



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪123号

贵州轮胎股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“11黔轮债”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月二十三日

贵州轮胎股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2014)

发行主体	贵州轮胎股份有限公司		
发行规模	人民币 8 亿元		
债券期限	2011/8/22-2017/8/22		
上次评级时间	2013/5/7		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2013 年, 贵州轮胎股份有限公司 (以下简称“黔轮胎”或“公司”) 重点技改项目顺利推进并已于 2014 年 3 月试生产, 其产能将有所扩张并可推动其产品结构进一步优化; 受益于 2012 年以来原材料价格整体下跌, 公司盈利水平亦保持了一定增幅; 公司非公开增发于 2014 年 3 月顺利实施, 在增强其资本实力的同时也将使其财务结构得到优化; 并且, 公司区域竞争优势明显也为其信用水平提供了保障。此外, 中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 也关注到原材料价格变化给公司带来的成本波动和在建项目投产后可能面临的产能释放压力等因素对其偿债能力的影响。

中诚信证评维持“11 黔轮债”信用级别为 AA, 维持黔轮胎主体信用等级为 AA, 评级展望稳定。

正面

- 区域竞争优势明显。公司是西部地区最大的轮胎供应商, 随着西部开发进入加速发展阶段, 云贵川等地区未来经济规模的提升、地区产业化的持续升级, 将为公司的发展提供动力。
- 细分市场处于行业领先地位, 产品结构改善。公司载重子午线轮胎销量居于全国替换市场前茅, 随着在建项目将投产, 公司全钢载重子午线轮胎产能得到大幅扩张, 2014 年子午胎产销量将继续增长, 产品结构将得到优化。
- 盈利能力增长, 自有资本实力增强, 使其偿债能力得到提升。2013 年天然橡胶、合成橡胶等原材料价格的持续回落使公司盈利能力有所提升, 并且 2014 年完成非公开增发也有效增强了其自有资本实力, 财务结构将得到优化, 偿债能力有所增强。

概况数据

黔轮胎	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益 (亿元)	21.49	22.45	23.84	36.87
总资产 (亿元)	70.63	67.35	75.72	88.70
总债务 (亿元)	39.43	36.52	41.97	42.73
营业总收入 (亿元)	75.36	65.97	64.78	14.83
营业毛利率 (%)	12.89	16.47	19.70	18.61
EBITDA (亿元)	5.35	6.35	6.81	—
所有者权益收益率 (%)	4.47	5.72	7.31	5.83
资产负债率 (%)	69.57	66.66	68.51	58.43
总债务/EBITDA (X)	7.36	5.75	6.17	—
EBITDA 利息倍数 (X)	2.73	2.66	3.31	—

注: 1、上述所有者权益含少数股东权益;
2、2014 年 1 季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

刘 兰 lanliu@ccxr.com.cn

折 立 lshe@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 23 日

关 注

- 原材料价格波动。天然橡胶和合成橡胶价格变动较为频繁，且影响因素较多，橡胶价格变动对轮胎企业成本控制、产品定价和盈利均具有较大影响。
- 轮胎替换市场的竞争日趋激烈，公司面临一定的产能释放压力。轮胎企业产能不断释放，市场将持续处于供大于求的局面，随着越来越多的厂商加入到轮胎替换市场的竞争，公司主攻的替换市场的竞争状况将日趋激烈，其在建项目投产后可能面临一定的产能释放压力。

重大事项

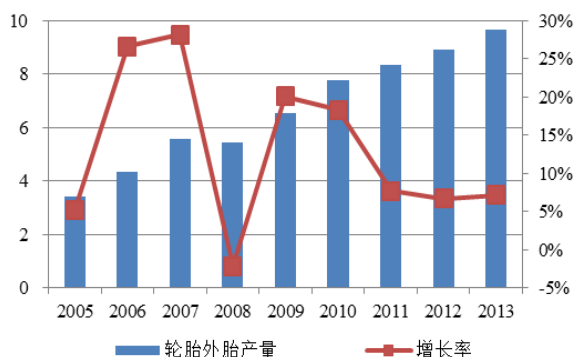
非公开发行股票。公司于 2013 年 12 月 3 日收到了中国证监会出具的《关于核准贵州轮胎股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2013]1518 号），核准公司非公开发行不超过 30,000 万股新股。本次非公开发行新增股份 28,656 万股，其中控股股东贵阳工投集团认购 3,000 万股；本次发行募集资金总额为 128,378.88 万元，扣除发行费用后募集资金净额为 124,924.90 万元，已于 2014 年 3 月 24 日存入募集资金专户。通过本次发行，公司新增注册资本 28,656 万元，新增资本公积 96,268.90 万元。

行业分析

2013 年我国轮胎行业发展有所好转，主要指标达到近三年的最好水平，但产业结构性过剩矛盾突出、产品同质化严重等问题依然突出，市场竞争将更加激烈

2013 年，我国轮胎市场先抑后扬，其中上半年轮胎销售形势不佳，但随着美国经济增长和欧洲市场环境复苏，加上国内汽车平稳增长及橡胶价格持续走低等的带动，我国轮胎市场从下半年开始形势好转，全年轮胎销量、出口量、利润等指标均保持较好增长，创近三年来最好水平。不过随着轮胎产能的快速增长，产业结构性过剩严重、地域结构性过剩凸显、产品同质化竞争激烈等问题依然突出。

