



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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

- 本次评级结果是考虑到：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，近年来持续推进海外生产基地建设，2023年本期债券募投项目投产，海外产能规模提升，目前在建产能规模较大，未来轮胎产能仍有进一步增长空间；随着轮胎产销量大幅提升，2023年业绩稳步增长，同时完成向特定对象发行股票，募集资金28亿元，资本实力亦明显增强；此外，美国商务部反倾销复审仲裁结果公布，泰国生产基地适用税率大幅降低。另一方面中证鹏元也关注到，公司业务收入主要来自海外市场，面临贸易摩擦和海外市场环境变化等外部经营风险，在建项目存在较大的资金支出需求，在建产能未来的投产和消化情况有待观察，原材料价格波动对公司成本控制能力构成挑战等风险因素。

评级日期

2024年4月18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

评级总监：

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	2023	2022	2021
总资产	156.50	111.16	103.95
归母所有者权益	117.86	76.24	66.46
总债务	21.93	21.06	26.14
营业收入	78.42	62.92	51.77
净利润	13.69	8.01	7.53
经营活动现金流净额	23.67	10.28	8.32
净债务/EBITDA	-0.90	0.34	0.12
EBITDA 利息保障倍数	21.79	14.13	32.94
总债务/总资本	15.69%	21.65%	28.23%
FFO/净债务	-104.54%	268.28%	783.28%
EBITDA 利润率	24.57%	20.07%	22.76%
总资产回报率	11.65%	8.72%	8.93%
速动比率	4.11	2.16	2.56
现金短期债务比	18.28	9.03	6.79
销售毛利率	25.21%	20.50%	23.33%
资产负债率	24.69%	31.41%	36.06%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系公司净债务为负值。
资料来源：公司2021-2023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，近年来持续推进海外生产基地建设，在建产能规模较大，轮胎产能仍有进一步增长空间。**公司系国内知名的轮胎制造企业，专注于高性能子午线轮胎及航空轮胎的生产与研发，将智能制造引入轮胎生产工艺流程，有利于降低生产成本、提升生产效率和产品品质；公司采用全球产能布局的形式组织生产，在国内青岛生产基地的基础上，在泰国投入运营了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，2023年公司泰国二期项目大规模投产，摩洛哥等海外生产基地亦在推进建设中。
- **2023年公司轮胎产销量大幅提升，带动业绩稳步增长，公司资本实力亦明显增强。**2023年，随着泰国二期项目产能大规模投放，公司产能利用率大幅提升，同时新增产能消化顺利，产销率维持在较高水平，销量增长明显；受益于经营规模的扩张，2023年公司实现营业收入78.42亿元，同比增长24.63%，实现归属于上市公司股东的净利润13.69亿元，同比增长70.88%。2023年公司FFO为18.15亿元，现金生成能力明显增强；2023年完成向特定对象发行股票9,430.78万股，募集资金28.00亿元，公司净资产规模大幅增长。
- **美国商务部反倾销复审仲裁结果公布，公司泰国生产基地适用税率大幅降低。**2024年1月，美国商务部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终裁结果已经公布：森麒麟轮胎（泰国）有限公司（以下简称“森麒麟泰国”）作为本次复审的强制应诉企业之一终裁单独税率为1.24%，另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）终裁单独税率为6.16%，其他泰国出口美国的轮胎企业终裁税率为4.52%。本次复审终裁税率发布之前，森麒麟泰国适用其他泰国出口美国的轮胎企业的原审税率17.06%。本次复审终裁后，森麒麟泰国适用单独税率较原审税率大幅下降。

关注

- **公司在海外的生产经营比重较高且客户集中度较高，面临贸易摩擦和海外市场环境变化等外部经营风险。**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，2023年海外销售占比进一步升高，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。2023年公司对前五大客户的合计销售额占比为41.96%，客户集中度较高，同时若海外主要区域市场需求发生不利变化，亦有可能对公司海外市场销售造成不利影响。
- **公司在建项目存在较大资金支出需求，同时关注在建产能未来的投产和消化情况。**近年来公司保持较大规模的投资支出，同时摩洛哥生产基地项目投资规模合计4.898亿美元，资金由公司自筹，2023年末已投资3.52亿元，未来存在较大资金支出需求；但是中证鹏元也关注到，公司海外拟投建产能合计达2,400万条/年，考虑到海外轮胎市场环境、贸易政策均存在诸多不确定或不可控因素，如果海外轮胎市场需求下滑、市场开拓受阻或者贸易政策出现不利变化，公司新增产能是否可以被及时顺利消化具有不确定性，存在无法按照既定计划实现应有经济效益的风险。
- **原材料价格波动对公司成本控制能力构成挑战。**公司原材料主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，2023年原材料占公司主营业务成本的比重超过70%，由于轮胎产品售价调整相对滞后，如原材料价格出现快速上涨，可能难以及时覆盖其对成本的影响；近年来公司主要原材料价格处于高位波动，2023年价格中枢虽小幅下滑，但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。

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	350.41	417.76	183.66	104.93	150.61
营业收入	190.12	145.30	78.70	36.80	57.42
净利润	21.04	9.60	10.58	1.59	9.93
销售毛利率	25.46%	19.70%	21.44%	13.92%	24.37%
资产负债率	58.90%	51.12%	31.74%	48.33%	23.85%

