

赛轮股份有限公司

**2012 年不超过 7.2 亿元公司债券
2013 年跟踪评级报告**



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

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

赛轮股份有限公司

2012年不超过7.2亿元公司债券2013年跟踪评级报告

跟踪评级结果:

本期公司债券跟踪信用等级: 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

上次信用评级结果:

本期公司债券信用等级: AA

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

债券剩余期限: 36个月

债券发行规模: 7.2亿元

评级日期: 2012年06月18日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对赛轮股份有限公司(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2013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,评级展望维持为稳定。

主要财务指标:

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
总资产(万元)	781,130.64	723,938.09	474,059.24	394,649.59
归属于母公司所有者权益(万元)	202,844.19	196,119.56	183,904.04	111,102.94
资产负债率	73.65%	72.54%	61.21%	71.85%
流动比率	0.89	0.87	1.00	0.86
速动比率	0.66	0.61	0.64	0.56
营业总收入(万元)	182,647.42	707,477.46	638,970.85	405,022.32
营业利润(万元)	7,201.78	17,116.37	11,586.61	12,445.10
利润总额(万元)	7,843.12	18,408.31	12,925.85	13,026.39
综合毛利率	11.18%	9.79%	6.82%	8.35%
总资产回报率	-	4.93%	4.86%	-
EBITDA(万元)	-	53,266.02	43,251.38	32,617.95
EBITDA利息保障倍数	-	4.59	4.92	8.93
经营活动现金流净额(万元)	-12,378.15	60,379.47	-21,063.84	-39,043.62

资料来源:公司提供

正面：

- 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；
- 公司不断加强业务拓展，带动收入稳步增长；
- 公司通过延伸上游，有利于增强成本控制能力。

关注：

- 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；
- 公司主要原材料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，可能会影响公司产品的毛利率水平；
- 公司循环业务持续处于亏损状态，未来发展需进一步关注；
- 公司技术转让业务收入具有较大的不确定性；
- 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，汇率变动易影响货币资金的账面价值；
- 公司资产中固定资产占比较高，公司资产流动性一般；
- 公司应收账款周转率和固定资产周转率有所下降；
- 公司有息负债规模占负债总额的比例较高，面临一定的偿付压力。

分析师

姓名：刘儒 李飞宾

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%。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，目前尚未到付息日。

截至2013年3月底，本次债券募集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。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东以及控股股东持股比例均未发生变化。公司新增8家控股、参股子公司。（详细明细见附录四）

截至2012年末，公司资产总额为723,938.09万元，归属于母公司所有者权益为196,119.56万元，资产负债率为72.54%。2012年度，公司实现营业总收入707,477.46万元，利润总额18,408.31万元，经营活动产生的现金流量净额60,379.47万元。截至2012年3月末，公司资产总额为781,130.64万元，归属于母公司所有者权益为202,844.19万元，资产负债率为73.65%。2012年1-3月，公司实现营业总收入182,647.42万元，利润总额7,843.12万元，经营活动产生的现金流量净额为-12,378.15万元。

三、 经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。2010-2012年公司轮胎产品占主营业务收入比例分别为57.05%、85.75%、99.38%，呈逐年增长趋势。近年循环利用业务持续处于亏损状态，但公司出于战略的考虑仍将继续该业务，未来需进一步关注该业务的经营状况。跟踪期内，公司未获得技术转让业务收入，主要是由于跟踪期内该项业务未能发现较为适合的技术指导项目所致，但未来公司仍将继续从事技术转让业务，该项业务收入具有较大的不确定性。

表 1 2010-2012 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
轮胎产品	572,817.16	11.46%	494,249.66	7.98%	328,860.16	8.63%
其中：全钢载重子午线轮胎	360,536.86	10.43%	314,558.51	7.78%	222,313.52	9.53%
工程胎	2,676.77	5.30%	695.42	16.64%	40.80	-18.01%
半钢子午线轮胎	209,603.53	17.67%	178,995.73	8.28%	106,505.84	6.75%
循环利用	3,591.01	-16.22%	2,411.26	-15.36%	1,632.77	-3.49%
技术转让	-	-	771.92	88.05%	2,749.72	94.77%
合计	576,408.17	11.29%	497,432.84	7.99%	333,242.65	9.28%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司通过对外收购以提高产品产能，产量增加带动收入稳步增长；同时受跟踪期内原材料价格下降影响，公司轮胎产品毛利率明显上升

