



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪090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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年五月十二日

贵州轮胎股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	贵州轮胎股份有限公司		
发行规模	人民币 8 亿元、已兑付 5.6 亿元		
存续期限	2011/8/22-2017/8/22		
上次评级时间	2016/05/20		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 负面
	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	

概况数据

黔轮胎	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	37.74	34.85	35.79	37.02
总资产（亿元）	97.30	111.76	104.28	104.49
总债务（亿元）	49.62	68.48	58.43	55.09
营业总收入（亿元）	55.63	47.33	55.87	10.94
营业毛利率（%）	20.14	11.83	10.70	13.70
EBITDA（亿元）	6.81	2.47	5.53	2.44
所有者权益收益率（%）	4.42	-7.42	0.41	12.40
资产负债率（%）	61.21	68.81	65.68	64.57
总债务/EBITDA（X）	7.29	27.74	10.56	5.65
EBITDA 利息倍数（X）	3.09	1.11	2.75	4.56

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、公司 2017 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分析师

米五元 yym@ccxr.com.cn

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月12日

基本观点

2016 年，受下游行业需求回暖以及原材料橡胶价格上涨的影响，贵州轮胎股份有限公司（以下简称“黔轮胎”或“公司”）轮胎销售量价齐增，整体销售情况有所改善。但当前轮胎行业供过于求的局面未得到根本性改变，加之贸易保护抬头使得传统出口市场环境进一步恶化，公司面临的行业竞争仍较激烈。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）还关注到经营性业务亏损、原材料价格上涨带来的成本控制压力、异地搬迁项目和海外建厂项目推进所产生的产能释放压力等因素对公司整体经营及信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持黔轮胎主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“贵州轮胎股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AA。

正面

- 行业需求回暖带动公司销售改善。2016 年，得益于下游工程机械行业的回暖和汽车行业的快速发展，我国轮胎市场出现恢复性增长，1~12 月全国橡胶轮胎外胎产量为 94,697.7 万条，同比增长 8.6%。受益于此，当年公司销售轮胎 521.33 万条，同比增长 6.40%，销售情况有所改善。
- 品牌和技术优势突出。公司拥有轮胎行业首批获准的国家级企业技术中心和博士后科研工作站，技术研发实力处于同行业领先水平。目前公司拥有“前进”、“大力士”和“多力通”等多个知名品牌覆盖 8 大类 1000 余个规格品种的轮胎产品，是国内规格品种较为齐全的轮胎制造企业之一。
- 区域竞争优势明显。公司是西南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。公司重点布局的西南市场随着西部大开发的加速发展将为其发展提供动力。
- 融资渠道通畅。公司与多家金融机构保持良好的合作关系，截至 2016 年末公司共获得银行

授信总额为 73.98 亿元，其中尚未使用授信额度为 37.28 亿元，备用流动性较为充足。同时，作为 A 股上市公司，资本市场可作为公司重要的筹资来源，为其日常经营和项目投资提供较好的资金支持。

关 注

- 经营性业务继续亏损。2016 年受营业毛利率走低及期间费用负担较重的影响，公司经营性业务继续亏损，最终盈利对以补偿款为主的营业外收入较为依赖，中诚信证评对公司长期盈利状况予以关注。
- 原材料价格上涨带来的成本控制压力。天然橡胶和合成橡胶是轮胎企业的主要原材料，其价格波动对轮胎企业的盈利状况影响较大。2016 年以来，橡胶价格整体呈上扬态势，2017 年受东南亚主要橡胶产地国减产的影响，未来橡胶市场价格或继续上涨，公司面临的成本控制压力或上升。
- 不断加剧的国际贸易摩擦。近年来国内轮胎企业面临的贸易摩擦不断，2016 年及 2017 年，公司被美国商务部列为卡客车轮胎和非公路轮胎反倾销和反补贴强制应诉企业，对公司出口业务的经营造成负面影响。
- 异地搬迁项目和海外建厂项目推进所产生的产能释放压力。公司持续推进异地搬迁项目，2016 年末轮胎产能达到 730 万条以上，并计划在越南投资建设年产 120 万条全钢子午线轮胎项目。当前轮胎行业整体供过于求，公司产能释放率不足 70%，需关注未来公司面临的产能释放压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业环境

2016 年下游工程机械行业低迷态势有所缓解，随着“十三五”规划和“一带一路”等政策的落实与推进，工程机械行业或逐步走出周期性低谷，并为上游轮胎产品销售带来利好影响

轮胎作为汽车、工程机械等行业的配套产品，受下游行业的影响较大。受过去产能快速扩张、信用销售透支下游需求影响，我国工程机械主要产品保有量处于较高水平。2016年三季度以来，随着下游固定资产投资增长，行业获得中期需求支撑；同时，伴随国三标准的强制实施，工程机械存量设备更新需求逐步释放，全年挖掘机实现销量62,993台，同比增长11.79%；压路机销量11,952台，同比增长15.06%。行业需求的回升从单一产品逐步扩展到各类产品，工程机械产品销量总体实现小幅增长。当前宏观经济增速仍有下行压力，在出口与内需疲弱的现状下，投资成为托底的重要手段，在房产与基建投资支撑之下，预计工程机械的回暖可持续一段时间。