注：以上各指标均为 2023 年 1-9 月数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
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	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	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		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
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	2023-04-17	宋晨阳、胡长森	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)	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	2023-04-17	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2023年12月31日，“麒麟转债”募集资金专项账户余额为4,030.06万元。

三、发行主体概况

2023年公司因向特定对象发行股票增加总股本94,307,847股，新增股份于2023年8月在深圳证券交易所上市，此外可转换公司债券转股增加总股本3,710股。截至2023年末，公司总股本变更为74,398万股，公司控股股东及实际控制人仍为秦龙先生，直接持股比例为36.89%。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6.72%股份，通过直接和间接方式合计控制公司43.61%的股份，无质押或冻结股权情况。

表1 截至2023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	36.89%
2	青岛森忠林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.68%
3	青岛森伟林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.68%
4	青岛森玲林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.68%
5	青岛森宝林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.68%

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年公司新设立子公司森麒麟轮胎（摩洛哥）公司，注册地为摩洛哥丹吉尔。截至2023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

2024年我国经济内生动能将不断增强，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2023年国内经济逐步恢复，呈现波浪式发展、曲折式前进态势，但复苏基础仍需巩固。全年实际GDP同比增长5.2%，当季GDP同比增速分别为4.5%、6.3%、4.9%、5.2%，消费贡献大幅增加，就业物价稳中有降，工业和服务业延续恢复，基建和制造业投资平稳增长，但出口低位徘徊，地产投资仍处谷底。

展望2024年，需求不足的问题仍待改善，经济内生循环有待进一步畅通，中央经济工作会议强调稳中求进，以进促稳，先立后破，牢牢把握高质量发展这个首要任务。预计今年GDP增速目标或在5.0%左右，物价水平仍保持低位。宏观政策稳健积极，强化逆周期和跨周期调节，实施稳货币+宽财政。稳健的货币政策灵活适度、精准有效，着力宽信用，降息降准仍可期，结构货币政策继续发力，同时注意盘活存量、提升效能。积极的财政政策适度加力、提质增效，适当提高赤字率，中央有望加杠杆，落实万亿增发国债，储备超长期特别国债；地方政府新增专项债券保持支出强度，资本金范围有望进一步扩大，继续实施结构性减税降费政策。以科技创新引领现代化产业体系建设，发展新质生产力，持续加大民企的支持力度。防范化解地方政府债务风险，“遏增化存”的基调不变，特殊再融资债继续发行。基础设施投资类企业融资监管易紧难松，分类推进市场化转型，新增融资或有所缩量。房地产供求关系已变，供需两端政策继续大幅松绑，重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设。建立城市房地产融资协调机制，报送项目“白名单”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。

当前我国正处于高质量发展和产业转型升级的关键期，内外部环境依然复杂严峻，海外主要经济体通胀高位回落，经济发展压力仍不小，有望开启降息周期，叠加地缘政治冲突和大国博弈，不确定和不稳定因素明显增多。国内有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素正在不断累积。我国经济发展潜力大、韧性强，长期向好的基本面没有变，只要保持战略定力、增强发展信心，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

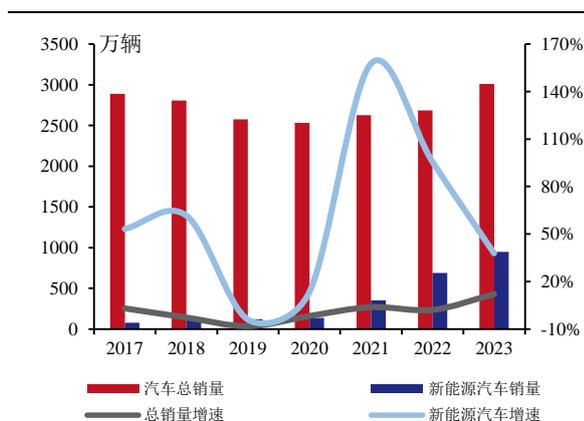
1、汽车零部件行业

近年中国汽车行业快速发展，技术迭代频繁，产业组织模式亦出现新变化，新能源汽车产业链崛起为自主品牌整车厂商和配套零部件厂商带来重大机遇，但新能源汽车时代行业供应链结构从链状逐步向网状变化，头部厂商不约而同加快垂直整合，加大了产业链竞争格局的不确定性

2023年初受宏观外部事件影响，汽车产销复苏进程放缓，1-3月累计产销同比有所回落；二季度起随着整车厂商通过价格战以价换量、地方政府推出购车补贴刺激需求，汽车消费市场显著回暖，加之自主品牌新能源汽车性能持续提升，整车市场较高的景气度延续全年。根据中汽协数据显示，2023年全国汽车产销量分别完成2,593.86万辆和3,004.50万辆，同比分别增长11.50%和11.90%，产

