



2021年青岛森麒麟轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
让评级彰显价值

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年青岛森麒麟轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
麒麟转债	AA	AA

评级观点

- 该评级结果是考虑到：青岛森麒麟轮胎股份有限公司（以下简称“森麒麟”或“公司”，股票代码：002984.SZ）系国内知名的轮胎制造企业，具备较为先进的智能制造水平、高端化的产品结构以及全球化的产销体系，轮胎产能进一步提升，2022年公司轮胎产销较稳定，营业收入保持增长，经营活动现金流表现较好；同时中证鹏元也关注到，公司收入主要来自海外市场，外部经营风险上升，在建及拟建项目存在较大的资金支出，以及原材料价格高位波动使得公司盈利能力指标小幅下降等风险因素。

评级日期

2023年4月17日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2022年	2021年	2020年
总资产	111.16	103.95	77.37
归母所有者权益	76.24	66.46	55.50
总债务	21.06	26.14	10.18
营业收入	62.92	51.77	47.05
净利润	8.01	7.53	9.81
经营活动现金流净额	10.28	8.32	16.81
净债务/EBITDA	0.34	0.12	-0.41
EBITDA 利息保障倍数	14.13	32.94	22.13
总债务/总资本	21.65%	28.23%	15.49%
FFO/净债务	268.28%	783.28%	-227.04%
EBITDA 利润率	20.07%	22.76%	33.83%
总资产回报率	8.72%	8.93%	15.29%
速动比率	2.16	2.56	1.53
现金短期债务比	8.96	6.78	3.13
销售毛利率	20.50%	23.33%	33.80%
资产负债率	31.41%	36.06%	28.27%

注：2020年净债务/EBITDA为负系期末净债务为负值
资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司系国内知名的轮胎制造企业，具备较为先进的智能制造水平、高端化的产品结构以及全球化的产销体系，轮胎产能进一步提升。**公司系国内领先的轮胎智能制造企业，专注于高性能子午线轮胎及航空轮胎的生产与研发，被认定为“高新技术企业”；公司在泰国拥有轮胎智能制造生产基地，同时也在加快推进欧洲及非洲新产能的建设，未来有利于公司进一步开拓欧美市场及挖掘东南亚市场，随着泰国二期项目投产，公司产能增长 27.27%，规模得到进一步提升。
- **2022 年公司轮胎产销较稳定，营业收入保持稳步增长。**2022 年，不考虑尚未大规模投产的泰国二期项目产能，公司已有产能利用率仍然较为饱和，公司产销率维持在较高水平，产销情况较为稳定，2022 年公司实现营业收入 62.92 亿元，同比增长 21.53%。
- **公司现金生成能力较好，资本实力亦有提升。**公司营运资本管理能力尚可，2022 年公司 FFO 为 11.62 亿元，现金生成能力仍较强；同期公司经营活动净现金流为 10.28 亿元，呈净流入状态；得益于公司持续经营的积累，公司净资产增长；此外，公司计划向特定对象发行 A 股股票不超过 28.00 亿（含），目前预案已通过董事会决议、股东大会审议，如发行成功资本实力有望进一步提升。

关注

- **公司在海外的生产经营比重较高，面临的外部经营风险上升。**公司海外工厂运营状况与当地的政治、经济、人力资源、自然资源等因素具备相关性，近年来公司在海外的投资生产力度加大，仍需对海外产能的利用情况保持关注；公司核心销售领域为境外替换市场，2022 年海外销售占比较高，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。
- **公司面临一定的原材料价格波动风险。**2022 年原材料占公司主营业务成本的比重超过 70%，2022 年公司主要原材料价格处于高位波动，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，2022 年公司销售毛利率仍有一定下降，整体盈利水平小幅下滑，后续仍需关注各类原材料价格波动对公司盈利能力的影响。
- **公司在建及拟建项目存在较大资金支出需求。**近年来公司保持较大规模的投资支出，泰国二期项目计划总投资规模为 31.84 亿元，截至 2022 年末累计已投资 25.12 亿元，同时西班牙及摩洛哥拟建项目投资规模亦较大，未来存在较大资金支出需求。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司系国内知名的轮胎制造企业，主营业务竞争力较强，预计业务持续性较好，未来随着在建项目的陆续投产，营业收入有望保持增长。

同业比较（单位：亿元）

指标	赛轮轮胎 (601058. SH)	玲珑轮胎 (601966. SH)	三角轮胎 (601163. SH)	通用股份 (601500. SH)	森麒麟 (002984. SZ)
总资产	311.24	365.71	175.12	90.17	109.58
营业收入	167.18	127.76	68.05	32.74	47.50
净利润	11.36	2.16	4.70	0.21	6.62
销售毛利率	17.99%	13.31%	13.64%	10.45%	21.20%
资产负债率	60.25%	47.56%	34.71%	53.32%	29.94%

注：以上各指标均为 2022 年 1-9 月数据。

资料来源：公开资料

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
汽车零部件企业信用评级模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/麒麟转债	2022-03-31	宋晨阳、胡长森	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/麒麟转债	2021-03-02	宋晨阳、胡长森	汽车及零部件制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0) 、 汽车及零部件制造企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2016V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
麒麟转债	21.99	21.99	2022-03-31	2027-11-10

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年11月发行6年期21.99亿元可转换公司债券，募集资金计划用于森麒麟轮胎（泰国）有限公司年产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（全文简称“泰国二期项目”）。截至2022年12月31日，“麒麟转债”募集资金专项账户余额为2,703.86万元（不含暂时补充流动资金32,000.00万元）。

三、发行主体概况

截至2022年末，因可转债转股，公司股本小幅增加至64,967.07万元，控股股东及实际控制人仍为秦龙先生，持股比例为41.99%。此外，秦龙先生实际控制的青岛森伟林企业信息咨询管理中心（有限合伙）、青岛森宝林企业信息咨询管理中心（有限合伙）、青岛森忠林企业信息咨询管理中心（有限合伙）、青岛森玲林企业信息咨询管理中心（有限合伙）合计持有公司7.70%股份，秦龙先生通过直接和间接方式合计控制本公司49.69%的股份。截至2023年2月末，公司控股股东秦龙先生持有的股份质押数量为8,700,000股，占其持股总数的3.18%，占公司总股本比例1.34%。

