



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪108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“贵州轮胎股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评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，评级展望调整为负面；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

二零一六年五月二十日

贵州轮胎股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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	2015/5/18		
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 负面
	主体级别	AA	

基本观点

跟踪期内，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，可推动公司产品结构进一步优化，提升公司区域竞争优势；但受轮胎需求疲弱，传统出口市场环境不佳，行业竞争日趋激烈等的影响，2015 年公司轮胎产能利用率下降，产品销售量价齐跌，全年经营亏损，同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）还关注到公司新项目达产后面临的产能释放压力、原材料价格波动和债务压力加大等因素对其整体经营及信用水平的影响。

中诚信证评维持黔轮胎主体信用等级为 **AA**，评级展望调整为负面；维持“贵州轮胎股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别为 **AA**。

概况数据

黔轮胎	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	23.84	37.74	34.85	34.84
总资产（亿元）	75.72	97.30	111.76	117.50
总债务（亿元）	41.97	49.62	68.48	71.39
营业总收入（亿元）	64.78	55.63	47.33	9.89
营业毛利率（%）	19.70	20.14	11.83	19.72
EBITDA（亿元）	6.81	6.30	2.47	-0.06
所有者权益收益率（%）	7.53	5.42	-7.12	-0.75
资产负债率（%）	68.51	61.21	68.81	70.35
总债务/EBITDA（X）	6.17	7.29	27.74	-289.11
EBITDA 利息倍数（X）	3.26	3.09	1.11	-

注：1、上述所有者权益含少数股东权益；
2、2016 年 1 季度所有者权益收益率指标经年化处理。

正面

- 细分市场处于行业领先地位，产品结构逐步优化。公司载重子午线轮胎销量居于全国替换市场前茅，同时，近年来公司致力于优势产品的技改增能，产品结构得到优化。
- 区域竞争优势明显。公司是西部地区最大的轮胎供应商，随着西部大开发进入加速发展阶段，云贵川等地经济规模提升和产业化持续升级将为公司发展提供动力。
- 公司银行授信情况良好，具备较为充足的备用流动性。截至 2015 年末，公司拥有银行授信总额为 76.39 亿元，已使用额度为 48.66 亿元，备用流动性较为充裕。另外，截至 2016 年 3 月 31 日，公司货币资金余额为 32.84 亿元，且其中受限部分占比较小，公司手持资金规模也比较宽裕。

关注

- 轮胎销售量价齐跌，轮胎替换市场竞争加剧，公司面临较大的产能释放压力。2015 年轮胎内销市场需求萎缩、产能过剩，出口环境恶化，公司轮胎销售量价齐跌，营业收入同比下滑

分析师

刘 兰 lanliu@ccxr.com.cn
 彭 曦 xpeng@ccxr.com.cn
 Tel: (021) 51019090
 Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 20 日

14.92%。轮胎市场供大于求的局面短期难以改变，随着越来越多的厂商加入到轮胎替换市场的竞争，公司竞争状况将日趋激烈，新建项目投产后面临较大的产能释放压力。

- 原材料价格波动。橡胶价格变动对公司产品定价、成本控制和盈利均具有较大影响，天然橡胶和合成橡胶价格变动较为频繁，且影响因素较多，需关注原材料价格波动对公司经营造成的不利影响。
- 债务压力加大。2015 年公司债务规模明显增长，年末总债务余额为 68.48 亿元，同比增长 38.00%，资产负债率和总资本化比率分别由上年的 61.21% 和 56.80% 上升至 68.81% 和 66.27%，并且至 2016 年一季度进一步分别攀升至 70.35% 和 67.21%，债务压力有所加大。

基本情况

贵州轮胎股份有限公司（以下简称“黔轮胎”或“公司”）主营轮胎制造与销售，拥有“前进”、“大力士”、“多力通”等系列品牌，产品包括载重轮胎、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，是全国工程轮胎产量最大的生产厂家之一，并且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。2015 年公司完成轮胎产量 485.70 万条，同比下降 11.17%；完成轮胎销售 489.98 万条，同比下降 8.35%；实现营业收入 47.33 亿元，同比下降 14.92%；净亏损 2.59 亿元，同比下降 254.81%。

行业关注

2015 年我国轮胎出口环境持续恶化，国内轮胎市场需求持续放缓，轮胎企业经营环境艰难，市场竞争激烈。

根据中国橡胶工业协会轮胎分会对 42 家会员单位统计，2015 年 42 家会员单位轮胎产量 3.35 亿条，同比下降 5.6%；实现销售收入 1,376.3 亿元，同比下降 13.35%。中国轮胎行业产量与销售额呈现下降趋势，主要原因在于 2015 年国内汽车行业增速放缓影响了国内轮胎的需求，同时部分国家的贸易保护政策进一步对我国轮胎出口产生不利影响。