图 1：2005-2013 年我国轮胎外胎产量及增长率



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013 年我国轮胎外胎产量为 96,503.63 万条，同比增长 7.18%，其中子午线轮胎外胎产能比较丰富，当年完成产量为 58,375.80 万条，同比增长 17.21%，增长趋势稳定，产量主要集中在山东、浙

江和江苏等地。

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 48 家会员单位轮胎产量 3.906 亿条，同比增长 9%；销售收入 2,112.6 亿元，同比下降 0.9%，呈现量增价跌态势，主要系原材料价格下降导致轮胎销售价格下降幅度大于产量增幅。分产品来看，在子午胎领域，全钢子午胎和半钢子午胎的产量均有增长。48 家会员单位全钢载重胎产量总计 9,006.6 万条，增幅为 8.3%，按产品排名前十名企业分别为中策集团、双钱集团、三角集团、中国佳通、山东玲珑、风神轮胎、兴源轮胎、赛轮公司、青岛双星和贵州轮胎，全钢胎产能集中度相对较高；受乘用车市场快速发展和出口市场的拉动，48 家会员单位半钢乘用车及轻卡胎产量总计 2.61 亿条，增长 10.1%，半钢胎发展相对较好，新上项目较多。在轮胎行业子午化率不断提高的同时，市场对斜交胎的需求量也在不断减少，主要在航空、工程、以及农用胎领域应用较多一些，在乘用车领域应用范围已十分有限；48 家会员单位中销售收入下降较大的主要集中在工程胎企业和部分斜交胎企业。

出口方面，48 家会员单位轮胎出口量保持良好增长，出口量达 1.65 亿条，增长 9.4%，其中子午胎出口量 1.52 亿条，增长 11.9%，占出口总量的 92.4%；出口交货值 756.8 亿元，下降 2%，主要系原材料成本降低导致 2013 年轮胎售价下降。从出口区域看，出口量最多的是美国，出口数量超过 115 万吨，同比增长 24%，其中乘用车轮胎的需求最多，美国市场依然是中国轮胎产品的主要销售目的地。另外，轮胎出口按量计算占总产量的 42.2%，按销售收入计算占总销售收入的 35.9%，可见我国轮胎行业对外依存度仍然相对较高。

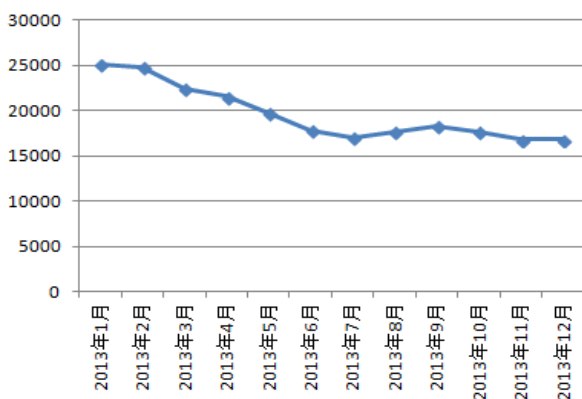
总体来看，2013 年我国轮胎行业在外围经济逐步复苏和国内汽车平稳增长的带动下，行业发展有所好转，主要指标达到近三年的最好水平；2014 年轮胎行业运行环境无论国内还是国外都依然向好，轮胎产量也有望延续良好的增长趋势。不过行业结构性产能过剩矛盾突出、产品同质化严重等问题依然比较突出。由于市场将持续处于供大于求的局面，轮胎生产企业在替换市场的竞争将更加激烈。

可以预见，我国轮胎行业结构调整不可避免，重组收购将更加频繁，具有较强的研发能力、较快的更新换代速度、经营效率高且产品适应下游需求的规模企业将占据优势地位。

受益于橡胶价格走低及轮胎价格“剪刀差”，2013年轮胎企业盈利水平有所提高，但仍需关注橡胶价格变动对轮胎企业成本控制、产品定价和盈利的影响。

轮胎生产成本中橡胶（天然橡胶和合成橡胶）占比在 50%左右，并且橡胶价格波动较大，其供应情况和价格走势对轮胎企业的盈利情况影响较大。

图 2：2013 年我国天然橡胶月度价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013 年，天然橡胶供大于求矛盾较为突出，供给过剩情况加剧，天然橡胶市场价格延续上年跌势，继续震荡下行，呈现先抑后扬再回落的格局，屡创历史新低。从 2013 年 2 月初至 4 月末，天然橡胶价格跌幅便达到 30%以上；至 7 月上旬，市场价格已跌破 17000 元/吨。据中国物流信息中心市场监测，2013 年 1-12 月份，国内天然橡胶累计平均价格较去年同期下降 22.2%；合成橡胶累计平均价格较去年同期下降 18.8%。