表1 截至2022年末公司实际控制人及其一致行动人持股情况（单位：股）

序号	股东	直接持股数量	持股比例
1	秦龙	272,793,377	41.99%
2	青岛森忠林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.92%
3	青岛森伟林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.92%
4	青岛森玲林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.92%
5	青岛森宝林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.92%

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

2022年因森麒麟智能数字科技(青岛)有限公司注销，公司合并报表范围减少1家二级子公司。截至2022年末公司纳入合并范围的一级子公司无变化，仍为5家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022年宏观经济回顾与2023年展望](#)》。

行业环境

1、汽车零部件行业

近年汽车零部件需求持续回暖，行业收入连年增长，但随着新能源车渗透率提升，下游整车主机厂商竞争加剧，或对汽车零部件行业带来一定扰动

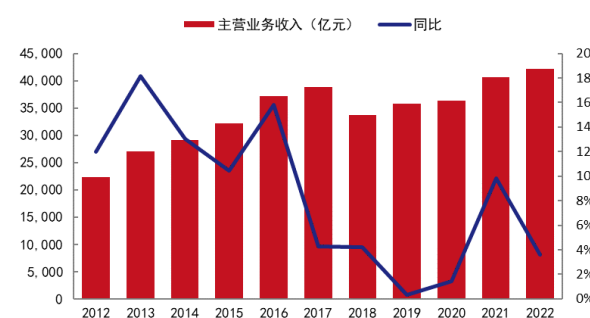
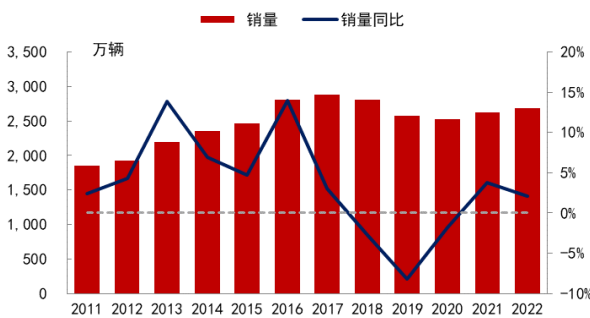
近年汽车零部件行业收入持续增长，主要系经济复苏推动汽车销量，尤其是新能源汽车销量同比增长较多所致。2022年中国汽车累计销量2,686.4万辆，连续两年增长，扭转了自2018年以来连续三年负增长的趋势，其中受新能源汽车爆发式增长影响，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，带动汽车零部件需求量上升。另一方面，近年钢材、铝锭等原材料成本一度居高不下，部分零部件产品价格上调。受此影响，近年中国汽车零部件行业的主营业务收入亦保持增长，在2020年扭转近五年增速逐年下滑的颓势基础上增速进一步回升，但利润总额增幅远小于主营业务收入增速。

根据公安部数据统计，至2022年末，我国千人汽车保有量达226辆，与美国837辆、韩国472辆等全球主要国家相比，仍具备较大提升空间。但考虑到我国人口分布不均匀，城乡居民可支配收入存在差异，且过去几年部分地区增加汽车牌投放指标等消费刺激政策的实施、新能源汽车车型投放力度的加大以及新能源汽车市场接受度和渗透率的大幅提高等因素影响，中证鹏元对后续汽车消费需求持谨慎乐观的态度。从汽车消费结构来看，预计头部新能源车企和部分电动化转型较好的零部件企业仍将继续受益于新能源行业的较高景气度，其他传统车企的利润空间或被摊薄。另外，由于在新能源车市场方面我国近年持续处于领先的市场地位，国内汽车零部件企业在经历了行业出清后开始加速布局海外产能规划建设，国内零部件企业在海外市场的份额有望进一步增长，在部分零部件领域加速实现全球化进程。

2023年3月，一轮汽车降价浪潮席卷全国，不仅涉及企业让利促销的市场竞争行为，亦有“有形的手”参与其中。首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，意图去库存回现金改善经营状况；其次，汽车排放国六（6B）标准临近实施对车企加快去库存亦有较大刺激；再次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间；最后，扩大内需大方针下，地方政府部门让渡车辆购置税等财政收入，借此激发消费活力并助力区域产业发展。此轮优惠政策多数截止于3月末，但技术迭代及市场竞争对车企影响深远。产品竞争力下滑，传统车企规模效应减弱，盈利承压，产线折旧等固定成本支出对利润造成进一步侵蚀，短期需重点关注企业现金类资产储备及现金流表现。长期来看，基于现有品牌优势积极推进新能源布局的传统车企有望在未来行业格局中保有一席之地，而“价格战”背景下，产品力不足、转型落后的厂商将加速出清。

图 1 我国汽车销量增速持续回暖

图 2 近年汽车零部件行业主营业务收入增速放缓



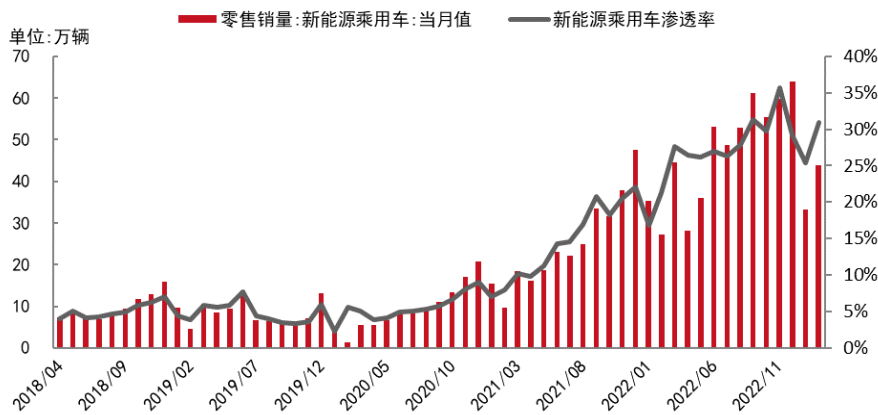
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着新能源乘用车渗透率不断提高，汽车“新四化”进程加速，市场已逐步接受补贴退坡政策，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。截至2023年3月，国补已彻底退出，随着消费者对新能源汽车认可度提高以及充电桩等配套设施逐步完善等因素，以及新能源车型投放力度加大，智能化程度不断提高，市场多元化需求将得到满足，未来对新能源汽车销量保持乐观，新能源乘用车渗透率有望进一步提高，新能源汽车零部件需求将快速增长。

