

青岛森麒麟轮胎股份有限公司

**2021 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

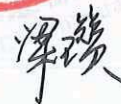
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。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证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【173】号 02

分析师

姓名：
宋晨阳 胡长森
宋晨阳 胡长森
电话：
010-66216006
邮箱：
songchy@cspengyuan.com

评级日期：
2021年3月2日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
汽车及零部件制造企业
评级方法，该评级方法
已披露于中证鹏元官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

青岛森麒麟轮胎股份有限公司 2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 22.20 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对青岛森麒麟轮胎股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码 002984.SZ）本次拟公开发行总额不超过 22.20 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）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。该等级的评定是考虑到公司系国内知名的轮胎制造企业，在智能制造、全球化布局和技术研发等方面具备一定的竞争优势，公司盈利状况较好，现金生成能力较强，上市后资本实力得到增强，负债水平大幅降低；同时中证鹏元也关注到，公司外部经营风险上升，在建项目存在较大的资金支出，公司已就保理合同纠纷事项一审判决提出上诉，如未来上诉结果对公司不利可能存在现金偿付风险，以及面临一定的原材料价格波动风险等风险因素。

正面：

- 公司系国内知名的轮胎制造企业，在智能制造、全球化布局、技术研发等方面具备一定的竞争优势。公司为行业内领先的轮胎智能制造企业，智能制造成果连续入选国家工信部示范项目名单；公司专注于高性能子午线轮胎及航空轮胎的创新与研发，积累了多项专利技术，参与多项国家或行业标准制订，被认定为“高新技术企业”，具备一定的技术优势。公司在泰国建设轮胎智能制造生产基地，有利于公司进一步开拓欧美市场及挖掘东南亚市场。
- 公司盈利状况较好，现金生成能力较强。2018-2020 年，公司分别实现净利润 4.89 亿元、7.41 亿元和 9.81 亿元，近年来盈利状况较好；公司收入及毛利率水平逐年提高，总资产回报率及净资产收益率表现良好；公司经营性现金流量（FFO）分别为 11.15 亿元、13.66 亿元和 14.42 亿元，持续上升，公司现金生成能力较强。

- **公司上市后资本实力得到增强，负债水平大幅降低。**公司于 2020 年 9 月首次公开发行股票，募集资金净额 12.09 亿元，增强资本实力的同时也拓宽了公司的融资渠道。2018-2020 年末公司资产负债率分别为 55.17%、43.65%和 28.27%，负债水平有所降低。

关注：

- **公司收入主要来源于海外市场，面临外部经营风险上升。**公司核心销售领域为境外替换市场，2018-2020 年公司海外销售占比分别为 94.66%、97.20%和 93.33%，主要外销地为美国、英国和欧盟等国家和地区，近年来部分国家和地区出台了相关贸易保护政策，轮胎行业国际贸易摩擦如进一步加剧，将对公司盈利能力产生一定不利影响，此外海外疫情目前仍未有效控制，公司面临外部经营环境的不确定性上升。
- **公司面临一定的原材料价格波动风险。**2018-2020 年原材料占公司主营业务成本的比重分别为 71.20%、68.69%和 65.66%，占比较高，由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，因此需关注各类原材料价格波动对公司盈利能力的影响。
- **在建项目存在较大的资金支出。**近年来公司保持较大规模的投资支出，本期债券募投项目计划总投资规模为 318,365.00 万元，截至 2020 年末，已投资 10.05 亿元，尚需投资规模较大，存在较大的资金支出。
- **公司已就保理合同纠纷事项计提预计负债，如上诉判决结果对公司不利，未来可能存在现金偿付风险。**公司涉及四宗保理合同纠纷案件，且部分银行存款被冻结，公司根据谨慎性原则，按照一审判决结果，截至 2020 年 12 月 31 日对此事项涉及的补充赔偿责任计提预计负债 4,179.82 万元，目前公司已就四宗保理合同纠纷的判决结果提起上诉。

公司主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	77.37	64.06	62.93
归属于母公司所有者权益	55.50	36.10	28.21
有息债务	10.18	20.22	26.18
资产负债率	28.27%	43.65%	55.17%
流动比率	2.02	1.69	1.31
速动比率	1.53	1.13	0.75

营业收入	47.05	45.79	41.76
营业利润	10.49	7.84	5.02
净利润	9.81	7.41	4.89
综合毛利率	33.80%	32.17%	28.46%
总资产回报率	15.29%	13.93%	10.31%
EBITDA	14.75	12.80	9.91
EBITDA 利息保障倍数	20.50	10.45	6.98
经营活动现金流净额	16.81	15.94	5.78

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为青岛森麒麟轮胎有限公司，成立于2007年12月4日，系中国公民秦龙控制的境外企业LQJ公司、ZT公司和TBC公司¹设立的外资企业。2011年1月，经即墨市商务局批准，公司由外资企业变更为有限责任公司，原注册资本折合人民币37,476.86万元，由秦龙及公司核心人员直接持有，其中秦龙持股比例为87.00%。经过历次股权转让和增资扩股，2015年12月公司整体变更为股份公司，公司名称变更为青岛森麒麟轮胎股份有限公司。2020年9月公司首次公开发行6,900.00万股股票，并于深圳证券交易所上市。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为64,966.89万元，控股股东及实际控制人均为秦龙先生，持股比例为41.99%。截至2020年末，公司前十二大股东持股情况见表1。

表1 截至2020年末公司前十二大股东持股情况（单位：万股）

序号	股东	股东性质	直接持股数量	持股比例
1	秦龙	境内自然人	27,279.34	41.99%
2	林文龙	境内自然人	3,747.69	5.77%
3	新疆鑫石创盈股权投资合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	2,945.67	4.53%
4	青岛润泽森投资企业(有限合伙)	境内非国有法人	2,436.21	3.75%
5	新疆新荣智汇股权投资有限公司	境内非国有法人	2,106.98	3.24%
6	珠海温氏安赐产业并购股权投资基金企业(有限合伙)	境内非国有法人	1,911.76	2.94%
7	厦门象晟投资合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	1,600.00	2.46%
8	昆明嘉银投资合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	1,322.71	2.04%
9	青岛森忠林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	1,250.00	1.92%
10	青岛森伟林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	1,250.00	1.92%
11	青岛森宝林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	1,250.00	1.92%
12	青岛森玲林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	1,250.00	1.92%

注：根据公司2020年度报告，截至2020年末，上述股东所持有股份无质押或冻结情况
 资料来源：公司2020年度报告，中证鹏元整理

公司主营业务为高性能子午线轮胎和航空轮胎的研发、生产、销售，其产品根据应用类型区分为乘用车轮胎、轻卡轮胎及特种轮胎，乘用车轮胎包括经济型乘用车轮胎、高性能乘用车轮胎及特殊性能轮胎，特种轮胎包括赛车轮胎、航空轮胎。截至2020年末，公司

¹ 根据公司公布的招股说明书，三家境外企业全称分别为LQJ GLOBAL TIRE INC.、ZT WHOLESALE COMPANY 和 TBC Holding Co.Ltd，目前三家公司均已注销。

纳入合并报表范围的一级子公司共5家。

表 2 截至 2020 年末纳入合并范围的一级子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
青岛天弘益森国际贸易有限公司	500.00 万元	100.00%	境外设备及部分原材料采购
森麒麟（香港）贸易有限公司	1,250.00 万美元	100.00%	轮胎贸易及对外投资业务
森麒麟轮胎北美股份有限公司	-	100.00%	投资控股、工厂运营
青岛森麒麟国际贸易有限公司	500.00 万元	100.00%	国际贸易、转口贸易
森麒麟轮胎（泰国）有限公司	3,085,399,900 泰铢	99.99%	子午线轮胎的生产和销售

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：青岛森麒麟轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币22.20亿元（含）；

债券期限和利率：期限为自发行之日起6年，票面利率的确定方式及具体每一年的利率水平提请公司股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本期发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票的交易

均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

赎回条款：

（1）到期赎回条款

在本期发行的可转换公司债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。

（2）有条件赎回条款

在本期发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

①在本期发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）。

②当本期发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3,000万元时。

回售条款：

（1）附加回售条款

在本期发行的可转换公司债券存续期内，若本期发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

（2）有条件回售条款

在本期发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调

整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

向原股东配售的安排：本期可转换公司债券向公司原A股股东优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售比例提请公司股东大会授权公司董事会根据具体情况确定，并在本期可转换公司债券的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐人（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过221,993.91万元（含），资金投向明细如下：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
森麒麟（泰国）新建年产 600 万条高性能半钢子午线轮胎、200 万条高性能全钢子午线轮胎项目	318,365.00	221,993.91	69.73%

