

赛轮集团股份有限公司

2012年不超过7.2亿元公司债券

2014年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



赛轮集团股份有限公司

2012年不超过7.2亿元公司债券

2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果:

本期债券信用等级: AA

主体长期信用等级: AA

评级展望: 负面

债券剩余期限: 19个月

债券剩余规模: 7.2亿元

评级日期: 2014年04月28日

评级结论:

上次跟踪信用评级结果:

本期债券信用等级: AA

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

债券剩余期限: 30个月

债券剩余规模: 7.2亿元

评级日期: 2013年05月21日

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对赛轮集团股份有限公司(以下简称“赛轮股份”或“公司”)及其2012年11月发行的7.2亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的2014年跟踪评级结果维持为AA,发行主体长期信用等级维持为AA,评级展望调整为负面。

主要财务指标:

项目	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	831,632.78	723,938.09	474,059.24
归属于母公司所有者权益(万元)	283,433.88	196,119.56	183,904.04
资产负债率	65.74%	72.54%	61.21%
流动比率	0.97	0.87	1.00
速动比率	0.73	0.61	0.64
营业总收入(万元)	802,186.40	707,477.46	638,970.85
营业利润(万元)	26,325.10	17,116.37	11,586.61
利润总额(万元)	28,752.89	18,408.31	12,925.85
综合毛利率	12.88%	9.79%	6.82%
总资产回报率	5.67%	4.93%	-
EBITDA(万元)	71,508.27	53,266.01	43,264.38
EBITDA利息保障倍数	4.53	4.59	4.92
经营活动现金流净额(万元)	23,905.61	60,379.47	-21,063.84

资料来源:公司提供

正面:

- 跟踪期内,受产能提升,原材料价格下降及生产的规模效应逐步显现影响,公司轮胎产品毛利率有所上升;
- 公司不断加大技术创新,并加强下游销售渠道的构建,经营实力得到进一步增强;
- 跟踪期内,公司非公开发行股票进一步提升公司资本实力。

关注:

- 未来随着原材料价格波动最终传导至轮胎产品,公司轮胎产品毛利率水平或呈现一定的波动性;
- 公司产能扩张较快,面临一定的产能消化风险;
- 公司关联交易规模较大;
- 公司海外业务扩张或存在一定的经营风险;
- 公司货币资金中包括多种外币,货币资金的账面价值易受外币汇率变动的影响;
- 跟踪期内,公司应收账款规模同比大幅增加,客户集中度较高且存在一定规模的外应收账款;
- 公司经营活动现金流大幅下降,投资资金主要依赖筹资活动,目前在建项目后续投资较大,公司仍存在一定较大的资金需求;
- 公司有息负债规模较大,其中短期债务占比较大,存在一定的债务偿付压力。

分析师

姓名: 刘儒 王贞姬

电话: 010-66216006

邮箱: liur@pyrating.cn

一、 本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1169号文核准，公司于2012年11月发行公司债券募集资金总额人民币7.2亿元，债券票面年利率为5.85%，期限3年，募集资金用于补充公司流动资金和偿还银行贷款。

本期债券起息日为2012年11月15日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的付息日为2013年至2015年每年的11月15日付息。

截至2013年12月底，本次债券所筹集的资金用于偿还银行贷款及利息的金额为28,791.19万元，其他用于补充流动资金。公司于2013年11月15日为本期债券每100元面值派发利息5.85元（含税）。截至2013年12月31日，本期债券本息兑付情况见下表：

表 1 截至 2013 年 12 月 31 日本期债券本息累计兑付情况

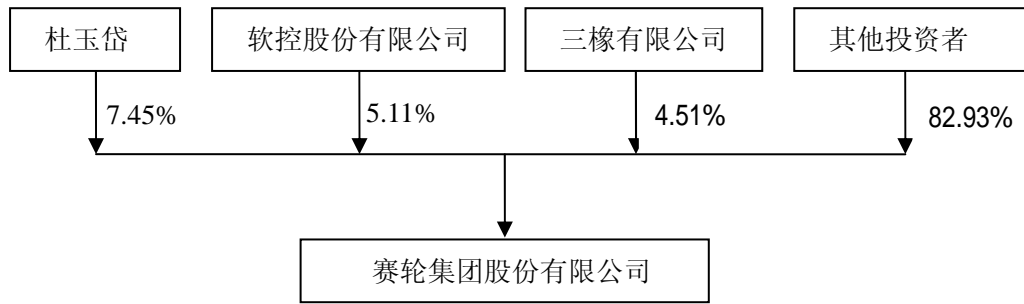
本息兑付日期	期初本金余额（亿元）	本金兑付/回售金额（亿元）	利息支付（万元）	期末本金余额（亿元）
2013年11月15日	7.2	-	4,212	7.2