中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术以及供应体系获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出。长期来看，未来新能源汽车市场占有率扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

图 3 近年新能源乘用车销量和渗透率均实现大幅增长



注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

2、轮胎行业

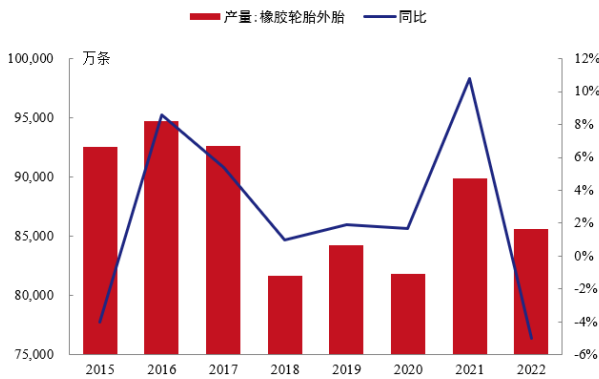
2022年受海外通胀压力影响，我国轮胎生产及出口量均出现一定回落，原材料价格波动亦对企业成本控制构成挑战；此外，国内轮胎行业仍然面临产能过剩、竞争激烈以及贸易摩擦等相关风险

行业概况

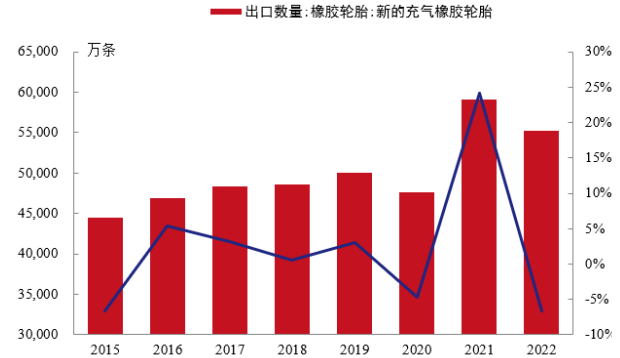
轮胎作为汽车工业主要的零部件之一，在汽车产业链中有着重要地位，但近年来行业面临较大经营压力。根据区域划分，轮胎市场涵盖国内以及国际两个部分。从全球来看，亚太地区是轮胎的生产主要地，其中我国作为主要的轮胎生产国，产量占据全球产量近一半，其中六成以上的轮胎用于出口全球各地。根据国家统计局公布的数据，2022年1-12月中国橡胶轮胎外胎产量为85,600.3万条，同比下降5%；据海关总署发布的2022年中国重点出口商品量值，我国全年共计出口新的充气橡胶轮胎55,255万条，同比下降6.6%。2022年轮胎外胎产量下滑，特别是第4季度同比、环比均出现小幅下滑，轮胎出口量同比亦呈现下滑趋势，主要系欧美市场2022年通胀压力、海运费急速下降经销商高价库存高企带来的整体订单缩减所致。

图 4 2022 年我国轮胎产量回落

图 5 2022 年轮胎出口量亦明显下滑



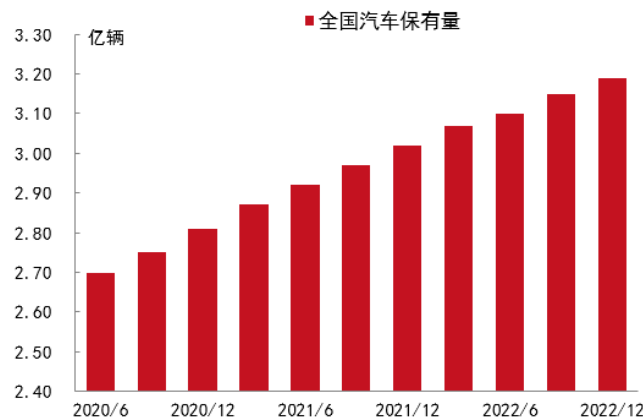
资料来源: iFinD, 中证鹏元整理



资料来源: iFinD, 中证鹏元整理

根据与主机厂是否配套的属性来看,轮胎市场可以划分为配套市场和替换市场。轮胎需求量和汽车销量、保有量高度相关。从汽车市场需求来看,其中针对新车的配套市场取决于汽车产量,针对旧车的替换市场则取决于汽车保有量。虽然配套市场每年新车需求量较大,但考虑到汽车保有量规模庞大且逐年递增,单车具有稳定的替换需求,因此轮胎下游整体以替换市场为主。目前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%。据公安部统计,2022年全国机动车保有量达4.17亿辆,其中汽车3.19亿辆,同比增长5.81%,占机动车总量76.59%。随着国内汽车保有量不断增长,国内轮胎替换市场规模仍有望继续扩张。

图6 我国汽车保有量持续增长



资料来源: iFinD, 中证鹏元整理

原材料占轮胎成本的80%左右,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四成左右,两者价格有一定联动性。作为大宗商品,2022年天然橡胶价格呈高位震荡态势,以天然橡胶:国产5号标胶为例,价格由年初高点的13,649元/吨小幅回落至年末的12,820元/吨;同期,合成橡胶价格受油价影响存在较大波动,以顺丁橡胶(BR9000)为例,2021年全年涨幅明显,2022年震荡区间为14,000-11,000元/吨之间,波动较大,整体处于价格高位。此外,炭黑材料受上游原材料影响价格一路飙升,橡胶助剂等材料价格一直处于高位。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 7 2020 年以来天然橡胶、合成橡胶价格波动情况


资料来源: iFinD, 中证鹏元整理

竞争格局

由于行业具有较强的规模经济效应, 全球轮胎行业75强销售额占全球市场份额在90%以上, 市场集中度较高。以普利司通、米其林、固特异为传统三强, 三者合计占全球市场份额在三成以上, 其在高档轿车、轻型载重子午线轮胎市场具有较强竞争力, 构成业界公认的第一梯队。根据当前的世界轮胎排名来看, 我国轮胎企业虽然大多数仍处在第三、第四梯队, 但随着中国成为世界最大的轮胎生产国, 我国轮胎企业发展迅速, 根据美国《轮胎商业》, 2021年全球轮胎75强中, 共有30家中国大陆轮胎企业。