跟踪期内，根据 2012 年 8 月 6 日公司对外披露的《赛轮股份关于收购沈阳和平子午线轮胎制造有限公司 100% 股权的公告》（临 2012-033），公司以 12,000 万元收购沈阳和平子午线轮胎制造有限公司 100% 股权。沈阳和平子午线轮胎制造有限公司（以下简称“沈阳和平”）主要从事全钢子午胎的生产经营，收购完成后，公司在 2011 年全钢子午胎 225 万条产能以及半钢子午胎 780 条产能的基础上，新增全钢子午胎 120 万条的产能，产能的进一步增加有利于增强竞争力。总体来看，跟踪期内随着公司对外收购逐步推进，公司全钢子午胎产能有所增加。

跟踪期内，公司根据产品市场的需求，不断加大技术创新投入，2012 年公司累计研发支出 19,780.75 万元，占营业收入比例为 2.80%。2012 年，公司共完成 40 余项新技术要素开发和近 100 个全钢胎、10 余个半钢胎新产品的开发，全年共申请外观设计专利 9 项，获授权专利 20 项（其中发明专利 3 项，实用新型专利 5 项）。综合来看，研发投入的不断增加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。

跟踪期内，公司产品的主要原材料天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线和炭黑采购均价均出现大幅下滑。2012 年轮胎产品中原材料成本占总成本比例为 83.10%，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。截至 2012 年底，天然橡胶采购均价同比下降 30.59%，合成橡胶采购均价同比下降 23.13%，钢丝帘线采购均价同比下降 6.38%，炭黑采购均价同比下降 12.37%，且由于原材料价格变动传导至最终产品时间滞后影响，公司轮胎

产品毛利率有所上升。

表 2 2010-2012 年及 2012 年 1-3 月公司原材料价格情况（单位：元/吨）

采购原材料	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年	2010 年
天然橡胶	19,387	20,825	30,004	22,081
合成橡胶	15,922	19,802	25,760	19,941
钢丝帘线	9,856	10,726	11,457	12,766
炭黑	5,076	5,326	6,078	6,238

资料来源：公司提供

如图 1 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下降最终传导至轮胎产品，公司轮胎产品未来或难以维持较高毛利率水平。

图 1 2010-2013 年 4 月天然橡胶价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

跟踪期内，公司通过延伸上游及加强业务拓展，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

跟踪期内，根据 2012 年 4 月 5 日公司对外披露的《赛轮股份有限公司关于全资子公司完成注册登记的公告》（临 2012-008），公司在越南设立赛轮（越南）有限公司，主要从事轮胎的生产经营及天然橡胶技术研究等；根据 2012 年 5 月 28 日公司对外披露的《赛轮股份有限公司关于全资子公司收购资产的公告》（临 2012-018），公司全资子公司赛瑞特物流以 3,200 万元人民币收购泰华罗勇橡胶有限公司 51% 股权。上述两项设立及收购可以更好的为公司提供更具竞争力的天然橡胶等重要原材料，同时还可进一步延伸公司产业链以提高公司

对上游原材料的控制与研发能力。总体来看，海外业务的拓展有利于提升公司的竞争力和持续发展能力，但公司海外经营或面临一定的汇率、政治风险等。

跟踪期内公司加大了对国内集团客户的开发力度，并通过召开不同层次市场推介会等形式来获取订单，使得公司国内市场订单保持较高水平；在国外市场，公司除稳定原有销售渠道外，还加强了对欧洲及亚非拉市场的开发力度。受益于业务的不断拓展，公司2012年轮胎产品收入同比增长15.90%。

跟踪期内，2012年公司外销产品收入占比较高且毛利率同比上涨较快，主要是由于跟踪期内公司加强了对外销售网络的构建，对外销售收入呈逐年上升趋势，同时受跟踪期内主要原材料价格下降、公司子午半钢胎出口价格上涨以及外销产品中增加了高附加值轮胎产品销售等影响，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3 2010-2012年公司内外销收入占比及毛利率情况

项 目		2012年	2011年	2010年
内销	收入占比	43.32%	54.30%	55.44%
	毛利率	7.58%	6.31%	8.73%
外销	收入占比	56.68%	45.70%	44.56%
	毛利率	14.13%	7.42%	7.88%