总体来看，2013 年橡胶价格走低及轮胎价格“剪刀差”带动轮胎企业盈利水平提高：据中国橡胶工业协会轮胎分会对 46 家企业统计，企业利润达 100.7 亿元，增长 12.3%，创历史新高，亏损企业主要是斜交胎企业。

从 2014 年情况来看，全球天然橡胶产量仍在逐步增加，供给过剩情况加剧，预计 2014 年橡胶市场价格仍然偏弱。不过橡胶产品市场价格连续 3 年下跌，跌幅超过 50%，目前市场价格已接近生产

成本，继续下行的空间有限。考虑到天然橡胶和合成橡胶价格变动较为频繁，且影响因素较多，需持续关注橡胶价格变动对轮胎企业成本控制、产品定价和盈利的影响。

业务运营

公司原材料采购以长单为主，供应商较为集中且比较稳定，可在一定程度上保证原材料的质量和供应量的稳定性

公司生产所需的原材料主要包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑和钢帘线等，近年来因占比较高的橡胶等主要原材料价格基本处于低位运行，2013 年原材料成本占比由上年的 80.49%继续降至 78.01%。2013 年，公司采购天然橡胶 90,681 吨，合成橡胶 50,350 吨，炭黑 75,784 吨，钢帘线 47,658 吨，助剂 34,018 吨。

表 1：2012-2013 年公司主要原材料采购量

主要原材料	2013 年采购量 (吨)	2012 年采购量 (吨)	2013 年同比 (%)
天然橡胶	90,681	88,696	2.24
合成橡胶	50,350	44,865	12.23
炭黑	75,784	70,363	7.70
助剂	34,018	31,306	8.66
钢帘线	47,658	44,004	8.30
帘子布	8,268	8,959	-7.71
合计	306,759	288,192	6.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：2012-2013 年公司主要原材料单位成本对比

主要原材料	2013 年单位成本 (万元/吨)	2012 年单位成本 (万元/吨)	2013 年同比 (%)
天然橡胶	1.79	2.19	-18.41
合成橡胶	1.18	1.70	-30.24
炭黑	0.57	0.57	-0.19
助剂	1.31	1.36	-3.86
钢帘线	0.95	0.99	-3.93
帘子布	2.47	2.62	-5.70
合计	1.22	1.46	-16.13

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来说，为了确保稳定的供应源，公司天然橡胶采购以长单为主，占比约 70%，供应商相对比较集中，2013 年前五大供应商采购金额占比为 83.44%，其余约 30%根据市场波动点采购来控制成本；公司合成橡胶的供应商主要是中国石油及中国

石化的下属子公司，2013 年前五大供应商采购金额占比为 86.50%；炭黑采购采取就近原则，2013 年前五大供应商采购金额占比为 86.03%；另外，公司钢帘线主要供应商为江苏兴达钢帘线股份有限公司等，2013 年前五大供应商的采购金额占比为 90.01%。

总体来看，公司原材料采购集中度比较明显，与主要供应商多为长期合作伙伴，且长单采购模式也可在一定程度上规避原材料价格波动风险，保证原材料采购数量和采购价格的稳定性，为公司业务的稳定发展奠定了较好基础。需注意的是，供应商较为集中也使公司易受单一供应商变化的影响，且近年来原材料价格走势对公司盈利情况和资产质量的影响仍较大。

公司产品品种齐全，具有一定技术研发实力，近年来各项技改项目稳步推进，有利于其产能扩张和优化产品结构，但在当前的市场环境下也可能面对一定的产能释放压力

公司主营载重轮胎、轻卡轮胎、轿车轮胎、工程机械轮胎、农用轮胎、林业轮胎和工业轮胎 7 大类 1,000 余个规格品种的轮胎，在特种军用轮胎领域拥有多项国内独有技术和稳定的质量保障体系，总装备部将公司列为特种轮胎研发基地。截至 2013 年末公司共获得授权专利 81 项（其中发明专利 3 项），完成了全钢工程子午线轮胎系列产品、林业轮胎系列产品、特种越野轮胎系列产品的自主开发，近年来还主持及参与了 18 项国家标准的制定工作，开发了多项国家重点新产品，主导产品完全使用自主开发技术生产。

表 3：公司 2011~2013 年轮胎产量情况

产品	单位：万条		
	2011 年	2012 年	2013 年
全钢载重子午胎	287.17	307.82	337.00
半钢子午胎	1.41	1.13	1.67
斜交轮胎	249.61	255.81	265.81
合计	538.19	564.76	604.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2013 年 12 月 31 日，公司各种轮胎产能达到 680 万条以上，其中全钢载重子午线轮胎年生产能力达到 400 万条。2013 年，公司强化产品结构

调整，全年共生产轮胎 604.48 万条，同比增长 7.03%，其中 2012 年 5 月投产的年产 110 万条高性能全钢子午线轮胎技术改造项目在 2013 年全年贡献产出，公司全钢载重子午线轮胎产量同比增长 0.48% 至 337 万条，全钢子午线轮胎的产品规模继续提升，有利于公司在该领域保持一定的规模优势。

