



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2022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.

技术领先，服务全球，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 2022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

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“麒麟转债”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：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，公司轮胎产销率较高，销售收入保持增长，现金生成能力较强；同时中证鹏元也关注到，公司外部经营风险上升，在建及拟建项目存在较大的资金支出，面临一定的原材料价格波动风险等风险因素。

未来展望

- 公司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。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年03月31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

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	103.95	77.37	64.06
归母所有者权益	66.46	55.50	36.10
总债务	25.90	10.18	20.22
营业收入	51.77	47.05	45.79
EBITDA 利息保障倍数	32.94	22.13	11.67
净利润	7.53	9.81	7.41
经营活动现金流净额	8.32	16.81	15.94
销售毛利率	23.33%	33.80%	32.17%
EBITDA 利润率	22.76%	33.83%	31.23%
总资产回报率	8.93%	15.29%	13.93%
资产负债率	36.06%	28.27%	43.65%
净债务/EBITDA	-0.11	-0.41	0.85
总债务/总资本	28.04%	15.49%	35.90%
FFO/净债务	-853.07%	-231.84%	99.61%
速动比率	2.56	1.53	1.13
现金短期债务比	7.42	3.13	1.29

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020-2021 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，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。**公司为行业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创新与研发，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。
- **公司轮胎产品销量增加，销售收入保持增长。**2021年公司轮胎销量同比增长5.65%，产销率较高，销售情况较好，带动公司整体销售收入保持增长。
- **公司现金生成能力较强。**公司营运资本管理能力尚可，2021年公司FFO为10.88亿元，现金生成能力仍较强；同期公司经营活动净现金流为8.32亿元，呈净流入状态。

关注

- **公司收入主要来源于海外市场，面临的外部经营风险上升。**公司核心销售领域为境外替换市场，2021年公司海外销售占比仍较高，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。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。**近年原材料占公司主营业务成本的比重均超过60%，2021年公司主要原材料价格均出现上涨，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，2021年公司毛利率同比下降明显，导致整体盈利水平有所下滑，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。**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31.84亿元，截至2021年末累计已投资21.30亿元，同时拟建项目投资规模亦较大，未来存在较大资金支出。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	2	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	7
	经营规模	5		EBITDA利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	5		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa



调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

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	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	2021-03-02	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11日发行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。截至2021年12月31日，“麒麟转债”募集资金专项账户余额为78,281.82万元（期末余额含尚未到期的进行暂时闲置募集资金现金管理的余额45,000万元）。

三、发行主体概况

截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为64,966.89万元，控股股东及实际控制人仍为秦龙先生，持股比例为41.99%。截至2021年末，公司前十大股东持股情况见表1。截至2021年末，公司控股股东秦龙持有的股份质押数量为84,457,000股，占其持股总数的30.96%；第二大股东林文龙持有的股份质押数量为10,350,000股，占其持股总数的27.62%。

跟踪期内公司纳入合并范围的一级子公司无变化，截至2021年末仍为5家，详见附录四。

表1 截至 2021 年末公司前十大股东持股情况（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	林文龙	37,476,900	5.77%
3	新疆鑫石创盈股权投资合伙企业(有限合伙)	29,456,730	4.53%
4	厦门象晟投资合伙企业(有限合伙)	14,620,680	2.25%
5	青岛森忠林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.92%
6	青岛森伟林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.92%
7	青岛森玲林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.92%
8	青岛森宝林企业信息咨询管理中心(有限合伙)	12,500,000	1.92%
9	珠海温氏安赐产业并购股权投资基金企业(有限合伙)	12,221,114	1.88%
10	宁波梅山保税港区森润股权投资合伙企业(有限合伙)	10,873,010	1.67%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

国内汽车市场呈现复苏，未来新能源汽车行业的发展将带动上游相关零部件行业

随着国内疫情得到有效控制，汽车消费需求回暖。2021年上半年我国汽车单月销量持续减少，主要原因在于芯片供给短缺；下半年单月销量企稳回升，全年累计销量 278.59 万辆，同比增长 3.80%，增速转正，消费需求开始回暖。