市场空间来看, 国内中高端半钢子午线轮胎市场由外资和外资控股企业占据主流, 本土企业主要集中在替换市场, 在整车配套市场占有率较低。供给端来看, 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。截至2022年末我国共有规上轮胎企业370家, 产业集中度偏低, 大多数企业规模偏小、技术研发能力较弱。近年来行业也不断推进落后产能退出, 2022年作为轮胎大省的山东关停11家轮胎生产企业, 退出落后低效产能1,980万条, 预计随着产业结构持续优化和环保政策高压, 未来行业集中度有望得到提升。

行业政策

我国轮胎行业目前仍处于产能结构性过剩, 市场结构调整目前仍为行业重要方向。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, 2022年全国橡胶轮胎外胎产量同比回落, 轮胎行业已度过高速增长期。2021年4月, 山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案(2021-2022年)》的通知: 到2022年年产120万条以下的全钢子午胎、年产500万条以下的半钢子午胎企业全部整合退出, 涉及18家轮胎企业的556万条全钢胎和2,561万条半钢胎产能。山东省的轮胎产量占全国总产量近五成, 出口额接近全国六成, 此番对于落后产能的淘汰, 对于整个轮胎行

业有着重要意义。预计未来产能仍面临结构性过剩，竞争将不断加剧，落后产能的淘汰不可避免，未来市场结构调整将成为主要方向。

市场端来看，2021年以来商务部办公厅印发《商务领域促进汽车消费工作指引》和《地方促进汽车消费经验做法》等一系列促进汽车消费、推动汽车产业高质量发展的相关政策，中国汽车消费市场逐步回暖，特别是在《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》的大力推动下，新能源汽车持续爆发式增长，2022年销量超680万辆，市场占有率提升至25.6%，预计2023年中国新能源汽车行业有望继续实现稳健发展，为轮胎下游需求提供一定支撑。值得关注的是，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，虽然近年来中国轮胎企业开启海外建厂的步伐，以规避上述影响，但仍需关注轮胎企业经营过程中所面临的国际贸易摩擦风险。

五、经营与竞争

公司系国内知名的轮胎制造企业，基于先进的智能制造水平、高端化的产品结构以及全球化的产销体系，近年营业收入保持稳定增长；但同时由于以海外市场为主，公司面临国际贸易摩擦等外部经营风险，原材料价格波动亦会对公司成本控制构成挑战

公司的核心业务为子午线轮胎（半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎）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。2022年公司实现营业收入62.92亿元，同比增长21.53%，随着公司主营业务轮胎销售的平稳增长，公司营业收入规模继续上升。从收入构成来看，公司营业收入仍基本来源于各类轮胎销售。毛利率方面，2022年公司销售毛利率为20.50%，其中轮胎业务毛利率为20.43%，同比下降2.81个百分点，主要系原材料价格高位波动所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
轮胎	62.85	20.43%	51.71	23.24%
其他业务收入	0.07	83.06%	0.06	99.49%
合计	62.92	20.50%	51.77	23.33%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告

市场定位方面，公司主打高性能及大尺寸半钢子午线轮胎，产品结构以轮辋尺寸 17 寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主（轮辋尺寸最大可达全球领先的32 寸），销售占比近年来持续保持在 60%以上，适配中型轿车、越野车、城市SUV、皮卡及商务车等车型。同时受益于公司实际控制人在轮胎贸易领域的经验积累，公司拥有完善的境外轮胎替换市场销售体系，海外市场覆盖美洲、欧洲、

亚太及非洲等区域，与欧美多家大型轮胎经销商、零售商保持合作关系。公司高端化的产品定位叠加国际化的市场分布推动了公司销售溢价能力的提升。

智能制造方面，公司是业界较早推行智能制造的企业，智能制造水平在行业内具有示范性。智能制造应用可有效提高设备利用率及产能利用率，公司将智能制造引入轮胎生产工艺流程，以智能中央控制系统、智能生产执行系统、智能仓储物流系统、智能检测扫描系统、智能调度预警系统五个主要模块，通过自动化生产设备及工业互联网技术实现生产“自动化”；借助现代传感技术及大数据分析技术实现生产“信息化”；借助“森麒麟智能管理系统”及人工智能算法实现生产“智能化”，进而实现生产过程控制“数字化”及“可视化”；通过条形码标识实现产品“可溯化”，实现密炼、部件、成型、硫化、质检、仓储各环节全面贯通，成功构建工业互联网和生产制造物联网体系。公司以智能制造实践成果入选“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”，2022年公司又获得国家工信部“2022年度智能制造示范工厂”荣誉。

全球化布局方面，轮胎行业是全球化销售、全球化采购，与之匹配的全球化生产与研发布局，全球化布局可以有效规避贸易壁垒、整合生产要素、降低运输成本、提升技术水平。公司已于2014年在泰国投资建设智能制造生产基地并成功运营，是国内少数几家成功迈出全球化布局步伐的轮胎企业。目前公司正在深入实施全球化发展战略，加快推进欧洲及非洲新产能的建设。

► 生产模式与产能布局

公司采取智能制造模式组织生产，近年来全球产能布局加快，2022年公司产能利用率仍较为饱和，预计随着泰国二期项目大规模投产，未来公司轮胎产量仍有提升空间，但需对相关产能的利用情况保持关注

公司目前有两个生产基地，分别为青岛工厂和泰国工厂。截至2022年末，公司轮胎主要产品总产能2,800万条，其中青岛工厂1,200万条、泰国工厂1,600万条（计入泰国二期项目产能，该项目已基本建成但尚未大规模投产）。2022年，公司轮胎总产量为2,198.63万条，产能利用率为76.75%，不考虑尚未大规模投产的泰国二期项目产能，现有产能利用率仍然较为饱和。随着泰国二期项目大规模投入生产，以及西班牙工厂的建设启动，预计公司轮胎产量仍有提升空间。但海外工厂运营状况与当地的政治、经济、人力资源、自然资源等因素具备相关性，且近年来公司在海外的投资生产力度加大，仍需对海外产能的利用情况保持关注。

表3 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万条）

项目		2022	2021年
设计产能	青岛	1,200.00	1,200.00
	泰国	1,600.00	1,000.00
产量		2,198.63	2,244.05
销量		2,263.25	2,124.08

产能利用率	76.75%	102.00%
产销率	102.94%	94.65%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