近年来，公司通过稳定原材料品质、优化产品结构工艺、强化设备长周期安全稳定运行管理等措施，保证了产品质量的稳定性，产品的综合合格率和一次合格率一直保持在较好水平。公司以退赔率为主要考核依据，2013 年斜交胎退赔率为 0.67%，全钢子午线轮胎退赔率为 5.37%，前进公司退赔率为 0.195%。

在生产能耗控制上，近年公司通过改进工艺、加强基础管理等措施提高能源利用效率，主要能耗指标处于较低水平。2013 年公司三胶煤单耗、三胶电单耗和三胶水单耗分别为 1.05kg/kg、1.566kwh/kg 和 0.017 m³/kg，同比均有所下降，能源利用效率得到持续提升。

表 4：2011~2013 年公司能耗指标

指标	2011 年	2012 年	2013 年
三胶煤单耗 (kg/kg)	1.34	1.12	1.05
三胶电单耗 (kwh/kg)	1.66	1.61	1.566
三胶水单耗 (m ³ /kg)	0.020	0.019	0.017

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来公司以国内市场为导向，强化产品结构调整和技术改造转型升级，重点发展优势产品全钢载重子午胎和工程机械胎。为适应当前的市场环境，公司将原先计划的“年产 120 万条高性能载重子午线轮胎生产线异地技改项目”和“年产 5 万条高性能全钢工程子午胎异地技术改造项目”变更为“全钢工程子午胎异地技术改造项目”，变更后工程计划形成年产 26 万条全钢工程子午胎的生产规模；项目预计投资 18.28 亿元，所需资金筹集渠道包括自有资金、银行贷款和非公开增发。其中公司非公开增发募集资金净额总额将不超过 12.49 亿元已在 2014 年 3 月到账。2013 年末项目已开始进行设备的安装和调试，并于 2014 年 3 月试生产。

总体来看，公司主要通过技术改造来扩大规

模，其子午胎产量有望继续增长，在总产量中的占比将进一步上升。短期内随着全钢工程子午胎异地技术改造新项目的投产，公司产品结构调整还有较大的提升空间，但同时我们也关注在建项目投产后公司可能面临的产能释放压力。

公司产品主攻的替换市场对轮胎的需求相对稳定，且工程胎出口情况良好，因此 2012 年销量保持了一定增长。但随着替换市场的竞争状况日趋激烈，公司将面临较大的市场压力，从而对其盈利产生一定影响

公司是西部地区最大的轮胎供应商，在西南地区市场综合占有率基本保持在 20% 以上，西部开发加速发展和地区产业化的持续升级将为公司的发展提供动力。2013 年主要受益于出口形势好转，公司当年实现轮胎销售 592.21 万条，同比增长 9.91%；当年产销率为 97.97%，同比增加 2.56 个百分点，期末库存量为 94.83 万条，同比增长 14.17%，显示出公司仍存在一定的市场压力。受原材料价格下跌带来产品降价的影响，2013 年公司实现销售收入 64.78 亿元，同比下降 1.80%。

表 5：2011~2013 年公司轮胎生产和销售情况

单位：万条

项目	2011 年	2012 年	2013 年
生产量	538.19	564.76	604.48
销售量	534.61	538.81	592.20
产销率	99.33%	95.41%	97.97%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2013 年公司轮胎产品结构

单位：万条、亿元、%

分产品	销量	销量 同比	收入	收入 同比	毛利率	毛利率 增减
全钢载重子午胎	332.6	9.15	41.25	4.83	17.44	2.44
半钢子午线轮胎	1.66	38.33	0.31	34.78	54.84	-2.2
斜交轮胎	257.95	8.24	22.1	-12.48	22.59	4.81
合计	592.21	9.91	63.66	-1.80	19.41	3.18

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分产品来看，全钢载重子午胎产品对公司收入贡献最大，2013 年国内全钢子午胎的需求相对比较稳定且胎出口形势也在好转，公司全钢载重子午胎销量同比增长 9.15%。公司半钢胎品种虽然不多，对营业收入贡献最小，但主要为毛利率较高的特种

半钢子午线轮胎规格，产品竞争优势比较明显，2013 年销量有所增加。公司斜交轮胎产品拥有多项技术，产品性价比较高，其毛利空间一直高于全钢载重子午胎，2013 年销量有所恢复，毛利率也呈现上升态势。

销售价格方面，2013 年天然橡胶、合成橡胶等主要原材料价格仍呈现出震荡走低的格局，原材料价格下降给轮胎市场带来较大的降价预期。2013 年，公司国内销售产品降价 1 次，其中全钢载重子午胎累计降价 5%，斜交工程特种轮胎累计降价 5%；国外销售降价 2 次，分别降价 3% 和 8%。2014 年一季度公司分别对国内销售轮胎降价 2 次，幅度约 5%~10%；国外降价 1 次，幅度为 3%。总体来看，基于 2012 年以来市场降价预期比较强烈，公司为促进销售也一定幅度地降低了销售价格，但公司对产品的降价幅度低于原材料价格的下跌幅度，有利于其经营效益的提升。

