

赛轮股份有限公司

2012年不超过7.2亿元公司

债券信用评级报告

 **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，本评级机构与发行主体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与受评对象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发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体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。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



评级总监： 

赛轮股份有限公司

2012 年不超过 7.2 亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 7.2 亿元

债券期限：3 年

评级时间：2012 年 6 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”）本次拟发行的不超过 7.2 亿元公司债券的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于赛轮股份的外部运营环境、产品竞争力和财务状况等方面综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2012 年 1-3 月	2011 年	2010 年	2009 年
总资产（万元）	500,123.65	474,059.24	394,649.59	298,031.70
归属于母公司所有者权益（万元）	185,034.66	183,904.04	111,102.94	99,776.99
资产负债率	63.00%	61.21%	71.85%	66.52%
流动比率	1.00	1.00	0.86	0.79
速动比率	0.69	0.64	0.56	0.58
营业收入（万元）	156,987.27	638,970.85	405,022.32	254,681.12
政府补助（万元）	80.00	1,393.98	519.85	396.70
营业利润（万元）	1,462.58	11,586.61	12,445.10	14,166.90
利润总额（万元）	1,556.03	12,925.85	13,026.39	14,653.04
综合毛利率	6.95%	6.82%	8.35%	12.77%
总资产报酬率	-	4.86%	4.66%	7.13%
EBITDA（万元）	-	43,264.38	32,617.94	27,874.18
EBITDA 利息保障倍数	-	4.92	8.93	8.07
经营活动现金流净额（万元）	7,403.71	-21,063.84	-39,043.62	38,109.66

资料来源：公司 2009-2011 年审计报告，2012 年 1-3 月份数据为未经审计数据

基本观点：

- 公司是国内首家上市的民营轮胎企业，在生产工艺及配方技术方面具有明显优势；
- 随着业务规模的扩大、信息化管理的不断深入和研发实力的增强，以及海外业务的拓展和销售网络的完善，公司收入规模持续增加，持续发展能力不断增强；
- 随着新建项目的完工和投产，公司产能将有效提升；
- 公司上市后股东权益大幅增加，资本结构明显改善。

关注：

- 公司产品外销比重较高，对人民币升值、出口退税率敏感度较高；
- 与同行业上市公司相比，公司毛利率较低；
- 公司短期有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。

分析师

姓名：徐扬彪 刘洪芳

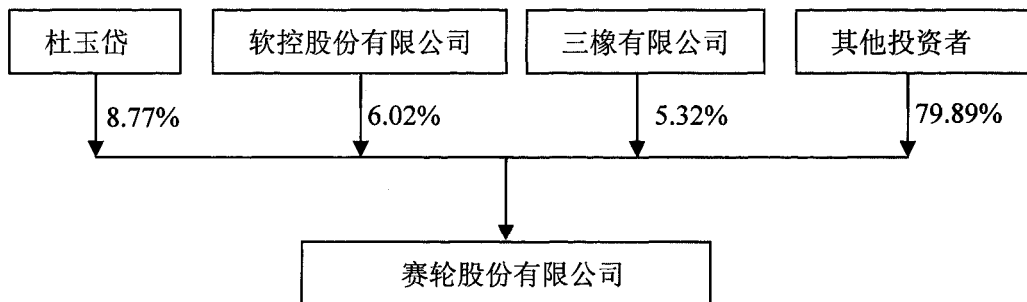
电话：010-66216006

邮箱：xuyb@pyrating.cn

一、发行主体概况

赛轮股份有限公司（以下简称“赛轮股份”或“公司”，股票代码：601058）前身系成立于2002年11月的青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司，成立时注册资本为人民币10,000.00万元。此后经过多次股权转让和增资，2007年12月，公司整体变更为股份有限公司，并更为现名，注册资本为人民币20,000.00万元。2011年6月公司在上海证券交易所挂牌上市交易，是国内首家上市的民营轮胎企业。截至2011年12月31日，公司总股本37,800万股，其中有限售条件的流通股股份为28,000万股，占公司全部股份的74.07%；无限售条件的流通股股份9,800万股，占公司全部股份的25.93%。杜玉岱先生直接持有公司8.77%的股权，为公司第一大股东，是公司的实际控制人。截至2011年12月31日，公司与实际控制人之间的产权和控制关系如下图：

图1 截至2011年12月31日公司产权和控制关系图



资料来源：公司提供

公司属橡胶制造业中的轮胎制造业，主要从事轮胎产品的研发、生产和销售，以及子午线轮胎制造技术的开发和销售业务，此外，还从事循环利用相关产品的研发、生产和销售业务。截至2011年12月31日，公司纳入合并范围的子公司有三家，具体情况如下表所示：

表1 截至2011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元	100%	国际货运代理
青岛赛瑞特国际物流有限公司	800万元	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

资料来源：公司提供

截至2011年12月31日，公司总资产为474,059.24万元，归属于母公司的所有者权益

为 183,904.04 万元，资产负债率为 61.21%；2011 年，公司实现营业收入 638,970.85 万元，利润总额为 12,925.85 万元，经营活动产生的现金流量净额为 -21,063.84 万元。截至 2012 年 3 月 31 日，公司总资产为 500,123.65 万元，归属于母公司的所有者权益为 185,034.66 万元，资产负债率为 63.00%；2012 年 1-3 月，公司实现营业收入 156,987.27 万元，利润总额为 1,556.03 万元，经营活动产生的现金流量净额为 7,403.71 万元。