资料来源：公司提供

二、 发行主体概况

跟踪期内，根据中国证券监督管理委员会证监许可【2013】512号《关于核准赛轮股份有限公司非公开发行股票的批复》及公司第二届董事会第二十五次、二十六次会议以及2013年度第一次临时股东大会会议的决定，公司非公开发行6,740万股普通股，每股面值为1元，每股发行价格10.8元，募集资金总额为72,792.00万元，扣除保荐费、承销费等发行费用共计2,276.85万元，实际募集资金净额为70,515.15万元，其中增加股本6,740.00万元，增加资本公积63,775.15万元，公司变更后的股本为44,540.00万元。同时由于本次非公开发行，公司股东持股情况亦相应发生变化，公司产权及控制关系见图1，截至2013年12月31日，公司实际控制人为杜玉岱。同期公司新增赛瑞特香港有限公司、广饶赛亚轮胎检测有限公司等2家子公司纳入公司报表合并范围。公司合并报表范围情况见附录四。根据公司2014年4月1日发布的临2014-035号公告，公司注册名称由“赛轮股份有限公司”变更为“赛轮集团股份有限公司”，并于2014年3月31日完成了相关变更登记手续，且取得了青岛市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》。

图1 截至2013年12月31日公司产权和控制关系图



截至2013年末,公司资产总额为831,632.78万元,归属于母公司所有者权益为283,433.88万元,资产负债率为65.74%。2013年度,公司实现营业收入802,186.40万元,利润总额28,752.89万元,经营活动产生的现金流量净额23,905.61万元。

三、经营与竞争

跟踪期内,公司主营业务未发生变化。2011-2013年公司轮胎产品收入占营业收入比例分别为77.35%、80.97%、74.62%,占比较高。公司以天然橡胶为主的原材料贸易收入规模较大,是公司收入的重要组成部分。

表2 2011-2013年公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

产品名称	2013年		2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
轮胎产品	598,575.23	16.14%	572,817.16	11.46%	494,249.66	7.98%
其中:全钢载重子午线轮胎	381,489.95	12.24%	360,536.86	9.45%	314,558.51	7.78%
工程胎	944.54	2.63%	2,676.77	5.03%	695.42	16.64%
半钢子午线轮胎	216,140.74	23.10%	209,603.53	15.01%	178,995.73	8.28%
循环利用	3,839.48	4.86%	3,591.01	-16.22%	2,411.26	-15.36%
技术转让	653.89	55.00%	-	-	771.92	88.05%
主营业务收入合计	603,068.59	16.11%	576,408.17	11.29%	497,432.84	7.99%
其他	199,117.81	3.09%	131,069.29	3.20%	141,538.01	2.72%
合计	802,186.40	12.88%	707,477.46	9.79%	638,970.85	6.82%

资料来源:公司提供

跟踪期内,公司轮胎产能进一步提高,收入稳步增长,但关联交易规模较大;受跟踪期内原材料价格下降及生产的规模效应逐步显现影响,公司轮胎产品毛利率有所上升

跟踪期内,2013年9月,公司首次公开发行股票投资的年产1,000万条半钢子午胎项目

已实际完成投资 55,879.71 万元（计划总投资 55,286.06 万元），基本达到年产 1,000 万条半钢胎的能力¹；公司及全资子公司青岛赛瑞特国际物流有限公司（以下简称“赛瑞特物流”）用 2013 年度非公开发行股票募集资金收购山东金宇实业股份有限公司（以下简称“金宇实业”）51% 股权，并分别于 2014 年 1 月 13 日、2014 年 1 月 21 日支付 21,750 万元、435 万元收购价款，其中公司收购 50%，赛瑞特物流²收购 1%，本次收购完成后公司共计持有金宇实业 100% 股权。金宇实业具备年产 1,200 万条的半钢胎产能。总体来看，截至 2014 年 1 月底，公司共具备 2,200 万条半钢胎和 400 万条全钢胎产能。此外，随着 2014 年在建项目赛轮越南子午线轮胎制造项目一期陆续达产，届时将进一步增加 300 万条半钢胎的产能。综合来看，跟踪期内随着公司对外收购及新建项目的推进，公司半钢子午胎产能大幅增加，产能的快速增加有利于发挥生产的规模效应，提高公司竞争力。伴随着公司产品产能逐年增加，公司收入规模稳步增长。但公司关联交易规模较大，跟踪期内，关联交易包括公司向软控股份有限公司及其控股子公司采购软件、装备、备件、模具等资产及发生租赁等业务交易金额 30,986.19 万元；向山东金宇实业股份有限公司采购轮胎实际交易金额 7,086.37 万元；向三橡有限公司销售轮胎及能源实际交易金额 1,799.34 万元；向山东金宇轮胎有限公司销售原材料实际交易金额 11,612.83 万元；向山东金宇实业股份有限公司销售原材料实际交易金额 1,729.54 万元等。

表 3 2011-2013 年公司产品产销量情况（单位：万条、元/条）

年份	全钢子午胎					半钢子午胎				
	产能	产量	销量	产销率	平均售价	产能	产量	销量	产销率	平均售价
2013 年	400	384	381	99.22%	1,001	1,000	919	975	106.09%	222
2012 年	230	207	212	102.42%	1,208	850	813	853	104.92%	246
2011 年	225	224	215	95.98%	1,317	780	771	728	94.42%	246