全球化战略方面，公司制定了“833plus”战略规划：计划用10年左右时间在全球布局8座数字化智能制造基地（中国3座，泰国2座，欧洲、非洲、北美各1座），同时实现运行3座研发中心（中国、欧洲、北美）和3座用户体验中心，plus是指择机并购一家国际知名轮胎企业。公司于2022年1月召开第一次临时股东大会，审议通过了在西班牙投资建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目事项，2023年1月召开第一次临时股东大会，审议通过了在摩洛哥投资建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目事项。目前公司正加快推进欧洲智能制造基地“西班牙年产1,200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”及非洲智能制造基地“森麒麟（摩洛哥）年产600万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设。欧洲及非洲新产能规划是公司践行“833plus”战略规划深入实施全球化发展战略的重要步骤，将进一步提升公司的整体竞争能力和盈利能力。

➤ 销售模式与市场分布

公司产品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，但客户主要系海外经销商，集中度较高，仍面临一定的国际贸易摩擦等外部风险

2022年公司经销模式仍以“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。

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。

从市场分布来看，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、重点攻坚全球中高端主机厂配套市场的销售格局。2022年公司轮胎产销率102.94%，仍保持较高水平。分区域来看，公司近年来销售仍主要集中在海外，2022年销售占比为87.95%。内销方面，近年来公司制定了发力国内替换市场的“新零售”销售策略，加大国内零售市场开拓力度，同时在国内配套端继续坚持中高端主机厂配套路线，2022年公司实现内销收入合计7.57亿元，规模同比继续提高。

表4 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	比例	金额	比例
外销	552,741.44	87.95%	452,115.01	87.43%
内销	75,729.98	12.05%	64,996.18	12.57%
合计	628,471.42	100.00%	517,111.20	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

虽然公司已经建立较为稳定的国际化营销网络，与众多国际知名轮胎经销商建立了长期稳定的合作关系，但其也存在以下经营风险，主要体现在以下方面：

（1）**客户集中度较高**。2022年，公司对前五大客户的合计销售收入为27.15亿元，占年度销售总额的比重分别为43.19%，存在一定客户集中度较高的风险。

表5 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	占年度销售总额比例
2022年	1	客户1	126,796.14	20.17%
	2	客户2	41,022.02	6.53%
	3	客户3	37,166.39	5.91%
	4	客户4	33,794.23	5.38%
	5	客户5	32,673.23	5.20%
			合计	271,452.01
2021年	1	客户1	89,656.54	17.32%
	2	客户2	45,686.84	8.82%
	3	客户3	38,435.69	7.42%
	4	客户4	33,077.70	6.39%
	5	客户5	24,902.37	4.81%
			合计	231,759.14

资料来源：公司提供

（2）**国际贸易摩擦风险**。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。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。2022年9月6日，美国商务部启动了对泰国乘用车和轻卡车轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审，预计此次复审终裁将于2024年公布，目前公司仍按照原审调查中其他在泰国地区的轮胎企业的保证金率17.06%执行，本次复审调查不会对公司泰国工厂2023年经营产生重大不利影响，但仍需关注后续公司所面临的国际贸易摩擦风险。

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。

➤ 采购模式及成本结构

公司主营业务成本中原材料占比较高，2022年主要原材料价格仍处于高位波动，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。公司主营业务成本中原材料占比较高，2022年占公司主营业务成本的比重为72.77%，近年来占比较为稳定。受益于公司智能制造水平较为先进，公司人工成本占比较低，2022年占比仅为3.37%。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	363,909.99	72.77%	272,871.00	68.75%
人工成本	16,847.04	3.37%	13,271.56	3.34%
燃料和动力	34,339.79	6.87%	22,278.77	5.61%
制造费用	63,105.09	12.62%	58,997.38	14.86%
运杂费、仓储成本	21,885.98	4.38%	29,502.99	7.44%
合计	500,087.89	100.00%	396,921.70	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，近年来原材料价格仍然处于高位波动状态。橡胶是生产轮胎的主要原材料，采购额占比为48%左右。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，因此需关注各类原材料价格波动对公司盈利能力的影响。

表7 公司主要原材料采购均价（单位：元/千克）

类别	2022年	2021年
天然橡胶	10.25	10.37
合成橡胶	12.32	11.15
钢丝	8.91	8.67
帘布（线）类	23.06	25.93
炭黑	8.71	6.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年，公司对前五大供应商采购金额91,235.23万元，合计占采购总额的比重为26.89%，供应商采购集中度不高。

➤ 在建项目

近年来公司加快实施海外生产基地的投资建设，未来随着在建、拟建项目的持续投入，公司将存在较大资金支出

在建项目方面，公司主要在建项目为本期债券募投项目，截至 2022 年末累计已投资 25.12 亿元，投资进度已超 85%，2023 年可具备满产能力。公司 2022 年第一次临时股东大会审议通过了在西班牙投资建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目事项，该项目计划总投资 5.23 亿欧元，拟通过向特定对象发行股票募集资金 28.00 亿元，不足部分由公司自筹；公司 2023 年第一次临时股东大会审议通过了关于在摩洛哥投资建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目，该项目计划总投资 2.97 亿美元，资金由公司自筹。整体来看，随着公司深入实施“833plus”战略，近年来公司加快实施海外生产基地的投资建设，项目投资规模较大，未来随着在建、拟建项目的持续投入，公司将存在较大资金支出。

表8 截至 2022 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资
主要在建项目		
森麒麟轮胎（泰国）有限公司年产 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（本期债券募投项目）	31.84	25.12
拟建项目		
西班牙年产 1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目	5.23（亿欧元）	-
森麒麟（摩洛哥）年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目	2.97（亿美元）	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

➤ 营运效率

2022年1-9月公司销售毛利率水平为21.20%，高于同行业主要竞争对手，一方面是由于公司产品结构以高性能及大尺寸产品为主，产品定价能力相对较强；另一方面，公司采用智能制造模式组织生产，有利于降低生产成本、提升生产效率、提高产品品质，从人均产能来看，2022年公司人均产能显著高于同行业主要竞争对手；最后，公司采用全球产能布局的形式组织生产，有利于降低运输成本，同时有利于公司减轻贸易摩擦造成的影响，对公司成本控制和经营效率亦有较大的贡献。

表9 公司营运效率相关指标

指标	赛轮轮胎 (601058.SH)	玲珑轮胎 (601966.SH)	三角轮胎 (601163.SH)	通用股份 (601500.SH)	公司
销售毛利率	17.99%	13.31%	13.64%	10.45%	21.20%
人工成本占比	6.63%	6.76%	4.56%	6.91%	3.34%
人均产能（万条/年）	0.43	0.53	0.66	0.36	1.05