分产品来看，全钢胎和半钢胎的产量均呈现下降趋势。2015 年 42 家会员单位全钢胎产量 8,250 万条，下降 6.67%；因乘用车市场发展速度放缓且受到出口市场的贸易保护政策影响，42 家会员单位半钢胎产量 2.36 亿条，下降 4.52%；同时，市场对斜交胎的需求量在不断减少，目前主要在航空、工程、以及农用胎领域应用相对较多，在乘用车领域应用范围已十分有限。2015 年 42 家会员单位子午线轮胎产量 3.18 亿条，子午化率 90.17%，同比基本持平。

我国轮胎出口的主要市场是美国、欧盟及中东，受美国“双反”影响升级以及欧盟从 2015 年将我国从享受普惠制待遇的国家名单中剔除等因素影响，我国轮胎对国外传统市场的出口前景不容乐观。据海关总署数据显示，2015 年我国出口新的充气橡胶轮胎 44,451.39 万条，同比下降 6.58%；平均出口价格为 31.15 美元/条，下跌 9.88%。

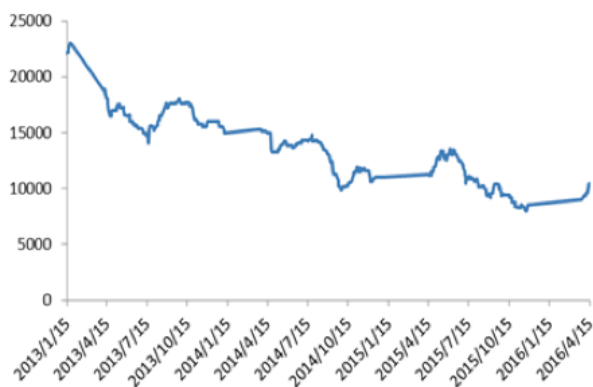
2015 年受橡胶产品价格持续下行、美国发起“双反”调查、产能结构性过剩矛盾等因素影响，我国轮胎开工率有所下降，产品价格重心不断下移，导致轮胎行业利润率明显走低。据中国橡胶工业协会轮胎分会对会员企业统计，2015 年半钢胎企业月均开工率约为 70%，同比下降 10%；全钢胎企业月均开工率约为 65%，同比下降 6%。中国橡胶工业协会轮胎分会统计的 40 家轮胎企业中，31 家内资企业中有 6 家亏损，亏损金额达 4.47 亿元；9 家外企企业有 2 家亏损，亏损额达 1.35 亿元，整体亏损面为 20%。

总体来看，2015 年我国轮胎行业结构性产能过剩、产品同质化竞争等问题较为突出，市场处于供大于求的局面。在目前美国实施严厉的双反税率影响出口，以及国内轮胎市场需求放缓的背景下，短期内我国轮胎产量难以有效回升，轮胎行业将处于结构性产能调整阶段，轮胎行业竞争尤其是轮胎生产企业在替换市场的竞争将更加激烈。具有较强的研发能力、较快的产品更新换代速度、经营效率高且产品适应性强的规模企业将在竞争中占据优势地位。

橡胶价格与轮胎价格“剪刀差”缩小，2015 年轮胎企业盈利水平持续下滑，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。

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1: 2013~2016.4我国天然橡胶价格情况(元/吨)



资料来源: wind 资讯, 中诚信证评整理

2015年,天然橡胶市场价格震荡微幅下降。受国内宏观经济影响、天然胶进口量同比持续上涨、青岛保税库和上海期货交易所库存持续增加等因素影响,2015年11月天然橡胶价格下跌至9643.33元/吨,创7年新低;从2015年1月初至12月末天然橡胶价格跌幅约20.57%。2016年3月2日,泰国、马来西亚、印度尼西亚三大天然橡胶主产国宣布2016年3月-2016年9月将减少61.5万吨出口,约占上述三国2015年总出口量8%,受此影响,预计2016年天然橡胶价格或将微幅上涨。

合成橡胶方面,2015年上半年,合成橡胶价格先跌后涨,价格震荡变动,下半年则呈现单边下行态势。其中,2015年国内顺丁胶橡胶市场行情有所波动,呈现先跌后涨再跌的变化趋势,年初丁苯橡胶经销均价在10,200.00元/吨,年末下跌至8,905.00元/吨,整体跌幅达15.12%;而其年初生产均价在9,786.00元/吨,年末则下跌至7,966.00元/吨,整体跌幅达18.60%,全年呈现下跌趋势。2015年合成橡胶价格震荡下行主要原因系原油价格下跌带动原材料的价格连连下跌,此外下游需求量的减少和2015年天然橡胶价格震荡下跌对其也产生了重要影响。