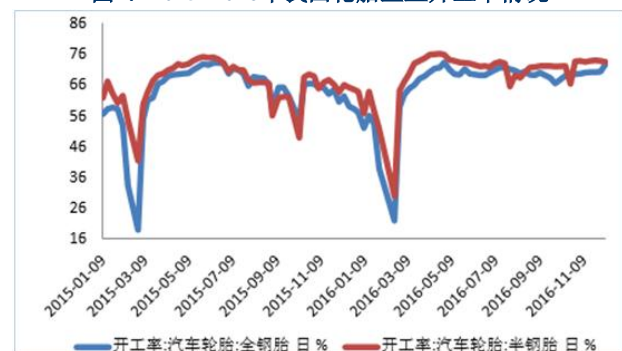
《2015年国务院政府工作报告》中提出加快实施走出去战略，鼓励企业参与境外基础设施建设和产能合作，推动包括工程机械在内的中国装备走向世界，同时“一带一路”战略推进和落实将推动中国工程机械产品的出口及企业境外建厂投资。2016年3月，《工程机械行业“十三五”发展规划》通过对国内外工程机械市场发展的分析，尤其是根据“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略所引发的基础设施建设为行业所带来的机遇及新的发展环境，预计到2020年我国工程机械在国内外市场的销售额将达到6,500亿元，行业出口及海外营业收入占比到“十三五”末期将超过30%，出口力争实现稳步增长，到2020年行业出口额达到240~250亿美元，占全行业年总销售额20%以上。

整体来看，工程机械行业在销售回暖以及海外政策利好的刺激下，低态势有望得到缓解，并对上游轮胎产品销售带来利好影响。

2016 年我国轮胎市场出现恢复性增长，但整体供过于求的格局未发生根本性改变，且在国际贸易摩擦加剧的外部环境下，同业竞争趋于激烈

2016 年，得益于下游工程机械行业的回暖和汽车行业的快速发展，我国轮胎市场出现恢复性增长，1~12月全国橡胶轮胎外胎产量为94,697.7万条，同比增长8.6%。根据初步数据统计，截至2016年12月初，全钢轮胎和半钢轮胎工厂的开工率分别保持在72.7%和73.4%，较上年同期分别提高10.5个百分点和7.5个百分点。出口方面，据海关总署数据显示，2016年我国新的充气橡胶轮胎数量46,848万条，同比增长5.4%；出口金额为12,893,309千美元，同比下跌6.9%。

图1：2015~2016年我国轮胎企业开工率情况



资料来源：中国产业发展研究网，中诚信证评整理

我国已成为轮胎生产第一大国，形成了规格、系列和产品覆盖面齐全的完整工业体系，经过快速发展阶段和激烈的市场竞争，整体行业已呈现充分市场化和竞争性的特点。自2011年以来，随着我国汽车保有量的增加，汽车产销量增速放缓，加之出口业务遭遇“双反”的影响，行业新建产能面临过剩的局面。截至2016年末，我国轮胎行业规模以上企业有600余家，其中销售额排名前10位的企业市场占有率约30%，大多数厂商规模普遍偏小、技术水平低、研发能力弱，产业集中度偏低，国内轮胎行业尤其是中低端产品整体处于充分竞争状态。

出口方面，我国轮胎出口的主要市场是美国、欧盟及中东，受美国“双反”影响升级以及欧盟自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。2016年6月和2017年1月，美国商务部分别发布了对来中国的卡客车轮胎“双反”调查的初裁和终裁结果，最终裁定强制应诉企业和获得分别税率资格的企业反倾销税率为9%，其他企业为全国统一税率22.57%；两家强制应诉企业的反补贴税率分别为38.61%和65.46%，其他企业为52.04%。由于美国是中国卡客车轮胎出口的最大市场，本次“双反”导致中国轮胎出口整体难度上升。

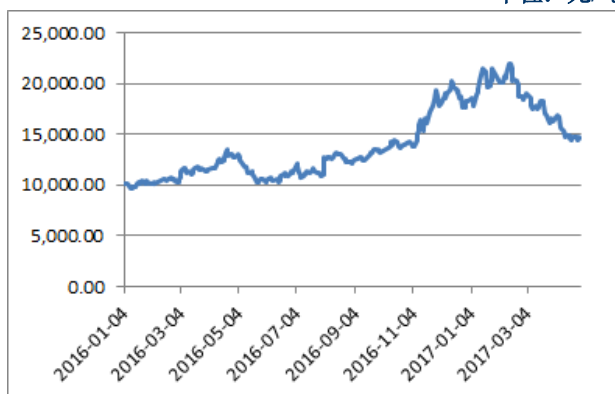
总体来看，2016年我国轮胎行业结构性产能过剩、产品同质化竞争等问题仍较为突出，市场处于供大于求的局面未发生根本性改变，整体市场竞争较为激烈，具有较强的研发能力、较快的更新换代速度、经营效率高且产品适应性强的规模企业能够在竞争中占据优势地位。

2016年橡胶价格整体价格上扬，轮胎企业成本控制压力上升，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。