资料来源：公司提供

在募集资金到位之前，公司可根据该项目实施进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后按照相关法规规定的程序予以置换。

1、项目概况

年产600万条高性能半钢子午线轮胎扩建项目由森麒麟（泰国）有限公司负责实施，地点位于国罗勇府自治省立盛橡胶工业园内127.84莱（约306.82亩）工业用地，新建密炼车间、轮胎生产车间、配电室等建筑物，总建筑面积约96,958平方米，形成年产600万条半钢子午线轮胎的生产能力，公用工程配套能力按600万条半钢子午胎产能建设。

森麒麟轮胎（泰国）有限公司年产200万条高性能全钢子午线轮胎项目位于泰国罗勇府自治省立盛橡胶工业园森麒麟轮胎（泰国）有限公司现有厂区内，新建原材料仓库、成品仓库等建筑物，总建筑面积约30,536平方米，形成年产200万条高性能全钢子午线轮胎

的生产能力，公用工程配套能力按200万条全钢子午胎产能建设。

2、项目批复情况

项目已于2020年5月在国家发改委完成境外投资项目备案，取得国家发改委核发的发改办外资备[2020]270号《境外投资项目备案通知书》，后于2021年1月取得国家发改委核发的发改办外资备[2021]62号变更事项通知书，并已取得青岛市商务局换发的境外投资证第N3702202100013号《企业境外投资证书》。

3、项目投资及项目进度

年产600万条高性能半钢子午线轮胎扩建项目建设期1.5年（不含调试生产阶段），总投资185,639万元，其中建设投资173,797万元，建设期借款利息5,923万元。资金来源为自筹资金24,429万元，关联公司借款161,210万元。年产200万条高性能全钢子午线轮胎项目总投资132,726万元，其中建设投资122,605万元，建设期借款利息4,690万元。资金来源为自筹资金4,554万元，银行贷款65,782万元，关联公司借款62,390万元。截至2020年末，公司本期债券募投项目已投资10.05亿元。

4、项目经济效益

根据公司提供的数据，公司年产600万条高性能半钢子午线轮胎扩建项目建设期1.5年（不含调试生产阶段），正常生产期内年均可实现销售收入241,736.00万元，年均净利润达47,142.00万元，项目税后内部收益率为29.84%，税后投资回收期为4.80年（含建设期）；公司年产200万条高性能全钢子午线轮胎项目建设期1.5年（不含调试生产阶段），正常生产期内年均可实现销售收入178,724.00万元，年均净利润达26,221.00万元，项目税后内部收益率为25.19%，税后投资回收期为5.32年（含建设期）。但中证鹏元也关注到，募投项目建设进度受海外疫情影响存在不确定性；另外，受国际贸易形势和市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产生预期收益亦存在不确定性。

四、运营环境

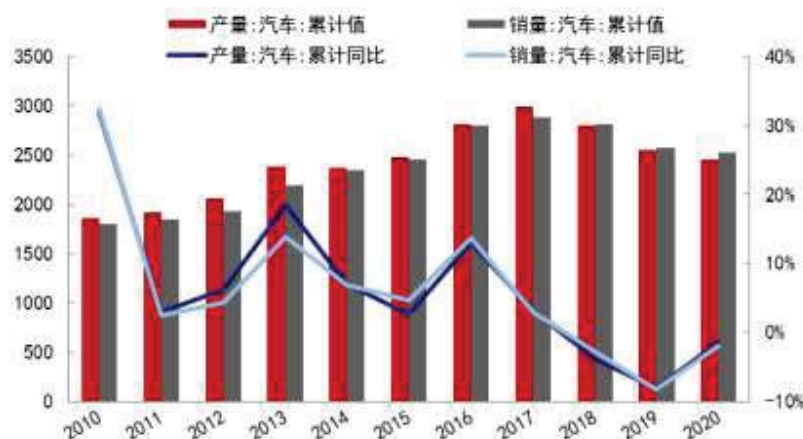
2020年中国汽车销量先抑后扬，全年汽车零部件行业收入和利润增速回升，新能源汽车相关零部件需求将继续提升；但“COVID-19”疫情在全球范围仍未得到有效控制，中美贸易摩擦仍在持续，汽车零部件需求持续回升仍存在不确定性

汽车工业作为国民经济重要的支柱产业，其与经济状况、消费市场的景气度密切相关，具备较强的周期性特征。近年来我国经济快速发展，作为我国的支柱产业之一，汽车工业得到了极大的发展，汽车产销量快速增加，销量从2003年的444.37万辆增长至2020年的2,531.10万辆，但增速整体呈现不断回落甚至负增长的态势，2018年以来汽车销量连续三

年负增长。受“COVID-19”疫情冲击，2020年1-4月份汽车销量同比下滑33.40%，对应的国内汽车零部件行业的主营业务收入和利润总额分别同比下降26.88%和65.40%，随着宏观经济温和反弹，消费者信心回升企稳，以及消费政策的刺激下，疫情期间抑制的购车需求逐步释放，2020年汽车销量自4月以来连续9个月销量实现正增长。2020年汽车销量同比下滑1.90%，幅度已较上一年度大幅收窄。其中，2020年乘用车销量为2,017.77万辆，全年销量同比降幅收窄至6.03%。

汽车零部件行业收入和利润增速回升，外部经营环境仍存在不确定性。受下游汽车销量回暖拉动，2020年中国汽车零部件行业的主营业务收入为36,310.65亿元，同比增长1.42%，利润总额同比增长13.33%。但需要关注的是，“COVID-19”疫情目前仍在海外肆虐，致使欧洲及北美多数国家停工停产，若未来国外疫情不能有效控制，将对汽车零部件行业造成较大不利影响，尤其是海外订单占比较高的企业。此外，中美贸易摩擦仍在持续，目前美国政府对从中国进口的约2,000亿美元商品加征25%的关税，若中美贸易摩擦继续升级，可能会导致产业链上下游重新协商价格，从而对经营业绩带来一定负面影响。

图 1 近年国内汽车产销量增速整体呈现不断回落甚至负增长的态势（单位：万辆）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

未来新能源汽车市场扩大仍是必然趋势，对新能源汽车相关零部件需求有一定支撑。自2012年国务院出台《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》以来，在国家政策的大力扶持下，我国新能源汽车行业实现了飞跃式发展，技术和市场成熟度不断提高，关键零部件配套能力也得到大幅提升，行业整体发展迅猛。我国新能源汽车销量从2012年的1.28万辆增长至2019年的120.60万辆，市场规模年均复合增长率为91.43%，占全国汽车销量比例由2012年的0.07%提升至2019年的4.69%，占比不断提升。2017年4月，工信部、发改委和科技部关于印发《汽车产业中长期发展规划》的通知提出，到2025年，新能源汽

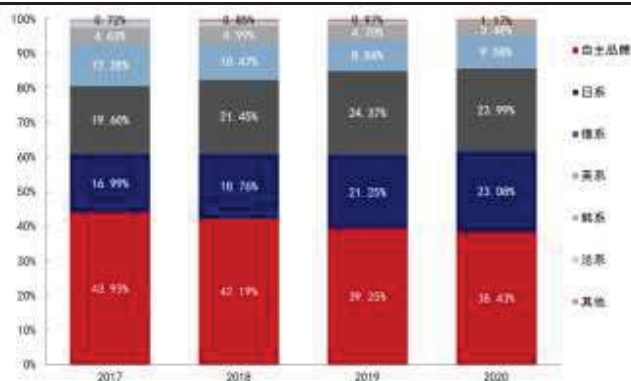
车年产销占汽车产销的20%以上。随着补贴取消带来更加公平的市场竞争、消费者需求渡过培育阶段以及充电桩等基础设施逐步完善后，传统合资企业开始加速入局新能源市场，特斯拉上海工厂以及国内造车新势力也将迎来量产阶段。长期来看，政府力推新能源的方针并未改变，未来新能源汽车市场扩大仍是必然趋势，新能源汽车相关零部件需求将继续提升。

汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧，配套日系德系、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强