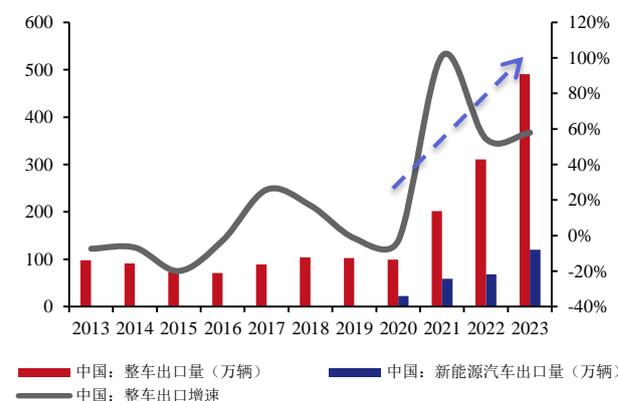
销量连续15年居全球第一。其中，乘用车销售2,608.6万辆，同比增长9.54%，消费需求相较2022年显著回升；随着外部宏观事件影响逐步消退以及新能源商用车市场渗透率提升，商用车市场谷底回弹迎来恢复式增长，全年销售403.90万辆，同比增长26.89%。出口方面，2023年中国汽车出口量首超日本，跃居全球第一，销售表现亮眼。根据中汽协数据显示，2023年中国汽车出口491万辆，同比增长57.9%；其中新能源汽车出口达120.3万辆，同比增长77.60%，对提升自主品牌的全球市场认可度贡献显著。

图1 2023年新能源汽车延续高增长趋势



资料来源：中汽协，中证鹏元整理

图2 2021年以来中国新能源汽车出口量持续攀升



资料来源：中汽协，中证鹏元整理

新能源汽车正在悄然改变汽车产业的生产组织模式，燃油车时代供应链呈金字塔结构，汽车“新四化”后供应链结构日趋复杂，从链状向网状变化；头部厂商不约而同加快垂直整合，步入新能源时代核心零部件供应商或会减少。燃油车时代汽车行业供应链以金字塔结构为主，即整车厂到一级、二级、三级供应商层层递进，秩序明晰，整车厂多直接同一级供应商沟通协作，二、三级相对较少；但随着汽车电动化和智能化将三电系统、智能系统和互联网引入汽车行业，汽车供应链呈日趋复杂态势。部分整车厂商加大产业链垂直整合力度，如比亚迪致力于自研自供电池、电机、芯片等重要零部件，特斯拉则致力于自动驾驶系统的自研自供；部分整车厂商有时寻求绕过部分一级供应商，同二级供应商联合开发零部件，有时绕过电池企业投资锂矿等上游原材料等。此外，如华为等供应商着力为整车厂商提供“交钥匙”方案，试图成为战略重要性堪比整车厂的供应商。究其原因，汽车“新四化”后，部分零部件一体化趋势明显，且整车厂商更为注重车机系统的配合及后期软件的升级迭代，掌握车辆更多的生产环节和用户数据，有助于其提升产品力，缩短车辆迭代周期，获取竞争优势。在此趋势下，预计未来更多整车厂商存在垂直整合需求，核心零部件供应商或相较燃油车时代有所减少。

2、轮胎行业

2023年受终端需求偏好转变及汽车产销量、出口量拉动，我国轮胎生产及出口量均出现较大幅

度增长，但原材料价格年内波动依然较大；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，2023年1-12月中国橡胶轮胎外胎产量为98,775.4万条，同比增加15.39%；据海关总署发布的2023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61,745万条，同比增加11.75%。2023年轮胎外胎产量及轮胎出口量出现同步增长，主要系2023年以来欧美轮胎产能受限、消费降级下终端需求偏好转变，叠加我国汽车产销量和出口量持续增长带动配套市场繁荣所致。

图 3 2023 年我国轮胎产量大幅增长

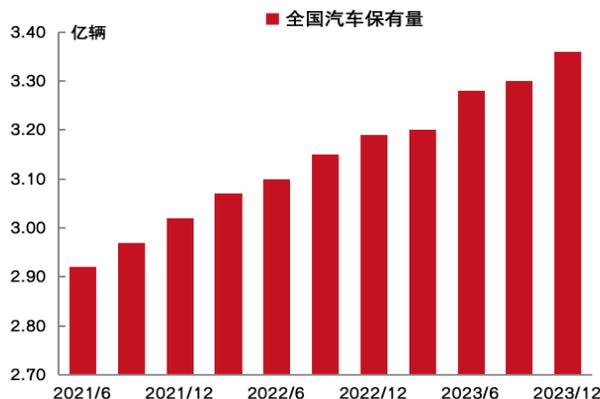
图 4 2023 年轮胎出口量亦明显增长



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

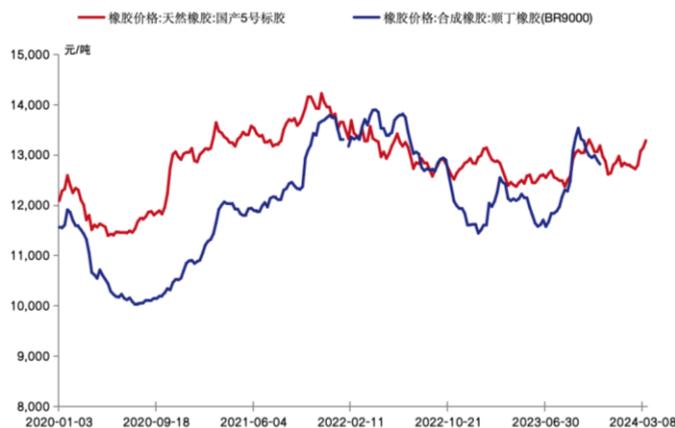
资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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，2023年全国机动车保有量达4.35亿辆，其中汽车3.36亿辆，同比增长5.33%，占机动车总量77.24%。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 5 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,2023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13,143元/吨小幅回落至年末的12,850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,2021-2023年在14,000-11,000元/吨的价格之间内持续震荡,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在2023年内虽经历了较大波动,但相较于2022年价格仍然呈现一定程度的下降。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。