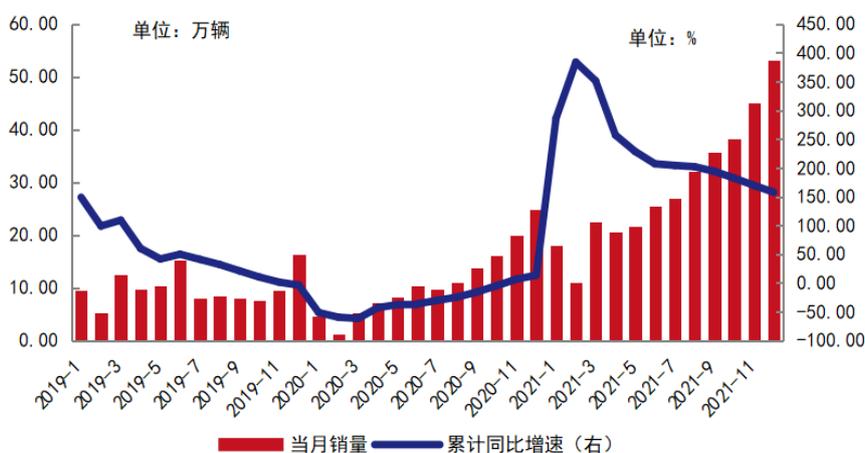
图 1 2021 年我国汽车销量同比增长 3.8%



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

2021 年，我国新能源汽车实现爆发式增长，全年实现销量 352.05 万辆，同比增长 157.48%。按照全年汽车销量 2,624.83 万辆计算，渗透率已达 13.41%，相比 2020 年提升 8 个百分点。根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，到 2025 年，新能源汽车渗透率目标为 20%，到 2030 年，渗透率目标为 40%。随着国内芯片短缺情况改善，充电基础设施保障能力提升，叠加市场对于补贴退坡的担忧，预计 2022 年，国内新能源汽车将持续增长态势，并将带动上游相关零部件行业。

图 2 2021 年我国新能源汽车实现爆发式增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内汽车消费需求回暖，且海外零部件企业持续受疫情与短期事件冲击，2021 年我国汽车零部件

行业主营业务收入增速出现明显回升

近年随着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。汽车零部件行业整体低迷。但2021年随着国内疫情得到有效控制，汽车消费需求回暖以及汽车“新三化”推进带动汽车零部件需求量提升。此外，海外零部件企业持续受疫情与短期事件冲击，为中国零部件企业加速全球化创造机遇。受上述因素综合影响，2021年1-11月，中国汽车零部件行业主营业务收入同比增长10.41%，收入增速明显回升。

图3 2021年1-11月汽车零部件行业主营业务收入同比增长10.41%



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

随着下游汽车产销好转，轮胎市场需求恢复，出口继续保持快速增长；需关注原材料价格波动对轮胎企业成本控制的影响及国际贸易摩擦风险

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。2021年以来橡胶轮胎出口量继续保持快速增长，单月出口均在50万吨以上，2021年全年累计出口数量达到729万吨，同比增长16.2%，出口增速较快。

图 4 2021 年以来橡胶轮胎出口量同比大幅提升（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%，2021年我国汽车保有量迈过3亿辆大关，截至年末达到3.02亿辆，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。

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。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，两者价格有一定联动性。作为大宗商品，天然橡胶价格呈震荡态势，期货结算价（活跃合约）由2020年3月的9,460元/吨上涨至2021年4月的16,935元/吨，涨幅达到79%，2021年下半年以来天然橡胶价格较高位有所回落，但波动仍较大。此外，橡胶助剂、炭黑、帘布（线）等原材料价格近年来也变动频繁。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 5 2019 年以来天然橡胶价格波动情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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，未来市场结构调整将成为主要方向。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，2021年全国橡胶轮胎外胎产量为8.99亿条，同比增长10.8%，但较历史高点已显著回落，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。截至目前，A股市场共有9家轮胎行业上市公司，其中有5家来自山东（分别为玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、森麒麟和青岛双星）。山东省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。

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，虽然近年来中国轮胎企业开启海外建厂的步伐，以进一步规避上述影响，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

