆，产销量同比分别下降11.35%和10.32%，跌幅进一步扩大。受宏观经济环境影响和铁路交通的发展，近年来公路交通运输需求下降，直接导致了乘用车市场产销量增速的放缓，而货车市场受制于排放升级以及房地产等制造业需求的减弱，也持续呈现下滑态势。

图4 2009~2016年12月中国汽车产销量走势图（单位：万辆）



资料来源：wind 资讯

从替换市场来看，随着汽车产业由微增长到低速增长，产销量不断提升，轮胎配套需求将会有所增加。从替换市场来看，汽车保有量在2009年之后大幅增加，经过2~3年之后将进入轮胎替换的高峰期。截至2015年底，全国机动车保有量达2.79亿辆，其中汽车1.72亿辆，2015年新注册登记的汽车达0.24亿辆，保有量净增0.18亿辆，均为历史最高水平，汽车存量市场规模较大。载货汽车方面，截至2015年底全国拥有载货汽车1,389.19万辆、10,366.50万吨位，比上年末分别减少4.4%和增长0.7%；其中重型卡车市场保有量约在560万辆。随着中国经济增速的小幅回升，汽车保有量将不断增加，公路货运量、客运量以及公路货物周转量都会大大上升，这些因素都将拉动替换市场需求。

总体看，我国机动车保有量较高，货车市场方面，受制于排放升级及制造业需求减弱等因素，产销量均有所下滑，保有量也有所下降。我国汽车行业产销量增速虽有所下降，但考虑到未来客

车、货车周转量较大，轮胎配套市场和存量市场下游需求量仍呈刚性。

4. 行业竞争

从全球轮胎业发展看，三大梯队的市场层次已较为明显。从 2015 年全球各大轮胎企业的销售收入看，超过 160 亿美元的普利司通、米其林和固特异牢牢把握了全球轮胎行业的领先地位，形成了行业第一梯队；大陆集团、倍耐力、住友橡胶工业、韩泰等年销售收入在 50~120 亿美元之间的企业形成了第二梯队；年销售收入在 10~50 亿美元的大型轮胎企业包含优科豪马、正新橡胶（台湾）、中策橡胶集团、佳通轮胎、固铂轮胎橡胶、三角集团、山东玲珑轮胎、山东恒丰橡胶、双钱轮胎、赛轮金宇、兴源轮胎、风神轮胎等，形成了全球轮胎业的第三梯队，其中中国内地轮胎企业仅 5 家，多数国内轮胎企业尚未取得进入第三梯队。根据 2015 年全球轮胎 75 强排行榜的统计数据，2014 年日本轮胎业销售收入合计约为 406.25 亿美元，约占全球轮胎市场的 22.58%，中国内地轮胎业销售收入合计 261.08 亿美元，约占全球轮胎市场的 14.51%。我国轮胎行业企业在全世界市场占有率方面仍较发达国家有一定差距。

从国内轮胎行业竞争情况看，行业经验表明，随着生产规模的不断扩大，规模效益的体现，企业的盈利能力将逐步上升。从半钢胎市场来看，杭州中策、山东玲珑、三角集团等国内知名轮胎企业产能居前，内销占其总产量 50%~60%，多以配套、替换长安、铃木、东风、昌河、比亚迪等中低端轿车为主。而合资、外资企业，如米其林、普利司通、固特异、佳通、韩泰等，内销占其总产量的 60%~80%，主要配套、替换宝马、奥迪、奔驰、大众、别克等中高档汽车。

山东省是国内轮胎产业第一大省，产量占全国轮胎总产量的一半以上。根据山东省橡胶行业协会的数据，2015 年山东省子午线轮胎生产企业 37 家，包括山东玲珑、三角集团、山东恒丰、华勤集团、赛轮金宇等，受轮胎行业整体下行及行业加速整合淘汰影响较上年减少 4 家，共生产子午线轮胎 2.59 亿条，虽同比下降 8.06%，但在全国轮胎总产量中占比 50.28%。其中，全钢子午胎生产企业共 31 家，产量 0.61 亿条，同比下降 11.01%，占全国全钢子午胎产量的 55.21%。2015 年，中国大陆 29 家企业进入世界轮胎 75 强排行榜，其中，山东企业 17 家，占大陆企业上榜数量的 58.6%。

根据中国橡胶网的统计，2015 年中国轮胎销售收入前十名的企业合计实现主营业务收入 1,370.35 亿元，如下表所示。

表2 2015年中国橡胶工业百强企业前十名（亿元）

名次	公司名称	主营业务收入
1	中策橡胶集团有限公司	232.82
2	厦门正新橡胶工业有限公司	184.70
3	三角集团有限公司	175.00
4	双钱集团股份有限公司	151.04
5	佳通轮胎（中国）投资有限公司	150.05
6	兴源轮胎集团有限公司	110.42
7	赛轮股份有限公司	108.11
8	山东玲珑轮胎股份有限公司	102.00
9	风神轮胎股份有限公司	81.40
10	盛泰集团有限公司	74.81

资料来源：中国橡胶工业协会

近年来在国内轮胎行业产能过剩，竞争日趋激烈的大环境下，轮胎企业面临兼并整合的趋势。

2015年3月，中国化工集团通过旗下中国化工橡胶有限公司收购全球排名第五的意大利倍耐力轮胎公司，并于2015年10月顺利完成收购，拟将其与下属风神轮胎股份有限公司卡客车轮胎业务整合；2015年2月及10月，山东德瑞宝轮胎有限公司和北京首创轮胎有限责任公司先后宣布破产重组；2016年1月，固铂轮胎橡胶公司宣布收购青岛格锐达橡胶有限公司多数股权；2016年1月青岛双星股份有限公司与山东恒宇科技有限公司战略合作成立青岛星恒轮胎有限公司。轮胎行业整合进一步加快。

总体看，轮胎行业内外资及合资企业市场竞争力强，我国轮胎产品目前仍以中低端市场为主。山东省是轮胎生产大省，虽受到市场环境的影响产量有所下滑，行业整合加剧，但轮胎企业数量及轮胎产量仍占全国总量的一般以上。

5. 行业政策

子午胎是国家重点支持和发展的产业。国家先后出台了一系列优惠政策扶持国内轮胎企业发展全钢子午轮胎，淘汰落后的斜胶轮胎产品。

2014年9月17日，工业和信息化部正式发布了《轮胎行业准入条件》(2014年第58号文件)，重点强调了节能环保，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；鼓励发展节能、环保、安全的绿色轮胎；鼓励新建、改扩建轮胎项目采用自主知识产权技术；规定了轮胎产品质量必须符合相关标准等。目前工信部正在制定准入条件的公告管理办法，并将对轮胎企业进行公告管理。该政策的发布，将对轮胎行业淘汰落后产能、规范行业发展起到较好的推动作用。《轮胎行业准入条件》于2014年10月1日正式实施。

2014年11月，财政部、国家税务总局下发《关于调整消费税政策的通知》(财税[2014]93号)，取消汽车轮胎税目，自2014年12月1日起执行。

2015年10月中橡协发布的《橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》再次提出“淘汰落后产能，限制低水平重复投入，提高产业集中度和企业竞争力”，力争在“十三五”末(2020年)实现橡胶工业强国初级阶段的目标。

出口政策方面，2016年2月19日，美国商务部开始对中国生产进口的卡车轮胎进行反倾销和反补贴调查。2016年8月29日，发布初裁声明，认定中国运输美国卡客车轮胎产品存在反倾销行为。2016年10月7日，美国商务部发布对话卡客车轮胎反倾销初裁税率修正结果，初步计算反倾销税率为30.36%，反补贴税率为17.06%-23.38%。此次终裁结果反倾销税率较初裁结果有所降低，而反补贴幅度较初裁翻倍。虽然“双反”导致出口美国全钢胎大幅下滑26.4%，但是国内卡客车胎总出口仍保持6.7%的稳定增长。

地方政府政策方面，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。该意见提出未来五年保持轮胎行业产能基本稳定，并将轮胎行业产能利用率提升至80%以上；轮胎子午化率达到90%以上；大力开发巨型工程子午线轮胎、雪地胎、节油轮胎、补气保用轮胎等特种产品和高端产品；培植壮大龙头企业，推进企业兼并重组，鼓励三角、玲珑、金宇、恒丰、兴源等轮胎企业发挥行业引领作用；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。

总体看，子午胎行业为国家重点支持和发展的产业，政府先后出台一系列政策缓解国内轮胎结构性产能过剩的现状，并从新增产能、节能环保等方面限制和淘汰落后产能，鼓励行业兼并重组。但美国等主要轮胎出口国对华的“双反”政策对我国轮胎行业的发展造成了一定负面影响。

6. 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。2010年9月，欧盟宣布计划对中国出口轮胎征收22.3%的关税，期限5年。2012年3月，墨西哥部分企业提交申请，要求对山东省出口该国的轮胎企业进行反倾销调查；7月，泰国决定，对原产于中国的摩托车内胎产品征收反倾销税，为期4个月；2012年11月1日欧盟开始执行轮胎标签法案；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；美国时间2017年1月23日，美国商务部公布了反倾销和反补贴终裁结果，并征收反倾销税率。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) 轮胎行业库存高企，结构性产能过剩问题凸显，开工率较低