总体来看,2015年天然橡胶和合成橡胶价格震荡下行,但受主产国限产影响,2016年天然橡胶市场价格或将上涨,从而导致轮胎行业成本上涨,同时随着橡胶价格与轮胎价格“剪刀差”的缩小,预计轮胎企业盈利情况难以得到有效改善。考虑到天然橡胶、合成橡胶与混合橡胶价格变动较为频繁,关税政策的不确定性较大且影响因素

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

公司原材料采购渠道集中度较高,2015年与主要供应商继续保持了稳定合作关系,原材料供应及质量较有保障

公司生产所需的原材料主要包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、助剂、钢帘线等,2015年公司采购天然橡胶69,363.87吨,合成橡胶38,471.77吨,炭黑61,228.39吨,助剂28,356.09吨,钢帘线38,381.43吨。近年来因成本占比较高的橡胶等主要原材料价格持续下跌且基本处于低位运行,2015年公司原材料单位成本同比下降18.36%至0.87万元/吨。

表1: 2014~2015年公司主要原材料采购量

主要原材料	2014年采购量 (吨)	2015年采购量 (吨)	2015年同比 (%)
天然橡胶	90,681	69,364	-23.51
合成橡胶	50,350	38,472	-23.59
炭黑	75,784	61,228	-19.21
助剂	34,018	28,356	-16.64
钢帘线	47,658	38,381	-19.47
帘子布	8,268	6,548	-20.80
合计	306,759	242,349	-21.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表2: 2014~2015年公司主要原材料单位成本对比

主要原材料	2014年单位成本 (万元/吨)	2015年单位成本 (万元/吨)	2015年同比 (%)
天然橡胶	1.22	0.91	-25.28
合成橡胶	1.07	0.87	-18.45
炭黑	0.57	0.50	-12.54
助剂	1.35	1.28	-5.29
钢帘线	1.07	0.84	-21.05
帘子布	2.32	2.10	-9.63
合计	1.06	0.87	-18.36

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从各主要原材料情况来看,为确保供应渠道稳定,公司天然橡胶长单采购占比约70%,其余一般根据市场行情确定采购时点,且天然橡胶供应商相对比较集中,2015年前五大供应商采购金额占比为92.09%;公司合成橡胶的供应商主要为中国石油及中国石化的下属子公司,2015年前五

大供应商采购金额占比为 83.22%；炭黑以就近原则采购，2015 年前五大供应商采购金额占比为 86.33%；此外，公司钢帘线供应商主要为江苏兴达钢帘线股份有限公司、张家港市骏马钢帘线有限公司等五家企业。

总体来看，公司原材料采购渠道集中度比较高，与主要供应商多为长期合作关系，原材料采购量和质量能够得到较好保障。值得关注的是，2016 年随着泰国、马来西亚、印度尼西亚减少天然橡胶出口，天然橡胶价格或将有所提升，可能会给公司带来一定的原材料成本压力。

公司具有一定的技术研发实力，产品结构逐步优化，各技改项目稳步推进有助于产能提升，但在当前市场环境下面临较大的产能释放压力

近年来，公司通过优化产品结构、稳定原材料品质、强化设备长周期安全稳定运行管理、优化流水线生产过程等措施，保证了产品质量稳定性的同时提升了生产效率，产品综合合格率和一次合格率一直保持在较好水平。2015 年公司全年达产的各种轮胎有效产能达到 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。2015 年，公司继续强化产品结构调整，但在面对国内市场需求萎缩的情况下，公司也及时调整生产计划，全年共生产轮胎 485.70 万条，同比下降 11.17%，产能利用率有所下滑。

表 3：公司 2013~2015 年轮胎产量情况

单位：万条			
产品	2013 年	2014 年	2015 年
全钢载重子午胎	337.00	320.12	281.95
半钢子午胎	1.67	1.94	1.69
斜交轮胎	265.81	224.71	202.06
合计	604.48	546.77	485.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从生产能耗来看，近年公司通过改进生产工艺、加强日常运营管理等措施提高能源综合利用效率，能耗指标处于较低水平。2015 年公司三胶煤单耗、三胶电单耗和三胶水单耗分别为 0.791kg/kg、1.534kwh/kg 和 0.020m³/kg，三胶煤单耗和三胶电单耗同比大幅下降，三胶水单耗小幅

上升，能源利用效率得到持续提升。

表 4：2013~2015 年公司能耗指标

指标	2013 年	2014 年	2015 年
三胶煤单耗 (kg/kg)	1.05	0.84	0.791
三胶电单耗 (kwh/kg)	1.566	1.545	1.534
三胶水单耗 (m3/kg)	0.017	0.018	0.020