轮胎主要原材料为天然橡胶和合成橡胶，二者占轮胎企业生产成本的比重约为60%，其供应情况和价格走势对轮胎企业的盈利状况影响较大。

图2：2016年~2017年4月我国天然橡胶价格情况

单位：元/吨



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

2016年，天然橡胶价格整体呈上涨的趋势，年初价格为9,760元/吨，年末价格为16,380元/吨，全年涨幅为67.83%。分时期来看，1~2月受国内库存处于高位的影响，我国天然橡胶市场维持了2015年的走势，价格处于低位震荡期；进入3月以来，受国际原油价格回暖、国内天胶开割缓慢以及主要产胶国干旱的影响，国内天胶价格走高；随着天胶

东南亚主产国供应量的增加，5~8月市场价格回落，并在低位震荡；进入9月以来，受供应国产量下降以及有色、煤焦及农副等大宗商品上涨的“同伴效应”，国内天然橡胶价格不断上涨。

2017年一季度，天然橡胶价格延续2016年整体上扬的走势，虽然3月下旬橡胶价格整体回落，但受2016年底马来西亚、印度尼西亚和泰国等主要橡胶产地国减产的影响，未来天然橡胶市场价格或继续上涨，橡胶价格与轮胎价格“剪刀差”的缩小将加大轮胎企业的成本控制压力。

业务运营

贵州轮胎股份有限公司（以下简称“黔轮胎”或“公司”）主要从事轮胎研发、生产及销售，拥有“前进”、“大力士”和“多力通”等系列品牌，产品包括卡客车轮胎、工程机械轮胎、农用机械轮胎、林业机械轮胎、工业车辆轮胎、矿用轮胎、实心轮胎和特种轮胎8大类1,000余个规格品种，是国内规格品种较为齐全的轮胎制造企业之一。公司建有轮胎行业首批获准的国家级企业技术中心和博士后科研工作站，截至2016年末共获得并处于有效期内的授权专利129项，研发和技术实力在国内同行业中处于领先水平。同时公司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，系解放军总装备部的特种轮胎研发基地之一。2016年随着下游工程机械行业行情回暖，公司完成轮胎生产488.97万条，同比增长0.67%；完成轮胎销售521.33万条，同比增长6.40%。2016年，在主要原材料价格上涨的推动下，公司轮胎销售量价齐升，加之转口贸易为主的其他业务规模继续扩大，全年营业收入同比增长18.04%至55.87亿元；实现净利润1,476.54万元，同比增长105.71%。

表 1：2015~2016 年公司营业收入构成情况

		单位：亿元、%	
		2015	2016
	收入	40.17	41.07
轮胎销售业务	收入占比	84.85	73.50
	同比增幅	-26.71	2.25
	收入	0.54	0.44
混炼胶及其他	收入占比	1.15	0.79
	同比增幅	-4.95	-18.41
	收入	6.62	14.36
其他业务	收入占比	14.00	25.70
	同比增幅	2,443.99	116.76

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年公司与主要供应商继续保持了稳定合作关系，原材料采购渠道集中度较高，原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、助剂和钢帘线等，2016 年受下游需求增长的影响，公司原材料采购规模整体扩张，全年采购天然橡胶 77,790 吨、合成橡胶 39,566 吨、炭黑 62,218 吨、助剂 30,187 吨、钢帘线 37,436 吨和帘子布 6,678 吨。生产成本方面，公司主要原材料天然橡胶和合成橡胶单位生产成本受橡胶价格走高而增加，但包括炭黑、助剂等在内的辅料单位成本有所下降，2016 年公司原材料单位成本同比下降 2.30% 至 0.85 万元/吨，有助于公司缓解成本控制压力。

表 2：2015~2016 年公司主要原材料采购量

主要原材料	2015 年采购量 (吨)	2016 年采购量 (吨)	同比增幅 (%)
天然橡胶	69,364	77,790	12.15
合成橡胶	38,472	39,566	2.84
炭黑	61,228	62,218	1.62
助剂	28,356	30,187	6.46
钢帘线	38,381	37,436	-2.46
帘子布	6,548	6,678	1.99
合计	242,349	253,875	4.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：2015~2016 年公司主要原材料单位成本对比

主要原材料	2015 年单位成本 (万元/吨)	2016 年单位成本 (万元/吨)	同比增幅 (%)
天然橡胶	0.91	0.92	1.10
合成橡胶	0.87	0.92	5.75
炭黑	0.50	0.45	-10.00
助剂	1.28	1.22	-4.69
钢帘线	0.84	0.83	-1.19
帘子布	2.10	1.86	-11.43
合计	0.87	0.85	-2.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为保证原材料的稳定供应以及降低采购成本，公司各主要原材料供应商相对稳定且采购集中度较高。具体来看，公司天然橡胶主要进口自泰国、马来西亚等东南亚国家，一般根据市场行情确定采购时点，2016 年前五大供应商采购占比约为 97%，供应渠道较集中；合成橡胶主要供应商为中国石油及中国石化的下属子公司，2016 年前五大供应商采购金额占比为 86%；炭黑以就近原则采购，2016 年前五大供应商采购金额占比为 78%；钢帘线基本采购自江苏兴达钢帘线股份有限公司和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，公司主要原材料天然橡胶和合成橡胶 2016 年整体价格上扬，且 2017 年东南亚橡胶主产国或继续减少天然橡胶出口，橡胶价格或将继续上涨，需关注采购成本上升对公司造成的成本控制压力。