受国内市场需求不景气和美国等国家对中国“双反”政策影响，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2015年对42家主要轮胎企业的统计，其存货值高达157.4亿元，占总销售收入的10.2%，虽同比有所下降，但考虑到轮胎价格下降因素，轮胎库存量与上年基本持平，大部分企业库存量达到企业一个多月的产量水平。轮胎行业结构性产能过剩问题凸显，企业开工率维持较低水平，2015年上半年行业平均开工率在60%左右，部分中小企业被迫退出市场。

(4) 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。

7. 未来发展

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REACH¹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

¹REACH即REGULATION concerning the Registration, Evaluation, 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》。

在基础建设投资的拉动下，预计将有所增长。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司以轮胎为主业，同时涉及进出口贸易、建材加工销售、蒸汽销售、发电供热、融资租赁等多个经营板块；经过十余年的发展，公司已成为了国内轮胎制造行业的领军企业，轮胎销售网络遍布全国，同时出口至中东、非洲、欧洲、澳大利亚、东南亚、拉丁美洲等国家和地区；2015年公司销售收入达到107.92亿元。在2015年全球轮胎75强排行榜中，公司以14.08亿美元的收入排名第25位，同时在中国橡胶工业协会发布的2015年中国橡胶工业百强企业名单中排名第6位，综合实力较强。

公司已形成年产580万套全钢载重子午胎、10万套斜交工程胎的生产能力，其中全钢载重子午胎生产能力位居全球轮胎行业单厂产能第一。公司已具备较为完整的产品系列，截至2016年9月底，公司已开发出9大系列，44种规格、1,000多个花色品种的全钢载重子午胎和斜交工程胎。公司产品全钢载重子午胎产能利用率高于行业平均水平，近三年均保持在90%以上。

公司轮胎产品质量较高，产品已通过ISO/TS16949、ISO9001质量体系认证、ISO14001环境体系认证、CCC认证、美国DOT认证、欧洲ECE认证、巴西INMETRO认证、印度BIS认证、沙特GCC等多国技术标准认证。产品品牌方面，公司拥有“华鲁”、“HILO”、“国宝”、“安耐特”和“AMBERSTONE”五大主导产品品牌，其中“华鲁”商标已被国家工商局认定为“中国驰名商标”。此外，公司先后获得“中国诚信经营企业”、“消费者满意单位”、“AAA级信用企业”、“国际化经营先进企业”、“高新技术企业”、“中华人民共和国海关A类企业”、“创建山东省优质产品生产基地龙头骨干企业”等荣誉称号。公司产品质量得到国际认可，品牌知名度较高。

总体看，公司作为国内规模较大的轮胎生产企业之一，收入规模大，单厂产能规模全球领先，产能利用率较高，产品质量较高且种类齐全，在行业内具有良好的品牌形象和竞争力。

2. 人员素质

公司共有董事、监事及高管人员10人，其中董事长1名，总经理1名，董事4名，副总经理3名，监事3名，总工程师1名，工会主席1名。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，管理经验丰富。

公司创始人、法定代表人兼董事长宋文广先生，山东东营人，1959年10月生，大学学历，中共党员。宋文广先生2003年组建兴源集团，至今任兴源集团董事长、法定代表人，曾先后任广饶县稻庄镇橡胶二厂厂长，广饶县稻庄镇胶布加工厂厂长，广饶县兴源橡胶有限公司董事长、总经理等。此外，宋文广先生还担任广饶县政协第七届委员会委员、广饶县台属联谊会会长，并先后荣获“广饶县优秀政协委员”、“广饶县有突出贡献政协委员”、“市优秀共产党员”及“东营市优秀总经理”等称号。

公司总经理为高刚先生，汉族，山东东营人，1977年12月生，大学学历，中共党员。2000年~2003年5月在山东科技学院工作，担任销售部经理；2003年5月~2004年6月在山东西水集团有限公司工作，担任书记助理；从2004年6月至今在兴源轮胎集团有限公司担任融资部副总经理。

截至2016年9月底，公司共有在职员工4,400人。其中生产人员占88.19%，技术人员占3.89%，

销售人员占 1.28%，管理人员占 2.24%；从文化程度看，大专以下学历占 40.37%，大专学历占 39.03%，本科学历占 19.83%，硕士及以上学历占 0.77%；从技术职称看，专业技能人员占 61.12%，初级职称占 10.90%，中级职称占 5.05%，高级职称占 0.90%，其他无职称人员占 22.03%；从年龄构成看，公司 20 岁以下员工占 5.97%，20~30 岁员工占 87.65%，30 岁以上员工占 6.38%。

总体看，公司主要高级管理人员拥有丰富的管理经验；公司人员构成符合行业特点，可以满足目前的生产经营需要。

3. 技术研发

公司采用经国内改进的“倍耐力”技术²，“倍耐力”技术经国内最大的全钢胎生产企业佳通轮胎股份有限公司（前身为“桦林轮胎股份有限公司”）近 20 年的改进，已达到国内先进水平。公司先后委托佳通轮胎股份有限公司培训员工 300 余人，引进全国一流的轮胎专家 10 余名，另引进高级工程师 20 人，技术人员 33 人，熟练工 158 人。截至 2016 年 9 月底，公司技术团队共 171 人，其中工程师 32 人，大专以上的技术人员占比 95% 以上。先进的工艺技术水平、优秀的技术团队和稳定的研发投入为公司的产品竞争力提供了良好的基础和保障。

截至 2016 年 9 月底，公司已获得各项专利 67 项，其中在欧盟、美国、澳大利亚、南非、加拿大等十余个国家和地区的专利证书 39 项，国内实用新型专利 7 项、外观专利 21 项，技术成果丰富，研发实力较强。此外，公司主要生产设备和检测仪器均采用国外先进设备，性能优越，匹配水平高，其中压延生产线、挤出机、斜裁、直裁、内衬层生产线等均采用日本设备，X 光质检机采用德国设备，锭子房采用美国技术，采用的国内设备也达到同类产品先进水平。公司还拥有仪器设备具有国内先进水平的检测实验室，在环境条件、人员素质、技术标准、检测工作和设备管理等方面在同行业中均达到先进水平，所有检测人员均经培训持证上岗，检测能力覆盖国家标准要求。总体上看，公司技术成果丰富，研发实力较强，生产设备先进。

此外，公司与位列全球轮胎行业第二梯队的日本横滨橡胶株式会社（以下简称“日本横滨”）开展技术合作，主要为轮胎在成型过程中的胶黏合环节采用了新的工艺流程，减少了橡胶的消耗，增强了成型过程的气密性，从而进一步提高了成品的良品率。

综合来看，公司工艺设备先进，技术团队优秀，技术成果丰富，研发实力较强。伴随与日本横滨技术合作的深入，公司产品技术水平及竞争力有望进一步提升。

4. 外部环境 with 政府支持

（1）外部环境

公司地处我国最大的轮胎生产和出口聚集地广饶县，区域优势明显。广饶县在全国百强县中排名 64 位，聚集了山东恒丰橡胶、金宇轮胎，山东盛泰、山东恒宇等多家实力较强的轮胎生产企业，上下游产业的集聚效应明显，公司在天然橡胶的采购方面与其他轮胎厂商联合采购，且与其他原材料供应商也建立了战略合作关系，具备一定的成本优势。此外，公司轮胎及其相关原材料出口贸易规模的扩大，也为公司带来一定的规模及渠道优势。

公司位于全国轮胎生产和出口聚集广饶县，具备一定的上下游渠道优势和成本优势。

（2）政府支持

2014 年 2 月，山东省人民政府发布《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），明确了公司在山东省轮胎行业内的地位，鼓励公司作为省内主要轮胎制造

²倍耐力技术为从意大利引进，目前国内应用非常广泛的轮胎技术，公司在原有技术基础上对其进行更新和改进，现阶段采用天然橡胶（NR）和高顺式聚丁二烯橡胶（BR）并用体系。

企业之一增强核心竞争力，更好的发挥行业领头作用，体现了地方政府对公司的认可与支持。2013~2015 年公司分别获得财政拨款及税收返还等政府补助 913.95 万元、280.77 万元和 281.29 万元。

税收方面，公司出口产品增值税按照国家税法规定享受“免退税”的税收优惠政策，按年申报，目前税收优惠期限为 2017 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日。

总体看，公司作为山东省内主要轮胎制造企业之一，政府给予一定的政策、资金自持及税收优惠，公司未来发展前景较好。

五、管理分析

1. 治理结构

公司自设立以来严格按照《公司法》有关法律、法规及规章的要求规范运作，建立健全了公司法人治理机制：由股东会选举产生了公司董事、监事，组建了公司董事会、监事会，董事会聘任了经理等高级管理人员。公司股东大会、董事会、监事会成立以来，积极完善规范公司治理机制，健全公司内控制度。

股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，股东会成员共 2 人，主要行使以下职权：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等。

公司设立董事会，成员 5 人，由股东会选举产生，任期三年，任期届满可连选连任。董事会对股东会负责，主要行使负责召集股东会，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；审定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设置监事会，监事成员 3 人，由全体股东选举产生，监事的任期每届为三年，任期届满可连选连任。监事会或者监事行使检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；提议召开临时股东会会议，在董事会不履行本法规规定的召集和主持股东会会议职责时召集和注册股东会会议等职权。