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主导，强化产品结构调整和技术改造转型升级，大力发展优势产品全钢载重子午胎和工程机械胎。“全钢工程子午胎异地技术改造项目”计划形成年产 120 万条全钢工程子午胎的生产规模，工程投资 17.95 亿元，所需资金已通过自有资金、银行贷款和非公开增发筹集，该项目于 2014 年 3 月试生产，2014 年开始小批量生产，2016 年 1 月正式批量生产。2015 年公司利用全钢工程子午胎项目空余厂房（场地）实施设备填平补齐新增 50 万条载重子午胎产能项目，并利用全钢系统部分设备搬迁至全钢工程子午胎项目后的空地实施设备填平补齐新增 20 万条载重子午胎产能项目。此外，公司于 2014 年 12 月启动“特种轮胎异地搬迁技术改造项目”，预计总投资 14.52 亿元，建设周期 18 个月，计划形成年产 325 万条特种轮胎的生产规模；该项目已于 2016 年 1 月开始试生产，预计于 2016 年内完成全部搬迁。

总体来看，短期内随着全钢工程子午胎异地技术改造项目的批量投产和特种轮胎异地搬迁技改项目的推进，公司产品结构仍有较大的调整空间，但同时我们也关注公司在目前市场需求放缓的背景下面临产能释放压力加大等对其产生的不利影响。

跟踪期内，国内轮胎需求放缓，轮胎价格下行，2015 年公司轮胎销售量价“双跌”。随着替换市场的竞争状况日趋激烈和传统出口市场环境恶化，短期内公司仍将面临较大的市场压力

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，西部大开发加速发展和地区产业化的持续升级为公司发展提供了动力。但 2015 年受国内轮胎市场需求

放缓及传统出口市场环境不佳等影响，公司当年实现轮胎销售 489.98 万条，同比下降 8.36%；受销量下降以及产品降价的影响，2015 年公司实现轮胎销售收入 40.16 亿元，同比下降 26.72%。

表 5：2013~2015 年公司轮胎生产和销售情况

单位：万条

项目	2013 年	2014 年	2015 年
生产量	604.48	546.77	485.7
销售量	592.20	534.65	489.98
产销率	97.97%	97.78%	100.88%

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，但 2015 年主要出口市场受限，国内全钢子午胎需求继续放缓，公司全钢载重子午胎销量亦大幅下降；2015 年公司斜交轮胎产品销量和售价均有所下滑，但斜交轮胎产品拥有多项技术专利，产品毛利空间一直高于全钢载重子午胎 2015 年毛利率仍有所上升；公司半钢胎品种虽然不多，对营业收入贡献也最小，但其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，2015 年毛利率也明显上升。

表 6：2015 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	275.44	-11.80	24.63	-26.30	2.05	-14.16
半钢子午线轮胎	1.77	-5.35	0.28	-15.15	57.67	5.80
斜交轮胎	212.77	-3.50	15.25	-27.55	30.46	2.18
合计	489.98	-8.35	40.16	-26.72	13.22	-7.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，2015 年天然橡胶、合成橡胶等主要原材料价格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。2015 年公司国内销售产品降价 1 次，其中全钢载重子午胎降价 3%，斜交工程特种轮胎降价 3%~5%。除直接降价外，2015 年公司还多次通过各种促销方式促进销售，产品实际售价进一步下降。总体来看，受轮胎市场降价预期比较强烈的影响，公司也需一定幅度地降低销售价格以保持竞争力。

表 7：2013~2015 年公司不同市场销售情况

单位：万条、亿元

市场种类	2013 年		2014 年		2015 年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
替换市场	308.74	34.94	278.79	26.80	214.86	16.08
配套市场	73.69	9.64	34.02	6.45	50.28	3.87
合计	382.43	44.58	312.81	33.25	265.14	19.95

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售市场来看，2015 年公司内销和出口收入占比分别为 50.16% 和 49.84%。其中，公司国内销售的客户涉及替换和配套市场，以替换市场为主，2015 年公司内销收入中替换市场销售占比达 80.60%，与上年相比变化不大。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，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 90.04%。公司配套市场销售模式以直销为主，客户主要为物流、矿山、码头和港口企业等，2015 年公司配套市场销售量占比为 18.92%。另外，考虑到传统客户受宏观经济环境影响较大，公司亦计划并实施拓展新的客户群体，但短期内客户拓展效果有待观察。

表 8：2013~2015 年公司轮胎出口情况

	2013 年	2014 年	2015 年
出口量（万条）	209.78	221.84	214.96
出口收入（亿元）	19.08	21.56	17.16
主营业务收入占比（%）	29.60	39.34	42.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