二、本期债券概况

债券名称：赛轮股份有限公司2012年公司债券（简称“本期债券”）；

发行规模：不超过人民币 7.2 亿元；

债券期限：3 年；

债券利率：固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

还本付息方式：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。

三、募集资金投向

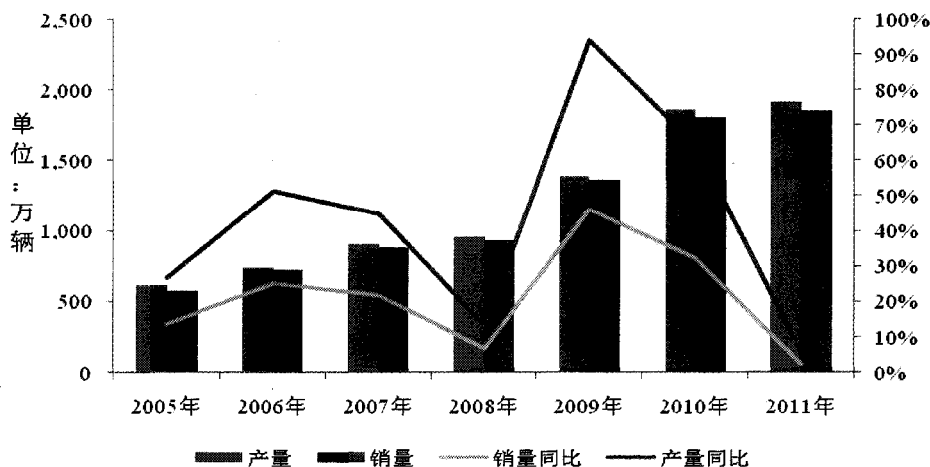
本期公司债券的募集资金拟用于补充公司流动资金和偿还银行贷款。

四、运营环境

受益于汽车工业和交通运输业的快速发展，子午线轮胎市场规模快速增长；在相关政策的扶持下，我国轮胎子午化率仍将持续提高，行业具备一定的发展空间

近年来，随着我国经济的快速发展，汽车工业和交通运输业发展迅速，2005-2011 年间，我国汽车产销量年均复合增速分别为 21.48%和 20.87%，2011 年中国汽车产销量分别为 1,919.07 万辆和 1,850.51 万辆；交通运输业方面，2010 年末，我国公路网总里程达到 400.82 万公里，五年新增 66.30 万公里。

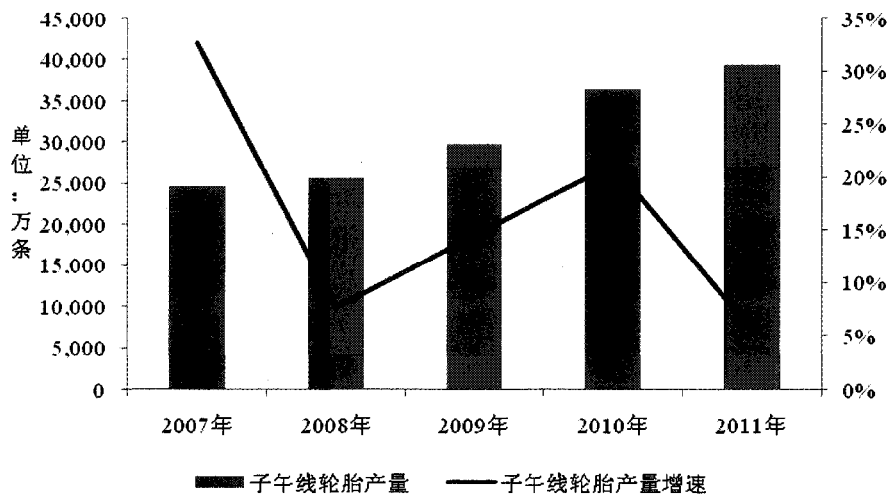
图2 2005-2011年我国汽车产销量及其增速



资料来源：Wind 数据库

汽车工业和交通运输业等下游行业发展为轮胎行业提供了良好的市场环境，我国轮胎市场规模快速增长，2007-2011年间，我国轮胎外胎产量年均复合增长 10.58%，2011年我国轮胎外胎产量达到 83,209.10 万条。2007-2011年间，我国子午线轮胎产量年均复合增长 12.29%，增速高于同期外胎产量增速，2011年我国子午化轮胎产量达到 39,316.40 万条，轮胎子午化率¹由 2007 年的 74.30%提高到 87.28%。

图3 2007-2011年我国子午化轮胎产量及其增速



资料来源：Wind 数据库

我国重点支持发展子午化轮胎，2006年4月，中国橡胶工业协会颁布的《科学发展规划意见》中明确指出：轮胎子午化率不低于 70%；2010年5月，国家发改委等部门联合发布的《关于推进再制造产业发展的意见》中明确提出：继续推进大型旧轮胎翻新；2010年9

¹ 子午化率：子午化轮胎产量占轮胎产量的比率

月，工业和信息化部颁布的《轮胎产业政策》中明确指出：鼓励发展安全、节能、环保的高性能子午线轮胎，2015年乘用车胎子午化率达到100%，轻型载重车胎子午化率达85%，载重车胎子午化率达到90%。一方面，随着居民收入水平的提高，我国新车市场需求维持在较高水平，轮胎配套需求仍会保持平稳增速；另一方面，随着近年来我国汽车保有量的快速增长，按照轮胎平均3年的更换周期估算，未来几年内我国轮胎替换市场需求仍将保持较高增速。基于子午化技术对斜交胎技术的替代，以及国家政策对子午胎的扶持和人们生活品质的提高，轮胎子午化率仍将持续提高，轮胎需求也将保持在较高水平，我国轮胎行业仍具备一定的发展空间。

轮胎行业集中度较低，且市场竞争较为激烈，行业易受上游原材料市场波动的影响，盈利能力较低

我国轮胎企业众多，截至2011年末，我国轮胎制造企业达到517家，但轮胎企业产能规模普遍较小，企业年均产量仅为90万条，而美国、日本和德国轮胎生产企业年均产量分别为440万条、450万条和310万条。另一方面，我国轮胎年产50万条以下的轮胎企业约占总数量的3/4，行业集中度较低。轮胎行业具有明显的规模效应，企业规模过小会导致企业缺乏规模优势，行业竞争秩序混乱，且竞争较为激烈。从国际上行业的发展趋势来看，大企业和大集团的市场份额将逐步扩大，产业集中度将逐步提高。

虽然我国轮胎行业发展迅速，销售收入逐年增长，2006-2011年间，行业主营业务收入年均复合增长20.46%，但天然橡胶是轮胎生产的主要原材料，近年来其价格在多种因素的影响下，呈大幅波动态势，行业整体利润率易受天然橡胶等原材料价格波动的影响，行业平均销售利润率保持在较低水平。