注：（1）人均产能根据上市公司 2021 年度报告公布的轮胎年产量/生产人员数量（2）销售毛利率为 2022 年 1-9 月数据
资料来源：上市公司 2021 年度报告，中证鹏元整理

六、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 2021-2022 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022 年公司纳入合并报表范围的子公司减少 1 家。

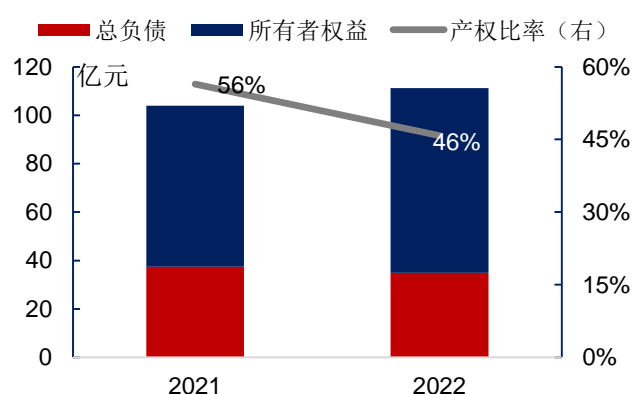
截至2022年末，公司纳入合并报表范围内的一级子公司共计5家，见附录四。

资本实力与资产质量

2022年公司资本实力继续增强，净资产对负债的保障程度上升，且货币资金、存货及固定资产等主要资产受限比例较低，若公司向特定对象发行股票成功，公司资本实力有望进一步提升

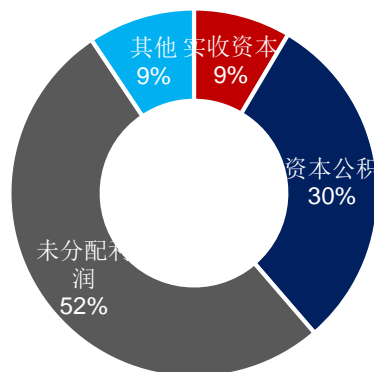
从资本结构来看，得益于公司持续经营的积累，2022年末公司所有者权益增至76.24亿元，较上年末增长14.70%，主要由未分配利润和资本公积组成。同期公司负债规模小幅下降，2022年末为34.92亿元。受上述因素影响，公司产权比率由上年末的56%下降至46%，净资产对负债的保障程度有所上升。此外，2023年1月公司召开第一次临时股东大会审议通过了向特定对象发行A股股票相关事项的议案，募集资金总额不超过28.00亿元，若本次向特定对象发行成功后，公司资本实力将进一步提升。

图8 公司资本结构



资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

图9 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模继续上升至111.16亿元。从资产构成来看，仍以非流动资产为主，2022年末占比为62.84%，公司资产中货币资金、存货及固定资产占比较大。

2022年末公司货币资金主要为银行存款18.03亿元及其他货币资金1.85亿元，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和借款保证金，受限资金仍有一定比例。2022年末公司应收账款账面净值8.78亿元，计提坏账准备1.04亿元，其中0.62亿元为按单项全额计提，主要系2019年前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，公司对该部分账款全额计提坏账准备所致。公司作为制造型企业，生产具有连续性，存货以原材料和库存商品为主，2022年末占总资产的比重增长至15.62%，系销售量增加及海运周期加长公司增加备货量所致。

非流动资产方面，2022年末公司固定资产为49.56亿元，主要由机器设备、房屋建筑物和土地等构成。2022年末公司在建工程规模大幅减少至5.04亿元，主要系本期债券募投项目的投资进度已达79%，随着本期债券募投项目的开发推进，公司将部分开发成本转入固定资产所致。公司其他非流动资产主要为设备购置款。截至2022年末，公司受限资产包括货币资金2.09亿元及应收票据0.09亿元。

整体来看，2022年末公司资本实力继续增强，公司货币资金、存货及固定资产等主要资产受限比例较低，若本次非公开发行成功后，公司资本实力将进一步提升。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.89	17.89%	15.44	14.86%
应收账款	8.78	7.90%	6.32	6.08%
存货	17.37	15.62%	13.54	13.02%
流动资产合计	48.31	43.46%	50.24	48.33%
固定资产	49.56	44.59%	30.40	29.25%
在建工程	5.04	4.53%	19.22	18.49%
其他非流动资产	5.47	4.92%	1.86	1.79%
非流动资产合计	62.84	56.54%	53.71	51.67%
资产总计	111.16	100.00%	103.95	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

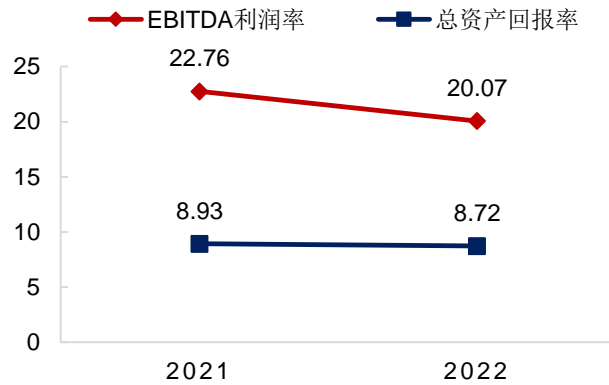
公司营业收入稳步增长，但受原材料价格持续高位波动影响，整体盈利能力小幅下滑

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，2022年公司实现营业收入62.92亿元，同比增长21.53%；公司海运费及仓储成本有所下降，但原材料及燃料成本上涨致使公司销售毛利率同比下降2.83个百分点至20.50%。

2022年公司实现营业利润8.65亿元，相较于公司营业收入21.53%的较大增幅，2022年公司营业利润较上年上升幅度较小，其中公司营业成本中原材料成本上升33.36%，燃料及动力成本上升54.14%，给公司带来了较大的成本压力。综合作用下，公司盈利能力指标表现趋弱，2022年公司EBITDA利润率及总资产回报率分别为20.07%及8.72%，分别小幅下滑2.69及0.21个百分点。

综合来看，2022年公司收入仍保持稳步增长，但受原材料价格持续高位波动带来的成本压力，公司利润水平及盈利能力均小幅下滑，后续仍需关注公司面临的原材料价格波动风险。