出口方面，公司产品出口地区以北美、中东和欧洲等地区为主。2015 年，公司传统出口市场环境恶化的局面未得到改善，全年共出口轮胎 214.96 万条，同比下降 3.10%；实现出口收入 17.16 亿元，同比下降 20.41%。具体来看，北美地区出口轮胎 128.21 万条，同比下降 6.47%，欧盟地区出口量 12.29 万条，同比下降 5.04%。

从表 8 可以看出，2013-2015 年公司轮胎出口收入占比持续增加，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、美国“双反”影响升级以及欧盟从 2015 年将我国从享受普惠制待遇的国家名单中剔除等不利印因素，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不利影响。

整体来看，公司区域竞争有一定的优势，但跟踪期内国内市场的轮胎需求放缓，轮胎出口环境也不容乐观，加上原材料价格下跌带来的轮胎降价压力，公司 2015 年轮胎销售量价齐跌；同时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，公司产能释放压力加大，面临较大的经营压力。

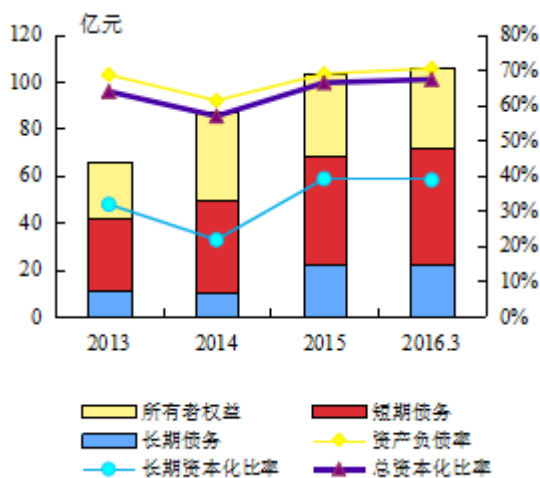
财务分析

以下财务分析是基于公司提供的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 2013 年、2014 年和 2015 年财务报告，以及未经审计的 2016 年一季度合并财务报表。

资本结构

随着技改项目的持续投入及债务规模的增加，2015 年以来公司资产和负债规模均有所增加。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产规模为 111.76 亿元，同比增长 14.85%；负债总额为 76.91 亿元，同比增长 29.12%。至 2016 年 3 月 31 日，公司资产规模较期初增长 5.14% 至 117.50 亿元，负债规模则较期初增长 7.49% 至 82.67 亿元。

图 2：公司 2013~2016.Q1 资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，受经营亏损的影响，截至 2015 年 12 月 31 日，公司所有者权益（含少数股东权益）余额为 34.85 亿元，同比下降 7.66%。

2016 年一季度公司仍未实现盈利，至 2016 年 3 月 31 日所有者权益略将至 34.84 亿元。

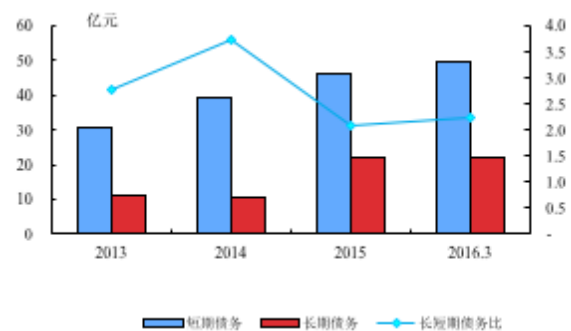
表 9：截至 2015 年 12 月 31 日轮胎上市公司财务指标对比

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
华谊集团	327.87	42.69	18.45
黔轮胎 A	111.76	68.81	64.56
风神股份	68.7	56.78	33.08
青岛双星	59.05	56.06	36.53
S 佳通	28.61	33.90	16.47

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

2015 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 2015 年 12 月 31 日，公司总债务余额为 68.48 亿元，同比增长 38.00%，总资本化比率由上年的 56.80% 升至 66.27%；资产负债率为 68.81%，较上年增加了 7.6 个百分点，整体债务水平在同行业 A 股上市公司中处于偏高水平。2016 年以来随着异地搬迁技改项目的持续推进，公司负债规模继续增长，一季度末资产负债率小幅提升 1.54 个百分点至 70.35%；总资本化比率上升 0.94 个百分点至 67.21%。

图 3：公司 2013~2016.Q1 债务结构分析

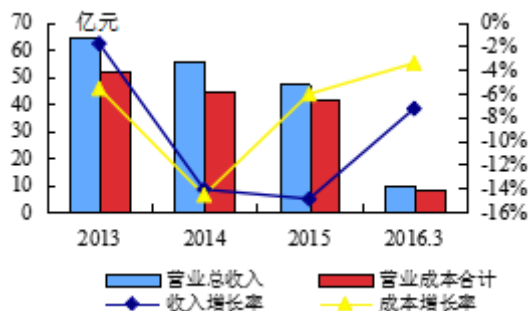


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司债务结构以短期债务为主，2015 年末短期债务/长期债务指标为 2.07，其中短期债务主要系通过短期借款和银行承兑汇票等进行融资，年末短期借款余额为 31.01 亿元；长期债务系通过长期借款和发行公司债、中期票据以及融资租赁等方式进行融资，年末长期借款和应付债券余额分别为 6.03 亿元和 11.28 亿元。公司目前以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，存在一定的短期债务压力。