公司设总经理 1 名，总经理负责主持公司的生产经营管理工作，执行董事会决议，依照《公司法》和公司章程的规定行使职权，向董事会报告工作，对董事会负责，接受董事会的聘任、解聘、评价、考核和奖惩。公司设副总经理 3 名，副总经理负责协助总经理工作，受总经理的委托，行使对公司日常运作的指导、指挥、监督、管理的权力，并承担执行各项规程、工作指令的义务。

总体看，公司法人治理结构较完善，能保证公司经营活动的正常运行。

2. 管理体制

公司下设供应部、财务部、销售部、设备动力部和质量管理部等 11 个内部职能部门，下属各部门职能划分明确，管理制度完善，执行情况较好。公司不断完善相关制度，建立了财务管理制度、资金管理制度、内部审计管理制度和对外担保制度等一系列内部控制制度。管理制度内容涵盖公司业务各个层面，制度较为健全，目前执行情况良好。

财务管理方面，公司《财务管理制度》根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国股份制企业会计制度》等有关法律、法规、条例的规定，结合公司的具体情况而制定，该制度就会计机构和会计人员、会计核算的一般原则、具体会计科目的核算、会计科目和会计报表、会计凭证和会计账簿、查账、会计档案以及解散与清算等内容做出了详细规定。

资金管理方面，公司制定了《资金收支管理办法》。根据该办法，所有银行贷款都必须由董事会授权，董事长或授权人签署。公司订立付款审批程序，所有付款均须董事长批准。公司设财务部，负责公司资金收支计划的组织制定、审核、报批和控制执行。

内部审计管理方面，公司根据《中华人民共和国审计法》、《中华人民共和国内部审计条例》等法律、法规的有关规定，结合公司内部审计工作实际情况，制定了《内部审计管理制度》。公司设立了独立的内审机构，内审部门受董事长直接领导，负责对公司、各子、分公司经营管理情况的审计、干部任期经济责任审计、各种专项审计以及公司内部相关经济业务的审计，并形成审计报告报董事长。

对外担保方面，公司根据《中华人民共和国担保法》的规定，制定了《担保管理办法》，规定了担保合同适用的范围、方式、工作程序、管理制度和责任承担。公司担保业务遵循的原则：平等、自愿、公平、诚信，依法担保，规范管理，审慎担保，风险共担，风险可控。公司对控股子公司提供担保必须经董事长审批，下属成员单位之间的相互担保必须上报公司同意，集团对外担保必须由董事会批准，下属子公司未经集团批准，不得对外担保。公司财务运营管理中心是公司担保业务的归口管理部门，负责对所办理的担保业务进行调查、评审和监督，办理担保手续。

原料采购管理方面，公司制定了《原料采购管理制度》，主要对以下几个方面做出了规定：一是对供货方的评价和选择；二是实施采购应按照生产部门提报的用料计划，从适合公司质量要求的供货方中组织采购，遵循“相同产品比质量、相同质量比价格、相同价格比服务”的采购原则；三是原料在使用过程中发现质量问题时，应及时根据生产部门的质量反馈，向供货方交涉，视情节轻重妥善处理，必要时停止供货资格；四是增加新的供货方时，采购员负责提供评价材料，必要时采购员对供货方的生产规模、设备情况、信誉程度及价格、质量情况进行了解，写出考察报告，供应部根据采购员提供的资料，组织有关人员进行评价，作出结论。

质量控制方面，公司严格贯彻实施 ISO9000 国际质量标准，实行“一票否决制”，从原料购进、储运，直到产品的生产层层把关，形成环环相扣、人人参与的质量管理网络，对达不到质量要求的产品一概不提取工资。

安全生产方面，公司严格执行《安全生产法》法律法规的有关规定，同时根据自身的生产特点，制订了岗位责任制、安全监督、安全考核等一系列行之有效的安全管理规章和制度，并在生产经营中严格贯彻执行。

总体看，公司基本建立了完整的内控管理制度规范，现行管理体制可以满足日常经营需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以全钢载重子午线轮胎的生产和销售为主业，并同时涉及斜交工程胎的生产销售，以及轮胎及相关原材料进出口贸易等业务。2013~2015 年，公司营业收入受贸易规模增长较快影响呈小幅上升趋势，三年复合增长率为 1.30%；公司净利润伴随主营业务盈利能力的提高保持逐年增长三年复合增长率为 2.55%。2015 年，公司实现营业收入 107.92 亿元，实现净利润 8.02 亿元。近三年，公司主营业务收入在营业收入中的占比均在 99.95% 以上，主营业务十分突出。

从营业收入的构成来看，全钢子午胎是公司最主要的收入来源，近三年占公司营业收入的比重均保持在 80% 以上。近三年受轮胎行业整体产能过剩、下游需求下降导致的产品价格下跌及销量波动等因素影响，公司全钢子午胎收入呈现持续下降态势，在营业收入中占比分别为 89.12%、83.98% 和 81.60%。伴随全国及全球轮胎子午化率的提高，斜交胎市场需求及市场份额持续下降，

受此影响,近三年公司斜交工程胎收入同样呈现逐年下降态势,在营业收入中占比分别为6.46%、5.81%和5.43%。公司产品贸易收入主要来自于外购子午工程胎及相关原材料的出口,近三年收入规模增长较快,主要系公司逐步开始出口新产品类型,即全钢子午工程胎所致,在营业收入中的占比分别为2.56%、8.41%和11.11%。2014年以来,产品贸易业务取代斜交工程胎业务成为公司第二大收入来源。公司其他收入主要来自于内胎、隔离膜、混凝土砌块、煤灰砖和水泥预制件等产品的生产和销售,近三年收入规模波动增长,在营业收入中占比很小。

表3 公司2013~2016年9月营业收入情况(单位:亿元、%)

时间	2013年			2014年			2015年			2016年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
全钢子午胎	93.72	89.12	11.89	90.39	83.98	13.65	88.06	81.60	14.04	67.06	77.17	13.52
斜交工程胎	6.80	6.46	9.84	6.25	5.81	18.94	5.86	5.43	17.93	4.95	5.69	12.44
产品贸易	2.69	2.56	4.86	9.05	8.41	16.89	11.99	11.11	17.56	10.22	11.76	8.07
其他	1.96	1.86	4.52	1.94	1.80	12.80	2.01	1.87	16.50	4.68	5.38	3.03
合计	105.16	100.00	11.44	107.64	100.00	14.22	107.92	100.00	14.68	86.90	100.00	12.26

数据来源:公司提供

从毛利率来看,近三年,在轮胎价格整体下滑的情况下,公司全钢子午胎毛利率仍能够保持逐年增长,分别为11.89%、13.65%和14.04%,主要系原材料天然橡胶价格下跌幅度高于轮胎价格下降幅度所致。近三年公司斜交工程胎毛利率波动增长,分别为9.84%、18.94%和17.93%,2014年受天然橡胶采购价格跌幅较大影响毛利率大幅提升,但2015年以来,斜交工程胎产品价格跌幅大于天然橡胶价格下降幅度,导致毛利率小幅下降1.01个百分点。近三年公司产品贸易毛利率逐年增长,分别为4.86%、16.89%和17.56%,其中2014年增幅较大,主要系公司利用其知名度和综合实力,2014年开始新增出口全钢子午工程胎所致,全钢子午工程胎产品外购成本较低,且该产品国内外竞争者较少,产品议价能力强,利润空间较高,从而拉动贸易板块毛利率大幅增加。近三年公司其他业务毛利率保持增长,近三年分别为4.52%、12.80%和16.50%。在全钢子午胎等主要业务板块毛利率增长拉动下,公司近三年综合毛利率呈现逐年增长态势,分别为11.44%、14.22%和14.68%。

2016年1~9月,公司实现营业收入86.90亿元,同比小幅下降1.39%,实现净利润8.04亿元,同比上升25.13%。从收入构成来看,全钢子午胎仍为公司收入的主要来源,在营业收入中占比77.17%,其次仍为产品贸易业务,收入占比11.76%。公司实现综合毛利率12.26%,同比下降2.13个百分点,盈利能力有所下滑,主要系原材料价格提升,而产品售价尚未提高,致使毛利率有所下降,后期会通过产品提价使盈利能力得以提升。

整体看,公司业务以全钢子午胎生产和销售为主,近三年轮胎板块业务收入受行业下游需求不振、产品价格下跌及销量波动影响呈现逐年下降态势,但产品贸易板块收入增长较快,公司营业收入仍实现了小幅增长。近三年,受益于原材料天然橡胶价格下降,公司轮胎业务毛利率整体有所增长,公司整体盈利能力逐年提升。

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,但伴随全球及全国性轮胎子午化率的提高,公司斜交工程胎产品规模逐年下降。2013~2015年,公司轮胎业务板块分别实现营业收入100.51亿元、96.65亿元和93.92亿元,

其中全钢载重子午胎收入占比分别为93.24%、93.53%和93.76%。

(1) 产品生产

公司轮胎产品涵盖44种规格，1,000多个花色品种，在全钢子午胎领域品类齐全，紧随客户需求及行业发展趋势，产品质量较高，已达到多国产品标准以及软件技术的内控标准。