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，未来仍存在一定的资金需求

截至2012年末，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投入48,384.08万元（计划总投资55,286.06万元），达到项目进度约90%，基本达到年产1,000万条半钢胎的能力。由于部分配套设施尚未完工及部分设备尾款尚未支付等原因，预计该项目完成时间为2013年9月。截至2012年底，公司尚有新设赛轮（越南）有限公司、巨型工程子午胎项目两个在建项目，其中新设赛轮（越南）有限公司尚需资金6,500万美元，巨型工程子午胎项目尚需资金约1亿元。此外，根据公司对外披露的《赛轮股份有限公司2013年度非公开发行股票预案》，本次非公开发行募集资金总额不超过72,845万元（含本数），扣除发行费用后将全部用于收购金宇实业51%的股权、投资越南子午线轮胎制造项目以及补充流动资金。综合来看，公司未来仍存在一定的资金需求。

表4 截至2012年底公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至2012年底已经投资	建设期
新设赛轮（越南）有限公司	9,500 万美元	3,000 万美元	2012年-2013年

巨型工程子午胎项目	20,000	9,831	2011年-2013年
-----------	--------	-------	-------------

资料来源：公司提供

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山东汇德会计师事务所有限公司审计并出具了标准无保留意见的 2011-2012 年审计报告以及未经审计的 2013 年 1 季报。报表按照新会计准则编制，跟踪期内公司新增 8 家子公司纳入公司报表合并范围（见附录四）。

（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；综合毛利率提升较快，但毛利率水平易受市场影响而波动；未来随着对新增子公司的持续投入，公司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，存在一定的偿付压力

由于公司合并报表范围的扩大，2012 年公司资产规模同比增长 52.71%，增长较快。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。从资产构成来看，流动资产以货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成；非流动资产主要是长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产。

表5 2011-2012年及2013年3月公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	126,270.09	16.17%	115,985.47	16.02%	53,257.46	11.23%
应收票据	29,484.22	3.77%	30,486.70	4.21%	55,085.84	11.62%
应收账款	96,024.40	12.29%	69,334.09	9.58%	46,112.20	9.73%
预付款项	53,064.07	6.79%	51,103.18	7.06%	23,346.62	4.92%
存货	112,753.48	14.43%	110,714.75	15.29%	99,866.08	21.07%
流动资产合计	424,938.40	54.40%	379,068.06	52.36%	279,009.45	58.86%
长期股权投资	50,808.97	6.50%	48,132.24	6.65%	6,000.00	1.27%
固定资产	219,535.71	28.10%	221,830.82	30.64%	154,011.25	32.49%
在建工程	40,073.24	5.13%	25,136.51	3.47%	14,929.58	3.15%
无形资产	30,213.04	3.87%	30,544.68	4.22%	8,762.39	1.85%
非流动资产合计	356,192.24	45.60%	344,870.03	47.64%	195,049.79	41.14%

资产总计	781,130.64	100.00%	723,938.09	100.00%	474,059.24	100.00%
------	------------	---------	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司货币资金余额为 115,985.47 万元，同比增长 117.78%，主要是公司合并报表范围扩大所致，其中人民币、美元等银行存款合计占比 79.48%，其他货币资金合计占比 20.41%，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。需特别注意的是由于公司跟踪期内新增多个境外公司，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。截至 2012 年公司应收票据同比减少 44.66%，主要是跟踪期内公司减少商业承兑汇票所致，其中 3,703.13 万元银行承兑汇票已被质押。截至 2012 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 69,920.33 万元，该部分应收账款均按照 0.84% 计提了坏账准备，其中账龄在 1 年以内的占比 97.76%；前 5 名客户应收账款额占应收账款总额的比例为 48.68%，集中度较高。公司的预付款项主要是预付供应商的设备和原材料采购款，2012 年末预付款项同比增加 118.89%，主要是跟踪期内公司新设子公司设备及原材料采购增加所致。截至 2012 年末，由于公司合并报表范围扩大，公司存货同比增长 10.86%，其中主要为半钢子午胎、全钢子午胎等库存商品，由于公司产品价格易受宏观环境影响公司对库存商品计提了一定的跌价准备。