海外建厂项目及异地搬迁项目的推进有助于公司提升产能，但在轮胎产能整体过剩的背景下，产能释放压力仍难以得到有效缓解

近年来公司借助异地搬迁项目的实施，以国内市场为主导，大力发展优势产品全钢载重子午胎和工程机械胎，强化产品结构调整和产能提升。公司“全钢工程子午胎异地技术改造项目”26 万条全钢工程子午胎产能已于 2014 年末投放，2015 年实现全面达产；“新增 50 万套载重子午胎工装设备填平补齐项目”已于 2015 年建成；“特种轮胎异地搬迁技术改造项目”计划形成年产 325 万条特种轮胎的生产规模，预计总投资 14.52 亿元，项目于 2015 年 1

月动工，2016年初部分产能实现投产，2017年上半年可全部完工投产，实际投资规模约12亿元。截至2016年末，公司各种轮胎年产能达到730万条以上，其中全钢载重子午线轮胎年生产能力在400万条以上。此外，根据公司2017年4月25日公告显示，公司计划在越南投资建设年产120万条全钢子午线轮胎项目，计划总投资约16亿元，未来公司轮胎产能或将进一步提升。

生产方面，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和优化流水线生产过程等措施，实现了产品质量的稳定，并提升生产效率。2016年，在下游市场需求回暖以及橡胶价格上涨的推动下，公司及时跟进市场需求的变动、调整生产计划，全年共生产轮胎488.97万条，同比小幅增长0.67%，但产能释放率仍不足70%，面临一定的产能释放压力。分产品来看，全钢子午胎系公司主要产品，整体生产规模较大，2016年产量小幅下降2.11%至276.01万条；半钢子午胎业务规模较小，2016年产量同比下降19.53%至1.36万条；斜交胎产量小幅增长4.72%至211.60万条。2017年一季度，公司轮胎产量为121.49万条，同比增长12.64%。

表4：2015~2016年公司轮胎产量情况

单位：万条、%			
产品	2015年	2016年	同比增幅
全钢载重子午胎	281.95	276.01	-2.11
半钢子午胎	1.69	1.36	-19.53
斜交轮胎	202.06	211.60	4.72
合计	485.70	488.97	0.67

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，在下游需求回暖及原材料价格上涨的背景下，2016年以来公司轮胎产量实现回升，但全年产能释放率仍不足70%，公司产能利用效率仍有待改善。此外，当前全行业产能过剩情况未得到根本性改善，加之国外贸易保护壁垒加强，中诚信证评将对公司现有及新增产能的释放持续予以关注。

2016年公司轮胎销售量价齐增，整体销售情况有所改善，但传统出口市场环境进一步恶化，短期内公司仍将面临较大的市场压力

表5：2015~2016年公司轮胎生产和销售情况

单位：万条			
项目	2015年	2016年	同比增幅
生产量	485.70	488.97	0.67%
销售量	489.98	521.33	6.40%
产销率	100.88%	106.62%	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

作为我国西南地区最大的轮胎供应商，受益于西部大开发加速发展和地区产业化的持续升级，公司在西南地区市场综合占有率基本保持在20%以上。2016年主要下游工程机械行业整体行情有所回暖，加之橡胶价格整体上涨带动经销商备货规模扩张，全年公司实现轮胎销售521.33万条，同比增长6.40%，产销率为106.62%；2016年公司实现营业收入55.87亿元，同比增长18.04%。

表6：2015~2016年公司轮胎产品销售结构

单位：万条、元/条、%						
产品	2015年			2016年		
	销量	均价	毛利率	销量	均价	毛利率
全钢载重子午胎	275.44	839.16	2.05	302.61	987.73	10.71
半钢子午线轮胎	1.77	1,006.58	57.67	2.12	1,478.83	35.38
斜交轮胎	212.77	713.80	30.46	216.61	720.51	18.74

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，2016年全钢载重子午胎销量大幅上涨，加之销售回暖和橡胶价格上涨的影响下，公司售价调增以及促销政策的调整使得全钢载重子午胎产品毛利率同比大幅增加8.66个百分点至10.71%，产品销售收入同比增长3.09%至25.39亿元；公司半钢子午胎销售规模较小，对盈利贡献有限，但产品整体售价较高，毛利率水平居于公司各品种之首；斜交轮胎方面，公司拥有多项技术专利，产品毛利空间高于全钢载重子午胎，2016年公司加大对斜交轮胎的促销力度，毛利率小幅下滑的同时销量实现增长，整体收入规模小幅增长1.38%至15.46亿元。总体看，2016年公司轮胎销售量价齐增，整体销售情况有所改善。