公司的核心业务为子午线轮胎和航空轮胎的研发、生产、销售。2021年公司实现营业收入51.77亿元，同比增长10.03%，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，2021年公司销售毛利率为23.33%，其中轮胎业务毛利率为23.24%，同比下降10.53个百分点，主要系公司原材料、运杂费及仓储成本大幅上升所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
轮胎	51.71	23.24%	47.03	33.77%
其他业务收入	0.06	99.49%	0.03	91.37%
合计	51.77	23.33%	47.05	33.80%

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告

公司系国内知名的轮胎制造企业，2021年在全球化布局、技术研发等方面持续提升实力

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。

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。2021年，公司产品自主研发创新能力持续提升，公司新增专利13项，其中发明专利2项，实用新型专利8项、外观设计专利3项，截至2021年末，公司累计获得专利89项，其中发明专利12项、实用新型专利27项、外观设计专利50项。

表3 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年
研发费用	10,879.22	8,906.18
研发费用占营业收入比例	2.10%	1.89%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

全球化布局方面，公司于2022年1月4日召开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，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”建设。

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，但仍面临一定的国际贸易摩擦风险

2021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。

2021年公司轮胎产销率94.65%，虽然较上年略有下降，但仍保持较高水平。分区域来看，公司近年来销售仍主要集中在海外，2021年销售占比为87.43%。内销方面，2021年公司内销收入合计6.50亿元，同比提高较为明显。

表4 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	比例	金额	比例
外销	452,115.01	87.43%	438,893.29	93.33%
内销	64,996.18	12.57%	31,366.50	6.67%
合计	517,111.20	100.00%	470,259.79	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。

2021年，公司对前五大客户的合计销售收入为23.18亿元，占年度销售总额的比重分别为44.76%。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销售占比均超过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

司下游部分民营整车厂商因经营困难产生坏账，截至2021年末公司应收账款计提坏账准备0.99亿元，占期末账面余额的比重为13.61%，其中0.64亿元因回款困难全额计提坏账，需关注公司应收账款的坏账风险。

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
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
2020年	1	客户1	67,956.25	14.45%
	2	客户2	42,995.73	9.14%
	3	客户3	35,846.29	7.62%
	4	客户4	35,817.07	7.62%
	5	客户5	22,581.48	4.80%
			合计	205,196.82

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。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。2021年5月25日，美国商务部和美国国际贸易委员会公布了对泰国乘用车和轻卡车轮胎的反倾销调查终裁结果，公司参照其他在泰国地区的轮胎企业实行17.08%的税率，此次反倾销调查加征的关税最终将由购销相关各个环节共同承担，虽然公司将通过进一步降低成本以及产量销量增长带来的增量利润抵消美国对泰国反倾销带来的负面影响，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。

公司采取智能制造模式组织生产，2021年公司产能利用率较为饱和，随着本期债券募投项目建成并投产，未来公司产能仍有提升空间，但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。截至2021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。

2021年，公司轮胎总产量为2,244.05万条，产能利用率分别为102.00%，随着青岛工厂在二厂成功完成技术改造，公司轮胎产量同比增长11.30%。随着本期债券募投项目建成并投入运营，以及西班牙工厂的建设启动，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6 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万条）

项目		2021	2020年
设计产能	青岛	1,200.00	1,200.00
	泰国	1,000.00	1,000.00
产量		2,244.05	2,016.26
销量		2,124.08	2,010.56
产能利用率		102.00%	91.65%
产销率		94.65%	99.72%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2021年末累计已投资21.30亿元，预计2022年可建成投产；此外2022年1月，公司召开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，其中自有资金4.23亿欧元，约占总投资的81%；银行贷款1亿欧元，约占总投资的19%，均是长期建设项目贷款，项目投资规模较大，未来随着在建、拟建项目的持续投入，公司仍存在较大资金支出。

表7 截至2021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	21.30
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）	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司主营业务成本中原材料占比较高，2021年主要原材料价格均出现上涨，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。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	272,871.00	68.75%	204,511.98	65.66%
人工成本	13,271.56	3.34%	13,034.89	4.18%
燃料和动力	22,278.77	5.61%	19,918.98	6.40%
制造费用	58,997.38	14.86%	61,800.29	19.84%
运杂费、仓储成本	29,502.99	7.44%	12,207.16	3.92%
合计	396,921.70	100%	311,473.31	100.00%