汽车零部件行业继续出清，破产案件不断涌现。随着近年下游整车行业需求整体疲软，资金回款压力激增等因素导致大量零部件供应商业务停滞或倒闭。自2018年至今，汽车零部件行业涉及破产的案件不断涌现，甚至部分头部企业如轮胎与车身板件制造商永泰集团、刹车片制造商信义集团、汽车电器国威科技、银亿股份等也相继申请破产，裁员瘦身的供应商持续增多。其中，国威科技作为华晨汽车等14家主机厂部分车型配件的唯一供应商，其破产直接导致部分主机厂被迫停产。整车行业不景气压力转嫁，部分主机厂经营不善拖欠账款，进一步挤压供应商生存空间，导致供应链断裂影响汽车生产，此类恶性循环将对整个汽车产业链造成非常严重的影响。

市场出清势必伴随着分化加剧，配套日系德系、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强。将132家A股上市的零部件企业按营业收入规模排名，前20家头部企业2019年营业利润合计为417.86亿元，较上年同期增长6.43%，而同期全部企业营业利润为415.93亿元，同比下滑15.30%，头部供应商在上游整车市场低迷影响下降幅更小抗压能力相对较强。从汽车品牌来看，2020年日系品牌销量大幅上扬，市场占有率逆势上升至23.08%，德系品牌市场占有率亦保持在24%左右，依附于强劲的整车厂力量，配套日系车与德系车的零部件供应商相对于配套韩系车、我国自主品牌乘用车等的供应商来说未来发展更有保障，抗压能力相对更强，信用风险较小。此外，掌握核心技术、出口占比较高的供应商如宁德时代、岱美股份等企业的抗压能力亦相对较强。

图2 日系与德系品牌地位强势，自主品牌份额跌幅最大



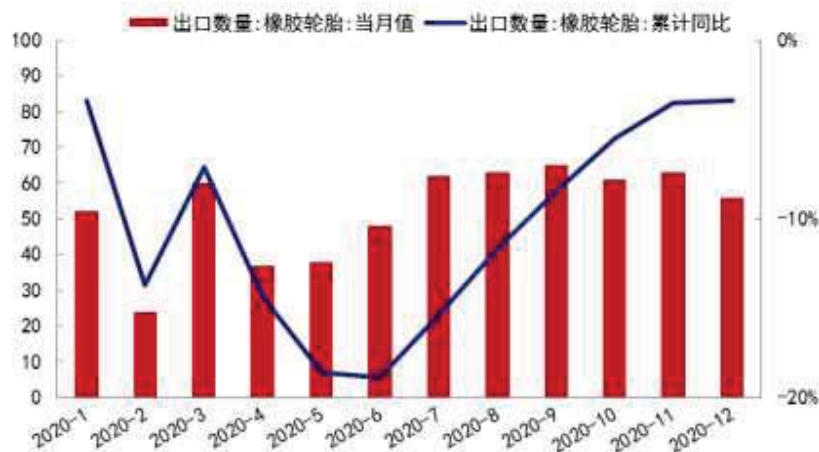
资料来源：Wind，中证鹏元整理

随着下游汽车产销好转，2020年4月以后轮胎市场需求恢复，出口保持快速增长；近年来受国内市场竞争以及国际贸易摩擦加剧影响，中国轮胎企业开启海外建厂的步伐；需关注原材料价格波动对轮胎企业成本控制的影响

轮胎行业作为汽车行业重要的零部件，与汽车行业的发展息息相关。按照结构设计划分，轮胎分为子午线轮胎和斜交轮胎。其中子午线轮胎相对于普通斜交轮胎，具有滚动阻力小、附着性能好、弹性大、缓冲力强、承载能力大、耐磨耐刺，但制造技术相对复杂。因此，在乘用车、轻卡等应用领域，性能更加优良的子午胎替代斜交胎已成必然趋势。从世界各国情况来看，目前欧美、日本等发达国家轿车轮胎的子午化率已达100%，载重轮胎子午化率已达90%以上。

经过多年发展，我国目前已成为世界上最大的轮胎制造以及出口国，产品类型以汽车轮胎为主，并包括航空轮胎、摩托车轮胎等，市场区域则涵盖国内以及国际两个部分，其中出口需求大概占比在40%左右。2020年疫情和洪水灾害导致上半年轮胎市场较为低迷，拉低轮胎替换市场和外贸出口的市场需求，但自4月起我国汽车产销好转，带动恢复轮胎市场需求。出口来看，2020年橡胶轮胎出口量为629万吨，同比下降3.4%；出口新的充气橡胶轮胎4.8亿条，同比下降4.7%。2020年6月我国轮胎出口量同比下跌18%以上，6月海外疫情有所好转，叠加海外轮胎生产能力短期内不能完全恢复造成的供给不足，我国轮胎出口快速增长，下半年出口保持同比正增长的良好态势。

图3 2020年6月以来橡胶轮胎出口量显著回升（单位：万吨）



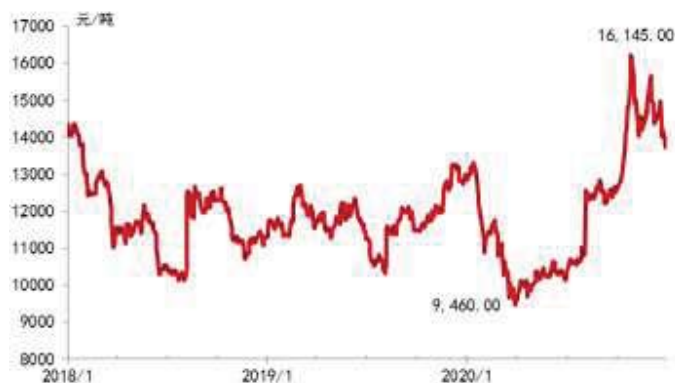
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从长期来看，轮胎需求以替换市场为主，全球轮胎替换市场需求占比约80%，我国轮胎替换市场需求占比约70%，截至2020年末，我国汽车保有量2.81亿辆，随着国内汽车保有量不断增长，轮胎整体需求仍有一定的支撑。

我国轮胎行业产能面临结构性过剩，竞争将不断加剧，落后产能的淘汰不可避免。我国轮胎行业目前面临低端产能过剩、竞争激烈、集中度较低以及品牌影响力较弱等问题。自2014年达到11.14亿条的高点后，我国轮胎整体产量开始在8.2-9.5亿条之间波动，已度过高速增长期，未来市场结构调整将成为主要方向。此外由于美国以及欧盟等地对中国轮胎频频实施“双反”，再加上贸易战导致中国出口至美国的轮胎连续遭遇加税，近年来中国轮胎企业开启海外建厂的步伐。

原材料占轮胎产品成本的70%左右，其价格波动是轮胎企业面临的主要风险之一。其中占比最大的天然橡胶与合成橡胶价格天然橡胶与合成橡胶占轮胎原材料成本约在35%左右，两者价格有一定联动性。作为大宗商品，期货结算价（活跃合约）2018-2020年振幅达70.67%，天然橡胶价格呈震荡态势；橡胶助剂、炭黑、帘布（线）等原材料价格近年来变动频繁。由于产品售价调整的滞后，原材料价格波动将不利于轮胎企业管控成本，进而影响行业利润水平。

图4 2018年以来天然橡胶价格波动情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求，以及《公司章程》的规定建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、总经理和其他高级管理人员在内部控制中的责任进行了规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。另外，公司制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等各项规章制度，并建立了《信息披露事务管理制度》等一系列法人治理制度。