图 6 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》，2023年全球轮胎75强中，共有36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，以轮胎大省山东为例，据不完全统计，在过去的四年中，山东轮胎至少淘汰了4,432万条产能，轮胎产能布局经历了深度洗牌，并且落后产能的出清仍在持续。2023年8月，山东省发展改革委发布了《关于优化轮胎铸造项目管理有关事项的通知》，要求加快淘汰退出不符合安全、环保等要求的项目、2021年以来产能利用水平连续2年低于20%的项目、无法整改的违规项目以及低于能效基准水平仍未指定改造提升方案或无法改造提升的项目、没有能效数据且无法核算的项目，加速出清落后动能，压减转移整合轮胎产能2,380万条。预计随着产业结构持续优化和环保政策倒逼轮胎企业朝向数字化赋能绿色制造、智能制造的方向转型升级，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8.2-10亿条之间波动，但随着山东省对于轮胎落后产能的淘汰逐步落地，我国轮胎行业结构性调整初见成效，2023年全国橡胶轮胎外胎产量增长显著，轮胎行业开始走上优质产能和产量同步增长的正轨。2023年国家发展改革委等部门发布了《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》，进一步拓展能效约束领域，将子午线轮胎纳入进一步拓展能效约束领域，预计将进一步促进落后产能的退出，有利于龙头企业提升市场占有率。

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，预计2024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，具备先进的智能制造水平、高端化的产品定位以及全球化的产销体系，2023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。2023年公司实现营业收入78.42亿元，同比增长24.63%，随着公司主营业务轮胎销售量的增长，公司营业收入规模继续上升。毛利率方面，2023年公司销售毛利率为25.21%，同比有所上升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
轮胎	78.31	99.86%	25.12%	62.85	99.88%	20.43%
其他	0.11	0.14%	88.00%	0.07	0.12%	83.06%
合计	78.42	100.00%	25.21%	62.92	100.00%	20.50%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

➤ 产能布局及经营效率

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，随着泰国二期项目大规模投产，2023年公司轮胎产量明显提升，产能利用率较为饱和，预计随着欧洲产能建成投产，公司产能仍有上升空间

公司轮胎行业是全球化销售、全球化采购，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，是国内少数几家实施全球化布局的轮胎企业。目前公司正在加快推进“森麒麟（摩洛哥）年产1,200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”和“西班牙年产1,200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”。欧洲及非洲新产能规划是公司“833plus”¹全球化发展战略规划的重要步骤。

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2023年末，公司轮胎主要产品总产能3,000万条，其中青岛工厂1,200万条、泰国工厂1,800万条。2023年公司轮胎总产量为2,923.68万条，产能利用率为97.46%，随着泰国二期项目产能的大规模投产运行，产能利用率趋于饱和。随着公司摩洛哥项目的投产运行，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	2023年	2022年
----	-------	-------

¹ 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。

设计产能	青岛	1,200.00	1,200.00
	泰国	1,800.00	1,600.00
产量		2,923.68	2,198.63
销量		2,925.98	2,263.25
产能利用率		97.46%	76.75%
产销率		100.08%	102.94%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

智能制造方面，2023年公司持续深化泰国二期项目智能制造水平，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，实现轮胎生产制造的“自动化”“信息化”“智能化”“数字化”“可视化”“可溯化”，实现了无纸化生产。

2023年1-9月公司销售毛利率水平为24.37%，在同行业主要竞争对手中处于较高水平，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和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4 公司经营效率相关指标

指标	赛轮轮胎	玲珑轮胎	三角轮胎	通用股份	公司
销售毛利率	25.46%	19.70%	21.44%	13.92%	24.37%
人工成本占比	6.53%	7.21%	4.26%	6.30%	3.37%
人均产能（万条/年）	0.32	0.49	0.55	0.43	0.94

注：（1）人均产能根据上市公司2022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2023年1-9月数据
 资料来源：上市公司2022年度报告、2023年三季度报告，中证鹏元整理

➤ 市场竞争能力

公司产品主要面向境外轮胎替换市场，2023年境内外轮胎销售持续增长，产销率较好，但客户主要系海外经销商，且集中度较高，仍面临一定的国际贸易摩擦等外部风险

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，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。2023年公司轮胎产销率100.08%，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，2023年海外销售占比为86.99%。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，2023年公司实现内销收入合计10.19亿元，规模同比继续增长。

表5 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	比例	金额	比例
外销	681,236.14	86.99%	552,741.44	87.95%

内销	101,876.37	13.01%	75,729.98	12.05%
合计	783,112.50	100.00%	628,471.42	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**。2023年，公司对前五大客户的合计销售收入为32.86亿元，占年度销售总额的比重分别为41.96%，存在一定客户集中度较高的风险。