表 7：2015~2016 年公司不同市场销售情况

单位：万条、亿元

市场种类	2015 年		2016 年	
	销量	收入	销量	收入
替换市场	214.86	17.79	205.67	20.61
配套市场	50.28	5.83	68.33	6.54
合计	265.14	23.62	274.00	27.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售市场来看，2016 年公司内销和外销业务收入占比分别为 60.44% 和 39.56%。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。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额占比超过 90%，系公司重点维护的市场。2016 年以来，公司除维护传统市场外，加大对东北和华北市场的拓展，上述两片区有望成为公司内销业务的收入增长点。2016 年公司面向替换市场销售轮胎 205.67 万条，实现销售收入 20.61 亿元；公司配套市场销售模式以直销为主，客户主要为山西大运、中国一汽和陕西重汽等主机生产厂家，以及矿山、码头和港口企业等重点拓展客户，2016 年公司配套市场销量同比增长 35.90% 至 68.33 万条，实现销售收入 6.54 亿元。从长期的稳定发展来看，为主机生产企业进行直接配套有助于公司提高品牌影响力，进而培育更大的替换市场，未来公司计划以约翰·迪尔、一汽解放等企业为重点拓展对象，提高配套市场占有率。2016 年公司内销业务中配套市场销售额占比 24.94%，较上年增长 5.97 个百分点，市场拓展成果有所显现。

表 8：2015~2016 年公司轮胎出口情况

	2015 年	2016 年	同比增幅
出口量（万条）	214.96	221.58	3.08
出口收入（亿元）	17.16	16.42	-4.31
主营业务收入占比（%）	42.15	39.56	-

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，2016 年公司轮胎出口量同比增长 3.08% 至 221.58 万条，全年实现出口收入 16.42 亿元，同比下降 4.31%。2016 年以来，公司传统出口市场环境恶化的局面未得到改善，当年美国商务部

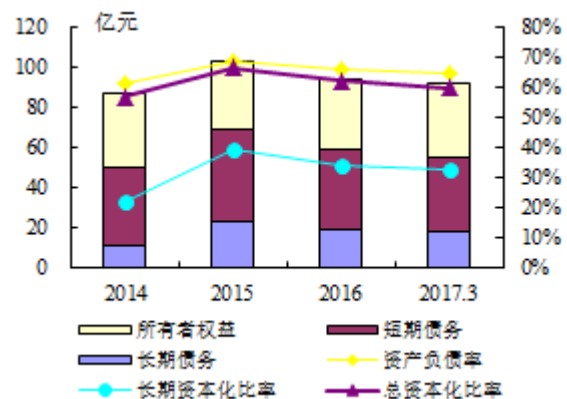
宣布对原产于中国的进口卡车及公共汽车轮胎发起反倾销和反补贴调查并将公司列入反补贴强制应诉企业，并于 2017 年 1 月对来自中国的卡客车轮胎“双反”调查发布终裁结果，公司获得的反倾销和反补贴税率分别为 22.57% 和 65.46%。2017 年 4 月，公司收到美国商务部发布的对来自中国的非公路轮胎“双反”行政复审终裁结果，公司获得的反倾销和反补贴税率分别为 105.31% 和 34.46%。整体来看，不断升级的技术壁垒和贸易壁垒对公司产品出口带来不利影响，虽然公司计划通过拓展国内和其他海外市场以及海外建厂等方式降低贸易保护产生的负面影响，但短期内出口业务经营压力仍较大。

财务分析

以下财务分析是基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的 2014~2016 年财务报告，以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

资本结构

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年公司加速消化库存商品，加之偿还部分债务，资产和负债规模同比小幅下降。截至 2016 年末，公司总资产规模为 104.28 亿元，同比下降 6.69%；负债总额为 68.49 亿元，同比下降 10.94%。所有者权益方面，2016 年公司实现盈利经营，留存收益的增加使其所有者权益同比小幅增长 2.69% 至 35.79 亿元。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.68% 和 62.01%，分别同比下降 3.14 个百分点和 4.26 个百分点。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额为 104.49 亿元，负债总额为 67.47 亿元，资产负债率和总资产资本化比率分别为 64.57% 和 57.81%，整体延续 2016 年的趋势。整体来看，目前公司负债水平处于同行业上市公司中等水平。

表 9：2016 年末轮胎行业主要上市公司资本结构比较

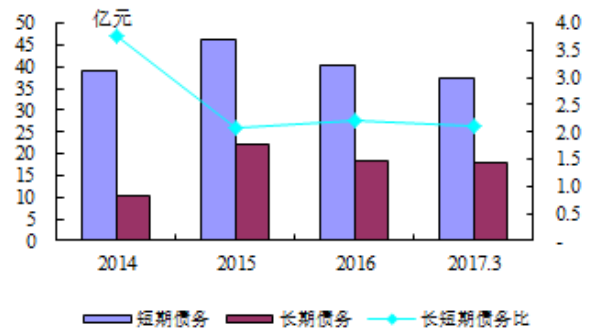
公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)
黔轮胎 A	104.28	65.68
青岛双星	72.48	62.75
赛轮金宇	129.08	64.74
风神股份	77.28	68.28
S 佳通	23.50	27.79

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2016 年末公司流动资产合计 53.15 亿元，占总资产的比重为 50.97%，主要包括货币资金 21.57 亿元、应收票据 6.89 亿元、应收账款 11.71 亿元和存货 8.62 亿元。具体来看，公司应收账款规模较上年同比下降 8.95%，其中前五大客户欠款占比为 20.19%，账龄在一年以内的占比为 84.99%，当年公司计提坏账准备 0.74 亿元。公司存货规模同比下降 13.53%，主要系库存商品减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产构成，2016 年末余额占总资产的比重分别为 4.81%、36.26%、1.82% 和 2.89%，其中固定资产规模同比增长 9.72%，主要系在建工程结转所致。