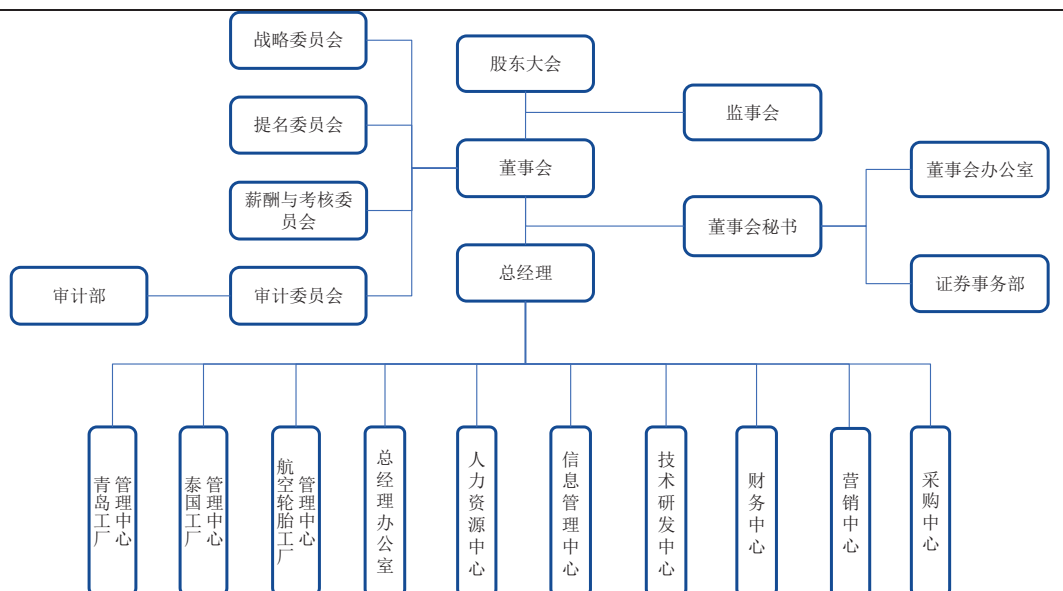
股东大会是公司的权力机构，公司控股股东及实际控制人均为秦龙先生，持股比例为41.99%。公司设董事会，由9名董事组成，其中包括独立董事3人。董事会设董事长1人，现任董事长为秦龙先生。公司董事由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务；任期三年，任期届满，可连选连任，但独立董事连任时间不得超过6年。董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略委员会四个专门委员会，专门委员会对董事会负责。

公司监事会由3人组成，设监事会主席1人。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于三分之一，公司监事按照《公司法》、《公司章程》等要求履行职责。

公司设总经理1人，副总经理若干人，公司总经理每届任期三年，连聘可以连任，总经理对董事会负责。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书和总工程师为公司高

级管理人员。

图5 截至2020年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

公司根据现代企业制度的要求和自身经营管理需要构建了内部组织架构。公司总经理下设青岛工厂管理中心、泰国工厂管理中心、航空轮胎工厂管理中心、总经理办公室、人力资源中心、信息管理中心、技术研发中心、财务中心、营销中心和采购中心等多个部门。

人员方面，截至2020年末，公司拥有在职员工2,511人。公司员工以生产人员、销售人员和技术人员居多。从公司员工的学历构成来看，大专以下的占比为61.29%，主要是对学历要求不高的生产人员。

表4 截至2020年末公司人员构成情况

专业构成		
类别	人数	占员工总数的比例
生产人员	1,821	72.52%
销售人员	267	10.63%
技术人员	206	8.20%
财务人员	26	1.04%
行政人员	191	7.61%
合计	2,511	100.00%
教育程度		
类别	人数	占员工总数的比例
硕士以上	44	1.75%
大学本科	444	17.68%
大专	484	19.28%

大专以下	1,539	61.29%
合计	2,511	100.00%

资料来源：公司2020年度报告

六、经营与竞争

公司的核心业务为子午线轮胎和航空轮胎的研发、生产、销售。2018-2020年，公司营业收入分别为41.76亿元、45.79亿元和47.05亿元，随着公司青岛、泰国工厂现有产能基本全部释放，近年来公司营业收入保持平稳增长。从收入构成来看，公司主营业务收入全部来源于各类轮胎销售。毛利率方面，2018-2020年公司综合毛利率分别为28.46%、32.17%和33.80%，近年来毛利率水平稳中有升。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
轮胎	47.03	33.77%	45.74	32.11%	41.68	28.48%
其他业务收入	0.03	91.37%	0.05	90.93%	0.07	17.15%
合计	47.05	33.80%	45.79	32.17%	41.76	28.46%

资料来源：公司公开披露的招股说明书、2020年度报告，中证鹏元整理

公司系国内知名的轮胎制造企业，在智能制造、全球化布局、技术研发等方面具备一定的竞争优势

公司主营业务为高性能子午线轮胎和航空轮胎的研发、生产、销售，产品根据应用类型区分为乘用车轮胎、轻卡轮胎及特种轮胎，其中乘用车轮胎包括经济型乘用车轮胎、高性能乘用车轮胎及特殊性能轮胎，特种轮胎包括赛车轮胎、航空轮胎。

智能制造方面，公司为行业内领先的轮胎智能制造企业，将智能制造引入轮胎生产工艺流程。公司智能制造成果连续入选国家工信部“2016年智能制造综合标准化与新模式应用”、“2017年智能制造试点示范项目”、“2018年制造业与互联网融合发展试点示范项目”、“2019年第四批‘绿色工厂’及‘绿色设计产品’名单”，在业内具有一定的先发优势。

技术研发方面，公司专注于高性能子午线轮胎及航空轮胎的科技创新与技术研发。公司“LANDSAIL”（路航）轮胎在芬兰 Test World 夏季轮胎测试、德国Auto Bild 国内轮胎海外评测、车与轮专业测试平台评测中取得出色成绩。“路航”轮胎在欧盟标签法规实施当年即通过其认证，其中部分轮胎达到欧盟标签法滚动阻力A级、湿滑性A级、噪音68dB（超静音）技术要求。截至2020年底，公司在半钢子午线轮胎领域拥有6项国家发明专利、17项实用新型专利及47项外观设计专利。此外，公司在航空轮胎领域技术积累得到中国民航局认可并取得相关认证，拥有国家发明专利四项、实用新型专利二项。公司被认定为“高

新技术企业”，具备一定的技术优势。

表 6 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
研发费用	8,906.18	6,503.79	5,807.44
研发费用占营业收入比例	1.89%	1.42%	1.39%

资料来源：公司公开披露的招股说明书、2020 年度报告，中证鹏元整理

全球化布局方面，公司在泰国建设轮胎智能制造生产基地，泰国为天然橡胶全球主产地之一、东南亚主要汽车生产国、美国在该地区重要贸易合作对象，有利于公司进一步参与轮胎行业全球竞争、开拓欧美市场及挖掘东南亚市场。

公司采取经销模式销售，主要面向境外轮胎替换市场；近年来公司轮胎销售持续增长，产销率较好，但仍面临一定的国际贸易摩擦风险

销售方面，公司目前已经形成以境外替换市场为核心销售领域、持续培育境内替换市场、重点攻坚高端配套市场的销售格局。替换市场主要面向汽车轮胎更替需求，行业内主要通过各级经销商销往最终消费者，采用经销模式开展合作；配套市场主要面向整车厂商，需要通过其考核后进入合格供应商体系方能形成供货，采用直销模式开展合作。公司经销模式均以“买断式”模式展开。针对海外经销市场，公司与主要客户洽谈年度合作计划、签署框架协议或合作备忘录，具体通过订单执行；定价环节结合销售区域市场状况，以成本加成定价；出口环节以FOB出口形式为主，即公司负责由工厂运至启运港并承担陆运费，CFR出口形式为辅，即公司另需承担海运费。非出口环节则以公司安排送货并承担运费为主；结算环节，针对首次合作小型贸易商，采用先款后货模式；大客户则采用授予一定额度及信用期模式；货物交付后实现货权转移，客户可因质量问题要求退换货或赔付，非质量问题不可退货。2018-2020年，公司轮胎销量分别为1,864.07万条、1,920.62万条和2,010.56万条，产销率分别为97.01%、102.52%和99.72%，近年来公司销售情况较好。分区域来看，公司近年来销售主要集中在海外，2018-2020年销售占比分别为94.66%、97.20%和93.33%。

表 7 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
外销	438,893.29	93.33%	444,601.48	97.20%	394,603.08	94.66%
内销	31,366.50	6.67%	12,808.78	2.80%	22,244.34	5.34%
合计	470,259.79	100.00%	457,410.26	100.00%	416,847.42	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

结算方面，公司针对海外经销商主要采取信用证收款、客户预付款、信用销售三种收款形式，具体根据客户信用等级及其所在国家地区风险等级设定。对于资信偏弱的新客户，公司一般采取客户预付款及信用证收款形式：预付比例包括30%、50%及100%，尾款在提

单寄出日全额支付；信用证包括即期信用证、60天或90天远期信用证。对于合作关系稳定、资信能力较强的客户，公司对其收款采用信用销售形式，通过购买中信保或中国人保出口信用保险，以控制收汇风险。