截至 2012 年底，公司长期股权投资为 48,132.24 万元，同比增长 702.20%，主要是由于跟踪期内公司新增对山东金宇实业股份有限公司（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，跟踪期内按照权益法就对两个公司的股权投资分别确认投资收益为 890.06 万元、1,331.39 万元。公司固定资产占比较大，截至 2012 年底余额已达 221,830.82 万元，受新增子公司的影响同比增加 44.04%，增加部分主要为新增子公司的机器设备。截至 2012 年末公司固定资产中账面价值为 145,429.80 万元的房屋建筑物及机器设备用于抵押借款。截至 2012 年末，公司在建工程为 25,136.51 万元，同比增长 68.37%，主要是新增对公司现有生产线进行升级改造所致。跟踪期内由于公司合并报表范围扩大，土地使用权增长较多，导致公司无形资产同比增长较多。总体来看，受跟踪期内公司合并报表范围扩大影响，公司资产规模增加较多，公司资产中固定资产占比较高，公司资产流动性一般。

由于轮胎市场低迷公司营业收入增速缓慢，同时公司合并报表范围扩大导致公司各项资产规模快速增长以及应收账款、存货规模均相应增加，致使公司应收账款周转率、存货周转

率和总资产周转率均有所下降。

表6 2011-2012年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2012年	2011年
应收账款周转天数	29.37	19.11
存货周转天数	59.39	54.90
应付账款周转天数	63.48	54.97
净营业周期	25.28	19.04
流动资产周转天数	167.43	142.98
固定资产周转天数	95.62	81.98
总资产周转天数	263.05	224.96

资料来源：公司提供

受主要原材料橡胶价格下降及传导至最终产品时间滞后影响，公司轮胎产品毛利率上涨较多，但预计未来随着原材料价格下降最终传导至轮胎产品，公司轮胎产品毛利率仍将恢复至以前年度水平；跟踪期内公司循环利用业务持续处于亏损状态，主要是由于废旧轮胎回收存在地域限制，翻新业务原材料来源受限，业务规模较小所致；跟踪期内公司技术转让项目未能实现收入，主要是由于跟踪期内该项业务未能发现较为适合的技术指导项目所致，但未来公司仍将继续从事技术转让业务。此外，跟踪期内公司实现 131,069.29 万元其他业务收入，主要是公司控股公司赛瑞特物流及泰华罗勇公司取得的原材料贸易收入。

跟踪期内，受报表范围扩大影响，公司各项期间费用均出现大幅上涨，期间费用率上涨较多。综合来看，跟踪期内受公司轮胎业务毛利率大幅上涨影响，公司综合毛利率提升较快，但该毛利率水平可持续性不强。

表7 2011-2012年及2013年1-3月公司盈利能力指标（单位：万元）

盈利能力	2013年1-3月	2012年	2011年
营业收入	182,647.42	707,477.46	638,970.85
营业利润	7,201.78	17,116.37	11,586.61
利润总额	7,843.12	18,408.31	12,925.85
净利润	6,684.11	15,929.98	10,495.21
综合毛利率	11.18%	9.79%	6.82%
期间费用率	8.03%	7.21%	4.81%
总资产报酬率	-	4.93%	4.86%

资料来源：公司提供

跟踪期内，2012年公司的FFO（经营所得现金）同比增长22.74%。受公司经营应收项目占用资金大幅减少影响，公司经营活动现金流净额大幅上升。

受跟踪期内公司对外投资增多及新增子公司影响，公司购建固定资产、无形资产和其他

长期资产支付的现金、投资支付的现金以及取得子公司及其他营业单位支付的现金均出现大幅增长，公司投资活动现金流出增加较多。预计未来随着新增子公司投入的继续增加，公司投资活动现金流出仍将保持持续增长趋势。跟踪期内，从公司筹资活动流入渠道来看，公司融资以债务融资为主，由于跟踪期内公司 7.2 亿元公司债券发行，2012 年公司筹资活动现金流量净额同比增加较多。

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。公司筹资活动主要为债务性筹资。未来随着公司对新增子公司的持续投入，公司存在一定的资金需求。