表6 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2023年	1	客户1	110,679.27	14.13%
	2	客户2	67,980.39	8.68%
	3	客户3	62,443.82	7.97%
	4	客户4	44,232.05	5.65%
	5	客户5	43,294.12	5.53%
			合计	328,629.65
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

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

（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40亿元，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，2024年1月，此次复审终裁结果已经公布：森麒麟泰国作为本次复审的强制应诉企业之一终裁单独税率为1.24%，该结果较原审税率大幅下降。但是考虑到目前仍有部分国家和地区出台了贸易保护政策，并针对我国轮胎出口陆续开展“反倾销”调查，后续仍需关注公司可能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，2022-2023年公司汇兑损失分别为1.93亿元和0.12亿元。

➤ 成本控制能力

公司人工成本控制在较低水平，但材料成本占比较高，各类原材料价格波动易对公司盈利能力产生影响，2023年主要原材料采购价格有所回落，一定程度缓解了成本端压力

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，2023年占公司主营业务成本的比重为71.02%，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，2023年占比仅为3.79%。

表7 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	416,481.78	71.02%	363,909.99	72.77%
人工成本	22,253.52	3.79%	16,847.04	3.37%
燃料和动力	41,192.13	7.02%	34,339.79	6.87%
制造费用	72,869.44	12.43%	63,105.09	12.62%
运杂费、仓储成本	33,600.92	5.73%	21,885.98	4.38%
合计	586,397.79	100.00%	500,087.89	100.00%

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45%左右，分为天然橡胶和合成橡胶，2023年采购均价较上一年度均有所下降。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，2023年上述原材料采购均价较上一年度均有不同程度的下降。但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波动对成本的影响，因此若主要原材料价格持续上涨，需要关注成本上涨对公司盈利能力的影响。

表8 公司主要原材料采购均价（单位：元/千克）

类别	2023年	2022年
天然橡胶	9.80	10.25
合成橡胶	10.44	12.32
钢丝	7.61	8.91
帘布（线）类	17.52	23.06
炭黑	7.46	8.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年，公司对前五大供应商采购金额11.23亿元，合计占采购总额的比重为30.31%，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，未来随着在建项目的持续投入，存在较大资金支出需求，同时仍需观察新增产能能否及时顺利消化

在建项目方面，公司在建项目主要为海外生产基地项目，其中“西班牙年产1,200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”为公司2023年向特定对象发行股票募投项目，“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”（以下简称“摩洛哥一期项目”）资金由公司自筹。截至2023年末累计已投资3.70亿元。2023年公司公告将投资建设“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（二期）”（以下简称“摩洛哥二期项目”），计划总投资1.93亿美元。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，未来随着在建项目的持续投入，公司将存在较大资金支出需求。但是中证鹏元也关注到，公司海外拟投建产能规模较大，考虑到海外轮胎市场环境、贸易政策均存在诸多不确定或不可控因素，如果海外轮胎市场需求下滑、市场开拓受阻或者贸易政策出现不利变化，公司新增产能是否可以被及时顺利消化具有不确定性，存在无法按照既定计划实现应有的经济效益的风险。

表9 截至2023年末公司主要在建项目情况

项目	计划总投资	已投资（亿元）
摩洛哥一期项目	2.967（亿美元）	3.52
摩洛哥二期项目	1.931（亿美元）	-
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）	0.18

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

六、财务分析

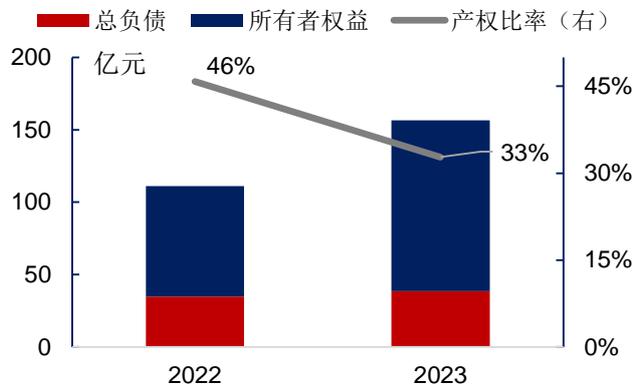
财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司纳入合并报表范围内的子公司新增一家森麒麟轮胎（摩洛哥）公司。截至2023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。

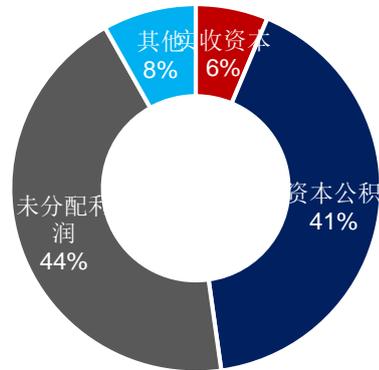
资本实力与资产质量

随着2023年完成向特定对象发行股票和经营利润积累，公司资本实力进一步提升，现金类资产规模大幅增长，资产流动性整体有所提升

从资本结构来看，受益于公司完成向特定对象发行股票以及利润的累积，2023年末公司所有者权益大幅上升至117.86亿元，较上年末增长54.60%，其中未分配利润和资本公积为净资产主要构成。相较于净资产的增长，同期公司负债规模增幅较小。受上述因素影响，公司产权比率由上年末的46%进一步降至33%，净资产对负债的保障程度上升。整体而言，2023年公司资本实力进一步提升。