公司轮胎生产主要采用订单式生产，由取得订单到交货的周期通常为一周左右。公司根据市场需求每月编制生产计划，合理组织生产，严格控制库存。由于公司轮胎产品销售情况良好，客户较为稳定，且部分轮胎产品标准相对固定，公司生产计划的编制除考虑订单量外，还会预留一部分库存用以缓解供货高峰压力，公司每天轮胎出货量平均在1.5万套左右，库存量一般控制在20~30天左右的出货量，根据未来3个月内的销售量预测值进行调整。

生产工艺方面，公司整体采用经国内消化吸收改进的“倍耐力”技术，为国内轮胎生产企业的市场通用技术，生产流程包括炼胶、压延、压出、裁断、成型、硫化及成品检验整理7个环节，其中混炼胶由炼胶车间提供，其它工段设备在全钢子午胎车间内进行。

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。2条全钢子午胎生产线分别为，年产能为300万套的老车间（2005年建成）和年产能280万套的新车间（2012年建成），产能共计580万套/年。从各产品生产能力变化情况看，公司全钢子午胎生产能力自建厂起逐步提高，2012年起产能已达到580万套/年，近三年考虑到轮胎行业的整体市场环境，公司全钢子午胎未继续扩张产能，维持在580万套/年的水平；斜交工程胎产能方面，公司2011年以来产能已达8万套/年，进入2014年后公司斜交工程胎销售情况保持良好，但因受限于老旧设备的生产能力以及部分生产机械已到达使用年限，公司决定对重点生产设备进行升级替换，因此在原有的基础上增加了部分产能，2014年公司斜交工程胎产能增加至10万套/年，2015年产能未发生变化。

产量方面，近三年公司全钢子午胎和斜交工程胎产量受下游需求波动影响均呈现波动增长态势。2013~2015年全钢子午胎产量分别为546万条、565万条和556万条，2015年受轮胎行业整体需求进一步下滑以及国外“双反”政策影响，公司订单量减少，从而使得产量小幅下降1.59%。2013~2015年，公司斜交工程胎产量分别为6.20万条、6.54万条和6.48万条，其中2015年产量小幅下降主要系下游矿山、货车行业景气度下行影响所致。

产能利用率方面，公司全钢子午胎订单量充足，生产线开工情况良好，产能利用率均能达到90%以上，2013~2015年公司全钢子午胎产能利用率分别为94.14%、97.41%和95.86%，波动增长，但基本稳定。斜交工程胎方面，由于工程胎下游需求量偏低，且伴随轮胎子午化率的提高和下游矿山、货车景气度的下降，公司斜交工程胎产能利用率较低，近三年分别为77.50%、65.40%和63.00%。

表4 近年公司主要轮胎产品生产情况

产品名称	项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
全钢子午胎	产能（万条）	580	580	580	580
	产量（万条）	546	565	556	419
	产能利用率（%）	94.14	97.41	95.86	97.00
斜交工程胎	产能（万条）	8	10	10	10
	产量（万条）	6.20	6.54	6.48	4.44
	产能利用率（%）	77.50	65.40	63.00	89.00

资料来源：公司提供

注：斜交胎生产情况统计截止到2016年6月

2016年1~9月，公司全钢子午胎和斜交工程胎的产能均未发生变化，产量分别达到419万条和

4.44万条；产能利用率分别为97.00%和89.00%。

公司重视生产管理,严格按照工艺标准对生产过程进行控制,实时对生产中间过程进行检测,并在现场各生产环节配备过程控制人员;公司每日组织召开总结会,对当天生产过程中发现的问题提出整改措施,并即时改进生产工艺流程,或列出详细的整改计划安排,整改落实后将相关资料存档备查。生产安全方面,公司针对每条生产线均相应设置安全保护措施及紧急关停按钮,严格控制高标号汽油等危险品的安全风险,实时监测操作异常。质量管理方面,除生产过程中的实时检测外,公司通过对轮胎的动平衡均匀性检测、外观检测及X光机检测等对成品质量进行把控,公司目前拥有动平衡均匀性检测机2台,X光机9台,均为进口先进设备,成品合格率达到99.8%左右,高于行业规定水平;此外,公司定期对成品进行按批次抽检,每批次(5,000套)抽检一条,技术部门还会根据市场实际情况进行每月1~3次的不定期抽检,以保证公司轮胎成品的质量。

总体看,公司轮胎按订单生产,产能规模基本保持稳定,生产工艺设备先进,生产及质量管理严格,产品种类齐全,质量较高。受下游需求低迷的影响,公司轮胎产品产量有一定波动,2015年产量均有所下降,斜交工程胎产能利用率偏低。

(2) 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9.6%。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。

公司原材料采购渠道方面,主要包括国内采购及国外进口,其中天然橡胶采购90%左右来自进口,自营进口占比30%,代理进口占比70%;合成橡胶采购72%左右为国内采购,主要购自中石化和中石油等;炭黑、钢帘线等原材料全部为国内采购。

供应商管理方面,公司对供应商每年进行一次考核,考核的主要指标包括产品价格、产品质量、供货量等因素,并对供应商的生产场所进行实地考察及审核。原材料质量控制方面,公司主要通过入场取样检查、抽检、复检环节等对质量进行把控,复检不合格的原材料则会要求退货。公司天然橡胶等原材料进口的结算方式主要为电汇、进口代收以及信用证。国内原材料采购的结算方式主要为电汇、银行承兑汇票以及国内信用证,部分炭黑等原材料供应商会给予公司90天以内的信用期。

公司原材料进口和产品出口的结算货币均为美元,在控制汇兑损失方面,公司尽量采用出口收汇的美元用来付原材料进口的款项,以减少美元汇兑损失。与此同时,公司和各银行保持着良好的合作关系,当汇率波动明显时银行会提供建议,公司根据银行建议及结合自身判断进行套期保值业务。

采购定价方面,公司与广饶县其他轮胎生产企业联合采购天然橡胶等,并与天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑等重点材料供应商建立了战略合作关系,供应渠道较为稳定,在议价能力方面具备一定的优势。公司原材料采购价格以市场价格为指导,一般在每月月初参考市场价格与客户签订1个月或1季度的定价协议,此外,公司通常会对3家左右的供应商报价进行比价,并参考相应原材料上下游产品的价格及变化趋势进行价格分析从而确定最终采购价格。

从采购价格来看,2013~2015年,公司天然橡胶采购价格逐年下降,由2013年的17,500元/吨降至2015年的13,500元/吨,与市场价格变化趋势基本一致。合成橡胶采购价格呈现波动下降态势,2014年下降幅度较大,2015年以来小幅回升,达到12,500元/吨。2014年钢帘线和炭黑采购价格均有所下滑,2015年采购价格与上年持平。原材料价格的下降有助于公司缓解成本压力。

从采购量来看，近三年天然橡胶采购量呈逐年增长态势，由2013年的161,823吨增长至2015年的205,660吨，其中2014年采购量上升主要系公司全钢子午胎和斜交工程胎产量均有所增长导致的原材料需求增加所致，2015年以来天然橡胶价格的持续下滑至较低位，公司根据天然橡胶市场价格变化及其对未来的价格预测适当增加了部分天然橡胶的库存量，因此天然橡胶采购量继续保持增长。合成橡胶、钢帘线、炭黑等原材料2015年价格未下滑，采购量受公司轮胎产量变化而变化，均呈波动变化趋势，2014年受轮胎产量增长拉动采购量有所增加，2015年伴随轮胎产量的下降而有所减少。

表5 2013~2016年9月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			
	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
天然橡胶	161,823	193,064	205,660	145,725	17,500	14,000	13,500	14,000
合成橡胶	43,711	65,053	64,839	41,407	19,500	12,200	12,500	13,000
钢帘线	96,895	99,855	95,253	66,048	13,000	11,500	11,500	11,600
炭黑	104,220	115,923	110,137	74,797	6,500	6,200	6,200	6,350

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。2015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45.34%和54.18%，采购集中度较高。

2016年1~9月，公司天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑的采购量分别为145,725吨、41,407吨、66,048吨和74,797吨，其中合成橡胶采购量同比下降13.75%，天然橡胶、钢帘线和炭黑的采购量分别同比上升5.12%、1.28%和16.31%。从采购价格来看，除炭黑价格小幅下降外，主要原材料采购价格均同比有所上升。

总体看，公司原材料采购议价能力具备一定优势，但采购集中度较高，对主要供应商较为依赖；主要原材料价格基本呈下降趋势，有助于公司缓解成本压力；除公司预计天然橡胶价格已下滑至低位而增加库存量导致采购量逐年增长以外，其他原材料采购量均伴随产量的变化而有所波动。

（3）产品销售

公司轮胎产品销售渠道分为国内市场 and 国外市场。2015年国内销售额占比81.08%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18.92%左右，采用经销模式，主要销售给代理批发商。

国内市场方面，公司轮胎产品分为配套市场和维修市场两个市场销售，其中维修市场占据主导地位。维修市场即替换市场，公司销售网络已覆盖全国32个省市级地区，其中河南、河北、山东、辽宁、广东等轮胎用量较大的地区销售量占比较高，并与300多家贸易公司签订了销售协议，销售渠道畅通，公司与国内配套市场客户通常按季度签订相应的销售协议。轮胎销售的区域属性较强，公司根据市场销售情况划分销售区域，并与当地实力较强、经销品牌较多的贸易商合作，每个贸易商负责指定的销售区域，不可串货；同时公司在销量大或偏远地区设立代理销售直销点，已在广州、临沂、天津、九江、内蒙等地设立直销点，从而发展新的代理商和监督市场情况。配