注：因公司 2012 年 8 月 27 日完成对沈阳和平的收购，为便于对比，上述 2012 年产能、产销量等相关数据未包括沈阳和平，2013 年度已包括沈阳和平。

资料来源：公司提供

2013 年轮胎产品中原材料成本占总成本比例为 82.98%，占比较高，原材料价格的变动易引起公司产品毛利率大幅变动。跟踪期内，公司产品的主要原材料天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线和炭黑等均价同比大幅下滑，但受原材料价格变动传导至最终产品时间滞后以及生产的规模效应逐步显现影响，公司轮胎产品毛利率有所上升，其中技术含量相对较高的半钢

¹ 1,000 万条半钢胎产能逐年达产，故公司半钢胎产能逐年增加。

² 为公司全资子公司。

胎毛利率水平上升较快。未来随着原材料价格变动传导至最终产品，公司产品盈利能力或有所波动。

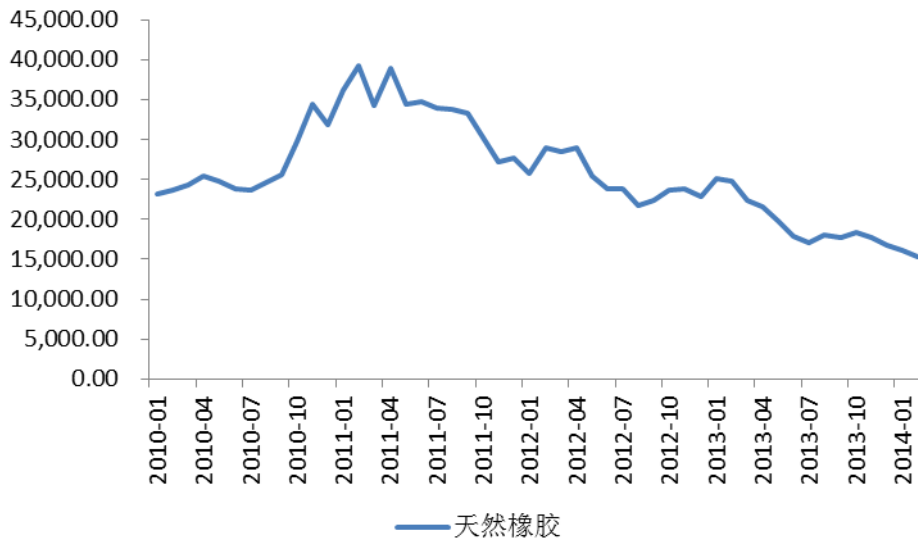
表 4 2011-2013 年公司原材料价格情况（单位：元/吨）

采购原材料	2013 年	2012 年	2011 年
天然橡胶	16,811	20,825	30,004
合成橡胶	13,424	19,802	25,760
钢丝帘线	10,330	10,726	11,457
炭黑	5,194	5,326	6,078

资料来源：公司提供

如图 2 所示，作为公司主要原材料的天然橡胶价格近年波动幅度较大，未来价格走势具有一定的不确定性。未来随着原材料价格波动最终传导至轮胎产品，公司轮胎产品毛利率水平或呈现一定的波动性。

图 2 2010-2014 年 2 月天然橡胶价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

跟踪期内，公司不断加大技术创新，并进一步加强下游销售渠道构建，经营实力得到进一步增强，但其海外业务扩张或存在一定的经营风险

为应对激烈的行业竞争，公司不断加大技术创新。2013 年公司累计研发支出 15,514.11 万元，占营业收入比例为 1.93%。2013 年，公司共申请专利 18 项，获得授权专利 7 项（其中实用新型专利 2 项），参与制定或修订国家及行业标准 11 项。此外，公司还联合承建了轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室，并参股了怡维怡橡胶研究院有限公司。综合来看，研发费用的不断投入有效地推进生产工艺、外观设计创新，有利于防御国际贸易保护壁垒及

产品技术壁垒提升的风险。此外，公司积极开拓海外销售渠道。根据公司临 2014-009 号公告，公司全资子公司和平国际收购英国 KRT 集团 100% 股权。KRT 集团主要通过在英国及爱尔兰设立的子公司或分支机构从事轮胎销售及技术服务等业务，本次收购将利于公司进一步扩大产品在英国及欧洲市场的销量。综合来看，公司目前在上游通过控股子公司泰华罗勇进行天然橡胶相关业务的运营，在生产环节通过新建、扩建或股权收购等方式不断扩大产品种类及规模，在下游则通过收购英国 KRT 集团控股权及参股北美销售网络来搭建更有竞争力的专业轮胎销售渠道。总体来看，公司在稳定原有北美地区、东南亚地区等国外销售渠道的同时，跟踪期内还加强了对缅甸、沙特等国家和地区的开发力度。但公司近年海外上下游业务的不断扩张，在完善公司产业链的同时，亦存在一定的海外经营风险。

跟踪期内，公司外销产品收入占比进一步上升且毛利率同比上涨较快，主要是由于跟踪期内公司加强了国外销售网络的构建，国外销售收入呈持续上升趋势，同时受跟踪期内主要原材料价格下降以及生产的规模效应逐步显现等影响，从整体上提升了外销产品毛利率，从而带动轮胎业务整体毛利率得以提升。