表8 2011-2012年公司现金流指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	15,929.98	10,495.21
非付现费用	23,811.66	23,143.67
非经营损益	9,289.34	6,308.73
FFO	49,030.98	39,947.61
营运资本变化	11,348.49	-61,011.45
其中：存货减少	23,357.43	-19,127.70
经营性应收项目减少	37,268.53	-33,186.88
经营性应付项目增加	-49,277.47	-8,696.87
经营活动现金流量净额	60,379.47	-21,063.84
投资活动的现金流量净额	-100,037.25	-59,902.12
筹资活动产生的现金流量净额	102,868.84	78,098.27
现金及现金等价物净增加额	62,728.01	-2,650.41

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司加大了债务融资力度，债务总额逐年增长，截至 2013 年 3 月底，公司负债总额已达 575,299.66 万元，增长较快。同时受益于公司自身利润的积累，公司的所有者权益亦有所增加，公司自有资本实力得到增强。但整体来看，跟踪期内公司负债与所有者权益比率大幅上升，财务安全性一般。

表9 2011-2012年及2013年1-3月公司资本结构（单位：万元）

资本构成	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
负债总额	575,299.65	525,115.94	290,155.20
其中：流动负债	476,173.02	438,228.59	280,355.20
非流动负债	99,126.63	86,887.35	9,800.00
所有者权益	205,830.99	198,822.14	183,904.04
负债与所有者权益比率	279.50%	264.11%	157.78%

资料来源：公司提供

公司负债以流动负债为主，截至 2012 年底，流动负债余额达 438,228.59 万元，主要是短期借款、应付票据、应付账款。截至 2012 年末，公司短期借款金额为 265,637.07 万元，占负债总额的比例为 50.59%。短期借款以保证借款为主，占短期借款的比例为 46.23%。其余为信用、抵押、质押借款。公司应付票据增加主要是由于应付原材料采购款增加所致。截至 2012 年底，公司应付账款主要是应付的工程款和设备采购款，其中账龄在 1 年以内的占比 84.72%。

截至 2012 年末，公司应付债券是 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%。2013 年 1-3 月，公司新增 12,000 万元长期应付款，主要是公司增加了融资租赁业务所致。整体来看，截至 2012 年底，公司有息负债规模占负债总额的比例为 71.50%，公司存在一定的偿付压力。

表10 2011-2012年及2013年3月公司负债结构（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	298,502.01	51.89%	265,637.07	50.59%	166,887.16	57.52%
应付票据	33,998.34	5.91%	34,063.13	6.49%	9,880.00	3.41%
应付账款	125,738.62	21.86%	129,020.77	24.57%	96,043.84	33.10%
流动负债合计	476,173.02	82.77%	438,228.59	83.45%	280,355.20	96.62%
应付债券	71,304.11	12.39%	71,264.99	13.57%	-	-
长期应付款	12,000.00	2.09%	-	-	-	-
非流动负债合计	99,126.63	17.23%	86,887.35	16.55%	9,800.00	3.38%
负债总额	575,299.65	100.00%	525,115.94	100.00%	290,155.20	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着公司负债规模的增加，近年公司资产负债率呈逐年上升趋势，截至 2013 年 3 月公司资产负债率为 73.65%。未来随着公司债务融资规模的继续增大，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略有增加。2012 年，由于公司为有息债务融资支付的利息增加，EBITDA 利息保障倍数有所下滑。

表11 2011-2012年及2013年3月公司偿债能力指标

项目	2013年3月	2012年	2011年
资产负债率	73.65%	72.54%	61.21%
流动比率	0.89	0.87	1.00

速动比率	0.66	0.61	0.64
EBITDA 利息保障倍数	-	4.59	4.92

资料来源：公司提供

五、 评级结论

跟踪期内随着公司轮胎产品主要原材料价格的下降，公司轮胎产品毛利率水平大幅提升，但从近年原材料价格走势来看价格波动幅度较大，预计公司轮胎产品未来毛利率水平仍将恢复至正常水平。公司循环利用业务持续亏损，但公司出于整体战略考虑未来仍将保持该业务。公司技术转让业务由于缺乏合适的项目，2012年该项业务未实现收入。此外随着公司股权收购生产型公司的推进，公司未来有望继续加大产能及增强对原材料的控制，公司盈利能力水平或有所提升。同时鹏元关注到，公司资产中固定资产占比较高，公司资产流动性一般；未来随着公司对新增子公司的持续投入，公司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，公司存在一定的偿付压力；公司EBITDA利息保障倍数整体维持在较高水平，偿债能力较有保障。