资料来源：公司提供，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，2021年占公司主营业务成本的比重为68.75%，近年来占比较为稳定，主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，受大宗商品价格大幅上涨影响，主要原材料价格均出现不同程度的上涨。其中天然橡胶、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9 公司主要原材料采购均价（单位：元/千克）

类别	2021年	2020年
天然橡胶	10.35	9.47
合成橡胶	10.20	7.62
钢丝	8.59	7.79
帘布（线）类	25.41	18.51
炭黑	6.65	4.76

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年，公司对前五大供应商采购金额82,959.95万元，合计占采购总额的比重为29.48%，供应商采购集中度不高。

表10 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
2021年	1	供应商 1	23,332.11	8.29%
	2	供应商 2	20,427.78	7.26%
	3	供应商 3	16,459.98	5.85%
	4	供应商 4	12,438.03	4.42%
	5	供应商 5	10,302.05	3.66%
			合计	82,959.95
2020年	1	供应商 1	20,104.88	10.44%
	2	供应商 2	19,294.51	10.02%
	3	供应商 3	11,813.89	6.14%
	4	供应商 4	11,538.19	5.99%
	5	供应商 5	8,674.23	4.51%
			合计	71,425.70

资料来源：公司提供，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2020年及2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司纳入合并报表范围的一级子公司未发生变化，截至2021年末仍为5家。

资产结构与质量

公司资产规模有所上升，其中现金类资产较为充裕，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

随着本期债券的成功发行，2021年公司资产规模继续上升，年末为103.95亿元，较上年末增长34.35%。从资产构成来看，公司流动资产占比有所上升，2021年末为48.33%，公司资产中货币资金、存货、固定资产和在建工程占比较大。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.44	14.86%	16.20	20.94%
交易性金融资产	13.01	12.51%	1.51	1.95%
应收账款	6.32	6.08%	4.62	5.97%
存货	13.54	13.02%	7.94	10.26%
流动资产合计	50.24	48.33%	32.57	42.10%
固定资产	30.40	29.25%	32.85	42.46%
在建工程	19.22	18.49%	2.78	3.59%
其他非流动资产	1.86	1.79%	7.45	9.62%
非流动资产合计	53.71	51.67%	44.80	57.90%
资产总计	103.95	100.00%	77.37	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司现金类资产显著上升，主要系本期债券发行所致，其中货币资金占总资产的比重为14.86%，主要包括银行存款9.09亿元，其他货币资金6.35亿元，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和借款保证金，受限资金仍有一定比例。2021年末，公司交易性金融资产规模大幅增加，主要系以暂时闲置资金购买的尚未到期的银行理财产品所致。2021年末公司应收账款账面余额为7.32亿元（其中计提坏账准备1.00亿元，账面净值6.32亿元），坏账准备占期末账面余额的比重为13.66%，其中0.64亿元为按单项全额计提，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，公司对该部分账款全额计提坏账准备所致，仍需关注公司应收账款的坏账风险。截至2021年末，公司存货账面价值为13.54亿元，占总资产的比重为13.02%，主要由原材料和库存商品构成，年末存货跌价准备余额0.11亿元。2021年存货大幅增长，系销售量增加及海运周期加长公司增加备货量所致。

截至2021年末，公司固定资产为30.40亿元，主要由机器设备、房屋建筑物和土地等构成，其中受限规模13.20亿元，主要用于融资抵押。截至2021年末，公司在建工程为19.22亿元，主要由本期债券募投项目、研发中心升级项目等构成，2021年公司对本期债券募投项目新增投入较大。截至2021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17.14亿元，主要用于融资抵押，占总资产的比重为16.49%。

整体来看，随着本期债券的发行，公司现金类资产显著增加，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。