表 5 2011-2013 年公司内外销收入占比及毛利率情况

项 目		2013 年	2012 年	2011 年
内销	收入占比	40.60%	43.32%	54.30%
	毛利率	10.28%	7.58%	6.31%
外销	收入占比	59.40%	56.68%	45.70%
	毛利率	20.10%	14.13%	7.42%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司尚有部分项目处于建设期，未来仍存在较大的资金需求，同时新增产能未来消化存在一定的压力

2013年5月22日，公司2012年度股东大会审议通过了《关于对巨型工程胎项目追加投资的议案》，根据项目实际进展情况及公司未来经营规划，公司拟对该项目追加投资不超过12亿元，追加投资后，公司巨型工程子午胎项目年生产能力达到2万条，项目建设期2年，项目达产后，预计新增营业收入约18亿元，利润约3亿元。截至2013年底，巨胎项目累计投入23,807.01万元，该项目目前还处于研发建设阶段，49寸及51寸规格的巨胎已在市场销售，但巨胎产品均是按照订单生产，目前产量较小，57寸规格的巨胎正在试验阶段。由于巨胎产品属于非标准化产品，未来产能消化存在一定的压力。

公司全资子公司赛轮（越南）有限公司子午线轮胎制造项目原建设规模为“年产300万条半钢子午胎和年产1万条全钢工程胎”，投资总额为9,500万美元。2014年1月29日，公司2014

年第一次股东大会审议通过了《关于全资子公司赛轮（越南）有限公司投资建设二期项目的议案》，二期项目建设完成后，赛轮越南子午线轮胎制造项目建设规模将增加至“年产780万条半钢子午胎和年产1.5万吨全钢工程胎”，项目投资总额相应增加至2.6亿美元。该项目的建成投产将进一步增加轮胎产能，同时为利用越南当地天然橡胶资源、分散公司可能面临的国际贸易保护风险以及实现公司国际化发展的战略目标等方面起到积极作用。但我们同时注意到，公司产能的快速扩张，未来产能消化存在一定压力。

截至2013年底，公司尚有赛轮越南子午线轮胎制造项目、巨型工程子午胎项目两个在建项目，上述两个在建项目共需投资298,600万元，已投资92,675.25万元，未来尚需205,924.75万元资金需求，公司主要通过非公开发行股票、自有资金等方式筹集。综合来看，公司未来仍存在较大的资金需求，同时存在一定的新增产能消化压力。

表6 截至2013年底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至2013年底已经投资	建设期
巨型工程子午胎项目	140,000	23,807.01	2013年-2015年
赛轮越南子午线轮胎制造项目	158,600	68,868.24	2014年-2015年
合计	298,600	92,675.25	

资料来源：公司提供

此外，公司其他业务收入主要是由子公司赛瑞特物流负责运营的原材料贸易收入。公司从事该类业务的主要原因是考虑到公司生产所需原材料价格波动幅度较大，通过从事原材料贸易既可以更好的了解和把握原材料市场价格波动趋势，又可以通过集中采购增加公司同上游供应商客户谈判的话语权。跟踪期内，该项业务收入进一步增加，为公司收入的重要组成部分，但该业务毛利率水平较低。

四、 财务分析

（一） 财务分析基础说明

本节财务分析的基础是经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）³审计并出具了标准无保留意见的2011-2013年审计报告。报表按照新会计准则编制，跟踪期内公司新增赛瑞特香港有限公司、广饶赛亚轮胎检测有限公司等2家子公司纳入公司报表合并范围（见附录四）。

³根据财政部、证监会财会（2012）2号文件相关要求，公司原审计机构山东汇德会计师事务所有限公司与中兴华会计师事务所有限公司联合转制设立中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）。

（二）财务状况

跟踪期内，公司资产规模增长较快，但整体资产流动性一般；公司应收账款周转率和固定资产周转率有所下降；公司轮胎产品未来毛利率水平或呈现一定的波动性，期间费用率上涨较快；公司经营活动现金流大幅下降，未来随着对在建项目的持续投入，公司存在较大的资金需求；公司有息负债规模较大，未来存在一定的偿付压力

跟踪期内，主要由于赛轮越南项目、巨胎项目部分工程转固以及合并报表范围的扩大，2013年公司资产规模同比增长。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主。