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司存量债务主要为本期债券，但考虑到未来公司海外生产基地投资建设的资金需求量大，若本期债券未能大规模转股，公司仍将面临较大的债务到期偿付压力

受益于公司长短期借款均已偿付，公司总债务规模有所下降，2022年末为21.06亿元，占总负债的比重为60%，主要为本期债券，但考虑到未来公司加快实施海外生产基地的投资建设，资金需求量大，本期债券若未能大规模转股，公司仍将面临较大的债务到期偿付压力。

经营性债务方面，近年来公司应付账款规模有所增长，2022年末占总负债的比重增至20.27%，主要为应付原材料及设备的采购款项。公司其他应付款主要系公司应付的物流费用、工程款、市场推广费等费用。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	1.91	5.47%	2.82	7.52%
应付账款	7.08	20.27%	6.96	18.57%
其他应付款	2.56	7.34%	2.12	5.66%
一年内到期的非流动负债	0.14	0.39%	0.39	1.05%
流动负债合计	14.35	41.11%	14.32	38.20%
应付债券	18.87	54.04%	18.10	48.29%
非流动负债合计	20.56	58.89%	23.17	61.80%
负债合计	34.92	100.00%	37.49	100.00%
总债务合计	21.06	60.32%	26.14	69.73%
其中：短期债务	2.05	5.86%	3.83	10.23%
长期债务	19.02	54.46%	22.31	59.50%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流方面，2022年公司现金生成能力仍较强，公司营业收入规模大幅增加致使公司经营活动现金

流及FFO规模均有所提升，FFO以及经营活动现金流对净债务的覆盖程度较高。同期，公司投资现金流仍处于大规模净流出，主要系公司在建项目投资支出规模较大，未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计公司投资活动现金流仍将持续净流出。

受益于公司总债务的下降及利润积累，2022年公司资产负债率、总债务/总资本均有所下降。2022年公司EBITDA虽小幅上升，但现金类资产的下降致使公司净债务规模有所增长，公司净债务/EBITDA及FFO/净债务表现均趋弱。由于本期债券开始计息，2022年公司EBITDA利息保障倍数大幅下降，公司EBITDA对利息的保障程度下降。

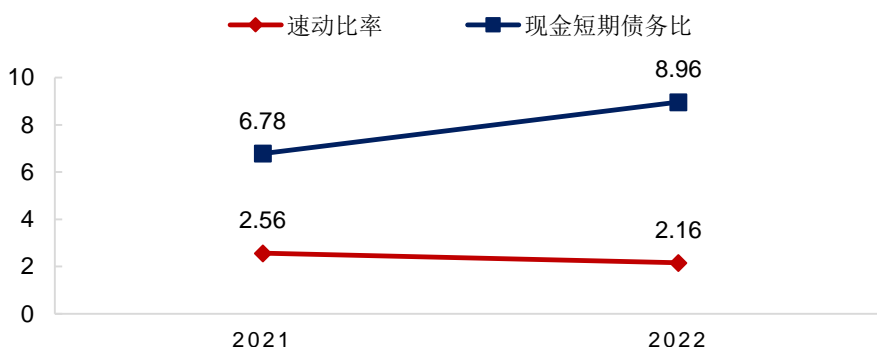
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2022年	2021年
经营活动现金流	10.28	8.32
FFO	11.62	11.03
资产负债率	31.41%	36.06%
净债务/EBITDA	0.34	0.12
EBITDA 利息保障倍数	14.13	32.94
总债务/总资本	21.65%	28.23%
FFO/净债务	268.28%	783.28%
经营活动现金流/净债务	237.44%	590.38%
自由活动现金流/净债务	-5.52%	-451.44%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

流动性方面，截至2022年末，公司现金短期债务比上升至8.96；公司流动资产有所下降且存货规模有所上升，致使公司速动比率下降至2.16。考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，且拥有较大规模的非受限资产，融资渠道和融资弹性较好。整体来看，公司流动性指标表现仍较好。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

跟踪期内，公司董事兼财务总监因个人原因未能正常履行董事、财务总监职责而被免职；此外，因公司高级管理人员任期届满，高级管理人员张磊先生、李忠东先生任期届满后不再担任公司高级管理人员（仍在公司任职）。整体来看，2022年公司董事、监事、高级管理人员未发生重大变化，公司核心团队整体较为稳定。

2022年公司推出股票期权激励计划，拟向激励对象授予股票期权 2,068.70 万份，行权价格为 24.31 元/股。股权激励计划有利于充分调动公司中高层管理人员及核心员工的积极性。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年2月3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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年3月28日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

十、结论

公司系国内知名的轮胎制造企业，具备较为先进的智能制造水平、高端化的产品结构以及全球化的产销体系，轮胎产能进一步提升，2022年公司轮胎产销较稳定，营业收入保持稳步增长，现金生成能力较好，资本实力亦有提升。

但我们也注意到，公司收入主要来源于海外市场，仍需关注可能面临的外部经营风险。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。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。公司在建拟建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出。