图7 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图8 2023年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产规模继续上升至156.50亿元。从资产构成来看，随着公司现金类资产规模大幅增加，流动资产占比明显提升，2023年末占比为55.68%，公司非流动资产仍以生产经营性的厂房、设备等资产为主。

2023年末公司货币资金主要为银行存款38.28亿元，同比大幅增长，主要系公司向特定对象发行股票，募集资金规模较大，其他货币资金主要为信用证保证金，占比较小。2023年末公司固定资产为55.70亿元，主要由生产经营性的机器设备、房屋建筑物和土地等构成，本期末计提减值。2023年末公司在建工程规模下降至4.31亿元，主要系本期债券募投项目以及年产8万条航空轮胎（含5万条翻新轮胎）项目均已完工投产并转入固定资产所致。公司作为制造型企业，生产具有连续性，存货以原材料、在产品 and 库存商品为主。2023年末公司应收账款净值11.38亿元，从账龄来看，一年以内的款项账面余额占比为95.70%，账龄结构尚可。截至2023年末应收账款已计提坏账准备0.88亿元，其中按单项全额计提的坏账准备尚余0.38亿元，该部分主要系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。截至2023年末，公司其他流动资产主要系定期存单及利息。公司其他非流动资产主要为设备购置款。

截至2023年末，公司受限资产包括货币资金0.66亿元、应收票据0.15亿元和固定资产11.20亿元，合计占总资产的比重较低。

整体来看，2023年末公司资本实力继续增强，货币资金及固定资产等主要资产受限比例较低，资产流动性整体有所提升。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	38.94	24.88%	19.89	17.89%
应收账款	11.38	7.27%	8.78	7.90%

存货	14.70	9.39%	17.37	15.62%
其他流动资产	18.20	11.63%	0.29	0.26%
流动资产合计	87.14	55.68%	48.31	43.46%
固定资产	55.70	35.59%	49.56	44.59%
在建工程	4.31	2.75%	5.04	4.53%
其他非流动资产	6.79	4.34%	5.47	4.92%
非流动资产合计	69.35	44.32%	62.84	56.54%
资产总计	156.50	100.00%	111.16	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 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，主要原材料采购价格下降缓解了成本端压力，盈利表现整体提升

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，受益于泰国二期项目的大规模投产，2023年公司实现营业收入78.42亿元，同比增长24.63%；2023年公司主要原材料价格有所下降，使得销售毛利率同比上升4.71个百分点至25.21%。

2023年公司实现归属于上市公司股东的净利润13.69亿元，较上年度增长70.88%。在营业收入和业务毛利率增长的综合作用下，公司盈利能力指标表现提升，2023年公司EBITDA利润率及总资产回报率分别为24.57%及11.65%，分别提升4.50及2.93个百分点。

综合来看，2023年公司收入仍保持稳步增长，主要原材料采购价格下滑缓解了公司的成本压力，公司利润水平及盈利能力均提升。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 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，未来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

公司总债务规模变动不大，2023年末为21.93亿元，占总负债的比重为56.75%，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，2023年末占总负债的比重增至24.07%，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、预提的销售折扣等费用。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	2.12	5.48%	1.91	5.47%
应付账款	9.30	24.07%	7.08	20.27%
其他应付款	2.93	7.57%	2.56	7.34%
一年内到期的非流动负债	0.15	0.38%	0.14	0.39%
流动负债合计	17.61	45.58%	14.35	41.11%
应付债券	19.62	50.79%	18.87	54.04%
非流动负债合计	21.03	54.42%	20.56	58.89%
负债合计	38.64	100.00%	34.92	100.00%
总债务合计	21.93	56.75%	21.06	60.32%
其中：短期债务	2.26	5.86%	2.05	5.86%
长期债务	19.66	50.89%	19.02	54.46%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流方面，2023年公司现金生成能力表现较好，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，二者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。

受益于公司向特定对象非公开发行股票以及利润积累，2023年公司资产负债率、总债务/总资本均有所下降。2023年公司现金类资产的增加使得公司净债务规模为负，净债务/EBITDA及FFO/净债务等指标表现较好。2023年公司EBITDA随盈利能力提升而大幅增长，EBITDA对利息的保障倍数上升。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

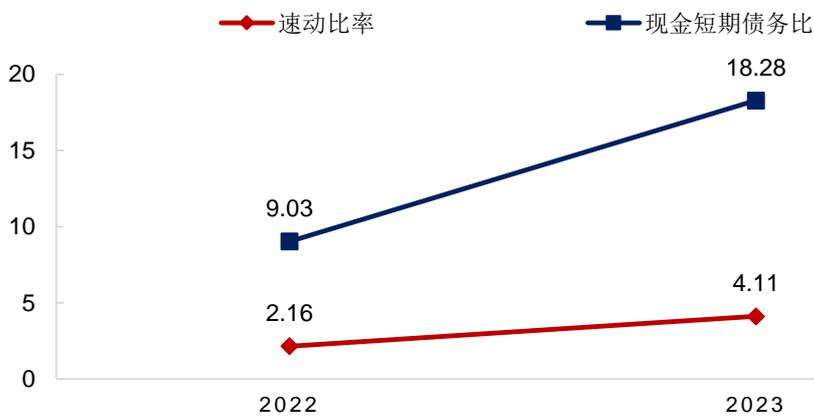
指标名称	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	23.67	10.28
FFO（亿元）	18.15	11.62
资产负债率	24.69%	31.41%
净债务/EBITDA	-0.90	0.34
EBITDA 利息保障倍数	21.79	14.13