图4 2006年以来马来西亚天然橡胶标胶（SMR20）价格情况



资料来源：Wind 数据库

近几年轮胎行业平均销售利润率低于 5%，而且与国内外经济形势，尤其是原材料价格变动密切相关。随着行业资源整合，一批缺乏核心竞争力的企业将被淘汰，具有研发和信息化管理优势的企业将继续生存发展和壮大。随着信息化管理的推广和普及，行业内优势企业的经营效率和盈利能力将会逐步提高。

表 2 2006-2011 年我国轮胎行业主要经济效益指标

指标名称	主营业务收入（亿元）	主营业务收入增速	销售利润率
2006 年	1,322.59	26.97%	2.98%
2007 年	1,537.57	29.47%	4.44%
2008 年	1,959.75	18.85%	2.50%
2009 年	2,173.14	10.86%	6.37%
2010 年	2,814.72	29.49%	4.81%
2011 年	4,040.08	30.40%	4.72%

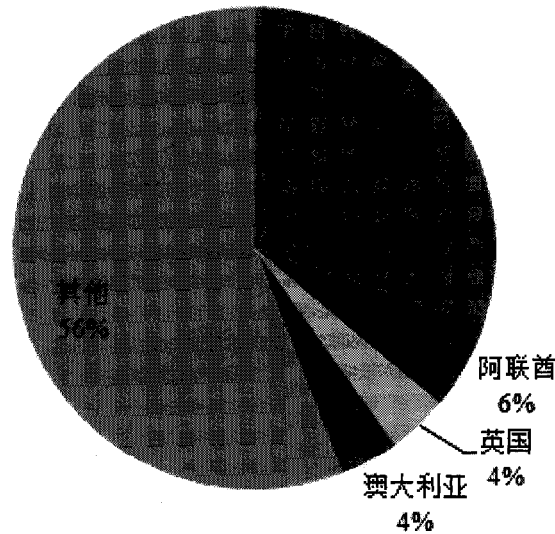
注：2007-2010 年数据为当年 1-11 月累积值

资料来源：Wind 数据库

凭借高性价比的优势，我国轮胎出口占比较高，但受到国际贸易保护政策的限制；出口退税政策的变化可能对行业利润带来影响；人民币升值也会对轮胎企业的生产和销售带来一定影响

凭借较高性价比的优势，我国轮胎企业逐步拓展海外市场，并在国际市场上形成了较强的市场竞争力，2011 年全国轮胎出口量达到 2.1 亿条，约占国内产量的 49%。2009 年 9 月，美国对中国的轿车和轻卡轮胎征收为期 3 年的特别关税，税率分别为 35%，30%和 25%，导致我国轮胎出口量增速回落。虽然 2012 年 9 月后，美国政府可能将不再对我国相关出口轮胎产品征收特别关税，但 2001 年以来，全球共有澳大利亚、巴西、秘鲁、埃及、阿根廷、土耳其、南非、墨西哥、印度和欧盟等国家和地区对我国的轮胎出口发起过反倾销调查，或者通过提高准入门槛限制对我国轮胎的进口，目前，我国轮胎出口仍面临着反倾销调查的压力，或将限制我国轮胎产品出口需求。

图 5 我国轮胎出口需求区域分布



资料来源：中国海关

2007年6月，财政部和国家税务总局发布《关于调低部分商品出口退税率的通知》（财税[2007]90号），自2007年7月1日起，出口的轮胎的退税率由原来的13%下调至5%；2008年11月，轮胎出口退税率由5%提高到9%。目前轮胎行业对出口退税依赖较大，出口退税率的提高使得轮胎企业提高了利润水平，摆脱出口下滑的局面，但是未来一旦国家产业政策出现调整，轮胎生产企业的经营将会受到影响。

自2005年人民币汇改以来，人民币呈升值趋势。一方面，由于生产轮胎的主要原材料天然橡胶依赖进口，人民币升值可使以美元计价的天然橡胶价格降低，减少轮胎企业的生产成本；另一方面，轮胎的出口数量较大，人民币升值会在一定程度上降低我国轮胎产品在国际市场上的竞争力。

五、经营与竞争

公司收入主要来自于轮胎的生产、循环利用、销售和技术转让，在生产工艺和配方技术上具有明显优势，近年收入稳步增长，但毛利率有所下滑

公司主要从事子午线轮胎生产与销售，主导产品为载重子午线轮胎、轿车及轻卡子午线轮胎；另外，还从事轮胎翻新及胎面胶、胶粉和钢丝的循环利用，并为轮胎生产企业提供全套生产技术及相应的工程管理、人员培训等技术服务。公司在生产工艺及配方技术方面具有明显优势，拥有包括全钢子午胎技术、半钢子午胎技术、工程子午胎技术、翻新胎及翻新材

料技术等四大类，涵盖配方、密炼、压延和成型等轮胎生产制造全流程的专有技术。公司近年主营业务收入及毛利率情况如表 3 所示。随着公司轮胎产能的扩张，营业收入逐年增加，其中轮胎产品销售贡献了 98% 以上的收入，92% 以上的毛利，但由于橡胶等主要原材料价格的上涨和研发投入增加，公司轮胎产品毛利率逐年下降；同时循环利用业务收入近年也有明显增加，而技术转让业务规模较小。

表 3 2009-2011 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	2011 年		2010 年		2009 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
轮胎产品	494,249.66	7.98%	328,860.16	8.63%	220,356.61	12.89%
其中：全钢载重子午线轮胎	314,558.51	7.78%	222,313.52	9.53%	161,110.82	14.97%
工程胎	695.42	16.64%	40.80	-18.01%	-	-
半钢子午线轮胎	178,995.73	8.28%	106,505.84	6.75%	59,245.79	7.24%
循环利用	2,411.26	-15.36%	1,632.77	-3.49%	507.55	3.63%
技术转让	771.92	88.05%	2,749.72	94.77%	350.00	97.38%
合计	497,432.84	7.99%	333,242.65	9.28%	221,214.17	13.00%