表7 2011-2013年公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	120,357.89	14.47%	115,985.47	16.02%	53,257.46	11.23%
应收票据	26,623.46	3.20%	30,486.70	4.21%	55,085.84	11.62%
应收账款	104,117.41	12.52%	69,334.09	9.58%	46,112.20	9.73%
预付款项	49,867.34	6.00%	51,103.18	7.06%	23,346.62	4.92%
存货	97,752.45	11.75%	110,714.75	15.29%	99,866.08	21.07%
流动资产合计	401,904.72	48.33%	379,068.06	52.36%	279,009.45	58.86%
长期股权投资	56,741.12	6.82%	48,132.24	6.65%	6,000.00	1.27%
固定资产	309,665.15	37.24%	221,830.82	30.64%	154,011.25	32.49%
在建工程	15,999.03	1.92%	25,136.51	3.47%	14,929.58	3.15%
无形资产	33,788.40	4.06%	30,544.68	4.22%	8,762.39	1.85%
非流动资产合计	429,728.06	51.67%	344,870.03	47.64%	195,049.79	41.14%
资产总计	831,632.78	100.00%	723,938.09	100.00%	474,059.24	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司货币资金中人民币、美元等银行存款折合人民币金额合计占比 78.71%，其他货币资金合计占比 21.20%，主要为信用保证金、银行承兑票据保证金、保函保证金及远期购汇保证金，该部分资金存在一定的受限情况。需特别注意的是公司货币资金中包括美元、欧元、英镑、泰铢等多种外币，易受外币汇率变动的影响从而影响货币资金的账面价值。应收票据主要是应收以银行承兑汇票结算的销售款项。跟踪期内，公司应收账款规模同比大幅增加，主要受产能扩张带动产品销售量增加、为逐步开拓国内市场而对国内客户账期增加以及国外销售货款的取得存在一定的时间差等因素影响。截至 2013 年末，公司应收账款中按组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 104,886.62 万元，该部分应收账款均按照 0.73% 计提了坏账准备，其中账龄在 1 年以内的占比 96.30%；前 5 名客户应收账款额

占应收账款总额的比例为 49.70%，客户集中度较高。其中第一大客户为公司通过控股方式构建的国外经销渠道，应收账款规模占应收账款总额的比例为 23.80%，规模较大，主要是跟踪期内产品销售量进一步加大以及对关联客户执行较为宽松的信用政策所致。总体来看，公司应收账款规模较大且海外应收账款回收存在一定的风险。公司预付款项主要是项目建设预付供应商的设备和原材料采购款。公司存货以原材料、库存商品以及在产品为主，其中库存商品占比较高，由于公司产品价格易受宏观环境影响且近年轮胎价格持续处于下降通道，公司对库存商品计提了 1,006.11 万元的跌价准备。

跟踪期内，公司长期股权投资同比增长，主要是公司对山东金宇实业股份有限公司⁴（公司持股比例 49%）、福瑞特橡胶国际公司（公司持股比例 48%）的股权投资，以及跟踪期内新增对怡维怡橡胶研究院有限公司（公司持股比例 18%）、广饶赛亚轮胎检测有限公司（公司持股比例 100%）的股权投资，跟踪期内公司按照权益法核算的长期股权投资收益为 8,484.13 万元。跟踪期内，受在建赛轮越南项目、巨胎项目部分资产转固影响，公司固定资产规模大幅增加。截至 2013 年底，固定资产构成以机器设备及房屋建筑物为主，其中账面原值占比 35.82% 的部分所有权受到限制，同时还有热源项目、和平全钢项目、特种胎项目等由于正在履行审批手续尚未办妥产权证书。在建工程同比减少，主要是由于赛轮越南项目、巨胎项目等转固所致。跟踪期内由于公司合并报表范围扩大，土地使用权有所增加，导致公司无形资产同比增长，但其中由于抵押借款账面价值 1,734.77 万元的部分存在受限情况。

跟踪期内，公司销售收入的同比大幅增加，同时受为逐步开拓国内市场而对国内客户账期增加以及国外销售货款的取得存在一定的时间差等因素影响，公司应收账款周转天数略有增加。同期由于赛轮越南项目、巨胎项目部分转固，公司固定资产及资产规模均同比大幅上升，公司固定资产及总资产周转天数均同比大幅增加。

表8 2012-2013年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	51.73	51.14
存货周转天数	53.69	59.39
应付账款周转天数	76.84	75.87
净营业周期	28.59	34.67
流动资产周转天数	175.24	167.43
固定资产周转天数	119.26	95.62
总资产周转天数	349.05	304.80

⁴根据 2014 年 1 月 22 日发布的临 2014-018 号公告，公司已完成对山东金宇实业股份有限公司 100% 股权的收购。

注：应收账款周转天数、应付账款周转天数计算中分别考虑了应收票据、应付票据因素

资料来源：公司提供

跟踪期内，从收入规模来看，公司收入仍以轮胎销售以及以原材料贸易为主的其他业务收入为主。其中原材料贸易收入增长较快，随着公司完成对金宇实业的股权收购以及新建项目陆续投产，公司收入规模预计将进一步增长，但考虑到未来产能消化存在一定压力，收入规模或呈现一定的波动性。从毛利率水平来看，受主要原材料橡胶价格下降及传导至最终产品时间滞后、生产的规模效应逐步显现影响，公司轮胎产品毛利率上涨较多，其中技术含量相对较高的半钢胎毛利率水平上升较快。考虑到近年主要原材料价格波动性较大且原材料价格波动最终传导至轮胎产品，公司轮胎产品未来毛利率水平或呈现一定的波动性。此外，跟踪期内由公司子公司赛瑞特物流取得的原材料贸易收入继续上涨，但该项业务毛利率水平较低。跟踪期内，由于产品销售量增加以及海外销售渠道的逐步开拓，公司销售费用同比大幅增加；公司财务费用受借款规模增加影响亦同比上涨。综合来看，公司期间费用率上涨较快。