表 7：2011~2013 年公司不同市场销售情况

单位：万条、亿元

市场种类	2011 年		2012 年		2013 年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
替换市场	289.22	40.82	289.54	35.58	308.74	34.94
配套市场	74.92	13.33	69.79	11.10	73.69	9.64
合计	364.14	54.14	359.33	46.69	382.43	44.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，公司国内销售的客户涉及替换和配套 2 个市场，以替换市场为主，2013 年内销售收入中配套市场销售占比达 78.38%，替换市场占比呈现增长趋势。公司在替换市场的销售主要通过分布在全国的代理商进行，公司具有一定的定价能力，目前销售网络包括西南、华南、中原、西北、东北、京津唐冀 6 大片区，其中西南、华南和中原片区的销售收入占国内销售额的 63.19%。公司配套市场销售模式以直销为主，客户主要为矿山、码头和港口等。总体来说，相比较配套市场，替换市场需求相对稳定且资金占用情况不是很明显，但需注意轮胎配套市场竞争日趋激烈，公司面临的市场竞争压力越来越大，且公司也通过用增加客户的信用额度方法来推进产品销售，导致其应收账款周转率呈现下降态势。

表 8：2011~2013 年公司轮胎出口状况

	2011 年	2012 年	2013 年
出口量（万条）	170.47	184.91	209.78
出口收入（亿元）	19.85	18.15	19.08
主营业务收入占比（%）	26.48	27.69	29.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

出口方面，随着美国出口政策和出口市场需求恢复等带来的轮胎整体出口环境有所好转，2013 年公司轮胎出口量也保持了继续增长态势，全年共出口轮胎 209.78 万条，同比增长 13.45%，出口收入占比为 29.60%，较上年增加 1.91 个百分点；出口地区以北美、中东和欧洲等地区为主，其中北美地区出口环境好转，带动了全钢胎需求增长，该区域出口轮胎 139.49 万条，同比增长 25.45%，欧盟和中东地区的出口量也有增长。需要注意的是，公司轮胎销售对外依存度呈现逐年上升的态势，考虑到国外不断提高的产品标准和包括越来越多的新兴国家对我国轮胎实施反倾销，需关注不断升级的技术壁垒和贸易壁垒对公司产品出口带来的潜在不利影响。

整体来看，随着子午胎及高端轮胎市场的快速发展，轮胎更新换代的速度加快，对公司的研发和创新能力提出更高要求；同时，中诚信证评也注意到，随着越来越多的厂商将轮胎替换市场作为发展重点，未来公司主攻的替换市场的竞争状况将日趋激烈，公司也将面临较大的市场压力。

财务分析

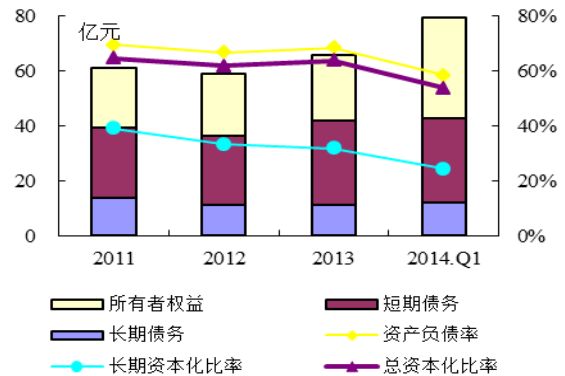
以下财务分析是基于公司提供的经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留审计意见的 2011 年财务报告，经上海众华沪银会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留审计意见的 2012 年和 2013 年财务报告，以及未经审计的 2014 年一季度合并财务报表。

资本结构

随着业务规模的扩大和异地技改项目的大幅投入，2013 年公司资产和负债规模均有所增加。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产规模为 75.72 亿元，同比增长 12.42%；负债总额为 51.88 亿元，同比增长 15.53%。随着非公开增发募集资金于 2014

年 3 月到位，至一季度末公司资产规模较期初增长 17.15% 至 88.70 亿元，负债规模则较期初略降 0.09% 至 51.83 亿元。

图 3：公司 2011~2014.Q1 资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

净资产方面，随着留存收益的累积，公司自有资本实力得到充实，2013 年 12 月 31 日所有者权益（含少数股东权益）余额为 23.84 亿元，同比增长 6.18%。2014 年一季度公司完成非公开增发，募集资金净额为 12.49 亿元，由此新增注册资本 2.86 亿元，新增资本公积 9.63 亿元，一季度末所有者权益（含少数股东权益）余额为 36.87 亿元，同比增长 54.67%，自有资本实力得到很大的提升。