总债务/总资本	15.69%	21.65%
FFO/净债务	-104.54%	268.28%
经营活动现金流/净债务	-136.32%	237.44%
自由活动现金流/净债务	-70.57%	-5.52%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务、经营活动现金流/净债务、自由活动现金流/净债务指标均为负，系公司净债务为负值
 资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

流动性方面，2023年末公司现金短期债务比上升至18.28；公司流动资产随货币资金大幅增长，致使公司速动比率上升至4.11。且公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，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较好。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 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、社会因素

环境方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。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，因任期届满徐文英女士、宋希亮先生不再担任公司独立董事，公司选举丁乃秀女士、谢东明先生为独立董事，选举许华山女士为董事；高级管理人员方面，公司聘请 Philippe OBERTI 担任公

司副总经理（曾任法国米其林全球轮胎配套和替换部门高级设计专家；米其林亚洲研发中心轮胎配套高级技术经理；佳通轮胎印尼公司执行副总裁兼研发中心负责人；韩泰轮胎研发副总裁），聘任许华山女士为财务总监，2024年常慧敏先生因个人原因申请辞去公司副总经理的职务。整体来看，跟踪期内公司董事、监事、高级管理人员未发生重大变化，公司核心团队成员整体较为稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年3月1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2021年1月1日至查询日（2024年3月26日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

2023年受终端需求偏好转变及汽车产销量、出口量拉动，我国轮胎生产及出口量均出现较大幅度增长。公司作为国内知名的轮胎制造企业，近年来持续推进海外生产基地建设，轮胎产能仍有进一步增长空间，随着泰国二期项目产能大规模投放，同时海外需求表现良好，2023年公司轮胎产销量大幅提升，带动业绩稳步增长，2023年完成向特定对象非公开发行股票9,430.78万股，募集资金28.00亿元，资本实力亦明显增强。此外，2024年1月美国商务部反倾销复审仲裁结果公布，公司泰国生产基地适用税率大幅降低。

但我们也注意到，公司收入主要来源于海外市场，面临贸易摩擦和海外市场环境变化等外部经营风险。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。公司海外在建产能项目尚需投资规模较大，若海外轮胎市场需求下滑、市场开拓受阻或者贸易政策出现不利变化，公司新增产能是否可以被及时顺利消化具有不确定性，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。