套市场是为整车生产厂家提供配套服务，目前公司客户包括中国重汽集团有限公司、太原长安重型汽车有限公司等，公司与国内配套市场客户通常于年初签订相应的销售协议，协议的有效期一般为一年。由于配套市场客户相对较为强势，账期较长，应收账款不易管控，毛利率较低，因此公司产品销售主要向维修市场倾斜。

国外市场方面，公司根据市场区域采取经销商代理分销的销售模式，目前已在全球140多个国家和地区建立了经销商网络，目前主要出口国家和地区包括中东、非洲、欧洲、澳大利亚、东南亚、拉丁美洲、新加坡、香港、澳门等。公司与国外客户签订销售协议的时间较为灵活，一般无固定的期限。

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。公司在行业内凭借其质量优势、品牌优势及服务水平，在产品定价方面具有一定的话语权及标杆作用。

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。

公司主要采取“以销定产，产销平衡”的生产模式，产品销售情况良好，订单量充足，全钢子午胎的产销率均达到98%以上。近三年全钢子午胎产销率小幅波动下降，主要受产能释放及轮胎行业增幅放缓影响。近年来公司加大斜交工程胎市场开拓力度，斜交工程胎产销率逐年提高，分别为85.32%、94.19%和97.22%。销量方面，近三年公司全钢子午胎销量波动增长，分别为541万条、555万条和550万条；近三年斜交工程胎销量分别实现5.29万条、6.16万条和6.30万条。

轮胎产品销售价格方面，随着下游需求的下滑以及天然橡胶等原材料价格的下跌，公司全钢子午胎和斜交工程胎销售均价均呈现逐年下跌趋势，三年分别复合下降3.83%和14.78%，其中2014年跌幅较大，2015年销售均价分别达到1,600元/条和9,300元/条。

表6 2013~2016年9月公司主要轮胎产品销售情况

产品名称	项目	2013年度	2014年度	2015年度	2016年1~9月
全钢子午胎	销量(万条)	541	555	550	421
	产销率(%)	99.08	98.23	98.92	100.00
	销售均价(元/条)	1,730	1,630	1,600	1,600
斜交工程胎	销量(万条)	5.29	6.16	6.30	4.50
	产销率(%)	85.32	94.19	97.22	100.00
	销售均价(元/条)	12,840	10,500	9,300	11,000

资料来源：公司提供

注：斜交胎生产情况统计截止到2016年6月

公司全钢子午胎产品主要应用于重型卡车、轻型卡车、客车及公交车等，覆盖中短途及长途车市场，产品种类齐全；斜交工程胎主要应用于挖掘机、叉车等工程车辆，下游客户主要为矿山企业及其经销商。2015年公司全钢子午胎主要客户包括北京东方世达商贸有限公司、福建省华兴汽车配件有限公司和潍坊顺福昌橡塑有限公司等，前五大客户销售额占全钢子午胎总销售额的37.26%，集中度偏高；斜交工程胎主要客户包括柳州柳工机械配件有限公司、青岛泰凯英轮胎有限公司和青岛泰凯英轮胎有限公司等，前五大客户销售额占斜交工程胎总销售额的19.07%。

2016年1~9月，公司全钢子午胎和斜交工程胎分部实现销量421万套和4.5万套，分别同比上升2.93%和小幅下降0.22%，产销率均达到100.00%，全钢子午胎和斜交工程胎产销率分别同比提高0.97个百分点和6.67个百分点。产品销售均价与2015年上半年销售均价持平，斜交工程胎价格较2015年全年均价有所上升。

总体来看，公司轮胎板块销售以国内维修市场为主，主要依赖经销商销售渠道。近年来受轮胎行业整体环境影响，产品价格逐年下滑，但公司产品销售情况较好，全钢子午胎产销率保持在较高水平，斜交工程胎产销率也呈现逐年上升态势。

3. 产品贸易

公司产品贸易版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，近三年收入规模逐年增长，分别为2.09亿元、9.05亿元和11.99亿元，毛利率同样呈现逐年增长态势，公司从周边轮胎生产企业采购全钢子午胎等产品进行出口，具备一定的成本优势，同时公司新增贸易品种全钢子午工程胎产品，利用自身品牌优势，贴公司品牌进行出口，该产品在国内外轮胎市场上同类竞争产品较少，且相对国外市场的轮胎行业巨头，公司产品在能够满足客户需求的基础上价格优势较为明显，因此出口贸易毛利率较高。

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、山东永泰集团有限公司和山东金宇轮胎有限公司等，2015年前五大供应商采购额合计8.83亿元，在产品贸易营业成本中占比89.38%，集中度较高，其中山东兴达轮胎有限公司（以下简称“山东兴达”）采购额占比76.26%，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，因此无账期，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ROAD SCENERY HOLDING(UK)LTD、KORYO INTERNATIONAL INDUSTRIAL LTD和TECHKING TIRES LIMITED等，2015年前五大客户实现销售额4.88亿元，占产品贸易营业收入的40.68%，其中销售额最大的客户占比11.03%，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，近年来收入规模及盈利能力均逐年提高。但公司上游采购集中度较高，对单一供应商依赖性较强。

4. 经营效率

2013~2015年，受到轮胎行业整体产能过剩，下游需求不振影响，同时公司为稳定客户适当延长账期，公司应收账款增长较快，应收账款周转次数逐年下降，分别为19.55次、14.35次和13.07次。此外，公司为满足销售市场及生产需求增加原材料和产品库存，且2015年以来，根据天然橡胶市场价格变化及其对未来的价格预测适当增加了部分天然橡胶的库存量，导致存货逐年增长，存货周转次数逐年下降，分别为9.80次、9.17次和7.93次。近三年公司总资产周转率伴随资产规模的扩大而逐年下降，分别为1.26次、1.13次和1.07次。从同行业上市公司的比较来看，公司存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率均处于行业较高水平。具体情况如下表所示。

表 7 轮胎生产企业 2015 年经营效率指标情况 (单位: 次)

证券代码	公司简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
600182.SH	S 佳通	6.65	2.59	1.04
600469.SH	风神股份	5.87	5.62	0.91
601966.SH	玲珑轮胎	3.82	4.70	0.52
601058.SH	赛轮金宇	5.00	6.15	0.73
公司		7.93	13.07	1.07

数据来源: Wind 资讯

总体看, 公司运营效率逐年下降, 但整体运营效率仍较高。

5. 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) 轮胎行业市场竞争日趋激烈, 或将对公司业务规模及盈利能力造成一定影响

公司核心业务为全钢子午胎的生产和销售, 近年来在国内经济增速下降, 轮胎产品出口环境持续恶化, 下游需求增速放缓的大环境下, 轮胎行业景气度持续下行, 市场竞争日趋激烈, 产品价格持续下降。我国轮胎行业呈现结构性产能过剩的局面, 产品主要集中在中低端, 轮胎企业经营环境较为艰难。受轮胎行业整体运行环境影响, 近三年公司主要轮胎产品收入均呈现逐年下降态势, 且2015年受产品价格下降幅度高于原材料下降幅度影响, 斜交工程胎板块盈利能力有所减弱。

(3) 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, 公司贸易版块全部为出口贸易, 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, 账期较少, 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。

6. 未来发展

公司将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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013~2015年度财务报告已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2016年3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。

从合并范围变化来看，随着经营规模的扩大，2013年公司纳入合并范围的子公司为2家，分别为新设成立的山东黄河三角洲融资租赁有限公司和股权收购的东营市西水热电集团有限责任公司，2014~2015年公司合并范围的子公司数量无变化，2016年1~9月公司新设成立山东欧美雅化学有限公司，同时山东省广饶县兴源橡胶有限公司和东营市西水热电集团有限责任公司不再纳入合并范围；截至2016年9月底，公司拥有一级子公司6家。考虑到公司合并范围变化不大，会计政策未发生重大变更，公司财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额102.59亿元，负债总额46.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.20亿元，其中归属于母公司所有者权益合计47.82亿元。2015年，公司实现合并营业收入107.92亿元，净利润（含少数股东损益）8.02亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计7.79亿元；经营活动产生的现金流量净额16.60亿元，现金及现金等价物净增加额1.51亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额100.13亿元，负债合计42.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.52亿元，其中归属于母公司所有者权益合计55.56亿元。2016年1~9月，公司实现营业收入86.90亿元，净利润（含少数股东损益）8.04亿元，其中归属于母公司所有者净利润合计7.75亿元；经营活动现金流量净额为6.29亿元，现金及现金等价物净增加额2.98亿元。