盈利能力

图 4：公司 2013~2016.Q1 收入和成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年公司轮胎销售量价齐跌，当年实现轮胎销售收入 40.17 亿元，同比下降 26.71%。同时受橡胶价格与轮胎价格“剪刀差”缩小及公司产能利用率下降带来固定成本上升等的影响，2015 年公司轮胎产品毛利率为 11.83%，较上年大幅下降 8.31 个百分点，毛利率水平在同行业 A 股上市公司中的排名退步明显。

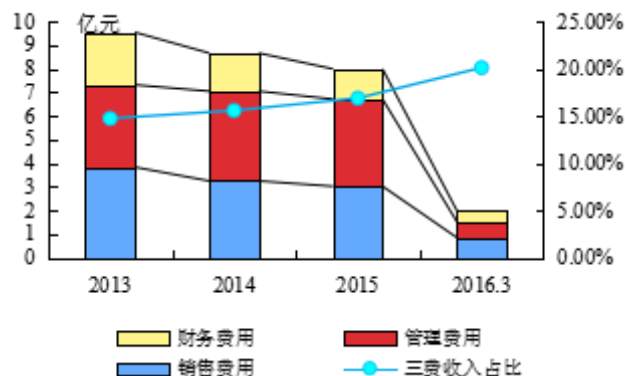
表 10：2014~2015 年国内主要轮胎类上市企业比较

	营业总收入 (亿元)		营业毛利率 (%)	
	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年
黔轮胎 A	47.33	55.63	11.83	20.14
风神股份	63.58	81.67	19.47	22.07
S 佳通	31.70	39.88	24.37	21.53
华谊集团	407.03	339.41	5.82	10.79
青岛双星	29.94	39.78	19.49	14.47

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，2015 年因轮胎销量下滑导致代理商费用的减少，公司销售费用同比下降 6.98% 至 3.01 亿元。总体来看，2015 年公司业务规模下降，期间费用规模也相应有所减少，当年期间费用合计 7.98 亿元，同比下降 7.75%；期间费用占营业收入比例为 16.87%，较上年增加 1.31 个百分点。2016 年一季度，公司期间费用占营业收入比例继续攀升至 20.09%。

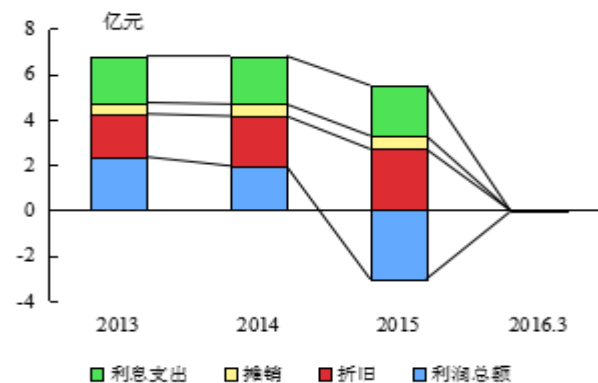
图 5：公司 2013~2016.Q1 期间费用分析



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。2015 年公司轮胎销售量价齐跌使得利润总额大幅下降，当年 EBITDA 为 2.47 亿，同比下降 63.73%，EBITDA/营业收入比率为 5.21%，较上年下降 7.02 个百分点。从其他盈利指标看，受经营性业务利润减少影响，2015 年公司净亏损 2.59 亿元，同比下降 254.81%；所有者权益收益率为 -7.12%，较上年下降 12.54 个百分点。

图 6：公司 2013~2016.Q1 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司轮胎产品量价齐跌，收入规模大幅下降，同时产品毛利空间收窄，期间费用亦未得到有效控制，导致当年经营出现亏损，并且在 2016 年一季度未得到改善。短期来看，轮胎行业结构性产能过剩、产品同质化严重、外贸壁垒等的不利影响依然存在，且公司对新的客户群体和渠道的拓展效果有待观察，中诚信证评将对公司的盈利情况保持关注。

偿债能力

如前所述，2015 年公司在建项目投入较多，资本性支出继续增长，年末总债务余额由上年的 49.62 亿元增至 68.48 亿元，债务规模进一步上升。

表 11：公司 2013~2016.Q1 部分偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务/EBITDA (X)	6.17	7.29	27.74	-289.11
经营活动净现金/总债务 (X)	0.04	0.20	0.08	-0.10
EBITDA 利息保障倍数 (X)	3.26	3.09	1.11	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.76	4.41	2.61	-
资产负债率 (%)	68.51	61.21	68.81	70.35
总资本化比率 (%)	63.78	56.80	66.27	67.21