资料来源：公司提供

公司在国内外分别申请获得了 59 和 22 项注册商标，公司产品外销比例较高，近年内外销收入比例及毛利率情况如表 4 所示。2011 年以来，公司加强对欧洲、澳洲和中东等市场的销售力度，同时优化产品结构，提高了外销占比较高的半钢子午线轮胎的产量，2011 年外销收入增加较多，公司收入构成中外销占比提高到 45.70%。总体来看，公司外销占比较高，对人民币升值、出口退税率敏感度较高，但由于公司的主要原材料天然橡胶系从国外采购，人民币升值能降低企业的原材料成本，可部分对冲人民币升值造成的不利影响。同时，由于公司属劳动密集型企业，目前随着“用工荒”和劳动力成本的上升，公司面临一定的人工成本上涨压力。

表 4 2009-2011 年公司内外销收入占比及毛利率情况

项目	2011 年	2010 年	2009 年
内销			
收入占比	54.30%	55.44%	58.94%
毛利率	6.31%	8.73%	15.96%
外销			
收入占比	45.70%	44.56%	41.06%
毛利率	7.42%	7.88%	8.19%

资料来源：公司提供

公司产品的主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线和炭黑，2009-2011 年原材料占全钢产品生产成本的的比例分别达到 84.32%、86.01% 和 88.45%，在半钢产品的生产成本中

的占比分别为 77.79%、80.59%和 82.72%。天然橡胶主要从国外采购，采购的天然橡胶主要来自马来西亚、泰国和印尼，公司与主要供应商 R1 国际有限公司（新加坡）、马代克橡胶加工有限公司（马来西亚）和泰华橡胶大众有限公司（泰国）等公司建立了良好的合作关系。公司采购的合成橡胶包括顺式异戊胶、顺丁胶和丁苯胶等，顺式异戊胶主要使用伊科斯及俄罗斯等企业产品，顺丁胶、丁苯胶主要使用燕山石化、齐鲁石化和上海高桥等企业产品，并根据市场行情直接采购或通过贸易公司采购。青岛赢创（原德固赛）和上海卡博特是公司长期稳定的炭黑供应商。钢丝帘线主要从江苏兴达和贝卡尔特等公司采购。其中，天然橡胶的交易为大宗交易，价格一般以国内外主要期货交易所公布的价格为参考，与供应商进行协商，货比多家后确定供应商和采购价格；由于近年天然橡胶的价格波动比较大，公司对天然橡胶的采购主要采取现货和船货相结合的方式，付款采取 D/P 押汇方式结算，即供应商将发货单证寄到银行后，公司委托当地银行向供应商直接垫付货款后提货，三个月后公司再向银行支付借款本金和押汇息。总体来看，公司在原材料采购时议价能力一般。为应对原材料价格的频繁变动，公司接到订单后就锁定原材料的采购价格。

国内市场的销售方面，公司分配套市场和替换市场进行销售，在配套市场中，公司是一汽、陕西重汽和北汽福田等国内重要商用车企业的供应商；替换市场中，公司对 100 多个一级经销商分别划定销售区域，市场网络分布在 30 个省、市、自治区。公司统一制定产品的出厂价格，并根据经销商的订单要求安排发货；货款结算以现款现货的方式为主，对极少数经销商采取先期授信、货到后一定期限（一般为 30 天内，当月月底前结清）付款的方式。在国外市场，公司根据不同的市场区域采取经销商代理分销的模式，目前已经与 TBC 等国际大型经销商建立了战略合作关系，利用其批发及其自有的零售网络，市场网络已覆盖北美地区、东南亚和非洲等地区。公司外销结算主要采用信用证、预收款和付款交单等方式，2011 年公司陆续对实力较强、信誉较好且具备长期战略合作的优质经销商实施相对宽松的信用政策，给予较高的信用额度。公司根据地区和产品不同区别定价，按三月的周期制定滚动订单计划（其中 1 个月为准确订单，2 个月为预测订单），经过经销商确认后安排发货。

随着公司信息化管理的不断深入和研发实力的增强，以及海外业务的拓展和销售网络的完善，公司持续发展能力不断增强

针对轮胎工业的规模效应较为明显的特征，且轮胎的研发、生产和经营方面的质量控制是保证产品质量和销售的关键，公司率先在轮胎行业建立管控一体化网络系统，实现对轮胎研发、经营、生产等全过程的集成控制。同时，公司加大了轮胎生产工艺、原材料配方和产品设计等方面的研发力度，截至 2012 年 3 月末，公司已获得 64 项专项，研发实力的增强有

利于防御国际贸易保护壁垒及产品技术壁垒提升的风险。公司已通过 TS16949 质量管理体系认证、ISO9001 国际质量体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、3C 认证、欧盟 ECE 认证、美国 DOT 认证、巴西 INMETRO 认证、马来西亚 SIRIM 认证、尼日利亚 SONCAP 认证和海湾 GCC 认证。“SAILUN”牌全钢子午线轮胎荣获“中国名牌产品”称号；“SAILUN”商标被认定为“中国驰名商标”；公司连续被认定为国家高新技术企业；公司是国家轮胎工艺与控制工程技术研究中心唯一的科研示范基地；公司是轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室的承建单位；截至目前，赛轮 S605、S768 系列全钢胎获美国 Smart Way 认证。

表 5 截至 2012 年 3 月 31 日公司所获注册商标及专利情况

项目	国内注册商标	国外注册商标	专利
数量（项）	59	22	64

资料来源：公司提供

公司积极开拓海外业务，在越南投资设立子公司的项目已经获得政府批准，目前正在进行厂房建设，该项目总投资规模 9,500 万美元（约合人民币 6 亿元），主要建设 1,000 万条半钢胎产能，预计投产后年销售额将达到 2.6 亿美元。2012 年 5 月，公司全资子公司青岛赛瑞特国际物流有限公司（简称“赛瑞特物流”）与青岛保税区金来国际贸易有限公司（简称“金来贸易”）签署了《股权转让协议书》，赛瑞特物流以人民币 3,200 万元收购金来贸易持有 THAIHUA RAYONG RUBBER CO.,LTD(泰华罗勇橡胶有限公司，简称“泰华罗勇”) 51% 的股权；泰华罗勇是泰国专业天然橡胶生产和加工的公司，此项收购可以更好的为公司提供更具竞争力的天然橡胶等胶料，同时还可进一步提高公司对上游原材料的控制与研发能力。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。