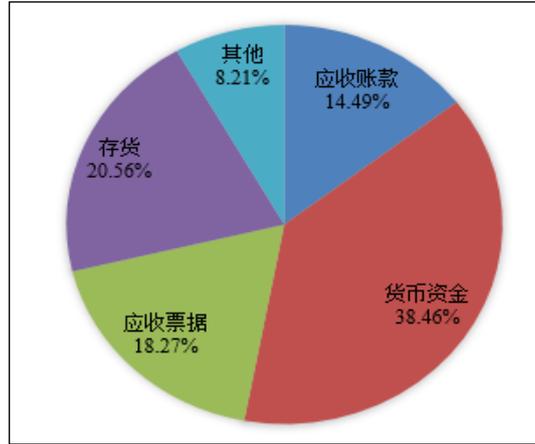
2. 资产质量

近三年，公司资产规模呈持续增长态势，年均复合增长5.24%；截至2015年底，公司资产总额为102.59亿元，较年初增长4.13%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产合计占比59.27%，非流动资产占比40.73%，以流动资产为主。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产持续增长，年均复合增长7.39%；截至2015年底，公司流动资产合计60.80亿元，较年初增长10.17%，主要系货币资金、应收票据和存货增加所致，主要由以货币资金（占比38.46%）、应收票据（占比18.27%）、应收账款（占比14.49%）和存货（占比20.56%）构成，见下图。

图 5 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 3.95%；截至 2015 年底，公司货币资金为 23.39 亿元，较年初增长 6.92%，主要系原材料成本下降致经营活动现金流出减少。截至 2015 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 48.88%）和其他货币资金（占比 51.10%）构成；受限货币资金合计 10.02 亿元，占货币资金的 42.84%，全部为银行承兑汇票保证金，受限比例较高。

2013~2015 年，公司应收票据持续增长，年均复合增长 8.29%，公司应收票据全部为银行承兑汇票；截至 2015 年底，公司应收票据 11.11 亿元，较年初增长 4.95%，主要系公司相应提高应收票据结算方式比例所致。

2013~2015 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 10.73%；截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 8.81 亿元，较年初增长 15.08%，主要系公司往来客户规模扩大，同时公司为稳定客户适量延长付款期限所致。从账龄分布上看，1 年以内的占比 95.06%，1~2 年的占比 4.94%，总体账龄较短；截至 2015 年底，公司计提坏账准备 0.09 亿元，整体计提比例为 0.98%，由于应收款主要为公司老客户，回款风险较小，总体计提较为合理。截至 2015 年底，公司应收账款余额前五名应收账款合计 2.75 亿元，占应收账款年末余额的 31.21%，集中度较高。总体上看，公司应收账款规模较大，对营运资金形成一定占用。

表 8 截至 2015 年末公司应收账款前五大欠款方明细（单位：万元、%）

客户名称	金额	占比
青岛福泰安轮胎科技有限公司	6,551.00	7.49
北京东方世达商贸有限公司	6,511.00	7.38
济南洪恩轮胎有限公司	5,814.00	6.58
福建省华兴汽车配件有限公司	4,367.00	4.99
大连鞍轮汽车轮胎有限公司	4,211.00	4.77
合计	27,454.00	31.21

资料来源：公司提供

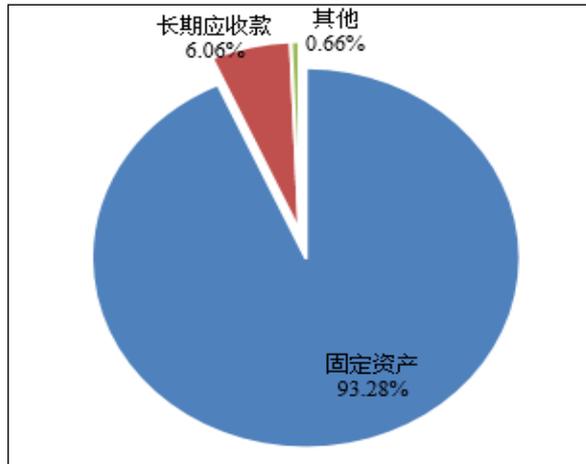
2013~2015 年，公司存货持续增长，年均复合增长 15.29%，公司存货主要是库存商品和原材料。截至 2015 年底，公司存货 12.50 亿元，较年初增长 16.57%，主要系公司根据天然橡胶市场价格变化及其对未来的价格预测适当增加了部分天然橡胶的库存量所致。截至 2015 年底，公司存货主要由原材料（占比 43.26%）、库存商品（占比 56.28%）和在产品（占比 0.46%）构成。由于公司原材料、库存商品等存货市场价值在报表日均未低于成本，故未计提存货跌价准备。公司存货

中的原材料主要系天然胶、钢帘线和炭黑等，由于未计提存货跌价准备，公司原材料可能存在存货跌价风险。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长2.34%；截至2015年底，公司非流动资产合计41.79亿元，较年初减少3.57%，主要系固定资产折旧增加所致；非流动资产主要由固定资产（占比93.28%）和长期应收款（占比6.06%）构成，如下图所示。

图6 公司2015年底非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司固定资产波动下降，年均复合减少0.48%；截至2015年底，公司固定资产账面价值38.98亿元，较年初减少3.66%，主要系公司未增加大型机器设备，且因计提折旧，致固定资产账面价值下降。截至2015年底，公司固定资产账面原值58.98亿元，主要由房屋及建筑物（占比25.03%）、机器设备（占比70.92%）、电子设备（占比1.74%）等构成；已累计计提折旧20.00亿元，固定资产成新率66.09%，成新率较低。公司对固定资产进行检查，未发现固定资产存在减值的迹象，因此未计提减值准备。

2013年，公司无长期应收款，2014~2015年，公司长期应收款分别为2.51亿元和2.53亿元，公司长期应收款主要为子公司山东黄河三角洲融资租赁有限公司应收的长期租赁款。

截至2015年底，公司受限资产总额为15.56亿元，占总资产比例为15.17%，受限资产包括抵押轮胎机器设备（5.54亿元）和银行承兑汇票保证金（10.02亿元），公司资产受限比率较低。

截至2016年9月底，公司资产合计100.13亿元，较年初减少2.40%，主要系长期应收款、固定资产减少所致。其中，公司长期应收款合计1.01亿元，较年初减少60.33%，主要系部分企业偿还借款所致；固定资产合计33.87亿元，较年初减少13.11%，主要系有两家子公司不纳入合并范围所致。受固定资产减少致公司非流动资产占比较年初有所降低至35.33%，流动资产占比达到64.67%，较年初有所提升。截至2016年9月底，公司受限资产共计18.50亿元，主要是以部分存货和机器设备作为银行贷款抵押物（占55.68%）和以货币资金作为融资保证金（占44.32%），受限资产占公司资产的18.48%，受限资产占比较低。

总体看，公司资产规模逐年增长，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；公司资产受限比例尚可，整体资产质量较好。

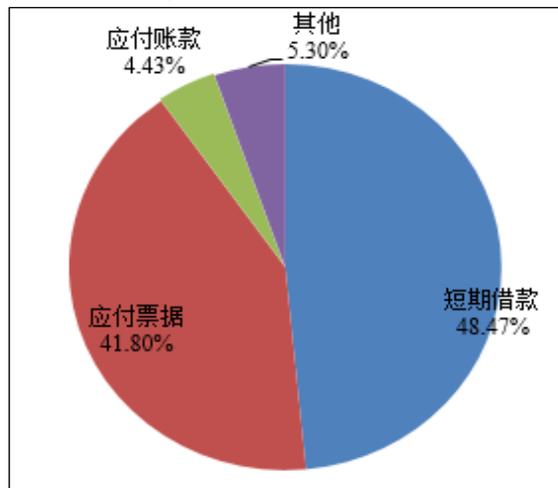
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债规模持续下降，年均复合减少5.94%；截至2015年底，公司负债合计46.39亿元，较年初减少7.89%，主要系流动负债减少所致；其中流动负债占比97.47%，非流动负债占比2.53%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债持续减少，年均复合减少3.75%；截至2015年底，公司流动负债合计45.22亿元，较年初减少5.77%，主要系公司在2015年将短期融资券（12.00亿元）和预提借款利息（0.45亿元）已全部还清致其他流动负债减少；主要由短期借款（占比48.47%）、应付票据（占比41.80%）、应付账款（占比4.43%）构成，如下图所示。

图7 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司短期借款波动减少，年均复合减少3.91%；截至2014年底，公司短期借款18.96亿元，较年初减少20.12%，主要系公司由于流动资金充足，为节约财务费用，减少短借借款规模所致。截至2015年底，公司短期借款21.92亿元，较年初增加15.60%，主要系公司应收账款规模增大，营运资金需求增加所致。公司短期借款主要为保证借款（占比90.42%）和贸易融资（占比7.76%）。

2013~2015年，公司应付票据波动增加，年均复合增长17.45%；截至2014年底，公司应付票据11.35亿元，较年初减少17.15%，主要系公司对国内供应商结算方式转变所致。截至2015年底，公司应付票据18.90亿元，较年初增长66.52%，主要系伴随公司业务规模的扩大，银行票据结算增加所致；应付票据全部为银行承兑汇票。

2013~2015年，公司应付账款波动增加，年均复合增长1.60%；截至2014年底，公司应付账款2.40亿元，较年初增加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，对外采用信用证等结算方式致应付账款增加。截至2015年底，公司应付账款2.00亿元，较年初减少16.40%，主要系结算部分原材料采购款所致。

2013~2015年，公司非流动负债持续减少，年均复合减少43.15%。截至2015年底，公司非流动负债合计1.18亿元，较年初减少50.23%，主要系长期借款减少所致；公司非流动负债全部由长期借款构成。