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流来看，受业务规模下降及盈利空间收缩的影响，2015 年公司经营活动现金流净额由上年的 9.71 亿元下降至 5.79 亿元，但至 2016 年一季度则表现为净流出 0.11 亿元。另外，2015 年公司在建项目持续建造，当年投资活动产生的现金净流量为-4.65 亿元。

从偿债能力指标看，2015 年公司总债务/EBITDA 指标和 EBITDA 利息保障倍数指标均明显弱于上年表现，同时由于当年经营获现能力下降，同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.08 倍和 2.61 倍，偿债压力加大。

或有事项方面，截至 2015 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，公司与中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行等多家金融机构保持良好的合作关系，截至 2015 年末，公司拥有银行授信总额为 76.39 亿元，已使用额度为 48.66 亿元，备用流动性较为充裕。另外，截至 2016 年 3 月 31 日，公司货币资金余额为 32.84 亿元，且其中受限部分占比较小，公司手持资金规模也比较宽裕。

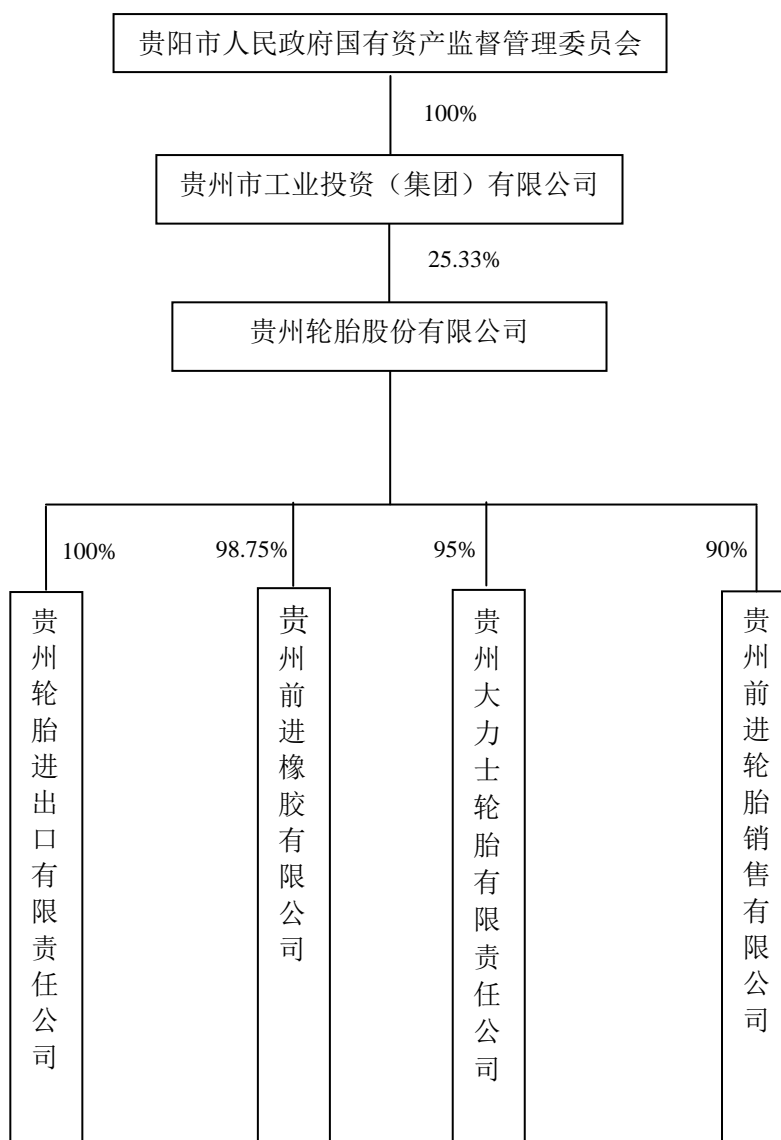
总体来看，尽管公司仍具备一定的备用流动性和货币资金规模，但考虑到 2015 年公司收入规

模大幅下降，经营出现亏损，同时其债务规模增长明显，对财务杠杆依赖程度很高，主要偿债指标均有所弱化，且在 2016 年未得到改善，短期内公司偿债压力有所加大，中诚信证评将持续关注公司的财务稳健性及偿债压力。