2018-2020年，公司对前五大客户的合计销售收入分别为19.74亿元、21.02亿元和20.52亿元，占营业收入的比重分别为47.27%、45.90%和43.61%。公司前五大客户主要系海外经销商，近年来构成较为稳定。但同时也需要注意的是，公司近年前五大客户营收占比均超过40%，存在一定客户集中度较高的风险。此外，由于近年来汽车市场景气度下滑，公司下游配套业务部分民营整车厂商客户因经营困难产生坏账，截至2020年末公司应收账款计提坏账准备1.33亿元，占期末账面余额的比重为22.39%，需关注公司应收账款回款的坏账风险。

表 8 2018-2020 年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售收入	占主营业务收入比例
2020 年	1	DISCOUNT TIRE	67,956.25	14.45%
	2	TURBO WHOLESALE	42,995.73	9.14%
	3	INTER-SPRINT	35,846.29	7.62%
	4	OAK TYRES	35,817.07	7.62%
	5	OMNI UNITED	22,581.48	4.80%
	合计			205,196.82
2019 年	1	DISCOUNT TIRE	62,895.07	13.75%
	2	TURBO WHOLESALE	44,066.06	9.63%
	3	INTER-SPRINT	40,352.93	8.82%
	4	OAK TYRES	35,469.42	7.75%
	5	OMNI UNITED	27,388.24	5.99%
	合计			210,171.72
2018 年	1	DISCOUNT TIRE	52,494.75	12.59%
	2	INTER-SPRINT	37,878.15	9.09%
	3	TURBO WHOLESALE	37,876.65	9.09%
	4	OAK TYRES	36,167.68	8.68%
	5	上海耐石	32,985.63	7.91%
	合计			197,402.86

资料来源：公司提供

公司产品销售主要集中在境外，主要外销地为美国、英国和欧盟等国家和地区。近年来，美国、巴西、澳大利亚等一些国家和地区针对我国轮胎产品陆续开展“反倾销”调查，部分国家和地区出台了相关贸易保护政策，美国通过“双反”及301调查限制我国轮胎企业对美出口；欧盟地区为限制从中国进口轮胎，制定欧盟轮胎标签法规，提高轮胎技术标

准，限制中国轮胎在欧盟市场的销售。2018-2020年，青岛出口销售收入均超过18亿元，海外市场是青岛工厂主要盈利来源，轮胎行业国际贸易摩擦如进一步加剧，将不利于公司青岛工厂出口和经营业绩成长。目前，美国开始对韩国、中国台湾、泰国及越南的进口轮胎征收反倾销税，公司美国地区销售主要由泰国工厂承接，近年来泰国工厂实现年营业收入逾20亿元，盈利能力突出，为公司盈利的重要来源，本次加征关税对泰国工厂盈利能力存在一定不利影响。此外，由于公司外销产品以美元计价，汇率波动亦可能对公司盈利造成一定影响。

公司采取智能制造模式组织生产，近年公司产能利用率整体有所提升，随着本期债券募投项目建成，未来公司产能仍有提升空间，但需对相关产能的利用情况保持关注

生产方面，公司目前有两个生产基地，分别为青岛工厂和泰国工厂。2011年，公司收购森泰达集团有限公司拥有的半钢子午线轮胎产能、航空轮胎试验线等资产，并于2014年按照智能制造模式设计、建设了青岛工厂第二条生产线。2014-2015年，公司在泰国按照智能化生产制造模式，设计并建成泰国工厂，主要面向欧美市场。公司通过智能中央控制系统与ERP订单系统、库存管理系统对接，实施自动排产，通过移动终端实施下发及协调生产。

随着公司青岛、泰国工厂现有产能基本全部释放，近年来公司轮胎产量整体有所提升。截至2020年末，公司轮胎总产能2,200万条，其中青岛工厂1,200万条、泰国工厂1,000万条。2018-2020年，公司轮胎总产量分别为1,921.54万条、1,873.41万条和2,016.26万条，产能利用率分别为87.34%、85.16%和91.65%。2019年公司轮胎产能利用率略有下降主要系公司当年基本终止配套业务原有民营整车厂商合作，加大国内外一线整车厂商配套市场开发，青岛工厂部分产能主要运用于新产品开发，导致产量下降。随着公司智能化设备持续调试以及本期债券募投项目建成并投入运营，预计公司未来产能仍有提升空间。但受国际贸易摩擦等事件影响，仍需对相关产能的利用情况保持关注。

表 9 2018-2020 年公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万条）

项目		2020 年	2019 年	2018 年
设计产能	青岛	1,200.00	1,200.00	1,200.00
	泰国	1,000.00	1,000.00	1,000.00
产量		2,016.26	1,873.41	1,921.54
销量		2,010.56	1,920.62	1,864.07
产能利用率		91.65%	85.16%	87.34%
产销率		99.72%	102.52%	97.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要供应商整体较为稳定，主营业务成本中原材料占比较高，需关注各类原材料

价格波动对公司盈利能力的影响

采购方面，公司借助智能制造模式下中央控制系统，根据原材料库存情况、排产计划自动生成原材料采购计划，具体实施由采购中心总体管控，研发中心、质管部按职分别履行对原辅材料的验收及验证、供应商开发及管理品质管控措施。公司通过采购中心实施集中采购，整体管理和实施青岛工厂及泰国工厂采购事宜，结合两个工厂生产计划统一安排采购，根据原材料市场情况为两个工厂安排备货。具体供应商遴选、业务洽谈、合同签订及付款均由采购中心负责。采购中心委派专职业务员驻泰国工厂，负责组织相应原材料物流环节业务，并根据生产计划在泰国安排棕榈壳的采购。公司研发中心针对计划开发的原材料需历经小样验证、中样验证、大样验证及批量验证过程，验证合格后可给予有限认可，经后续稳定使用最终给予正式认可资质。质管部后续每年度对经公司认可的材料进行验证评价，相应管控合格原材料的认定。公司采购中心、研发中心及质管部统一完成对供应商的考核及筛选。

表 10 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	204,511.98	65.66%	213,325.71	68.69%	212,278.56	71.20%
人工成本	13,034.89	4.18%	12,403.99	3.99%	10,895.34	3.65%
燃料和动力	19,918.98	6.40%	19,780.28	6.37%	18,221.16	6.11%
制造费用	61,800.29	19.84%	65,040.34	20.94%	56,751.27	19.03%
销售费用、仓储成本	12,207.16	3.92%	-	-	-	-
合计	311,473.31	100.00%	310,550.32	100.00%	298,146.32	100.00%

注：2020年因适用于新收入准则，将销售费用中的运杂费、仓储成本通过主营业务成本核算。

资料来源：公司2018-2020年年度报告，中证鹏元整理

公司主营业务成本主要包括原材料、人工成本、燃料及动力、制造费用等，其中原材料占比较高，2018-2020年占公司主营业务成本的比重分别为71.20%、68.69%和65.66%，主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，近年来公司轮胎主要原材料使用量整体保持稳定，但价格整体呈逐年下降趋势，虽然2020年下半年有所回升，但由于公司原材料存在安全备货，同时2020年因适用于新收入准则，将销售费用中的运杂费、仓储成本通过主营业务成本核算，因此原材料占主营业务成本比重有所下降。天然橡胶、合成橡胶是生产轮胎的主要原材料，占轮胎生产成本比重约在35%左右。由于天然橡胶和合成橡胶价格有一定联动性，因此天然橡胶对轮胎成本的影响在各类原材料中较为突出。其他原材料包括炭黑、帘布、橡胶助剂等价格波动也会对轮胎成本造成影响。由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，因此需要关注各类原材料价格波动

对公司盈利能力的影响。

表 11 公司主要原材料采购均价（单位：元/千克）

类别	2020 年	2019 年	2018 年
天然橡胶	9.47	10.16	10.37
合成橡胶	7.62	9.53	10.31
钢丝	7.79	8.12	8.33
帘布（线）类	18.51	20.60	19.83
炭黑	4.76	5.51	6.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018-2020年，公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重分别为28.84%、34.42%和37.11%，集中度上升，近年来公司上游前五大供应商较为稳定。