市场拓展方面，公司密切关注经济及政策变化情况，提前布局于前景较好的细分市场。此外，在国内和国际市场上，积极寻求品牌支持，加强营销和宣传力度，巩固和提升品牌价值；瞄准目前相对比较空白的区域市场，调整或寻找合适的销售渠道；加大对市场渠道信息搜集的力度，逐步扩大再生产，并向国际先进轮胎企业学习；寻求参股或控股客户的销售网络点的机会。

与轮胎行业其他公司相比，公司目前毛利率水平较低，产能不足，新建项目的完工投产将有效提升公司产能

公司主营轮胎业务，与双钱股份、风神股份和黔轮胎等轮胎企业相比，公司收入规模偏低。毛利率方面，公司毛利率在轮胎同业中处于行业较低水平，剔除*ST 黄海外，落后于同行业其他上市公司，尤其是与风神股份、黔轮胎 A 和双钱股份相比差异较大，主要是公司

的产品结构、市场分布和固定资产折旧政策不同所致。总体来看，与轮胎行业其他公司相比，公司规模还有提升的空间，而盈利能力略显不足。

表 6 2010-2012 年 1-3 月同业财务数据比较（单位：亿元）

名称	2012 年 1-3 月			2011 年			2010 年		
	营业收入	毛利率	净利润	营业收入	毛利率	净利润	营业收入	毛利率	净利润
双钱股份	29.60	14.93%	0.61	109.27	12.04%	1.00	90.95	11.00%	2.16
风神股份	25.19	15.28%	0.76	102.30	15.85%	2.34	81.22	13.65%	1.53
黔轮胎 A	18.03	13.41%	0.29	75.36	12.89%	0.96	62.27	14.76%	1.25
赛轮股份	15.70	6.95%	0.11	63.90	6.82%	1.05	40.50	8.35%	1.13
青岛双星	14.18	8.60%	0.04	63.15	7.91%	0.36	57.78	7.74%	0.36
S 佳 通	10.37	18.03%	0.82	48.17	11.09%	1.52	36.11	11.67%	1.02
*ST 黄海	1.14	9.00%	-0.30	14.44	-5.34%	-3.19	14.70	-1.47%	-0.99

资料来源：wind 数据库

公司 2011 年的全钢子午胎年产量超过 220 万条，半钢子午胎年产量超过 760 万条，几近达到满负荷生产，特别是 2012 年以来，公司轮胎产品产销率都超过 100%。整体来看，公司的产能不足以满足外部需求。

表 7 2009-2012 年 1-3 月公司主要产品产能、产量和销量（万条）

年份	全钢子午胎				半钢子午胎			
	产能	产量	销量	产销率	产能	产量	销量	产销率
2012 年 1-3 月	230	47.45	49.99	105.36%	820	163.70	173.89	106.22%
2011 年	225	223.64	214.52	95.91%	780	771.29	727.68	94.35%
2010 年	213	211.53	206.34	97.55%	580	563.35	495.25	87.91%
2009 年	166	162.49	160.16	95.58%	318	299.81	282.00	94.06%

资料来源：公司提供

公司 2011 年 6 月上市，实际募集资金 62,305.90 万元，募投项目是 1,000 万条半钢子午胎项目，项目实施后，可形成年加工 1,000 万条半钢子午胎的生产能力。该项目总投资 110,353.00 万元，目前该项目的设备在陆续安装，预计今年将逐步投产。根据公司首次公开发行股票招股说明书披露：经测算，项目达产后，该项目年实现销售收入 236,674.00 万元，利润总额 18,948.00 万元，净利润 14,211.00 万元，销售净利润率为 6.00%。

六、财务分析

财务分析基础说明

本财务分析的基础为公司提供的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 2009-2011 年审计报告，以及未经审计的 2012 年一季度报表。公司报表按照新会计准则编制。

2011 年 11 月，子公司赛瑞特物流出资 500 万元设立青岛赛瑞特国际货运代理有限公司，自 2011 年 11 月份起该公司纳入合并报表范围。

资产构成与质量

随着业务规模的扩大和股份的公开发行，公司资产规模逐年增加，资产以流动资产为主

随着业务规模的扩大，公司资产规模逐年增加，2009-2011 年公司资产年复合增长率达 26.12%。受益于公司股票的公开发行，2011 年公司资产规模进一步增加。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，主要是存货、应收账款、应收票据、货币资金和预付款项。

表 8 2009-2012 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年 3 月		2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51,636.64	10.32%	53,257.46	11.23%	55,907.87	14.17%	51,079.25	17.14%
应收票据	56,155.05	11.23%	55,085.84	11.62%	46,636.67	11.82%	16,692.12	5.60%
应收账款	60,585.66	12.11%	46,112.20	9.73%	21,713.70	5.50%	22,607.89	7.59%
预付款项	39,579.58	7.91%	23,346.62	4.92%	21,135.34	5.36%	13,374.13	4.49%
存货	95,684.78	19.13%	99,866.08	21.07%	81,744.48	20.71%	40,943.36	13.74%
流动资产合计	306,773.12	61.34%	279,009.45	58.86%	228,556.49	57.91%	153,646.07	51.55%
固定资产	150,586.11	30.11%	154,011.25	32.49%	136,998.46	34.71%	99,764.92	33.47%
在建工程	18,175.21	3.63%	14,929.58	3.15%	8,187.19	2.07%	30,053.84	10.08%
无形资产	8,529.59	1.71%	8,762.39	1.85%	5,626.09	1.43%	4,345.04	1.46%
非流动资产合计	193,350.53	38.66%	195,049.79	41.14%	166,093.10	42.09%	144,385.63	48.45%
资产总计	500,123.65	100.00%	474,059.24	100.00%	394,649.59	100.00%	298,031.70	100.00%