表9 2011-2013年公司盈利能力指标（单位：万元）

盈利能力	2013年	2012年	2011年
营业收入	802,186.40	707,477.46	638,970.85
营业利润	26,325.10	17,116.37	11,586.61
利润总额	28,752.89	18,408.31	12,925.85
净利润	23,421.91	15,929.98	10,495.21
综合毛利率	12.88%	9.79%	6.82%
期间费用率	10.22%	7.21%	4.81%
总资产报酬率	5.67%	4.93%	-

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司的 FFO（经营所得现金）同比增长，同期受公司经营应收项目占用资金同比大幅增加影响，公司经营活动现金流净额同比大幅下降。

跟踪期内，由于赛轮越南项目、巨胎项目的持续投入以及新增子公司的投资，公司投资活动现金流继续处于净流出状态。未来随着公司在建项目的持续投入，公司投资活动现金流仍将持续处于净流出状态。由于公司跟踪期内项目投入的持续增加以及产能增加导致的运营资金增加，公司通过银行借款及非公开发行股票等融资方式筹集资金规模同比大幅增加，公司筹资活动持续保持净流入状态。总体来看，公司经营活动产生的现金未能满足公司投资活动需求，公司投资活动所需资金仍将依赖于筹资活动。未来随着公司对在建项目的持续投入，公司存在较大的资金需求。

表10 2012-2013年公司现金流指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	23,421.91	15,929.98
非付现费用	27,601.93	23,811.66
非经营损益	12,438.27	9,289.34
FFO	63,462.11	49,030.98
营运资本变化	-39,556.51	11,348.49
其中：存货减少	13,153.17	23,357.43
经营性应收项目减少	-11,271.38	37,268.53
经营性应付项目增加	-41,438.30	-49,277.47
经营活动产生的现金流量净额	23,905.60	60,379.47
投资活动产生的现金流量净额	-104,000.99	-100,037.25
筹资活动产生的现金流量净额	87,089.92	102,868.83
现金及现金等价物净增加额	4,372.44	62,728.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，由于赛轮越南项目、巨胎项目的投入，公司长期借款规模大幅增加，公司负债总额亦同比增加。同时受益于公司非公开增发普通股所致的股本及资本公积的增加，公司自有资本实力得到增强。整体来看，跟踪期内公司负债与所有者权益比率同比大幅下降，但财务安全性仍处于一般水平。

表11 2011-2013年公司资本结构（单位：万元）

资本构成	2013 年	2012 年	2011 年
负债总额	546,733.83	525,115.94	290,155.20
其中：流动负债	416,187.57	438,228.59	280,355.20
非流动负债	130,546.27	86,887.35	9,800.00
所有者权益	284,898.95	198,822.14	183,904.04
负债与所有者权益比率	191.90%	264.11%	157.78%

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司负债以流动负债为主，流动负债主要是短期借款、应付账款。公司短期借款以保证借款为主，占短期借款的比例为 72.97%，其余为信用、抵押借款。短期借款主要用于补充公司日常经营流动资金。公司应付账款主要是应付在建项目的工程款和设备采购款，其中账龄在 1 年以内的占比 75.45%。截至 2013 年底，公司短期债务占负债总额的比例为 50.63%，但考虑到截至 2013 年底，公司尚有约 42.48 亿元可使用授信额度，公司财务弹性尚可。

跟踪期内，公司长期借款规模大幅增加，主要是赛轮（越南）有限公司项目借款，以保证借款为主。其中国开行借款规模较大，借款期限为 2013 年 6 月 17 日至 2020 年 6 月 26

日，借款利率 3.39%。截至 2013 年末，应付债券是 2012 年 11 月 15 日公司根据 2012 年 9 月 3 日中国监督管理委员会《关于核准赛轮股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2012】1169 号）向社会公开发行面值 7.2 亿元的三年期固定利率债券，票面利率为 5.85%。整体来看，截至 2013 年底，公司有息负债规模占负债总额的比例为 71.66%，公司未来存在一定的偿付压力。

表12 2011-2013年公司负债结构（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	255,379.55	46.71%	265,637.07	50.59%	166,887.16	57.52%
应付票据	16,756.90	3.06%	34,063.13	6.49%	9,880.00	3.41%
应付账款	118,483.72	21.67%	129,020.77	24.57%	96,043.84	33.10%
其他应付款	17,933.26	3.28%	6,769.85	1.29%	2,119.08	0.73%
流动负债合计	416,187.57	76.12%	438,228.59	83.45%	280,355.20	96.62%
长期借款	43,492.45	7.95%	4,500.00	0.86%	9,000.00	3.10%
应付债券	71,502.13	13.08%	71,264.99	13.57%	-	-
长期应付款	5,238.66	0.96%	-	-	-	-
非流动负债合计	130,546.27	23.88%	86,887.35	16.55%	9,800.00	3.38%
负债总额	546,733.83	100.00%	525,115.94	100.00%	290,155.20	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，由于公司资产规模的较快增加，公司资产负债率同比略有下降，但仍处于较高水平。未来随着在建工程的资金需求以及日常经营活动流动资金需求规模均较大，公司债务融资规模或将继续增大，公司资产负债率预计仍将维持在较高水平。跟踪期内，公司流动比率和速动比率均略有增加但仍处于较低水平。2013 年，由于公司为有息债务融资支付的利息有所增加，EBITDA 利息保障倍数有所下滑。