表 12 2018-2020 年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2020 年	1	SYNTHOS 公司	20,104.88	10.44%
	2	大业股份（603278.SH）	19,294.51	10.02%
	3	青岛海润博供应链管理有限公司	11,813.89	6.14%
	4	金能科技（603113.SH）	11,538.19	5.99%
	5	E.Q.RUBBER CO.,LTD	8,674.23	4.51%
	合计			71,425.70
2019 年	1	SYNTHOS 公司	21,575.21	10.96%
	2	大业股份（603278.SH）	12,861.83	6.53%
	3	泰国诗董橡胶股份有限公司	12,110.11	6.15%
	4	苏州安仑化工有限公司	11,819.56	6.00%
	5	金能科技（603113.SH）	9,386.74	4.77%
	合计			67,753.45
2018 年	1	SYNTHOS 公司	16,418.49	8.16%
	2	金能科技（603113.SH）	14,222.48	7.07%
	3	大业股份（603278.SH）	10,529.89	5.23%
	4	LG CHEM.LTD	8,830.92	4.39%
	5	骏马化纤股份有限公司	8,048.14	4.00%
	合计			58,049.92

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告及2020年度审计报告，其中2019年财务数据采用2017-2019年三年连审审计报告的期末数，报告均采用新会计准则编制。近三年公司合并报表范围变化情况：2018年公司合并报表范围未发生变化，2019年公司合并报表范围新增一家子公司青岛森麒麟国际贸易有限公司，2020年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

近年来公司资产规模持续上升，其中非受限货币资金较为充裕，存货未受限且固定资产尚有一定规模未受限，公司资产整体流动性尚可

随着公司资本规模扩大以及利润累积，近年来公司资产规模持续上升，2020年末为77.37亿元，较2018年末增长22.95%。从资产构成来看，公司以非流动资产为主，2020年末占比为57.90%，公司资产中货币资金、存货、固定资产和其他非流动资产占比较大。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.20	20.94%	9.05	14.12%	5.04	8.01%
应收账款	4.62	5.97%	4.46	6.96%	5.57	8.85%
存货	7.94	10.26%	7.90	12.33%	9.67	15.37%
流动资产合计	32.57	42.10%	23.67	36.94%	22.68	36.04%
固定资产	32.85	42.46%	34.68	54.13%	35.41	56.28%
在建工程	2.78	3.59%	0.57	0.89%	1.77	2.81%
其他非流动资产	7.45	9.62%	3.02	4.71%	0.53	0.84%
非流动资产合计	44.80	57.90%	40.39	63.06%	40.25	63.96%
资产总计	77.37	100.00%	64.06	100.00%	62.93	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

近年来公司货币资金规模逐渐扩大，截至2020年末，货币资金占总资产的比重为20.94%，主要包括银行存款13.22亿元，其他货币资金2.98亿元，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和借款保证金，受限资金占比较小。2020年末，公司应收账款4.62亿元，近年来规模变动不大。截至2020年末，公司应收账款计提坏账准备1.33亿元，占期末账面余额的比重为22.39%，主要系公司下游配套业务部分民营整车厂商客户经营困难，款项收回难度较大，公司全额计提坏账准备所致，需关注公司应收账款的坏账风险。截至2020年末，公司存货为7.94亿元，占总资产的比重为10.26%，主要由原材料和库存商品构成，其中计提存货跌价准备合计0.12亿元，主要系公司针对1年以上库龄的商品按一定比例计提跌价准备。

近年公司固定资产规模较大，2018-2020年末占公司总资产的比重分别为56.28%、54.13%和42.46%。截至2020年末，公司固定资产为32.85亿元，主要由机器设备、房屋建筑物和土地等构成，其中2020年末固定资产受限规模18.59亿元，主要用于融资抵押。截至2020年末，公司在建工程为2.78亿元，主要由年产600万条高性能半钢子午线轮胎及200万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目等构成。公司其他非流动资产主要系预付的购置机器设备款，并有少量的预付工程款。截至2020年末，公司其他非流动资产为7.45亿元，占总资产的比重为9.62%，系购置设备款，近两年规模快速上升，主要原因为：2019年泰国工厂为扩充产能预付了设备定制款，2020年公司启动年产600万条高性能半钢子午线轮胎及200万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目预付了设备定制款。截至2020年末，公司受限资产包括货币资金、固定资产和无形资产，合计金额为23.88亿元，主要用于融资抵押，占总资产的比重为30.86%。

整体来看，公司资产主要由货币资金、存货、固定资产和其他非流动资产构成，其中非受限货币资金规模12.07亿元，存货未受限且固定资产尚有一定规模未受限，资产整体流动性尚可。

资产运营效率

公司资产运营效率近年来整体保持稳定

随着公司营业收入持续增长以及应收账款规模整体下降，公司应收账款周转天数逐年下降，从2018年的48.92天下降至2020年的34.73天，公司应收账款周转速度有所加快。随着公司业务规模上升，公司存货周转天数由2018年的114.85天下降至2020年的91.49天，存货周转效率整体持续提升。2018年以来公司应付票据及应付账款规模有所波动，2020年公司应付账款周转天数为87.04天，较2018年末下降37.76天。在上述因素的综合影响下，近年公司净营业周期存在一定波动，2020年为39.19天，较2018年变动不大。

近年来随着公司发行股份进行融资，公司流动资产规模快速上升，带动公司流动资产周转天数上升至2020年的215.12天，而公司固定资产新增规模不大，固定资产周转天数随收入上升而下降。综合影响下，公司总资产周转天数有所波动，但整体变动不大。整体来看，公司资产运营效率近年来较为稳定。

表 14 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2020年	2019年	2018年
应收账款周转天数	34.73	39.55	48.92
存货周转天数	91.49	101.80	114.85

应付账款周转天数	87.04	85.84	124.79
净营业周期	39.19	55.50	38.97
流动资产周转天数	215.12	182.18	192.45
固定资产周转天数	258.33	275.53	292.73
总资产周转天数	541.03	499.19	536.64

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年来营业收入稳步增长，综合毛利率水平持续提高，产品盈利能力在国内同行业处于领先水平

公司主营业务较为突出，收入主要来源于半钢子午线轮胎的销售，随着公司青岛、泰国工厂现有产能基本全部释放，近年来公司主营业务收入保持平稳增长，盈利水平表现较好。2018-2020年，公司分别实现营业收入41.76亿元、45.79亿元和47.05亿元，实现净利润4.89亿元、7.41亿元和9.81亿元，公司净利润规模亦保持增长。

2018-2020年公司综合毛利率分别为28.46%、32.17%和33.80%，近年来水平稳中有升，主要系泰国工厂大尺寸中高端轮胎对整体收入贡献持续提升，此外由于公司产品增值税征收率与出口退税率的差额计入产品销售成本，2018年11月轮胎产品出口退税率由9%调整至13%，对公司毛利率水平亦有正面影响。同行业对比来看，2018-2019年同行业上市公司毛利率算数平均水平分别为18.07%和20.60%，整体来看，公司毛利率高于同行业上市公司水平，产品盈利能力在行业内处于领先水平。主要原因系：公司智能化制造降低了公司生产成本、提高了生产效率；公司产品以高性能及大尺寸的半钢子午线轮胎产品为主，毛利润水平相对较高；公司海外产能及销售布局具有较高的定价能力。

表 15 近年公司毛利率水平与同行业主要公司对比

综合毛利率	2019 年	2018 年
玲珑轮胎	26.41%	23.61%
三角轮胎	22.66%	21.15%
赛轮轮胎	26.84%	20.12%
风神股份	21.11%	18.96%
S 佳通	18.30%	16.17%
青岛双星	8.28%	8.40%
算术平均	20.60%	18.07%
公司	32.17%	28.46%

注：同行业主要上市公司 2020 年数据尚未公布。

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

2018-2020年，公司期间费用率分别为14.41%、12.82%和10.44%，近年来水平持续下

降，但仍对公司利润形成一定影响；公司净资产收益率分别为19.32%、23.04%和21.41%，表现较好。

总体来看，近年来公司营业收入稳步增长，综合毛利率水平持续提高，盈利能力在行业内处于领先水平。

表 16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
营业收入	47.05	45.79	41.76
营业利润	10.49	7.84	5.02
利润总额	10.09	7.62	5.00
净利润	9.81	7.41	4.89
综合毛利率	33.80%	32.17%	28.46%
期间费用率	10.44%	12.82%	14.41%
营业利润率	22.29%	17.13%	12.01%
总资产回报率	15.29%	13.93%	10.31%
净资产收益率	21.41%	23.04%	19.32%
营业收入增长率	2.76%	9.65%	15.47%
净利润增长率	32.38%	51.63%	24.62%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司FFO水平持续增长，经营活动现金流表现较好，但在建项目规模较大，面临一定的资金压力