从债务结构来看，2016 年末公司短期债务和长期债务分别为 40.16 亿元和 18.26 亿元，其中短期债务主要为短期借款、应付票据以及临近到期的长期融资，长期债务包括长期借款和发行的中期票据的债务融资工具。随着长期借款和 2011 年发行的公司债券等融资工具的临近到期，公司债务结构稳健性有所弱化，长短期债务比由 2015 年的 2.07 上升至 2.20。整体来看，公司以短期债务为主的债务期限结构与其大规模资本支出需求的匹配性较差，存在一定的短期偿债压力。

图 4：2014-2017.Q1 公司债务结构分析



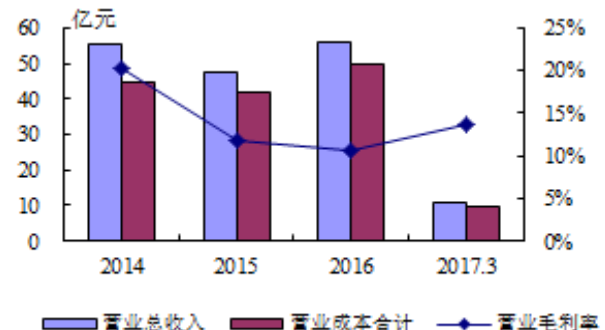
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资本性支出方面，公司异地搬迁项目目前已完成“全钢工程子午胎异地技术改造项目”的建设，同时“特种轮胎异地搬迁技术改造项目”预计将于 2017 年上半年完工，短期内投资压力较小。但根据公司 2017 年 4 月 25 日公告显示，公司计划在越南投资建设年产 120 万条全钢子午线轮胎项目，总投资约 16 亿元，将增加公司面临的资本性支出压力。从长期来看，公司根据市场行情调整异地技改项目，暂未拟定后续的搬迁计划，未来整体搬迁亦将导致公司面临的资本支出压力上升。

公司资产负债水平处于同行业中等水平，但其债务期限结构与其资本支出需求匹配性较差，财务结构稳健性有待改善，未来随着新建项目投资的开展，公司融资需求将进一步上升，负债水平或进一步上升。

盈利能力

图 5：2014-2017.Q1 公司收入成本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年受下游工程机械行业需求回暖以及橡胶价格走高的影响，公司轮胎产品销量增加，加之转口贸易为主的其他业务收入规模扩大的影响，全年营业总收入同比增长 18.04% 至 55.87 亿元。盈

利方面，2016 年公司轮胎业务单位生产成本小幅下降，毛利率小幅增长 0.47 个百分点至 13.71%，但其混炼胶及其他业务微利经营，业务规模的扩大使其全年综合毛利率同比下降 1.13 个百分点至 10.70%，整体盈利水平处于同行业较低水平。

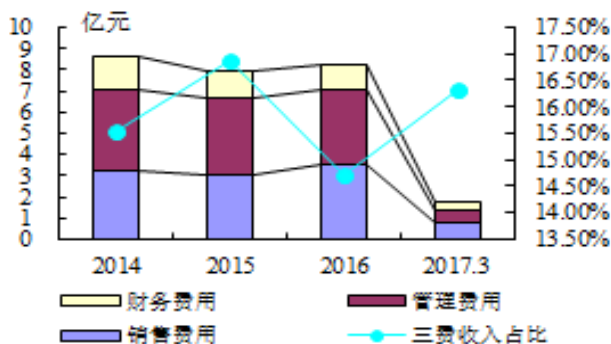
表 10：2016 年末轮胎行业主要上市公司盈利能力指标

公司	营业总收入（亿元）	毛利率（%）
黔轮胎 A	55.87	10.70
青岛双星	49.28	14.64
赛轮金宇	111.33	19.17
风神股份	73.25	14.96
S 佳通	30.24	22.24

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，2016 年受运费单价上涨的影响，公司销售费用同比增长 15.72%至 3.49 亿元，推动公司三费合计同比增长 3.06%至 8.23 亿元，受公司业务规模扩张的影响，当年三费收入占比小幅下降 2.14 个百分点至 14.73%，但其期间费用仍造成公司经营所得被大幅吞噬。2017 年一季度，公司期间费用占营业收入比例攀升至 16.34%，期间费用负担仍较重。

图 6：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

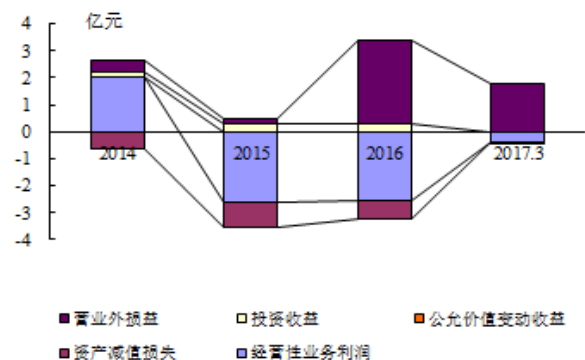


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失、投资收益以及营业外损益构成。受综合毛利率走低及期间费用负担较重的影响，公司经营性业务继续亏损。公司计提坏账及存货跌价损失导致当年发生资产减值损失 6,781 万元。公司投资收益主要为可供出售金融资产在持有期间产生的投资收益，近两年规模较稳定。营业外损益方面，2016 年公司营业外收入大幅增长 3.19 亿元，主要原因系因实施贵阳市云岩区“三纵一横”1 号路建设，公司位于金坡路一侧规划红线范围内的老厂区生产用房、土