表13 2011-2013年公司偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	65.74%	72.54%	61.21%
流动比率	0.97	0.87	1.00
速动比率	0.73	0.61	0.64
EBITDA 利息保障倍数	4.53	4.59	4.92

资料来源：公司提供

五、 评级结论

跟踪期内，公司通过收购、新建生产线等措施扩大产能，并加大技术创新投入，公司经营实力得到进一步增强。受原材料价格下降及生产的规模效应逐步显现影响，公司轮胎产品毛利率有所上升。同时鹏元关注到，未来随着原材料价格波动最终传导至轮胎产品，公司轮胎产品毛利率水平或呈现一定的波动性；公司尚有部分项目处于建设期，未来仍存在一定的资金需求；公司海外业务扩张或存在一定的汇率、政治风险；公司货币资金中包括多种外币，货币资金的账面价值易受外币汇率变动的影响；公司资产中固定资产占比较高，公司资产流动性一般；公司经营活动现金流大幅下降，未来随着对在建项目的持续投入，公司仍存在一定的资金需求；公司有息负债规模占负债总额的比例较高，未来存在一定的偿付压力。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级AA，评级展望为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	120,357.89	115,985.47	53,257.46
应收票据	26,623.46	30,486.70	55,085.84
应收账款	104,117.41	69,334.09	46,112.20
预付款项	49,867.34	51,103.18	23,346.62
其他应收款	3,186.16	1,443.86	1,341.26
存货	97,752.45	110,714.75	99,866.08
流动资产合计	401,904.72	379,068.06	279,009.45
长期股权投资	56,741.12	48,132.24	6,000.00
固定资产	309,665.15	221,830.82	154,011.25
在建工程	15,999.03	25,136.51	14,929.58
无形资产	33,788.40	30,544.68	8,762.39
商誉	3,499.56	3,499.56	-
长期待摊费用	8,003.82	11,029.03	10,980.57
递延所得税资产	2,030.98	4,697.18	366.01
非流动资产合计	429,728.06	344,870.03	195,049.79
资产总计	831,632.78	723,938.09	474,059.24
短期借款	255,379.55	265,637.07	166,887.16
应付票据	16,756.90	34,063.13	9,880.00
应付账款	118,483.72	129,020.77	96,043.84
预收款项	6,604.69	5,890.15	4,243.32
应付职工薪酬	548.77	118.51	96.57
应交税费	-4,737.19	-3,812.76	-10,826.76
应付利息	554.55	526.50	-
应付股利	15.37	15.37	-
其他应付款	17,933.26	6,769.85	2,119.08
一年内到期的非流动负债	4,647.94	-	11,912.00
流动负债合计	416,187.57	438,228.59	280,355.20
长期借款	43,492.45	4,500.00	9,000.00
应付债券	71,502.13	71,264.99	-
长期应付款	5,238.66	-	-
专项应付款	-	3,466.00	-
递延所得税负债	2,816.42	3,013.03	-
其他非流动负债	7,496.60	4,643.33	800.00
非流动负债合计	130,546.27	86,887.35	9,800.00
负债合计	546,733.83	525,115.94	290,155.20
实收资本(或股本)	44,540.00	37,800.00	37,800.00

资本公积	171,346.24	107,571.09	107,571.09
盈余公积	7,098.53	4,890.92	3,332.38
未分配利润	62,498.50	45,891.02	35,200.57
外币报表折算差额	-2,049.39	-33.48	-
归属于母公司所有者权益合计	283,433.88	196,119.56	183,904.04
少数股东权益	1,465.07	2,702.59	-
所有者权益合计	284,898.95	198,822.14	183,904.04
负债和所有者权益总计	831,632.78	723,938.09	474,059.24

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业收入	802,186.40	707,477.46	638,970.85
减：营业成本	698,855.58	638,205.54	595,392.76
营业税金及附加	2,134.46	1,308.26	166.76
销售费用	44,436.89	22,912.35	11,713.33
管理费用	19,485.57	17,349.66	12,984.86
财务费用	18,077.95	10,759.31	6,009.77
资产减值损失	1,368.38	1,215.17	1,116.75
加：投资收益	8,497.55	1,389.21	-
二、营业利润	26,325.10	17,116.37	11,586.61
加：营业外收入	3,076.55	1,364.37	1,448.20
减：营业外支出	648.76	72.43	108.97
其中：非流动资产处置净损失	463.25	38.61	108.24
三、利润总额	28,752.89	18,408.31	12,925.85
减：所得税	5,330.98	2,478.34	2,430.64
四、净利润	23,421.91	15,929.98	10,495.21
归属于母公司所有者的净利润	24,485.09	16,028.99	10,495.21
少数股东损益	-1,063.17	-99.02	-