随着公司利润水平稳步上升，近年来公司FFO水平持续增长，营运现金流获取能力相对稳定。公司营业收入稳步增长以及现金回款情况较好，2018-2020年经营活动现金分别净流入5.78亿元、15.94亿元和16.81亿元，经营活动现金流表现较好。

投资活动方面，近年来公司不断扩充产能，新建生产线和购置机器设备，2018-2020年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为3.36亿元、4.83亿元和9.35亿元。在银行理财产品购买与到期赎回的影响下，2018-2020年投资活动现金分别净流出3.48亿元、4.90亿元和11.41亿元。近年公司保持较大规模的投资支出，本期债券募投项目计划总投资规模为31.84亿元，截至2020年末，已投资10.05亿元，尚需投资规模较大，面临一定资金支出压力。

为满足投资活动支出，近年来公司融资力度较大，公司筹资活动现金流入主要系银行借款和公司2020年首次公开发行股票募集资金产生，筹资活动产生的现金流出主要系偿还债务及利息。2018-2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.60亿元、-7.34亿

元和1.06亿元，2020年呈净流入主要系公司首次公开发行股票并募集资金规模较大所致。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
净利润	9.81	7.41	4.89
非付现费用	3.95	4.49	3.76
非经营损益	0.67	1.77	2.51
FFO	14.42	13.66	11.15
营运资本变化	2.38	2.28	-5.45
其中：存货减少（减：增加）	0.01	2.12	-0.10
经营性应收项目的减少（减：增加）	-0.35	0.06	-1.66
经营性应付项目的增加（减：减少）	2.72	0.10	-3.69
经营活动产生的现金流量净额	16.81	15.94	5.78
投资活动产生的现金流量净额	-11.41	-4.90	-3.48
筹资活动产生的现金流量净额	1.06	-7.34	-2.60
现金及现金等价物净增加额	6.30	3.74	-0.11

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司上市后资本实力大幅增强，近年来债务水平持续下降，盈利对债务利息偿付的保障能力较好

得益于公司持续经营的积累以及公开发行股票，2018-2020年公司所有者权益增长很快，截至2020年末为55.50亿元，较2018年末增长96.74%；同期，公司负债规模持续下降，截至2020年末为21.87亿元，较2018年末下降37.01%。受上述因素影响，公司产权比率近年来大幅下降，由2018年末的123.07%下降至2020年末的39.40%，所有者权益对负债的保障程度较好。

表 18 公司资本结构情况（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年	2018年
负债总额	21.87	27.96	34.72
所有者权益	55.50	36.10	28.21
产权比率	39.40%	77.45%	123.07%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，截至2020年末占比为73.61%。截至2020年末，公司短期借款为1.66亿元，主要包括保证借款0.81亿元和质押借款0.85亿元。截至2020年末，公司应付票据为2.38亿元，主要为公司采购原材料、备品备件开具的银行承兑汇票。公司应付账款规模较大，2018-2020年末占总负债的比重分别为16.98%、17.77%和26.54%，主要

为应付的原材料采购款项。截至2020年末，公司其他应付款金额为2.86亿元，占总负债的比重为13.08%，主要由应付股利、预提销售折扣和市场推广费等构成。2020年末其他应付款规模同比大幅增长，主要系公司国内销售团队加大市场推广力度使得2020年预提销售折扣金额大幅上升，同时2020年公司向股东派发红利计提了相应的应付股利。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期应付款、长期借款及相应利息，截至2020年末金额为1.62亿元。

公司非流动负债规模较小，截至2020年末公司长期借款为4.52亿元，占总负债的比重为20.65%，主要包括抵押借款0.02亿元和抵押+保证借款4.50亿元。截至2020年末，公司预计负债金额为0.47亿元，占总负债的比重为2.17%，主要由产品责任保证金0.04亿元、应付现金折扣0.02亿元和诉讼补充赔偿0.42亿元构成；其中诉讼补充赔偿主要系公司就保理合同纠纷事项，根据谨慎性原则，按照一审判决结果，对涉及的补充赔偿责任计提预计负债，详见“九/（二）或有事项分析”。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.66	7.59%	1.06	3.78%	3.92	11.30%
应付票据	2.38	10.90%	1.91	6.82%	2.04	5.88%
应付账款	5.80	26.54%	4.97	17.77%	5.90	16.98%
其他应付款	2.86	13.08%	0.74	2.66%	1.12	3.22%
一年内到期的非流动负债	1.62	7.39%	4.02	14.39%	3.26	9.38%
流动负债合计	16.10	73.61%	13.97	49.96%	17.35	49.99%
长期借款	4.52	20.65%	13.07	46.74%	16.01	46.12%
预计负债	0.47	2.17%	0.04	0.13%	0.02	0.05%
非流动负债合计	5.77	26.39%	13.99	50.04%	17.36	50.01%
负债合计	21.87	100.00%	27.96	100.00%	34.72	100.00%
其中：有息债务	10.18	46.53%	20.22	72.32%	26.18	75.41%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

近年来，公司有息债务规模持续下降，截至2020年末公司有息债务为10.18亿元，占总负债的比重为46.53%，其中短期有息债务占比为55.61%。从偿债指标来看，近年来公司资产负债率持续下降，截至2020年末为28.27%，处于较低水平。近年来公司流动负债规模变动不大，2020年末公司流动比率及速动比率分别为2.02和1.53，短期偿债指标表现较好，考虑到公司流动资产中货币资金占比较高，公司短期偿付压力不大。近年来公司盈利表现较好，EBITDA规模逐年上升，且公司有息债务持续下降，2020年公司EBITDA利息保障倍数为20.50，EBITDA对利息的保障程度较好，有息债务/EBITDA为0.69，EBITDA对有

息债务的覆盖程度较好，公司整体债务压力不大。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	28.27%	43.65%	55.17%
流动比率	2.02	1.69	1.31
速动比率	1.53	1.13	0.75
EBITDA（亿元）	14.75	12.80	9.91
EBITDA 利息保障倍数	20.50	10.45	6.98
有息债务/EBITDA	0.69	1.58	2.64
债务总额/EBITDA	1.48	2.18	3.50
经营性净现金流/流动负债	1.04	1.14	0.33
经营性净现金流/负债总额	0.77	0.57	0.17

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金来源之一为募投项目产生的收益。根据公司提供的数据，公司年产600万条高性能半钢子午线轮胎扩建项目建设期1.5年（不含调试生产阶段），正常生产期内年均可实现销售收入241,736.00万元，年均净利润达47,142.00万元，项目税后内部收益率为29.84%，税后投资回收期为4.80年（含建设期）；公司年产200万条高性能全钢子午线轮胎项目建设期1.5年（不含调试生产阶段），正常生产期内年均可实现销售收入178,724.00万元，年均净利润达26,221.00万元，项目税后内部收益率为25.19%，税后投资回收期为5.32年（含建设期）。但中证鹏元也关注到，募投项目建设进度受海外疫情影响存在不确定性。此外，受国际贸易形势和市场价格波动等因素影响，项目建成后能否产生预期收益亦存在不确定性。

公司经营活动产生的现金流入是本期债券按时还本付息资金的主要补充。随着公司青岛和泰国工厂现有产能基本全部释放，近年来公司业务收入保持平稳增长，2018-2020年公司分别实现营业收入41.76亿元、45.79亿元和47.05亿元，实现净利润4.89亿元、7.41亿元和9.81亿元。从FFO数据来看，2018-2020年分别为11.15亿元、13.66亿元和14.42亿元，公司现金生成能力较强，2018-2020年公司经营活动现金呈持续净流入状态，经营活动现金流表现较好。但中证鹏元也关注到，公司收入主要来源于境外销售，需关注国际贸易摩擦等事件可能会对公司现金流产生的不利影响。

此外，本期债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但中证鹏元也关注到存在股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年2月2日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司涉及四宗保理合同纠纷案件，部分银行存款被冻结，公司对此事项涉及的补充赔偿责任已计提预计负债，未来存在现金偿付的风险