资料来源：公司提供

随着公司业务规模的扩大，公司的存货、应收账款和应收票据也有相应的增加。公司存

货由库存商品、原材料和在产品组成，2010年和2011年公司存货增加较多，主要是随公司轮胎产品产能提升，产品产销增加所需安全库存增加，此外原材料价格的上涨也增加了存货的账面价值。公司的应收账款主要是应收老客户和大客户的销售货款，2011年末账龄在1年内的应收账款占比为97.35%，其中应收账款外币余额为美元和欧元应收账款，分别为6,107.49万美元和4.50万欧元，折合人民币38,519.42万元，占公司应收账款余额的83.53%；2011年末应收账款较2010年末增加112.36%，主要系公司销量增加，并改变了信用政策所致；2012年3月末应收账款较2011年末增加31.39%，主要是3月末为发货高峰期，货款尚未进入回款周期所致。由于公司对国内销售客户和供应商一般采取票据进行结算，近年来国内销售规模扩大，以致应收票据余额逐年增加。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，2010年末预付款项较2009年末增加58.03%，主要是的采购款增加所致；2012年3月末预付款项较上年末增加69.53%，主要系预付材料款增加。

公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，2011年末综合成新率为79.99%，使用状态良好，近年来固定资产逐年增加，主要是公司为扩大生产规模，购置的机器设备，截至2011年末公司位于开发区燕山路1000号房产和青房地权市字第20084128号和200977922号房产用于银行借款抵押。2010年末，公司在建工程较2009年末减少24.24%，主要是2009年部分工程项目完工结转所致；2011年末，公司在建工程较年初增加较多，主要是部分半钢项目工程完工并结转所致；2012年3月末，公司在建工程较期初增加21.74%，主要是公司采购工程巨胎设备增加。

总体看来，随着业务规模的扩大和股票的公开发行，公司资产规模逐年增加，资产以流动资产为主。

盈利能力

近年来公司收入规模持续增加，但毛利率不断下滑

近年来，随着公司产能的提升和业务规模的扩大，品牌知名度的逐渐提高，客户的逐渐积累，公司营业收入逐年上升。

公司的综合毛利率逐年下滑，毛利率降低的主要归因于两方面，一是为原材料价格逐年上涨，2011年天然橡胶、复合胶和合成橡胶的平均采购单价较2009年分别上涨了127.78%、117.99%和85.87%，虽然公司产品的销售单价明显提升，但增幅远低于同期原材料价格上涨的幅度；二是2011年毛利率相对较低的外销轮胎产品占比增加所致。

表 9 2009-2012 年 1-3 月公司盈利能力指标 (单位: 万元)

项目	2012 年 1-3 月	2011 年	2010 年	2009 年
营业收入	156,987.27	638,970.85	405,022.32	254,681.12
营业利润	1,462.58	11,586.61	12,445.10	14,166.90
政府补助	80.00	1,393.98	519.85	396.70
利润总额	1,556.03	12,925.85	13,026.39	14,653.04
净利润	1,131.72	10,495.21	11,325.95	12,437.82
综合毛利率	6.95%	6.82%	8.35%	12.77%
期间费用率	6.01%	4.81%	5.17%	6.75%
总资产报酬率	-	4.86%	4.66%	7.13%

资料来源: 公司提供

随着销售规模的扩大,特别是公司出口量的增加导致出口费用增加较多,另外人工费用明显增长,导致公司近年销售费用和管理费用出现一定程度的上升。但从总体来看,公司近年期间费用率逐年下降。

公司营业外收入主要是固定资产处置收益和政府补助等,总体收入水平不高。

总的来看,公司收入规模持续增加,但毛利率不断下滑。

现金流

公司现金生成能力不足,投资活动所需资金依赖于筹资活动

近年来随着公司净利润的增加,在固定资产折旧等非付现费用和非经营性损益调整后,较 2009 年相比,2010 年和 2011 年公司的 FFO (经营所得现金)有较大增加,整体表现较好。随着业务规模的扩大,公司的存货对资金的占用和经营性应收项目增加都有一定的增加,2010 年和 2011 年公司经营活动现金流有明显减少,经营活动现金净流出分别为 39,043.62 万元和 21,063.84 万元;2012 年一季度,公司销售回款和出口退税款增加,经营活动现金流量净额转为 7,403.71 万元。

公司的投资活动支出主要是用来购建厂房、机器设备等。目前公司处于产能扩张期,固定资产和无形资产投资需求较大。2009-2011 年,公司投资活动现金净流出额分别为 32,284.18 万元、47,470.17 万元和 59,902.12 万元;2012 年一季度,公司投资巨胎产品、研发中心和半钢产品等项目,投资活动现金净流出 14,447.04 万元。

公司投资活动所需资金依赖于筹资活动。2009 和 2010 年其他筹资活动均为债权性筹资。2011 年,筹资活动产生的现金流量净额为 78,098.27 万元,主要系公司股份公开发行股票募集资金 62,305.90 万元所致。

总体来看，公司现金生成能力较弱，投资活动所需资金依赖于筹资活动。

表 10 2009-2011 年公司现金流指标（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年	2009 年
净利润	10,495.21	11,325.95	12,437.82
非付现费用	23,143.67	16,255.34	10,631.90
非经营损益	6,308.73	3,162.53	3,207.31
FFO	39,947.61	30,743.82	26,277.03
营运资本变化	-61,011.45	-69,787.45	11,832.65
其中：存货减少	-19,127.70	-40,379.05	-5,957.31
经营性应收项目的减少	-33,186.88	-31,198.02	-10,006.17
经营性应付项目增加	-8,696.87	1,789.62	27,796.13
经营活动现金流量净额	-21,063.84	-39,043.62	38,109.66
投资活动的现金流量净额	-59,902.12	-47,470.17	-32,284.18
筹资活动产生的现金流量净额	78,098.27	91,575.97	27,274.48
现金及现金等价物净增加额	-2,650.41	4,828.62	33,170.29

资料来源：公司提供

资本结构与财务安全性

近年来公司资产负债率较为稳定，资本结构明显改善，但短期有息债务规模较大，存在一定的偿债压力

受益于自身利润的积累，公司自有资本实力得到增强，2009-2011 年，所有者权益年均复合增长率达 35.76%。2011 年，随着股份的公开发行，公司的所有者权益明显增加。同时公司偿还了一部分贷款，有息负债规模有所减少。综合来看，随着资本实力的增强及负债金额的减少，公司的资本结构明显改善。