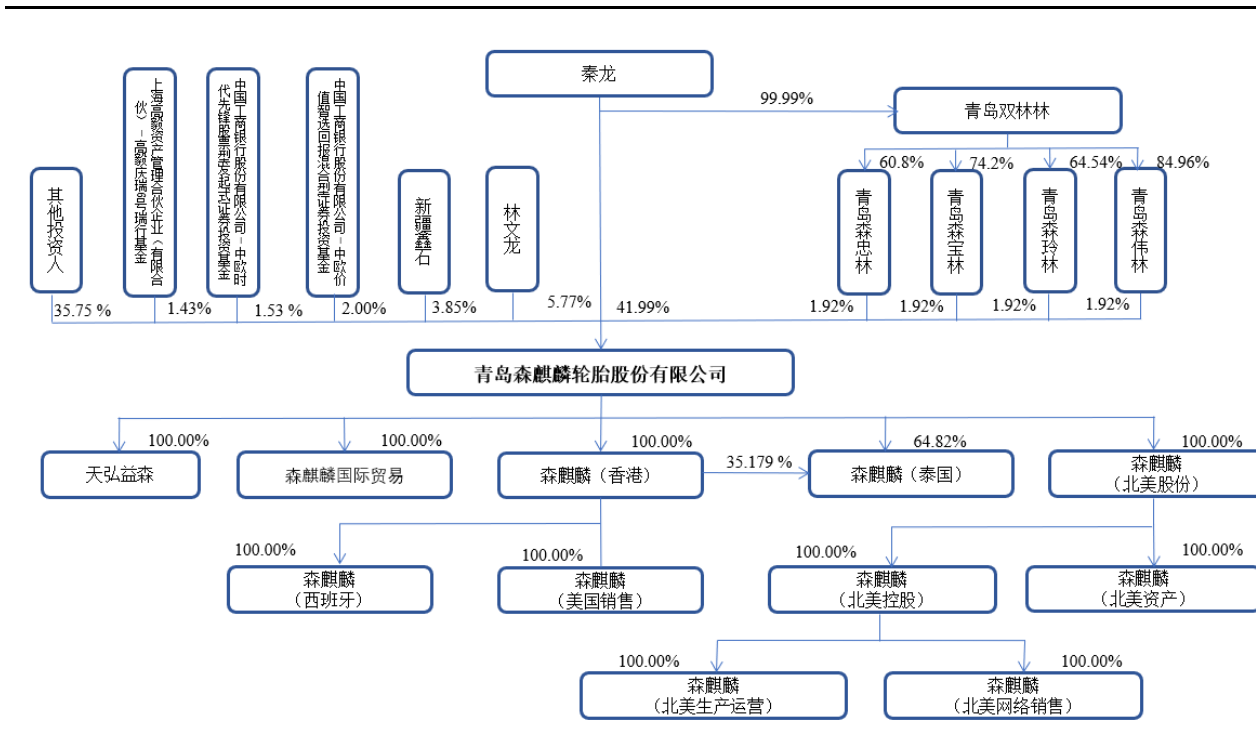
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“麒麟转债”的信用等级为AA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	19.89	15.44	16.20
存货	17.37	13.54	7.94
流动资产合计	48.31	50.24	32.57
固定资产	49.56	30.40	32.85
非流动资产合计	62.84	53.71	44.80
资产总计	111.16	103.95	77.37
短期借款	0.00	0.62	1.66
应付票据	1.91	2.82	2.38
应付账款	7.08	6.96	5.80
其他应付款	2.56	2.12	2.86
一年内到期的非流动负债	0.14	0.39	1.62
流动负债合计	14.35	14.32	16.10
长期借款	0.00	3.96	4.52
应付债券	18.87	18.10	0.00
非流动负债合计	20.56	23.17	5.77
负债合计	34.92	37.49	21.87
总债务	21.06	26.14	10.18
归属于母公司的所有者权益	76.24	66.46	55.50
营业收入	62.92	51.77	47.05
营业利润	8.65	7.28	10.49
净利润	8.01	7.53	9.81
经营活动产生的现金流量净额	10.28	8.32	16.81
投资活动产生的现金流量净额	-9.61	-13.55	-11.41
筹资活动产生的现金流量净额	-6.96	18.64	1.06
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	20.50%	23.33%	33.80%
EBITDA 利润率	20.07%	22.76%	33.83%
总资产回报率	8.72%	8.93%	15.29%
资产负债率	31.41%	36.06%	28.27%
净债务/EBITDA	0.34	0.12	-0.41
EBITDA 利息保障倍数	14.13	32.94	22.13
总债务/总资本	21.65%	28.23%	15.49%
FFO/净债务	268.28%	783.28%	-227.04%
速动比率	2.16	2.56	1.53
现金短期债务比	8.96	6.78	3.13

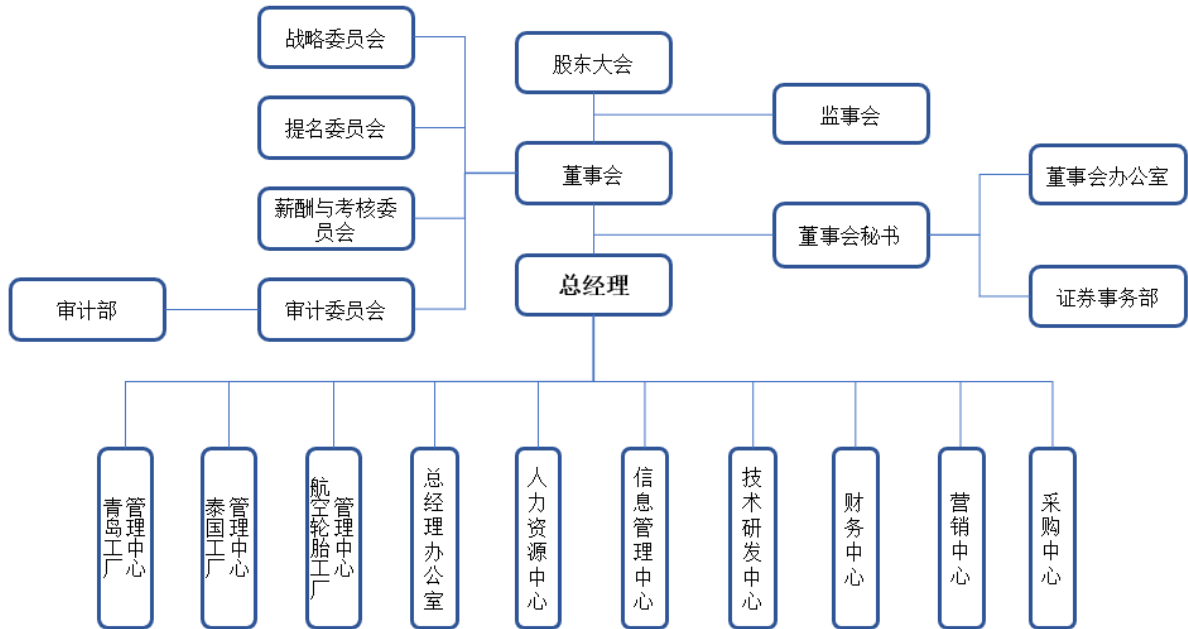
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	持股比例	主营业务
青岛天弘益森国际贸易有限公司	青岛	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	青岛	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	美国佐治亚州	100.00%	投资控股、工厂运营
青岛森麒麟国际贸易有限公司	青岛	100.00%	国际贸易、转口贸易
森麒麟轮胎（泰国）有限公司	泰国罗勇府	99.99%	子午线轮胎的生产和销售

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。