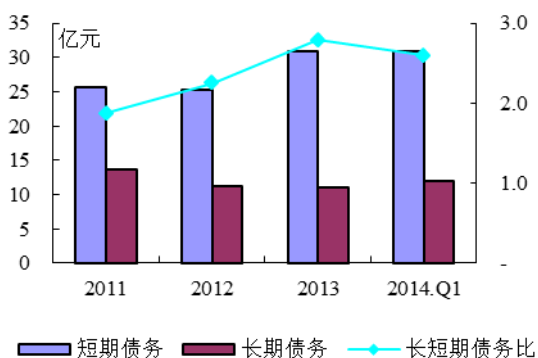
表 9：截至 2013 年 12 月 31 日轮胎上市公司财务指标对比

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
S 佳通	38.12	48.50	36.15
青岛双星	48.62	67.93	57.14
黔轮胎 A	75.72	68.51	63.78
双钱股份	113.37	63.59	52.44
风神股份	72.23	65.77	55.58

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

2013 年公司在建项目投入较多，当年对外融资的需求有所增加，债务规模明显增长。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务余额为 41.97 亿元，同比增长 14.94%，总资本化比率由上年的 61.93% 增至 63.78%；资产负债率为 68.51%，较上年增加了 1.85 个百分点，整体债务水平在同行业 A 股上市公司中处于较高水平。但随着 2014 年非公开增发完成，公司财务结构得到优化，截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别降至 58.43% 和 53.68%。

图 4：公司 2011~2014.Q1 债务结构分析

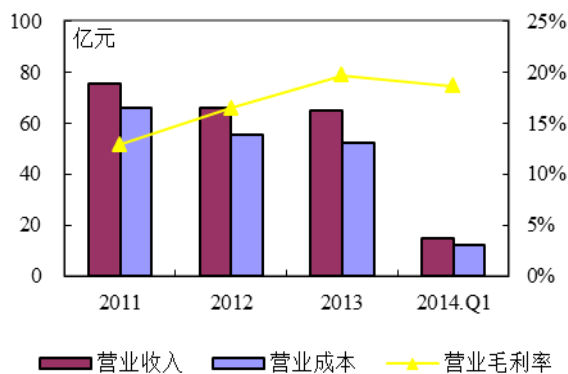


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司债务结构以短期债务为主，2013 年末短期债务/长期债务指标为 2.79，其中短期债务主要系通过短期借款进行融资，年末短期借款余额为 24.90 亿元；长期债务系通过长期借款和发行公司债等方式进行融资，年末长期借款和应付债券余额分别为 3.14 亿元和 7.94 亿元。公司目前短期债务为主的期限结构与其资本投入需求的匹配性较差，不过考虑到公司将以募集资金置换出预先投入募集项目的自筹资金，预计其短期债务将会下降，债务结构将得到改善。

盈利能力

图 5：公司 2011~2014.Q1 收入成本和营业毛利率分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013 年公司轮胎总体销量继续提升，受原材料价格下跌带来的产品降价影响，公司当年实现轮胎销售收入 63.66 亿元，同比下降 1.80%。不过得益于产品降价幅度小于原材料价格下跌幅度，其毛利空间仍得以提升，2013 年公司轮胎产品毛利率为 19.41%，较上年增加 3.18 个百分点。

对比国内主要轮胎类上市公司财务数据可以看出，近两年公司营业毛利率水平都处于行内中等偏上的水平。随着全钢子午胎产能的扩张和产品结

构的进一步调整，预计公司未来收入规模尚有较大的提升空间，基于原材料价格尚处于低位运行的态势，公司产品初始盈利能力亦有望得到保持。

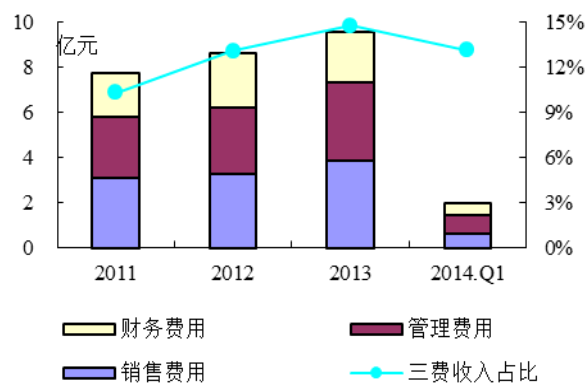
表 10：2012~2013 年国内主要轮胎类上市企业比较

	营业总收入 (亿元)		营业毛利率 (%)	
	2013 年	2012 年	2013 年	2012 年
黔轮胎 A	64.78	65.97	19.70	16.47
风神股份	85.38	90.23	20.26	18.72
S 佳通	46.50	42.83	23.59	19.01
双钱股份	143.32	121.02	13.29	18.58
青岛双星	52.72	59.09	10.13	9.01

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来随着业务规模的扩大，公司期间费用也逐年提高。其中，因运输、仓储费用和人员开支增长，2013 年销售费用同比增长 17.61%至 3.83 亿元；管理费用则随着人员开支和劳动保险费等的增长而增至 3.48 亿元；财务费用为 2.22 亿元，同比略降 7.16%。2013 年公司期间费用合计 9.54 亿元，同比增长 10.87%；占营业收入比例为 14.72%，较上年增加 1.68 个百分点。2014 年一季度，公司期间费用合计 1.94 亿元，同比下降 3.61%；占营业收入比例为 13.09%，较期初减少 0.82 个百分点。