表 11 2009-2012 年 3 月公司资本结构（单位：万元）

项目	2012 年 3 月	2011 年	2010 年	2009 年
负债总额	315,088.99	290,155.20	283,546.65	198,254.71
其中：流动负债	305,382.74	280,355.20	264,486.39	195,376.14
非流动负债	9,706.25	9,800.00	19,060.26	2,878.57
所有者权益	185,034.66	183,904.04	111,102.94	99,776.99
负债与所有者权益比率	170.29%	157.78%	255.21%	198.70%

资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司负债以流动负债为主，主要是短期借款、应付票据和应付账款，其中短期有息债务占负债总额的比重为 65.02%，短期有息债务规模较大。2010 年末，短期

借款较 2009 年末增加 167.25%，主要系公司新项目投入增加，相应地通过银行融资补充公司的资金需求。2011 年末应付票据较 2010 年末减少较多，主要是公司减少了应付票据的结算而增加了货币资金付款结算。近年来，随着公司经营规模的扩大，原材料、设备及工装器具采购金额增加，待结算货款增加，应付账款逐年增加。长期借款为取得建行开发区支行、兴业银行青岛分行和青岛银行热河路支行的贷款 9,000.00 万元。

表 12 2009-2012 年 3 月公司主要负债结构（单位：万元）

项目	2012 年 3 月		2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	172,949.88	54.89%	166,887.16	57.52%	143,714.62	50.68%	53,774.53	27.12%
应付票据	4,591.00	1.46%	9,880.00	3.41%	35,705.00	12.59%	47,240.00	23.83%
应付账款	107,522.63	34.12%	96,043.84	33.10%	85,782.24	30.25%	73,278.74	36.96%
一年内到期的非流动负债	11,508.57	3.65%	11,912.00	4.11%	1,560.65	0.55%	12,301.49	6.20%
流动负债合计	305,382.74	96.92%	280,355.20	96.62%	264,486.39	93.28%	195,376.14	98.55%
长期借款	8,906.25	2.83%	9,000.00	3.10%	17,000.00	6.00%	-	0.00%
非流动负债合计	9,706.25	3.08%	9,800.00	3.38%	19,060.26	6.72%	2,878.57	1.45%
负债总额	315,088.99	100.00%	290,155.20	100.00%	283,546.65	100.00%	198,254.71	100.00%

资料来源：公司提供

对比公司近几年的偿债能力指标可以发现，随着公开发行股票募集资金的到位，2011 年公司的资产负债率明显下降，流动比率和速动比率明显提高。然而，2011 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。此外，公司获得了 14 家银行共 42.73 亿元授信额度，截至 2012 年 3 月 31 日，剩余可使用额度 22.99 亿元，公司的外部财务弹性较好。

表 13 2009-2012 年 3 月公司偿债能力指标

项目	2012 年 3 月	2011 年	2010 年	2009 年
资产负债率	63.00%	61.21%	71.85%	66.52%
流动比率	1.00	1.00	0.86	0.79
速动比率	0.69	0.64	0.56	0.58
EBITDA 利息保障倍数	-	4.92	8.93	8.07

资料来源：公司提供

表 14 截至 2012 年 3 月 31 日银行授信情况（单位：万元）

授信银行	授信额度	已使用额度	剩余可使用额度
中国农业银行青岛市李沧支行	99,192.00	72,310.68	26,881.32
中国建设银行青岛开发区支行	40,000.00	30,946.00	9,054.00
交通银行青岛经济技术开发区支行	52,000.00	15,358.07	36,641.93

青岛银行热河路支行	22,000.00	2,906.00	19,094.00
中国银行青岛四方支行	24,000.00	10,000.00	14,000.00
中国工商银行市南第四支行	57,500.00	31,800.00	25,700.00
招商银行开发区支行	8,000.00	6,950.00	1,050.00
华夏银行开发区支行	15,657.00	0.00	15,657.00
恒丰银行开发区支行	28,000.00	0.00	28,000.00
深圳发展银行青岛分行	25,000.00	6,000.00	19,000.00
兴业银行青岛分行	26,000.00	18,175.64	7,824.36
光大银行城阳正阳路支	14,000.00	0.00	14,000.00
日照银行青岛分行	10,000.00	0.00	10,000.00
浦发银行青岛开发区支行	6,000.00	3,000.00	7,000.00
合计	427,349.00	197,446.39	229,901.61

资料来源：公司提供

整体来看，受益于公司股份的公开发行业和自身利润的累积，公司目前资产负债率较为稳定，资本结构明显改善，但短期有息债务规模较大，存在一定的偿付压力。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2012年3月	2011年	2010年	2009年
货币资金	51,636.64	53,257.46	55,907.87	51,079.25
应收票据	56,155.05	55,085.84	46,636.67	16,692.12
应收账款	60,585.66	46,112.20	21,713.70	22,607.89
预付款项	39,579.58	23,346.62	21,135.34	13,374.13
其他应收款	3,131.42	1,341.26	1,418.43	3,949.32
存货	95,684.78	99,866.08	81,744.48	40,943.36
其他流动资产	-	-	-	5,000.00
流动资产合计	306,773.12	279,009.45	228,556.49	153,646.07
长期股权投资	6,000.00	6,000.00	6,000.00	3,000.00
固定资产	150,586.11	154,011.25	136,998.46	99,764.92
在建工程	18,175.21	14,929.58	8,187.19	30,053.84
无形资产	8,529.59	8,762.39	5,626.09	4,345.04
长期待摊费用	9,693.61	10,980.57	9,000.82	7,047.08
递延所得税资产	366.01	366.01	280.55	174.74
非流动资产合计	193,350.53	195,049.79	166,093.10	144,385.63
资产总计	500,123.65	474,059.24	394,649.59	298,031.70
短期借款	172,949.88	166,887.16	143,714.62	53,774.53
应付票据	4,591.00	9,880.00	35,705.00	47,240.00
应付账款	107,522.63	96,043.84	85,782.24	73,278.74
预收款项	5,727.11	4,243.32	3,501.31	8,991.69
应付职工薪酬	444.54	96.57	157.14	316.20
应交税费	427.30	-10,826.76	-8,708.74	-3,296.93
其他应付款	2,211.72	2,119.08	2,774.17	2,770.42
一年内到期的非流动负债	11,508.57	11,912.00	1,560.65	12,301.49
流动负债合计	305,382.74	280,355.20	264,486.39	195,376.14
长期借款	8,906.25	9,000.00	17,000.00	-
长期应付款	-	-	800.26	2,538.57
其他非流动负债	800.00	800.00	1,260.00	340.00
非流动负债合计	9,706.25	9,800.00	19,060.26	2,878.57
负债合计	315,088.99	290,155.20	283,546.65	198,254.71
实收资本(或股本)	37,800.00	37,800.00	28,000.00	28,000.00
资本公积金	107,571.09	107,571.09	55,065.19	55,065.19
盈余公积金	3,332.38	3,332.38	2,368.03	1,391.06
未分配利润	36,332.29	35,200.57	25,669.71	15,320.73
外币报表折算差额	-1.10	-	-	-
归属于母公司所有者权益合计	185,034.66	183,904.04	111,102.94	99,776.99