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，评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
货币资金	126,270.09	115,985.47	53,257.46	55,907.87
应收票据	29,484.22	30,486.70	55,085.84	46,636.67
应收账款	96,024.40	69,334.09	46,112.20	21,713.70
预付款项	53,064.07	51,103.18	23,346.62	21,135.34
其他应收款	7,342.14	1,443.86	1,341.26	1,418.43
存货	112,753.48	110,714.75	99,866.08	81,744.48
其他流动资产	-	-	-	-
流动资产合计	424,938.40	379,068.06	279,009.45	228,556.49
长期股权投资	50,808.97	48,132.24	6,000.00	6,000.00
固定资产	219,535.71	221,830.82	154,011.25	136,998.46
在建工程	40,073.24	25,136.51	14,929.58	8,187.19
无形资产	30,213.04	30,544.68	8,762.39	5,626.09
商誉	3,499.56	3,499.56	-	-
长期待摊费用	7,971.20	11,029.03	10,980.57	9,000.82
递延所得税资产	4,090.51	4,697.18	366.01	280.55
非流动资产合计	356,192.24	344,870.03	195,049.79	166,093.10
资产总计	781,130.64	723,938.09	474,059.24	394,649.59
短期借款	298,502.01	265,637.07	166,887.16	143,714.62
应付票据	33,998.34	34,063.13	9,880.00	35,705.00
应付账款	125,738.62	129,020.77	96,043.84	85,782.24
预收款项	10,231.35	5,890.15	4,243.32	3,501.31
应付职工薪酬	117.66	118.51	96.57	157.14
应交税费	-1,031.28	-3,812.76	-10,826.76	-8,708.74
应付利息	1,579.50	526.50	-	-
应付股利	15.37	15.37	-	-
其他应付款	7,021.46	6,769.85	2,119.08	2,774.17
一年内到期的非流动负债	-	-	11,912.00	1,560.65
流动负债合计	476,173.02	438,228.59	280,355.20	264,486.39
长期借款	4,500.00	4,500.00	9,000.00	17,000.00
应付债券	71,304.11	71,264.99	-	-
长期应付款	12,000.00	-	-	800.26
专项应付款	3,466.00	3,466.00	-	-
递延所得税负债	3,213.19	3,013.03	-	-
其他非流动负债	4,643.33	4,643.33	800.00	1,260.00
非流动负债合计	99,126.63	86,887.35	9,800.00	19,060.26
负债合计	575,299.65	525,115.94	290,155.20	283,546.65

实收资本(或股本)	37,800.00	37,800.00	37,800.00	28,000.00
资本公积	107,571.09	107,571.09	107,571.09	55,065.19
盈余公积	4,890.92	4,890.92	3,332.38	2,368.03
未分配利润	52,290.92	45,891.02	35,200.57	25,669.71
外币报表折算差额	291.26	-33.48	-	-
归属于母公司所有者权益合计	202,844.19	196,119.56	183,904.04	111,102.94
少数股东权益	2,986.80	2,702.59	-	-
所有者权益合计	205,830.99	198,822.14	183,904.04	111,102.94
负债和所有者权益总计	781,130.64	723,938.09	474,059.24	394,649.59

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	182,647.42	707,477.46	638,970.85	405,022.32
营业收入	182,647.42	707,477.46	638,970.85	405,022.32
二、营业总成本	177,235.79	691,750.30	627,384.24	392,588.25
营业成本	162,222.93	638,205.54	595,392.76	371,190.90
营业税金及附加	339.68	1,308.26	166.76	143.77
销售费用	6,210.81	22,912.35	11,713.33	9,573.80
管理费用	4,441.51	17,349.66	12,984.86	8,793.62
财务费用	4,020.87	10,759.31	6,009.77	2,590.89
资产减值损失	-	1,215.17	1,116.75	295.27
加：投资收益	1,790.15	1,389.21	-	11.03
三、营业利润	7,201.78	17,116.37	11,586.61	12,445.10
加：营业外收入	649.26	1,364.37	1,448.20	618.65
减：营业外支出	7.92	72.43	108.97	37.35
其中：非流动资产处置净损失	6.46	38.61	108.24	34.22
四、利润总额	7,843.12	18,408.31	12,925.85	13,026.39
减：所得税	1,159.01	2,478.34	2,430.64	1,700.44
五、净利润	6,684.11	15,929.98	10,495.21	11,325.95
归属于母公司所有者的净利润	6,399.90	16,028.99	10,495.21	11,325.95