2018年7-8月，公司及其关联方青岛森麒麟集团股份有限公司（以下简称“森麒麟集团”）陆续收到天津市滨海新区人民法院出具的编号为（2018）津0116民初2826号及天津市第二中级人民法院出具的编号为（2018）津02民初字第681、682、684号的传票等法律文书，平安银行股份有限公司天津自由贸易试验区分行将森麒麟集团及公司列为四宗保理合同纠纷案件的被告，且申请冻结公司银行存款1,960万美元。

公司已向公安机关报案，公安机关经过前期侦查，于2018年9月出具《立案告知书》：森麒麟集团、公司被伪造印章一案，有犯罪事实发生，现立案侦查。2018年10-12月，公安机关技术部门对《应收账款转让通知书》《供应商保理业务合作协议》上印文出具十五份《鉴定意见通知书》，发现公司及森麒麟集团签章印文与经公安登记备案印文非同一印章盖印形成，存在伪造情形。

2019年12月10日，天津市第二中级人民法院对其中三宗保理合同纠纷作出一审裁定，分别出具（2018）津02民初681号、（2018）津02民初682号及（2018）津02民初684号民事裁定书；2019年12月25日，天津市滨海新区人民法院对第四宗保理合同纠纷作出一审裁定，出具（2018）津0116民初2826号之四民事裁定书。上述四份民事裁定书认为：结合在案证据及各方当事人陈述，原告主张的事实涉嫌经济犯罪，案情不属于经济纠纷案件，驳回原告起诉。

平安银行天津自贸分行对上述裁定结果不服提起上诉。2020年5月，天津市高级人民

法院对其中三宗保理合同纠纷作出二审裁定，撤销天津市第二中级人民法院作出的三份民事裁定，指令天津市第二中级人民法院审理上述三宗保理合同纠纷。2020年6月，天津市第三中级人民法院对最后一宗保理合同纠纷作出二审裁定，撤销天津市滨海新区人民法院作出的民事裁定，指令天津市滨海新区人民法院审理该项保理合同纠纷。

2020年12月28日，天津市第二中级人民法院出具（2020）津02民初1150号《民事判决书》，判决如下：被告天津滨海维创进出口有限公司于判决生效后十日内偿付原告平安银行天津自贸分行贷款本金3000万元及相应利息、罚息和复利；被告森麒麟集团对原告平安银行天津自贸分行不能受偿的部分在37,705,578.46元范围内承担30%的赔偿责任，公司对森麒麟集团的上述付款义务承担补充赔偿责任。

2020年12月28日，天津市第二中级人民法院出具（2020）津02民初1149号《民事判决书》，判决如下：被告天津德泰行国际贸易有限公司于判决生效后十日内偿付原告平安银行天津自贸分行贷款本金34,976,462.97元及相应利息、罚息和复利；被告森麒麟集团对原告平安银行天津自贸分行不能受偿的部分在44,572,787.53元范围内承担30%的赔偿责任，公司对森麒麟集团的上述付款义务承担补充赔偿责任。

2020年12月29日，天津市第二中级人民法院出具（2020）津02民初1151号《民事判决书》，判决如下：被告天津茂隆源达进出口集团有限公司于判决生效后十日内偿付原告平安银行天津自贸分行贷款本金39,487,553.05元及相应利息、罚息和复利；被告森麒麟集团对原告平安银行天津自贸分行不能受偿的部分在57,048,947.32元范围内承担30%的赔偿责任，公司对森麒麟集团的上述付款义务承担补充赔偿责任。

森麒麟集团和公司对上述判决不服，已于2021年1月12日就上述三宗保理合同纠纷的判决结果向天津市高级人民法院提起上诉。

上述三宗保理合同纠纷案件涉诉的天津滨海维创进出口有限公司、天津德泰行国际贸易有限公司、天津茂隆源达进出口集团有限公司的偿债能力无法估计，具有不确定性，森麒麟集团也不具有承担赔偿责任的能力，基于以上原因，公司根据谨慎性原则，按照一审判决结果，对此事项涉及的补充赔偿责任计提预计负债4,179.82万元，未来存在现金偿付的风险。

2021年2月4日，天津市滨海新区人民法院出具（2020）津0116民初21681号《民事判决书》，判决如下：被告天津启运创世国际贸易有限公司于判决生效后十日内偿付原告平安银行天津自贸分行贷款本金19,484,144.6元及相应利息、罚息和复利，如未履行给付义务，原告平安银行天津自贸分行有权申请对抵押物即天津启运创世国际贸易有限公司坐落于天津市南开区的两处房屋依法拍卖或变卖，以所得价款优先受偿；被告森麒麟集团对原

告平安银行天津自贸分行不能受偿的部分在24,735,995.11元范围内承担30%的赔偿责任，公司对森麒麟集团的上述付款义务承担补充赔偿责任。森麒麟集团和公司对本判决不服，已于2021年2月25日向天津市第三中级人民法院提起上诉。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	16.20	9.05	5.04
应收账款	4.62	4.46	5.57
存货	7.94	7.90	9.67
固定资产	32.85	34.68	35.41
在建工程	2.78	0.57	1.77
其他非流动资产	7.45	3.02	0.53
总资产	77.37	64.06	62.93
短期借款	1.66	1.06	3.92
应付票据	2.38	1.91	2.04
应付账款	5.80	4.97	5.90
其他应付款	2.86	0.74	1.12
一年内到期的非流动负债	1.62	4.02	3.26
长期借款	4.52	13.07	16.01
预计负债	0.47	0.04	0.02
总负债	21.87	27.96	34.72
有息债务	10.18	20.22	26.18
所有者权益合计	55.50	36.10	28.21
营业收入	47.05	45.79	41.76
营业利润	10.49	7.84	5.02
净利润	9.81	7.41	4.89
经营活动产生的现金流量净额	16.81	15.94	5.78
投资活动产生的现金流量净额	-11.41	-4.90	-3.48
筹资活动产生的现金流量净额	1.06	-7.34	-2.60
财务指标	2020年	2019年	2018年
应收账款周转天数（天）	34.73	39.55	48.92
存货周转天数（天）	91.49	101.80	114.85
应付账款周转天数（天）	87.04	85.84	124.79
净营业周期（天）	39.19	55.50	38.97
流动资产周转天数（天）	215.12	182.18	192.45
固定资产周转天数（天）	258.33	275.53	292.73
总资产周转天数（天）	541.03	499.19	536.64
综合毛利率	33.80%	32.17%	28.46%
期间费用率	10.44%	12.82%	14.41%
营业利润率	22.29%	17.13%	12.01%
总资产回报率	15.29%	13.93%	10.31%
净资产收益率	21.41%	23.04%	19.32%

营业收入增长率	2.76%	9.65%	15.47%
净利润增长率	32.38%	51.63%	24.62%
资产负债率	28.27%	43.65%	55.17%
流动比率	2.02	1.69	1.31
速动比率	1.53	1.13	0.75
EBITDA（亿元）	14.75	12.80	9.91
EBITDA 利息保障倍数	20.50	10.45	6.98
有息债务/EBITDA	0.69	1.58	2.64
债务总额/EBITDA	1.48	2.18	3.50
经营性净现金流/流动负债	1.04	1.14	0.33
经营性净现金流/负债总额	0.77	0.57	0.17

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产的减少 + 递延所得税负债的增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 长期应付款

附录三 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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、债务人主体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（含）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

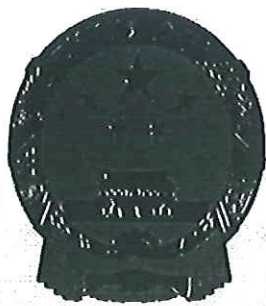
根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。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评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

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受评对象有关的信息，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评级。

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评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类型	其他股份有限公司(非上市)
住所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成立日期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

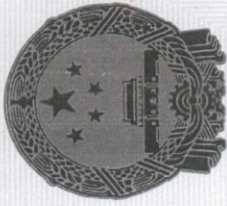
**此复印件仅供
森麒麟 使用
再复印无效**



登记机关



2018年11月08日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供
森麒麟
再复印无效

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 胡长森

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030214030004

证书取得日期 2014-03-23



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年03月28日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201504361457874036



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年03月28日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201504361501026036



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年06月28日参加证券发行与承销考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



201507362629074036



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宋晨阳, 证件号码:342522199208024252, 于2015年06月07日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



201506362275555036

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宋晨阳，证件号码：342522199208024252，于2015年06月07日参加证券投资基金考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn核实

201506362236687036