盈利能力

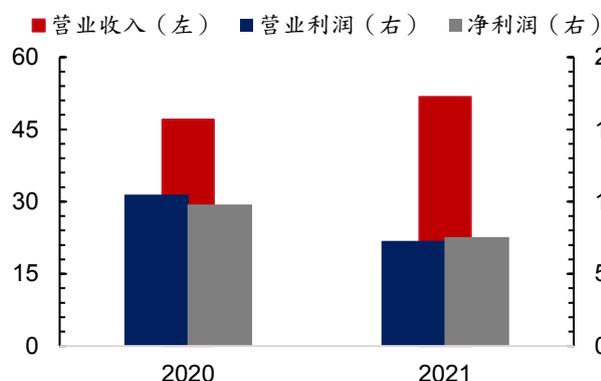
公司营业收入稳步增长，但受原材料、海运费价格上涨等因素影响，整体盈利能力有所下降

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，2021年公司实现营业收入51.77亿元，同比增长10.03%；受原材料、海运费价格大幅上涨带来的成本压力，2021年公司销售毛利率为23.33%，同比下降10.47个百分点；实现营业利润7.28亿元，同比下降30.55%。

2021年公司营业利润下滑明显，主要原因系大宗商品价格及海运费价格大幅上涨，导致公司原材料及运杂费、仓储成本增幅较大，其中原材料成本上升33.43%，运杂费、仓储成本上升幅度达141.69%。此外，美国对泰国原产地轿车胎加征反倾销税，给公司带来了较大成本压力，受累于上述成本上升原因，公司盈利能力指标亦显著下滑，2021年公司EBITDA利润率、总资产回报率分别为22.76%及8.93%，同比分别下降11.07及6.36个百分点。

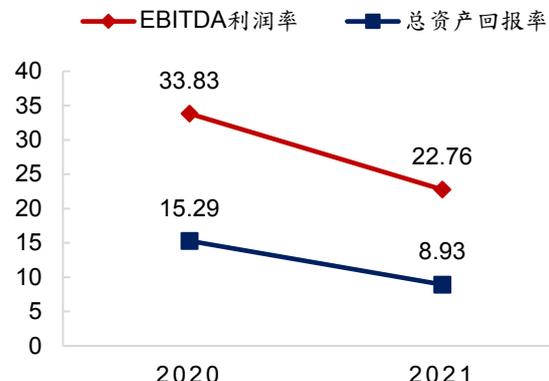
综合来看，2021年公司收入仍保持稳步增长，受原材料、海运费价格大幅上涨带来的成本压力，尽管公司全线产品在2021年进行了多轮涨价，亦未能完全抵消成本大幅上升对利润产生的负面影响，导致公司利润水平及盈利能力均有所下降，后续仍需关注公司面临的原材料价格波动风险。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

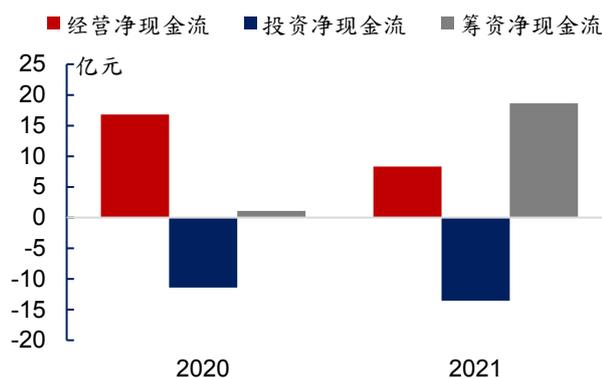
公司现金生成能力较强，经营活动现金流仍保持净流入，在建及拟建项目存在较大资金支出

公司现金生成能力仍较强，2021年FFO为10.88亿元，但由于公司利润的下滑，FFO、EBITDA水平均下降，2021年公司经营活动现金仍保持净流入8.32亿元，但净流入规模同比有所降低。

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，2021年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为14.67亿元，当年公司投资活动现金表现为净流出13.55亿元，流出规模有所扩大。本期债券募投项目计划总投资规模为31.84亿元，截至2021年末，已累计投资21.30亿元，且拟建项目投资规模也较大，未来存在较大资金支出。