2013~2015年，公司长期借款逐年减少，年均复合减少42.19%；截至2015年底，公司长期借款1.18亿元，较年初减少50.23%，长期借款为银团贷款，全部由保证借款构成。

全部债务方面，2013~2015年，公司全部债务波动增长，年均复合增长1.15%；截至2015年底，公司全部债务合计41.99亿元，其中短期债务占比97.20%、长期债务占比2.80%，以短期债务为主，且短期债务占比逐年提高，公司债务结构有待改善。

债务比率方面，近三年公司资产逐年增长，负债逐年下降，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均逐年下降。其中，资产负债率三年分别为56.62%、51.10%和45.22%；全部债务资本化比率三年分别为50.53%、40.41%和42.76%；长期债务资本化比率三年分别为8.23%、4.67%和2.05%。公司债务负担逐年下降，债务负担适中。

截至2016年9月底，公司负债合计42.60亿元，较年初减少8.16%，主要系公司短期借款、应付票据减少所致。其中公司短期借款合计20.12亿元，较年初减少8.17%；应付票据合计17.30亿元，较年初减少8.47%，主要系公司减少票据结算方式所致。债务方面，公司债务合计37.42亿元，全部为短期债务；公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为42.55%、39.42%，债务负担较年初有所减轻。

总体看，近三年公司负债以流动负债为主；短期债务占比较高且逐年增长，债务结构有待改善；公司整体债务负担有所减轻，整体处于适中水平。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长18.26%，主要系未分配利润大幅增加所致。截至2015年底，公司所有者权益合计56.20亿元，较年初增长16.64%，主要系未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占比85.08%，为47.82亿元，少数股东权益占比14.92%，为8.38亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比2.51%、盈余公积8.85%、未分配利润占比86.74%，未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性较差。

截至2016年9月底，公司所有者权益合计57.52亿元，较年初提升2.35%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益结构较年初变动不大。

总体看，公司所有者权益逐年增加，其中归属于母公司所有者权益占比较高，归属于母公司所有者的权益以未分配利润为主，权益稳定性较差。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长1.30%，2015年，公司实现营业收入107.92亿元，较上年增长0.26%。2013~2015年，公司营业利润、利润总额、净利润持续上升，分别年均复合增长15.47%、4.04%和2.55%；2015年，公司营业利润、利润总额、净利润分别10.68亿元、10.70亿元、8.02亿元，分别较2014年增长0.23%、0.25%、0.27%。

期间费用方面，2013~2015年，公司期间费用逐年增加，年均复合增长3.78%，2015年公司期间费用合计5.02亿元，较上年增长7.69%，主要系销售费用和管理费用增加所致。销售费用方面，2013~2015年公司销售费用逐年增加，年均复合增长5.59%，2015年公司销售费用1.58亿元，较上年增长11.49%，主要系人工费用、市场推广费用等增加所致。管理费用方面，2013~2015年，公司管理费用逐年递增，年均复合增长4.96%，2015年公司管理费用1.20亿元，较上年增长8.09%，主要系公司完善职工的各项保险，同时加大了新入厂职工的在职培训工作致管理费用增长。财务费用方面，2013~2015年，公司财务费用波动增长，年均复合增长0.35%，2015年公司财务费用

2.24 亿元，较上年增长 4.97%，主要系融资利息支出增长所致。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 4.42%、4.33%和 4.65%，波动增长，公司费用控制能力良好。

近三年，公司投资收益呈波动上升趋势，分别为 1.26 亿元、0.04 亿元和 0.15 亿元，占营业利润的比重分别为 15.69%、0.40%和 1.36%，其中，2013 年公司投资收益较高主要系公司多次投资形成控股关系调整前期投资成本产生的投资收益；2015 年较 2014 年投资收益大幅提升，主要系公司购买理财产品所致（占投资收益 98.66%）。此外，2013~2015 年，公司资产减值损失分别为 2,832.14 万元、-2,462.36 万元和 54.58 万元，复合减少 86.12%，主要系公司应收账款坏账损失减少所致。

2013~2015 年，公司营业外收入逐年减少，年均复合减少 87.37%，主要系处置废旧固定资产所取得的净收益、对客户和职工的罚款及盘盈原材料减少所致；2014 年较 2013 年公司营业外收入大幅减少 98.17%，主要系对西水热电的前期初始投资成本调整形成的营业外收入减少所致；2015 年公司营业外收入为 0.03 亿元，较上年减少 12.96%，主要包括部分固定资产的处置利得（占比 4.96%）和政府补助（占比 93.04%）。2013~2015 年，公司营业外收入占利润总额的比分别为 19.17%、0.33%和 0.28%，公司营业外收入对公司利润总额贡献不大。

从盈利指标来看，2013~2015 年，公司主营业务毛利率分别为 11.46%、14.19%和 14.68%，营业利润率分别 11.12%、13.96%和 14.42%，均呈逐年增长态势；2013~2015 年，公司总资本收益率分别为 13.29%、13.18%和 12.11%，净资产收益率分别为 19.27%、18.10%和 15.37%，销售毛利率分别为 11.44%、14.22%和 14.68%。整体看，公司整体盈利能力较强。从同行业比较情况看，公司盈利指标在同类公司属于较好水平（如下表所示）。

表 9 2015 年轮胎行业盈利能力相关指标比较（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资本收益率	销售毛利率
S 佳通	17.96	18.80	23.70
玲珑轮胎	15.22	6.89	28.10
风神股份	8.58	5.27	18.86
赛轮金宇	4.56	3.46	18.83
兴源轮胎	15.37	12.11	14.68

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

2016 年 1~9 月，公司实现收入 86.90 亿元，占 2015 年全年的 80.52%；实现净利润 8.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.75 亿元，占 2015 年全年的 99.46%。

总体看，近三年公司营业收入逐年增长，期间费用规模较为稳定，费用控制能力较强；利润总额对营业外收入的依赖程度低；公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 1.77%，2015 年公司经营活动现金流入 126.41 亿元，较上年增加 1.87%，变化较小，公司在经营活动方面的现金流入主要为公司销售轮胎产品取得的收入；公司收到其他与经营活动有关的现金为 1.05 亿元，主要为与关联公司之间的临时性往来款。2013~2015 年公司经营活动现金流出波动增加，年均复合增长 2.10%，2015 年公司经营活动现金流出 109.81 亿元，较上年减少 4.67%，主要系橡胶等原材料价格降低带动购买商品和接受劳务支付的现金减少所致；2015 年公司支付其他与经营活动有

关的现金为 2.77 亿元，主要系关联公司之间的临时性借款及往来款。综上，2013~2015 年，公司经营产生的现金流量净额呈波动减少趋势，2015 年净流入 16.60 亿元；从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 110.73%、112.26% 和 114.84%，公司收入实现质量良好。

从投资活动看，2013~2015 年公司投资活动现金流入呈持续增长，分别为 0.02 亿元、5.62 亿元和 7.11 亿元，呈大幅增长态势，与公司投资活动的力度有关，2015 年公司投资活动现金流入 7.11 亿元，较上年增长 26.62%，主要系公司购买理财产品增加所致。2013~2015 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 22.43%，2015 年公司投资活动现金流出 9.28 亿元，较上年减少 20.88%，主要系购置机器设备款减少所致。2013~2015 年，公司投资活动均呈净流出状态，分别为 -6.17 亿元、-6.11 亿元和 -2.16 亿元。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动现金流入波动减少，年均复合减少 14.29%，2015 年公司筹资活动现金流入 33.33 亿元，较上年增长 7.66%，主要系公司为偿还长期借款，取得新的借款规模增加所致；2013~2015 年，公司筹资活动现金流出波动减少，年均复合减少 3.27%，2015 年公司筹资活动现金流出 46.26 亿元，较上年增长 37.99%，主要系公司偿还债务及支付利息增加所致。2013~2015 年公司筹资活动均呈净流出状态，分别为 -4.06 亿元、-2.56 亿元和 -12.93 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金净流入规模为 6.29 亿元；投资活动现金流转为净流入状态，净流入规模为 0.34 亿元；筹资活动现金净流出 3.65 亿元。

总体看，公司经营活动近三年均呈净流入状态，且收入实现质量高；公司投资规模较大，投资活动呈持续净流出状态；公司偿还债务及支付利息较多，筹资活动现金流呈持续净流出状态。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率均逐年增长，其中流动比率近三年分别为 1.08 倍、1.15 倍和 1.34 倍；速动比率近三年分别为 0.89 倍、0.93 倍和 1.07 倍。近三年，公司经营现金流动负债比率波动上升，三年分别为 34.22%、18.55% 和 36.71%，公司经营现金对流动负债的覆盖能力较好。近三年，公司现金短期债务比波动增长，分别为 0.83 倍、1.07 倍和 0.85 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较好，整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 呈逐年上升态势，主要系利润总额增加所致；2015 年公司 EBITDA 为 17.39 亿元，其中，利润总额占比 61.57%、计入财务费用的利息支出占比 16.24%、折旧占比 22.16%，摊销占比 0.03%。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.72 倍、6.03 倍和 6.16 倍，呈逐年增长态势；EBITDA 全部债务比分别为 0.37 倍、0.49 倍和 0.41 倍，波动下降，主要系债务规模扩大所致。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 9 月底，公司获得银行授信额度 60.71 亿元，已使用授信额度 29.70 亿元，未使用授信额度 31.01 亿元；公司间接融资渠道较为畅通。