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	754,697.11	629,736.84	614,475.92
收到的税费返还	4,160.12	9,809.19	4,349.57
收到其他与经营活动有关的现金	5,534.89	6,162.18	2,461.43
经营活动现金流入小计	764,392.11	645,708.21	621,286.92
购买商品、接受劳务支付的现金	668,036.55	528,372.41	597,980.36
支付给职工以及为职工支付的现金	30,595.43	22,315.85	21,558.80
支付的各项税费	9,726.05	6,085.69	4,633.52
支付其他与经营活动有关的现金	32,128.47	28,554.79	18,178.08
经营活动现金流出小计	740,486.50	585,328.74	642,350.76
经营活动产生的现金流量净额	23,905.61	60,379.47	-21,063.84
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	13.42	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	905.04	2.44	7.05
收到其他与投资活动有关的现金	9,000.00	-	-
投资活动现金流入小计	9,918.46	2.44	7.05
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	99,481.33	65,530.81	59,909.17
投资支付的现金	900.00	10,557.87	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	4,538.12	23,951.01	-
支付其他与投资活动有关的现金	9,000.00	-	-
投资活动现金流出小计	113,919.45	100,039.68	59,909.17
投资活动产生的现金流量净额	-104,001.00	-100,037.25	-59,902.12
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	70,515.15	-	63,331.44
取得借款收到的现金	570,507.71	452,169.98	491,178.02
发行债券收到的现金	-	72,000.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	12,638.74	-	-
筹资活动现金流入小计	653,661.60	524,169.98	554,509.46
偿还债务支付的现金	537,769.90	408,054.91	464,956.28
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23,995.19	11,182.13	8,892.31
支付其他与筹资活动有关的现金	4,806.59	2,064.11	2,562.60
筹资活动现金流出小计	566,571.68	421,301.14	476,411.19
筹资活动产生的现金流量净额	87,089.91	102,868.84	78,098.27
四、汇率变动对现金的影响	-2,622.11	-483.05	217.27
五、现金及现金等价物净增加额	4,372.42	62,728.01	-2,650.41
加：期初现金及现金等价物余额	115,985.47	53,257.46	55,907.87

期末现金及现金等价物余额	120,357.89	115,985.47	53,257.46
--------------	------------	------------	-----------

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	23,421.91	15,929.98	10,495.21
加：资产减值准备	171.40	96.01	1,003.69
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,624.16	15,221.73	15,852.07
无形资产摊销	1,525.53	1,097.93	579.93
长期待摊费用摊销	7,280.84	7,395.99	5,707.98
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	361.99	8.10	93.74
财务费用	18,104.24	11,171.72	6,300.45
投资损失	-8,497.55	-1,389.21	-
递延所得税资产减少	2,666.20	-422.54	-85.46
递延所得税负债增加	-196.61	-78.73	-
存货的减少	13,153.17	23,357.43	-19,127.70
经营性应收项目的减少	-11,271.38	37,268.53	-33,186.88
经营性应付项目的增加	-41,438.30	-49,277.47	-8,696.87
经营活动产生的现金流量净额	23,905.61	60,379.47	-21,063.84
现金的期末余额	120,357.89	115,985.47	53,257.46
减：现金的期初余额	115,985.47	53,257.46	55,907.87
现金及现金等价物净增加额	4,372.42	62,728.01	-2,650.41

附录四 截至2013年12月31日公司纳入合并范围内子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主要业务
青岛赛轮子午线轮胎销售有限公司	1,000 万元	100%	轮胎、橡胶制品、橡胶机械、化工产品销售
青岛赛瑞特国际货运代理有限公司	500 万元	100%	国际货运代理
青岛赛瑞特国际物流有限公司	6,000 万元	100%	物流分拨, 普通货运, 仓储橡胶机械、橡胶工艺及配方的技术服务
青岛赛瑞特橡胶有限公司	3,000 万元	100%	进出口贸易; 国际货运代理
赛轮(越南)有限公司	3,000 万美元	100%	轮胎生产经营
赛轮国际轮胎有限公司	100 万美元	100%	进出口贸易; 仓储和分销; 项目投资
赛瑞特香港有限公司	12.9 万美元	100%	进出口贸易; 仓储和分销; 项目投资
广饶赛亚轮胎检测有限公司	1000 万元	100%	汽车轮胎质量检测及汽车轮胎性能评价检测
青岛赛轮仓储有限公司	1,680 万元	100%	仓储、物流
泰华罗勇橡胶有限公司	30,000 万泰铢	51%	橡胶加工与销售
沈阳和平子午线轮胎制造有限公司	12,000 万元	100%	轮胎生产经营
和平国际有限公司	7 万美元	100%	贸易、投资
和平国际安大略公司	1 美元	100%	贸易、投资

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整发行主体信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据发行主体公开信息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或终止评级。

本评级机构将及时在网站（www.pyrating.cn）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。