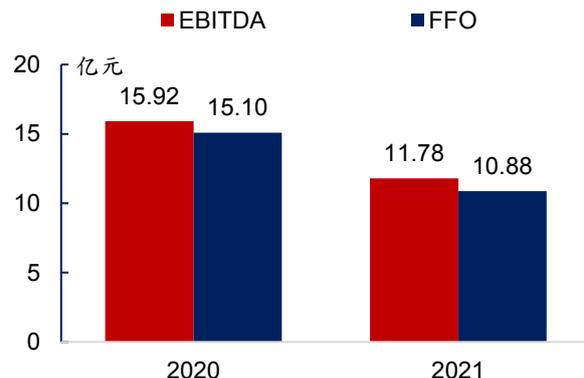
2021年公司筹资活动产生的现金流量净额为18.64亿元，同比大幅增加，主要系发行本期债券所致。

图 8 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况

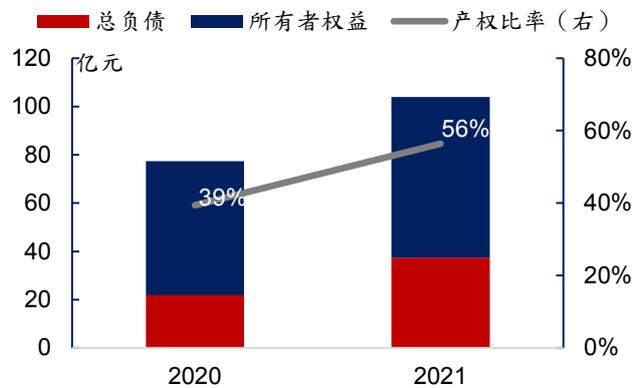


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

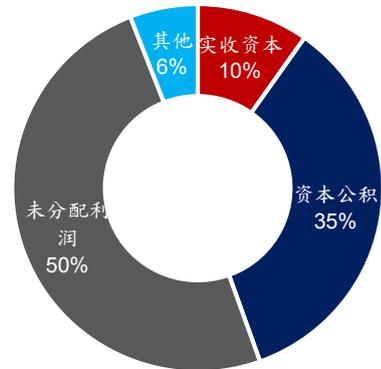
资本结构与偿债能力

本期债券发行后，公司债务水平有所上升，偿债压力有所加大

得益于公司持续经营的积累，截至2021年末公司所有者权益增至66.46亿元，较上年末增长19.75%；同期，由于本期债券发行成功，公司负债规模亦显著增加，截至2021年末为37.49亿元，较上年末增长71.42%。受上述因素影响，公司产权比率有所上升，由上年末的39%上升至56%，所有者权益对负债的保障程度下降。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 11 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年随着本期债券的发行，公司负债结构转变为以非流动负债为主，截至2021年末非流动负债占比为61.80%。截至2021年末，公司短期借款为0.62亿元，主要是保证借款；公司应付票据为2.82亿元，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，2021年末占总负债的比重为18.57%，主要为应付的原材料采购款项。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款及相应利息，截至2021年末金额为0.39亿元。

截至2021年末公司长期借款为3.96亿元，主要以保证借款为主。截至2021年末，公司应付债券18.10亿元，为本期债券。2021年末公司预计负债金额为0.10亿元，其中诉讼补充赔偿22.95万元，金额较上年末下降，系公司就保理合同纠纷事项，按照终审判决结果，冲销了涉及的补充赔偿责任所计提预计负债0.42亿元。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

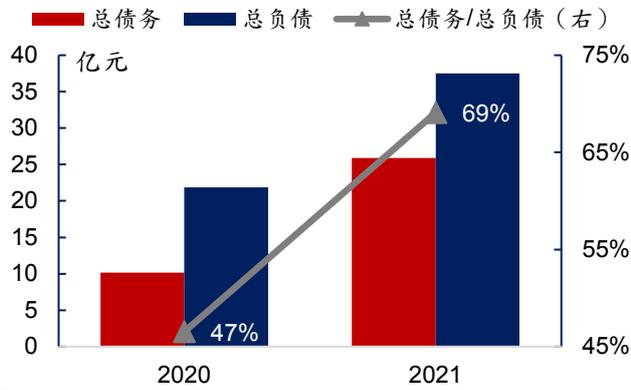
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.62	1.66%	1.66	7.59%
应付票据	2.82	7.52%	2.38	10.90%
应付账款	6.96	18.57%	5.80	26.54%
一年内到期的非流动负债	0.39	1.05%	1.62	7.39%
流动负债合计	14.32	38.20%	16.10	73.61%
长期借款	3.96	10.57%	4.52	20.65%
应付债券	18.10	48.29%	0.00	0.00%
预计负债	0.10	0.26%	0.47	2.17%
非流动负债合计	23.17	61.80%	5.77	26.39%
负债合计	37.49	100.00%	21.87	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年本期债券发行后，公司总债务规模显著上升，截至2021年末为25.90亿元，占总负债的比重