地等资产被征收获得补偿款 3.6 亿元。2017 年一季度，公司原下属子公司贵州前进橡胶有限公司老厂区土地使用范围内的建筑物、构筑物、附属设施及所有土地被整体征收，公司获得补偿款 2.4 亿元，当期实现利润总额 1.37 亿元。随着公司老厂区改造及搬迁计划的推进，公司预计在 2017 年 4 月至 2018 年间仍有望继续获得的土地征收补偿款，或能够对其盈利经营形成一定支撑。

图 7：2014~2017.Q1 公司利润总额分析

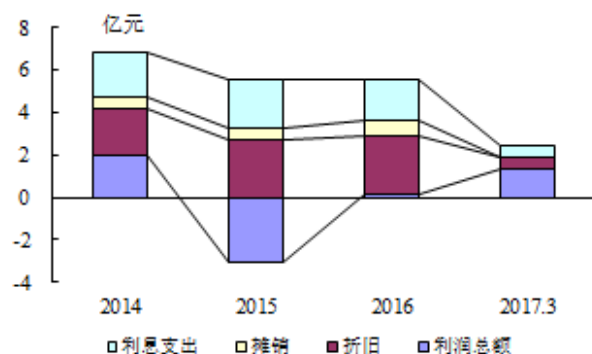


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年及 2017 年一季度公司通过老厂区土地征收的补偿款实现盈利经营，但该项收入不具备可持续性，在公司综合毛利率水平下降以及期间费用未得到有效控制的背景下，中诚信证评对公司的长期盈利情况保持关注。

偿债能力

图 8：2014~2017.Q1 公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，作为生产性企业，利润总额、折旧和利息支出是公司 EBITDA 的主要构成部分。2016 年公司利润总额的大幅增长使得公司 EBITDA 同比增长 124.18%至 5.53 亿元，同期总债务/EBITDA 为 10.56，EBITDA 利息倍数为 2.75 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度较上年大幅提升。

表 11: 2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	39.17	46.18	40.16	37.28
长期债务 (亿元)	10.45	22.29	18.26	17.80
长短期债务比 (X)	3.75	2.07	2.20	2.09
总债务 (亿元)	49.62	68.48	58.43	55.09
经营性净现金流 (亿元)	9.71	5.79	2.22	0.34
经营净现金流/短期债务 (X)	0.25	0.13	0.06	0.04
经营净现金流/总债务 (X)	0.20	0.08	0.04	0.02
EBITDA (亿元)	6.81	2.47	5.53	2.44
总债务/EBITDA (X)	7.29	27.74	10.56	5.65
EBITDA 利息倍数 (X)	3.09	1.11	2.75	4.56

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从现金流来看, 受销售回款速度小幅放缓的影响, 公司销售商品收到的现金减少, 导致当期经营活动产生的现金流量净额同比减少 61.60% 至 2.22 亿元, 经营活动净现金流对债务本息的保障能力有所减弱。

备用流动性方面, 公司与中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行等多家金融机构保持良好的合作关系, 截至 2016 年末公司共获得银行授信总额为 73.98 亿元, 其中尚未使用授信额度为 37.28 亿元, 备用流动性较为充足。同时, 作为 A 股上市公司, 资本市场可作为公司重要的筹资来源, 为自身日常经营和项目投资提供较好的资金支持。

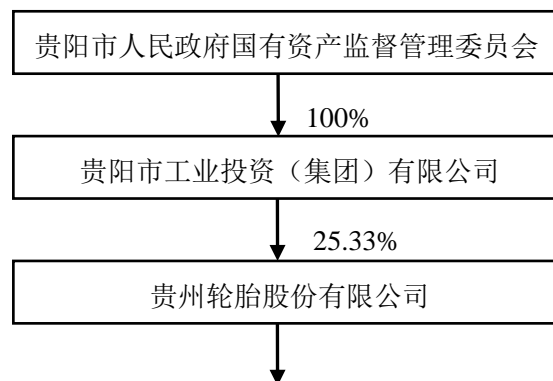
或有事项方面, 截至 2016 年末公司无未决诉讼仲裁形成的或有负债, 且无对外担保事项。

总体来看, 2016 年公司银企关系良好, EBITDA 对债务本息的保障能力上升, 且在行业需求回暖的背景下, 公司营业收入实现回升。但公司费用负担较重, 经营性业务亏损, 最终盈利对以补偿款为主的营业外收入较为依赖, 中诚信证评对公司长期盈利状况予以关注。