图 6：公司 2011~2014.Q1 期间费用分析

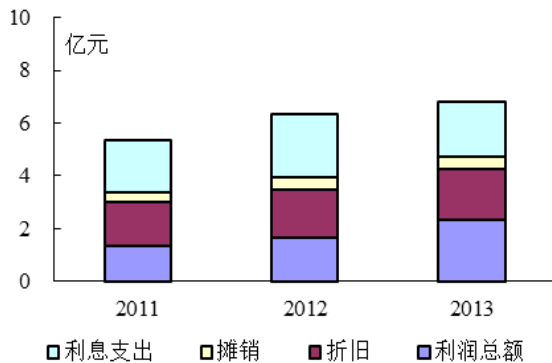


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

作为生产性企业，利润总额、折旧和利息支出是公司 EBITDA（息税折旧摊销前收益）的主要组成部分。2013 年毛利空间的增加使公司利润总额获得提升，带动公司当年 EBITDA 达到 6.81 亿元，同比增长 7.22%，EBITDA/营业收入比率为 10.51%，较上年增加 0.88 个百分点。从其他盈利指标看，受益于经营性业务利润的提升，2013 年公司获得净利润 1.74 亿元，同比增长 35.73%；所有者权益收益

率为 7.31%，较上年增加 1.59 个百分点。2014 年一季度，公司实现净利润 0.54 亿元，同比上升 47.75%，年化后所有者权益收益率为 5.83%。

图 7：2011~2013 年公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2013 年天然橡胶、合成橡胶等原材料价格震荡下行给轮胎行业带来了一定的利好，公司保持了相对较高的毛利率水平，盈利能力有所提高。而随着公司技改增产项目的投产，其业务规模将有一定增长空间，盈利水平也有望继续得到一定提升。

偿债能力

如前所述，2013 年公司在建项目投入较多，资本性支出有所增长，当年总债务余额由上年的 36.52 亿元增至 41.97 亿元。考虑到 2014 年非公开增发募集资金到位后公司将逐步置换出先前投入的自筹资金，预计公司 2014 年债务规模将会有所回落。

表 11：公司 2011~2014.Q1 部分偿债能力指标

指标	2011	2012	2013	2014.Q1
总债务/EBITDA (X)	7.36	5.75	6.17	--
总债务/经营净现金流 (X)	-9.68	3.39	26.37	9.42
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.73	2.66	3.31	--
经营净现金流利息倍数 (X)	-2.08	4.53	0.77	--
资产负债率 (%)	69.57	66.66	68.51	58.43
总资本化比率 (%)	64.72	61.93	63.78	53.68

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度看，2013 年公司销售结算中银行承兑汇票占比较高，公司将收到的银行承兑汇票多通过背书直接用于其投资性项目的结算，当年经营活动现金流净额由上年的 10.78 亿元大幅下降至 1.59 亿元。另外，2013 年公司在建项目投入较多，当年投资活动产生的现金净流量为-2.04 亿元。

从偿债能力看，2013 年公司经营净现金流利息

倍数和总债务/经营净现金流指标表现均弱于上年，但并不能反映公司实际情况。随着盈利水平的提升，2013 年公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.66 倍提升至 3.31 倍；因债务规模增长较快，当年总债务/EBITDA 指标略增至 6.17。短期来看，随着公司将使用非公开增发的募集资金置换已投入的自筹资金，其债务规模将有所回落，偿债压力有望得到缓解。从长期来看，公司战略实施带来的经营能力提升有望增强其偿债能力。

或有事项方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司无未决诉讼仲裁形成的或有负债，且无对外担保事项。