所有者权益合计	185,034.66	183,904.04	111,102.94	99,776.99
负债和所有者权益总计	500,123.65	474,059.24	394,649.59	298,031.70

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009年
一、营业总收入	156,987.27	638,970.85	405,022.32	254,681.12
营业收入	156,987.27	638,970.85	405,022.32	254,681.12
二、营业总成本	155,524.69	627,384.24	392,588.25	240,499.52
营业成本	146,084.43	595,392.76	371,190.90	222,147.83
营业税金及附加	3.55	166.76	143.77	495.15
销售费用	2,834.92	11,713.33	9,573.80	7,245.49
管理费用	4,174.10	12,984.86	8,793.62	6,730.15
财务费用	2,427.70	6,009.77	2,590.89	3,227.49
资产减值损失	-	1,116.75	295.27	653.41
三、其他经营收益	-	-	11.03	-14.70
投资净收益	-	-	11.03	-14.70
四、营业利润	1,462.58	11,586.61	12,445.10	14,166.90
加：营业外收入	93.80	1,448.20	618.65	501.27
减：营业外支出	0.35	108.97	37.35	15.12
其中：非流动资产处置净损失	-	108.24		
五、利润总额	1,556.03	12,925.85	13,026.39	14,653.04
减：所得税	424.31	2,430.64	1,700.44	2,215.22
六、净利润	1,131.72	10,495.21	11,325.95	12,437.82
归属于母公司所有者的净利润	1,131.72	10,495.21	11,325.95	12,437.82

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009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	147,031.61	614,475.92	400,276.20	296,133.37
收到的税费返还	6,112.84	4,349.57	5,261.60	15.28
收到其他与经营活动有关的现金	2,429.66	2,461.43	3,866.80	2,905.02
经营活动现金流入小计	155,574.11	621,286.92	409,404.59	299,053.67
购买商品、接受劳务支付的现金	135,065.35	597,980.36	415,552.20	235,977.82
支付给职工以及为职工支付的现金	5,068.68	21,558.80	15,723.09	10,432.22
支付的各项税费	745.76	4,633.52	4,043.32	4,914.24
支付其他与经营活动有关的现金	7,290.61	18,178.08	13,129.59	9,619.72
经营活动现金流出小计	148,170.40	642,350.76	448,448.21	260,944.00
经营活动产生的现金流量净额	7,403.71	-21,063.84	-39,043.62	38,109.66
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	-	8,000.00	3,000.00
取得投资收益收到的现金	-	-	11.03	32.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	7.05	3.30	-
投资活动现金流入小计		7.05	8,014.33	3,067.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,447.04	59,909.17	49,484.50	27,351.47
投资支付的现金	-	-	6,000.00	8,000.00
投资活动现金流出小计	14,447.04	59,909.17	55,484.50	35,351.47
投资活动产生的现金流量净额	-14,447.04	-59,902.12	-47,470.17	-32,284.18
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	63,331.44	-	35,200.00
取得借款收到的现金	100,527.22	491,178.02	274,795.29	122,704.56
筹资活动现金流入小计	100,527.22	554,509.46	274,795.29	157,904.56
偿还债务支付的现金	92,203.72	464,956.28	177,908.32	125,241.71
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,437.17	8,892.31	3,654.20	3,465.56
支付其他与筹资活动有关的现金	414.20	2,562.60	1,656.80	1,922.80
筹资活动现金流出小计	95,055.08	476,411.19	183,219.32	130,630.07
筹资活动产生的现金流量净额	5,472.13	78,098.27	91,575.97	27,274.48
四、汇率变动对现金的影响	-49.62	217.27	-233.56	70.32
五、现金及现金等价物净增加额	-1,620.82	-2,650.41	4,828.62	33,170.29
期初现金及现金等价物余额	53,257.46	55,907.87	51,079.25	17,908.96
期末现金及现金等价物余额	51,636.64	53,257.46	55,907.87	51,079.25

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2011年	2010年	2009年
净利润	10,495.21	11,325.95	12,437.82
加：资产减值准备	1,003.69	-239.86	432.75
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15,852.07	11,865.40	7,760.92
无形资产摊销	579.93	535.94	392.29
长期待摊费用摊销	5,707.98	4,093.86	2,045.94
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	93.74	5.37	-47.64
财务费用	6,300.45	3,274.00	3,296.28
投资损失		-11.03	14.70
递延所得税资产减少	-85.46	-105.81	-56.03
存货的减少	-19,127.70	-40,379.05	-5,957.31
经营性应收项目的减少	-33,186.88	-31,198.02	-10,006.17
经营性应付项目的增加	-8,696.87	1,789.62	27,796.13
经营活动产生的现金流量净额	-21,063.84	-39,043.62	38,109.66
现金的期末余额	53,257.46	55,907.87	51,079.25
减：现金的期初余额	55,907.87	51,079.25	17,908.96
现金及现金等价物净增加额	-2,650.41	4,828.62	33,170.29

附录四 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	$(\text{营业成本} + \text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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	$\text{EBITDA} / \text{计入财务费用的利息支出}$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$	

附录五 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

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，赛轮股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

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，以及被评对象的情况发生重大变化时，赛轮股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与赛轮股份有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如赛轮股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据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，直至赛轮股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对赛轮股份有限公司进行电话访谈和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程

序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将在赛轮股份有限公司年报披露后一个月内，在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送赛轮股份有限公司及相关监管部门。