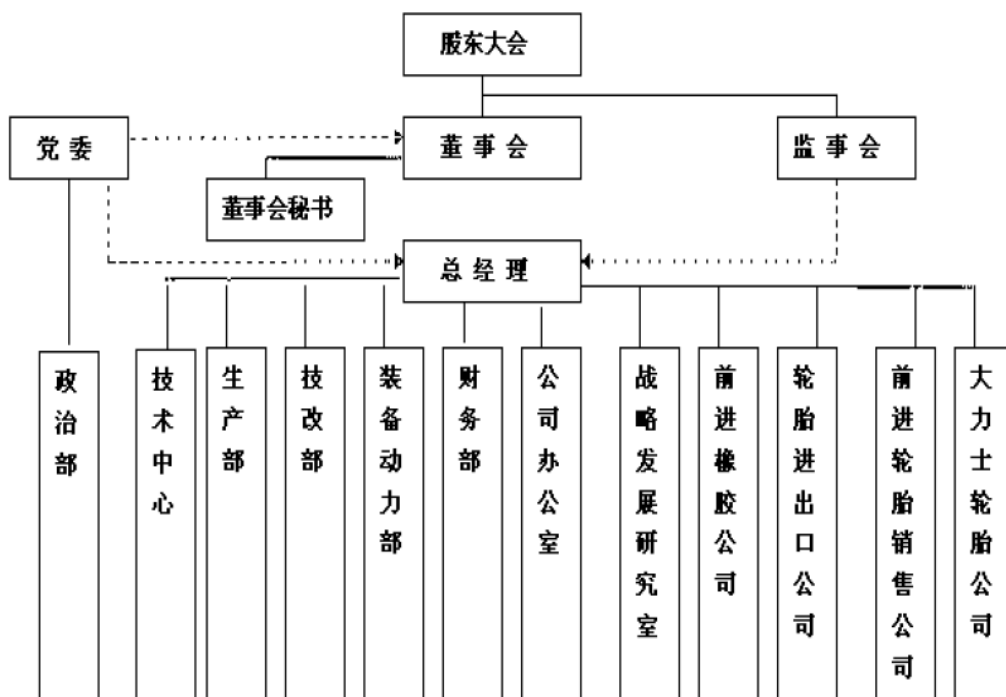
结论

综上，中诚信证评维持贵州轮胎股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望调整为负面；维持“贵州轮胎股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：贵州轮胎股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：贵州轮胎股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：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）	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	56,039.89	149,677.48	302,623.85	328,358.59
应收账款净额	116,268.83	139,957.66	128,642.34	138,929.81
存货净额	108,143.45	111,595.40	99,713.15	102,472.80
流动资产	390,822.85	544,312.76	617,219.64	678,485.20
可供出售金融资产	19,390.00	19,390.00	41,440.00	41,640.10
固定资产合计	300,313.04	359,987.86	393,597.51	387,699.86
总资产	757,152.82	973,039.24	1,117,573.39	1,175,047.65
短期债务	308,852.35	391,710.93	461,810.13	494,156.47
长期债务	110,869.16	104,480.76	222,949.01	219,784.87
总债务（短期债务+长期债务）	419,721.51	496,191.70	684,759.14	713,941.34
总负债	518,751.35	595,603.45	769,057.39	826,672.90
所有者权益（含少数股东权益）	238,401.47	377,435.79	348,515.99	348,374.76
营业总收入	647,766.67	556,348.20	473,346.75	98,936.40
三费前利润	120,539.63	106,928.65	53,453.26	19,210.69
投资收益	1,234.88	1,439.93	2,866.20	—
净利润	17,434.66	16,698.19	-25,898.21	-653.72
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	68,053.79	62,962.74	24,683.86	-617.36
经营活动产生现金净流量	15,914.61	97,139.91	57,912.05	-18,158.83
投资活动产生现金净流量	-20,446.46	-133,706.82	-46,534.81	-11,113.80
筹资活动产生现金净流量	3,302.22	122,650.78	123,981.67	49,379.57
现金及现金等价物净增加额	-3,233.73	86,159.55	138,048.46	21,486.53
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	19.70	20.14	11.83	19.72
所有者权益收益率（%）	7.53	5.42	-7.12	-0.75
EBITDA/营业总收入（%）	10.51	12.23	5.21	-0.62
速动比率（X）	0.70	0.88	0.95	0.95
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.20	0.08	-0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	0.25	0.13	-0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	0.76	4.41	2.61	—
EBITDA 利息倍数（X）	3.26	3.09	1.11	—
总债务/EBITDA（X）	6.17	7.29	25.72	-268.99
资产负债率（%）	68.51	61.21	68.81	70.35
总资本化比率（%）	63.78	56.80	66.27	67.21
长期资本化比率（%）	31.74	21.68	39.01	38.68

注：1、公司 2016 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。

附四：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 + 长期应付款

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 / 所有者权益

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)

附五：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。