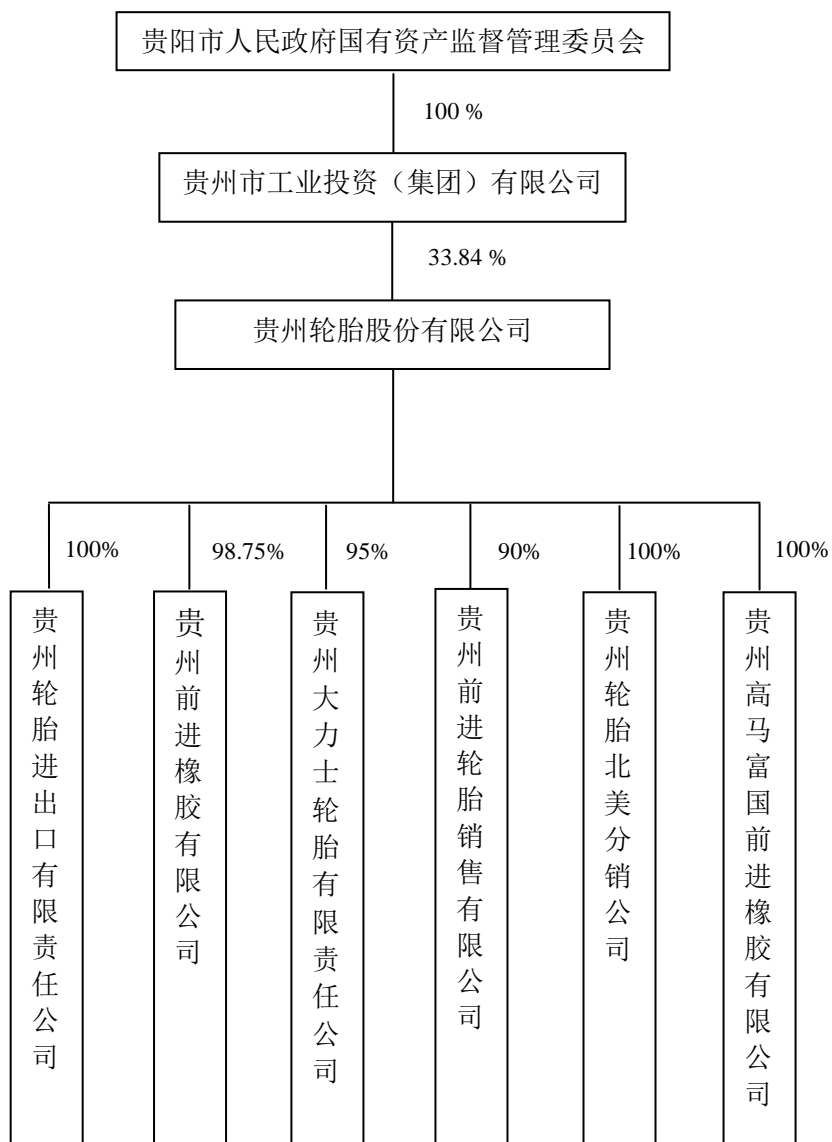
备用流动性方面，公司一直与多家金融机构保持良好的合作关系，备用流动性较为充裕，截至 2013 年 12 月 31 日，公司从上述银行获得授信总额度为 65.95 亿元，已使用额度为 31.00 亿元。

总体来看，天然橡胶、合成橡胶等原材料价格的持续回落使公司 2013 年盈利能力保持增长，2014 年盈利水平也有望继续得到提升；并且非公开增发的实施有力增强了其自有资本实力，随着公司使用募集资金逐步置换出先期投入的自筹资金，其债务规模也将会回落，债务结构将有所优化，主要偿债指标将呈现转好的态势。同时，公司具有一定的备用流动性，财务风险可控。以上因素均有利于提升公司综合实力及抗风险能力。

结论

综上，中诚信证评维持“11 黔轮债”信用等级为 **AA**，维持贵州轮胎股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定。

附一：贵州轮胎股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：贵州轮胎股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	49,160.75	59,273.62	56,039.89	190,866.78
应收账款净额	112,520.63	118,861.95	116,268.83	124,367.19
存货净额	109,408.46	122,316.54	108,143.45	95,120.00
流动资产	419,335.74	387,661.21	390,822.85	515,197.57
长期投资	30,099.91	19,390.00	19,390.00	19,390.00
固定资产合计	229,663.41	235,227.24	300,313.04	305,518.63
总资产	706,261.23	673,526.89	757,152.82	887,005.43
短期债务	256,953.35	252,912.64	308,852.35	308,427.07
长期债务	137,326.96	112,265.17	110,869.16	118,916.98
总债务(短期债务+长期债务)	394,280.31	365,177.81	419,721.51	427,344.05
总负债	491,376.57	449,006.55	518,751.35	518,266.05
所有者权益(含少数股东权益)	214,884.66	224,520.34	238,401.47	368,739.38
营业总收入	753,622.44	659,659.94	647,766.67	148,290.52
三费前利润	89,316.47	100,592.60	120,539.63	25,931.54
投资收益	45.53	1,175.07	1,234.88	0.00
净利润	9,597.46	12,845.46	17,434.66	5,375.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	53,545.93	63,468.49	68,053.79	—
经营活动产生现金净流量	-40,724.32	107,766.25	15,914.61	11,340.00
投资活动产生现金净流量	-81,306.15	-31,296.00	-20,446.46	-8,100.11
筹资活动产生现金净流量	132,616.76	-66,167.90	3,302.22	131,557.25
现金及现金等价物净增加额	10,624.47	10,112.87	-3,233.73	134,826.90
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	12.89	16.47	19.70	18.61
所有者权益收益率(%)	4.47	5.72	7.31	5.83
EBITDA/营业总收入(%)	7.11	9.62	10.51	—
速动比率(X)	0.88	0.79	0.70	1.06
经营活动净现金/总债务(X)	-0.10	0.30	0.04	0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.16	0.43	0.05	0.15
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.08	4.53	0.77	—
EBITDA 利息倍数(X)	2.73	2.66	3.31	—
总债务/EBITDA(X)	7.36	5.75	6.17	—
资产负债率(%)	69.57	66.66	68.51	58.43
总资本化比率(%)	64.72	61.93	63.78	53.68
长期资本化比率(%)	38.99	33.33	31.74	24.39

注：1、公司 2014 年 1 季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理；
2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务 = 总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入-营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润（含少数股东损益） / 期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务+所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

销售净利率 = 净利润 / 营业总收入

总资产报酬率=净利润*2/（期初资产总额+期末资产总额）

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。