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 2 月 21 日，公司未结清及已结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

截至 2016 年 9 月底，公司无未决诉讼（仲裁）。

截至 2016 年 9 月底，公司对外担保共计 16.48 亿元，占净资产的比例约为 28.65%，目前受担保单位经营状况良好；由于公司对外担保规模较大，存在一定的或有风险。

表 10 公司对外担保情况 (单位: 亿元)

被担保公司	关联关系	担保金额	担保期限	被担保企业主营业务	净资产规模	是否提供反担保
山东万通模具有限公司	无	0.40	一年	研究开发、设计制造汽车子午线轮胎模具	5.70	否
山东昌泰工贸有限公司	无	0.70	一年	生产销售轮胎硫化胶囊、内胎	10.79	否
山东省广饶县东源橡胶厂	无	0.16	一年	加工销售轮胎、橡胶胶料、成品帘子线、胎圈、高能物理电源、轮胎胶囊	5.38	否
山东宏宇橡胶有限公司	无	0.80	一年	全钢子午线轮胎的生产销售	6.13	否
山东恒益模具有限公司	无	1.50	一年	生产高精密铝镁合金子午线轮胎活络模具	5.50	否
山东恒丰橡塑有限公司	无	1.70	一年	全钢子午线轮胎及半钢子午线轮胎生产销售	29.56	否
盛泰集团有限公司	无	5.82	一年	全钢及半钢子午线轮胎生产销售	31.34	否
山东华帘集团有限公司	无	0.30	一年	生产销售帘子布、切片、锦纶 6 工业丝、钢丝帘线、化工产品	6.76	否
东营方圆有色金属有限公司	无	3.00	一年	废旧铜材的回收利用及铜制品加工、销售, 主要从事精炼铜(阴极铜)的生产	91.02	否
山东德阳化工有限公司	无	1.00	一年	甲缩醛与 TMP 化工精细添加剂科研、生产与销售	8.20	否
山东贝斯特化工有限公司	无	1.10	一年	生产湿法炭黑为主, 同时经营销售橡胶原材料为一体的综合型企业	12.76	否

资料来源: 公司提供

总体看, 伴随公司 2015 年偿还较大规模借款, 公司偿债压力有所缓解; 短期偿债能力和长期偿债能力均处于较好水平。但公司对关联方和战略合作企业担保规模较大, 存在一定的或有负债风险。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2016 年 9 月底, 公司全部债务总额 37.42 亿元。本次拟发行债券规模不超过 20.00 亿元, 占公司 2016 年 9 月底全部债务总额的 53.45%, 对公司现有债务负担影响较大。

以 2016 年 9 月底的财务数据为基础, 假设募集资金净额为 20.00 亿元, 本次债券发行后, 在其他因素不变的情况下, 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 52.12%、49.96% 和 25.80%。公司负债水平进一步提高。考虑本次债券部分募集资金拟用于偿还银行贷款及补充公司流动资金, 公司实际债务负担将小于上述测算值。

本次公司债券拟分期发行, 第一期发行额度为不超过 6.00 亿元(含基础发行额度 2.00 亿元)。以 2016 年 9 月底的财务数据为基础, 假设募集资金净额为 6.00 亿元, 本期债券发行后, 在其他因素不变的情况下, 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 45.80%、43.02% 和 9.45%。债务负担增加幅度有所加重, 但仍处于合理水平。考虑本次债券部分募集资金拟用于偿还公司债务, 公司实际债务负担将小于上述测算值。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 17.39 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 0.87 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 126.41 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 6.32 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高。

以 2015 年底的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 17.39 亿元，为本期公司债券发行额度（6.00 亿元）的 2.90 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。公司 2015 年的经营活动现金流入量为 126.41 亿元，为本期公司债券发行额度（6.00 亿元）的 21.07 倍，对本期债券的覆盖程度高。

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，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

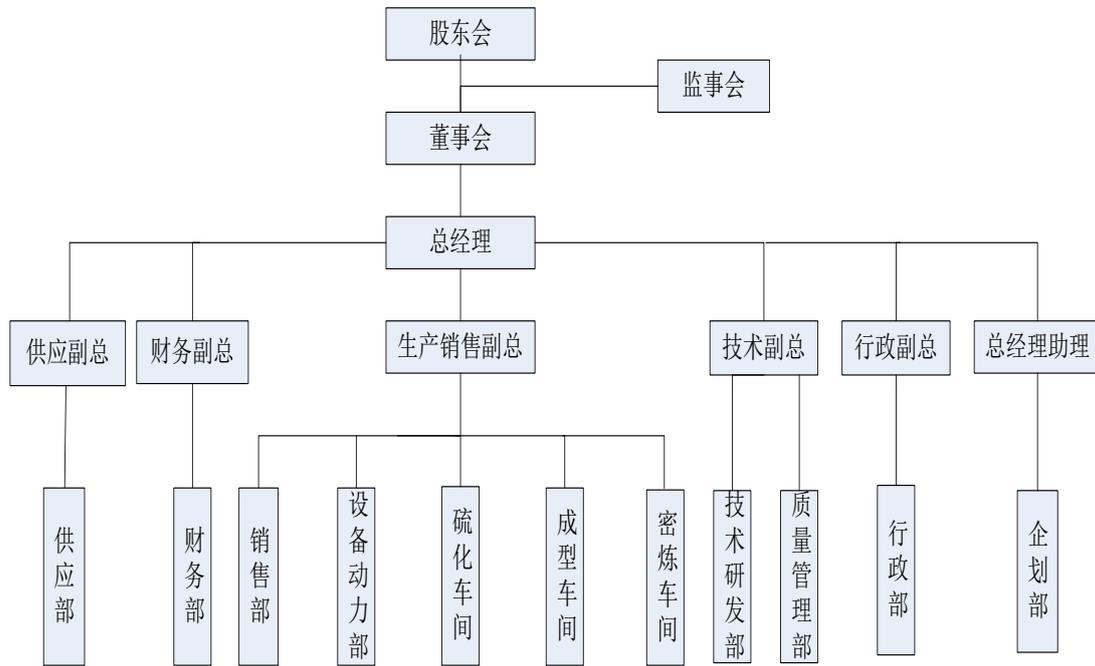
九、综合评价

公司作为国内大型轮胎生产企业之一，具备较强的上下游渠道优势。公司以生产全钢载重子午胎为主，产能规模行业内领先，产品种类齐全且质量高，技术及研发实力不断提升，行业内竞争优势显著。近年来，公司订单量充足，盈利水平较高、经营现金流状况较佳、债务负担适中。同时，联合评级也关注到国内轮胎行业产能过剩及出口贸易壁垒较多、产品价格下跌、存货规模大且存在一定的跌价风险、短期债务占比较高、对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将引进技术团队，加快轮胎产品转型升级，提升产品附加值和技术含量，公司经营状况将保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 兴源轮胎集团有限公司组织结构图



附件 2 兴源轮胎集团有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额 (亿元)	92.62	98.53	102.59	100.13
所有者权益 (亿元)	40.18	48.18	56.20	57.52
短期债务 (亿元)	37.43	30.31	40.82	37.42
长期债务 (亿元)	3.61	2.36	1.18	0.00
全部债务 (亿元)	41.04	32.67	41.99	37.42
营业收入 (亿元)	105.16	107.64	107.92	86.90
净利润 (亿元)	7.62	8.00	8.02	8.04
EBITDA (亿元)	15.18	16.17	17.39	--
经营性净现金流 (亿元)	16.70	8.90	16.60	6.29
应收账款周转次数 (次)	19.55	14.35	13.07	8.04
存货周转次数 (次)	9.80	9.17	7.93	6.04
总资产周转次数 (次)	1.26	1.13	1.07	0.86
现金收入比率 (%)	110.73	112.26	114.84	118.32
总资本收益率 (%)	13.29	13.18	12.11	--
总资产报酬率 (%)	15.00	13.98	13.45	--
净资产收益率 (%)	19.27	18.10	15.37	--
营业利润率 (%)	11.12	13.96	14.42	12.09
费用收入比 (%)	4.42	4.33	4.65	4.26
资产负债率 (%)	56.62	51.10	45.22	42.55
全部债务资本化比率 (%)	50.53	40.41	42.76	39.42
长期债务资本化比率 (%)	8.23	4.67	2.05	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.72	6.03	6.16	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.37	0.49	0.41	--
流动比率 (倍)	1.08	1.15	1.34	1.52
速动比率 (倍)	0.89	0.93	1.07	1.22
现金短期债务比 (倍)	0.83	1.07	0.85	1.05
经营现金流动负债比率 (%)	34.22	18.55	36.71	14.77
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.76	0.81	0.87	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.53	2.69	2.90	--

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、2013 年的相关指标如涉及年初和年末的加权平均值，则均已考虑 2012 年相关财务数据。4、2015 年其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务。5、2016 年 3 季度数据未经审计。

附件 3 有关财务指标的计算公式

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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 兴源轮胎集团有限公司 公开发行 2017 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年兴源轮胎集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

兴源轮胎集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。兴源轮胎集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注兴源轮胎集团有限公司的相关状况，如发现兴源轮胎集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如兴源轮胎集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至兴源轮胎集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送兴源轮胎集团有限公司、监管部门等。