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。

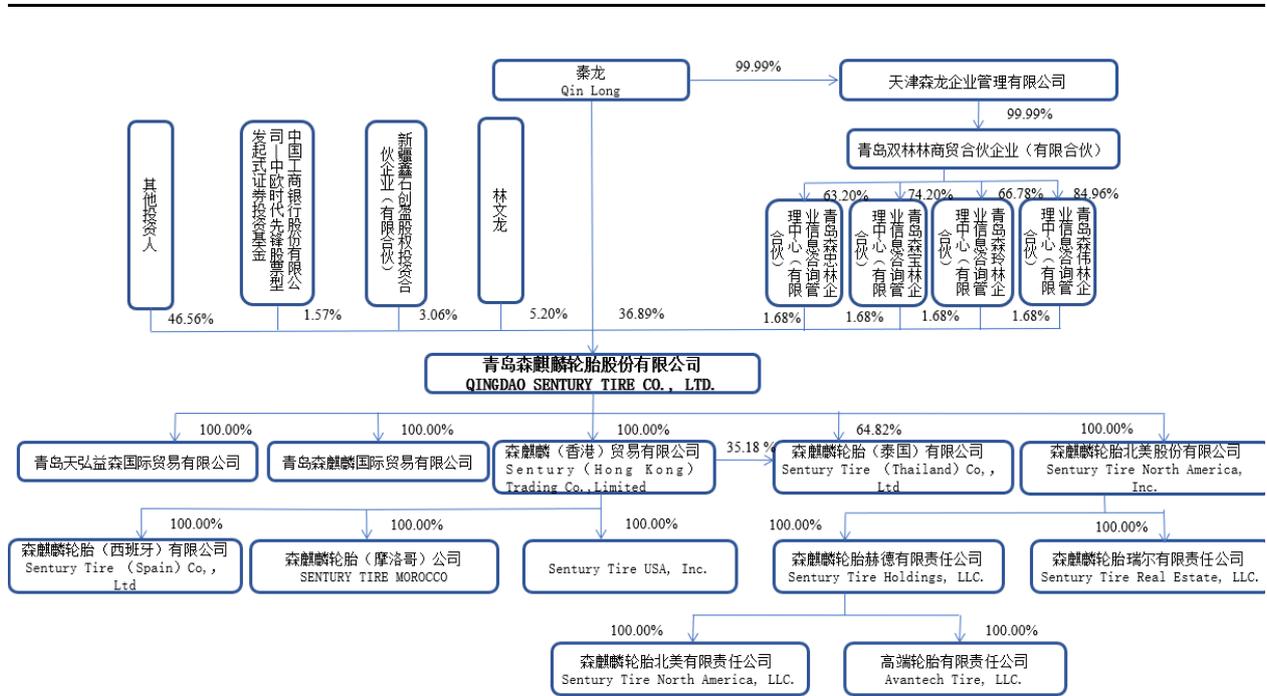
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	38.94	19.89	15.44
应收账款	11.38	8.78	6.32
存货	14.70	17.37	13.54
其他流动资产	18.20	0.29	0.75
流动资产合计	87.14	48.31	50.24
固定资产	55.70	49.56	30.40
在建工程	4.31	5.04	19.22
其他非流动资产	6.79	5.47	1.86
非流动资产合计	69.35	62.84	53.71
资产总计	156.50	111.16	103.95
短期借款	0.00	0.00	0.62
应付票据	2.12	1.91	2.82
应付账款	9.30	7.08	6.96
应付职工薪酬	1.27	1.31	0.92
其他应付款	2.93	2.56	2.12
一年内到期的非流动负债	0.15	0.14	0.39
流动负债合计	17.61	14.35	14.32
长期借款	0.00	0.00	3.96
应付债券	19.62	18.87	18.10
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	21.03	20.56	23.17
负债合计	38.64	34.92	37.49
总债务合计	21.93	21.06	26.14
其中：短期债务	2.26	2.05	3.83
所有者权益	117.86	76.24	66.46
营业收入	78.42	62.92	51.77
营业利润	14.71	8.65	7.28
净利润	13.69	8.01	7.53
经营活动产生的现金流量净额	23.67	10.28	8.32
投资活动产生的现金流量净额	-30.17	-9.61	-13.55
筹资活动产生的现金流量净额	26.60	-6.96	18.64
财务指标	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	19.27	12.63	11.78
FFO（亿元）	18.15	11.62	11.03
净债务（亿元）	-17.36	4.33	1.41
销售毛利率	25.21%	20.50%	23.33%

EBITDA 利润率	24.57%	20.07%	22.76%
总资产回报率	11.65%	8.72%	8.93%
资产负债率	24.69%	31.41%	36.06%
净债务/EBITDA	-0.90	0.34	0.12
EBITDA 利息保障倍数	21.79	14.13	32.94
总债务/总资本	15.69%	21.65%	28.23%
FFO/净债务	-104.54%	268.28%	783.28%
经营活动现金流/净债务	-136.32%	237.44%	590.38%
自由活动现金流/净债务	-70.57%	-5.52%	-451.44%
速动比率	4.11	2.16	2.56
现金短期债务比	18.28	9.03	6.79

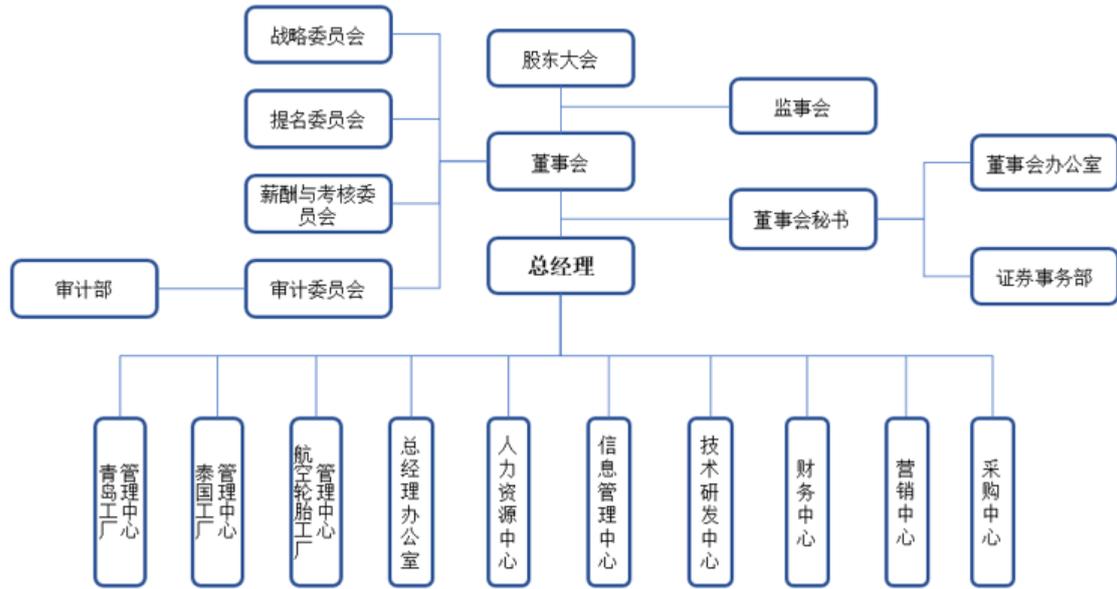
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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	100.00%	子午线轮胎的生产和销售

资料来源：公司 2023 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。