结 论

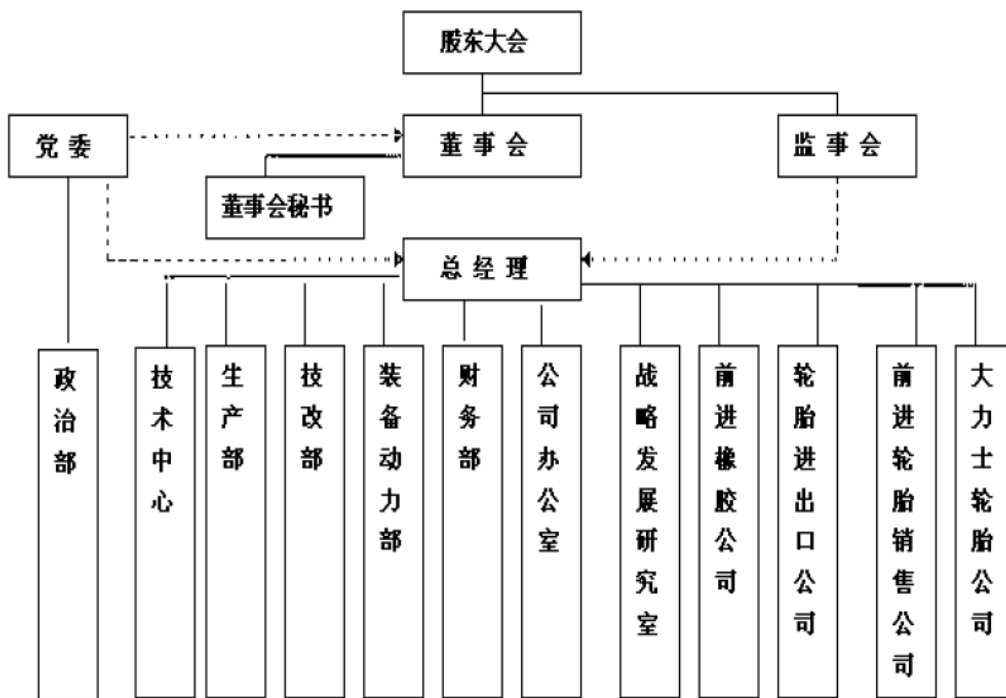
综上, 中诚信证评维持黔轮胎主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 维持“贵州轮胎股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：贵州轮胎股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



子公司名称	注册资本	持股比例
贵州轮胎进出口有限责任公司	人民币2,000万元	100.00%
贵州前进轮胎销售有限公司	人民币2,000万元	90.00%
贵州大力士轮胎有限责任公司	人民币24,000万元	95.00%
贵州轮胎北美分销公司	美元10万元	100.00%
贵州前进橡胶有限公司	人民币4,000万元	98.75%
贵州高马富国前进橡胶有限公司	欧元311.78万元	100.00%

附二：贵州轮胎股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	149,677.48	302,623.85	215,684.20	182,089.29
应收账款净额	139,957.66	128,642.34	117,126.03	133,015.56
存货净额	111,575.40	99,713.15	86,222.32	92,695.00
流动资产	544,312.76	617,219.64	531,544.51	537,408.66
长期投资	19,390.00	41,440.00	50,201.40	51,201.75
固定资产	308,232.25	344,668.00	378,158.71	379,916.62
在建工程	51,745.79	48,919.69	19,028.73	12,614.61
无形资产	32,771.07	32,119.25	30,160.93	29,971.73
总资产	973,039.24	1,117,573.39	1,042,827.74	1,044,888.29
短期债务	391,710.93	461,810.13	401,632.65	372,840.59
长期债务	104,480.76	222,949.01	182,623.32	178,023.32
总债务	496,191.70	684,759.14	584,255.97	550,863.91
总负债	595,603.45	769,057.39	684,921.20	674,732.86
所有者权益（含少数股东权益）	377,435.79	348,515.09	357,906.54	370,155.43
营业总收入	556,348.20	473,346.75	558,729.23	109,387.42
三费前利润	106,928.65	53,453.26	56,514.09	13,986.31
投资收益	1,439.93	2,866.20	2,658.80	0.00
净利润	16,698.19	-25,850.30	1,476.54	11,475.35
EBITDA	68,053.36	24,683.86	55,337.32	24,395.98
经营活动产生现金净流量	97,139.91	57,912.05	22,240.53	3,375.87
投资活动产生现金净流量	-133,706.82	-46,534.81	-21,082.18	8,733.87
筹资活动产生现金净流量	122,650.78	123,981.67	-92,453.63	-45,675.39
现金及现金等价物净增加额	86,159.55	138,048.46	-87,672.53	-33,594.91
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	20.14	11.83	10.70	13.70
所有者权益收益率（%）	4.42	-7.42	0.41	12.40*
EBITDA/营业总收入（%）	12.23	5.21	9.90	22.30
速动比率（X）	0.88	0.95	0.89	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	0.08	0.04	0.02*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.25	0.13	0.06	0.04*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.41	2.61	1.11	0.63
EBITDA 利息倍数（X）	3.09	1.11	2.75	4.56
总债务/EBITDA（X）	7.29	27.74	10.56	5.65*
资产负债率（%）	61.21	68.81	65.68	64.57
总资本化比率（%）	56.80	66.27	62.01	59.81
长期资本化比率（%）	21.68	39.01	33.79	32.48

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2017年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。