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010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	187,220.49	629,736.84	614,475.92	400,276.20
收到的税费返还	1,733.42	9,809.19	4,349.57	5,261.60
收到其他与经营活动有关的现金	11,418.69	6,162.18	2,461.43	3,866.80
经营活动现金流入小计	200,372.60	645,708.21	621,286.92	409,404.59
购买商品、接受劳务支付的现金	185,926.54	528,372.41	597,980.36	415,552.20
支付给职工以及为职工支付的现金	7,233.85	22,315.85	21,558.80	15,723.09
支付的各项税费	3,772.18	6,085.69	4,633.52	4,043.32
支付其他与经营活动有关的现金	15,818.18	28,554.79	18,178.08	13,129.59
经营活动现金流出小计	212,750.75	585,328.74	642,350.76	448,448.21
经营活动产生的现金流量净额	-12,378.15	60,379.47	-21,063.84	-39,043.62
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	9,000.00	-	-	8,000.00
取得投资收益收到的现金	13.42	-	-	11.03
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	2.44	7.05	3.30
投资活动现金流入小计	9,013.42	2.44	7.05	8,014.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	16,079.45	65,530.81	59,909.17	49,484.50
投资支付的现金	9,900.00	10,557.87	-	6,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	23,951.01	-	-
投资活动现金流出小计	25,979.45	100,039.68	59,909.17	55,484.50
投资活动产生的现金流量净额	-16,966.03	-100,037.25	-59,902.12	-47,470.17
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	63,331.44	-
取得借款收到的现金	156,540.42	452,169.98	491,178.02	274,795.29
发行债券收到的现金	-	72,000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	156,540.42	524,169.98	554,509.46	274,795.29
偿还债务支付的现金	113,031.48	408,054.91	464,956.28	177,908.32
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,264.60	11,182.13	8,892.31	3,654.20
支付其他与筹资活动有关的现金	960.00	2,064.11	2,562.60	1,656.80
筹资活动现金流出小计	116,256.08	421,301.14	476,411.19	183,219.32
筹资活动产生的现金流量净额	40,284.34	102,868.84	78,098.27	91,575.97
四、汇率变动对现金的影响	-655.54	-483.05	217.27	-233.56
五、现金及现金等价物净增加额	10,284.62	62,728.01	-2,650.41	4,828.62

期初现金及现金等价物余额	115,985.47	53,257.46	55,907.87	51,079.25
期末现金及现金等价物余额	126,270.09	115,985.47	53,257.46	55,907.87

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	15,929.98	10,495.21	11,325.95
加：资产减值准备	96.01	1,003.69	-239.86
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15,221.73	15,852.07	11,865.40
无形资产摊销	1,097.93	579.93	535.94
长期待摊费用摊销	7,395.99	5,707.98	4,093.86
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	8.10	93.74	5.37
财务费用	11,171.72	6,300.45	3,274.00
投资损失	-1,389.21	-	-11.03
递延所得税资产减少	-422.54	-85.46	-105.81
递延所得税负债增加	-78.73	-	-
存货的减少	23,357.43	-19,127.70	-40,379.05
经营性应收项目的减少	37,268.53	-33,186.88	-31,198.02
经营性应付项目的增加	-49,277.47	-8,696.87	1,789.62
经营活动产生的现金流量净额	60,379.47	-21,063.84	-39,043.62
现金的期末余额	115,985.47	53,257.46	55,907.87
减：现金的期初余额	53,257.46	55,907.87	51,079.25
现金及现金等价物净增加额	62,728.01	-2,650.41	4,828.62

附录四 截至2012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
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	0.0001 万美元	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	$(\text{营业总收入} - \text{营业总成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
	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	$(\text{营业总成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业总收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业总收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业总成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业总成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业总收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	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)	$\text{营业总收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
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	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
现金流	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
	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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业总收入}$

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受评对象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。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，本评级机构将依据受评对象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，并决定是否调整受评对象信用等级。

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受评对象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公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。