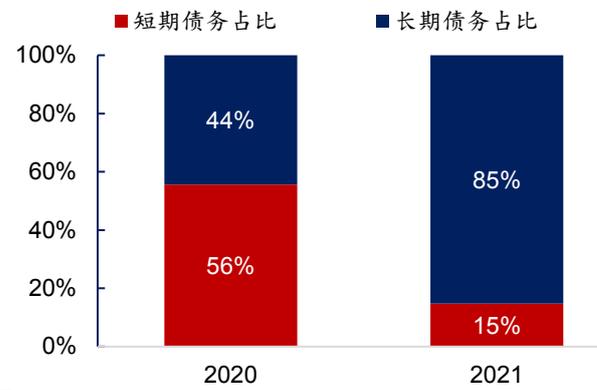
为69.09%，其中短期债务占比为15%。虽然公司短期债务占比显著降低，但考虑到公司总债务规模显著上升，债务压力有所加大。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

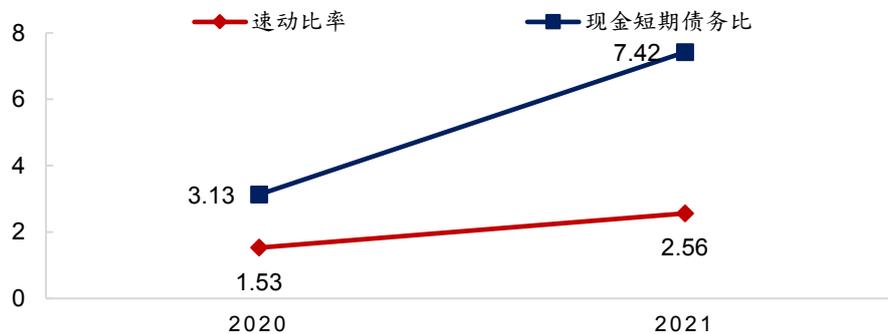
从偿债指标来看，2021年末公司资产负债率为36.06%，虽然由于债务规模的扩大而有所上升，但仍处于较低水平。2021年公司EBITDA规模下降，但EBITDA利息保障倍数表现仍较好，但我们也关注到，由于原材料等成本因素的不确定性，后续公司利润及EBITDA仍存在波动的可能，且叠加本期债券开始计息，公司EBITDA利息保障倍数存在波动的可能，总体来看公司债务压力有所上升。

表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	36.06%	28.27%
净债务/EBITDA	-0.11	-0.41
EBITDA 利息保障倍数	32.94	22.13
总债务/总资本	28.04%	15.49%
FFO/净债务	-853.07%	-231.84%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司现金类资产有所增加，流动负债规模有所下降，2021年末公司速动比率为2.56，有所提高，现金短期债务比上升至7.42，考虑到公司现金类资产中存在部分拟用于募投项目的暂时闲置资金，后续随着本期债券募投项目的投入，预计公司现金短期债务比将有所下降。但总体来看短期偿债指标表现较好，短期偿付压力不大。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

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（2022年2月8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；公司各项公开发行的债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

2021年8月，公司陆续接到青岛市中级人民法院及青岛市即墨区人民法院的传票，即墨市七级建筑工程有限公司将其与本公司相关建设工程项目，分为五个独立案件提起诉讼，五个案件诉讼请求总金额为74,050,094.09元。该系列案件系因双方对工程量、已付工程款、工程质量等有争议而引起的建设工程施工合同纠纷。目前，公司已聘请律师积极应诉，案件正在审理过程中。

八、抗风险能力分析

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。近年营业收入保持增长，公司经营净现金流持续保持净流入。

但我们也注意到，公司收入主要来源于海外市场，面临的外部经营风险上升。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，且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。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。

综合看，公司抗风险能力较强，但未来发展存在不利影响因素。

九、结论

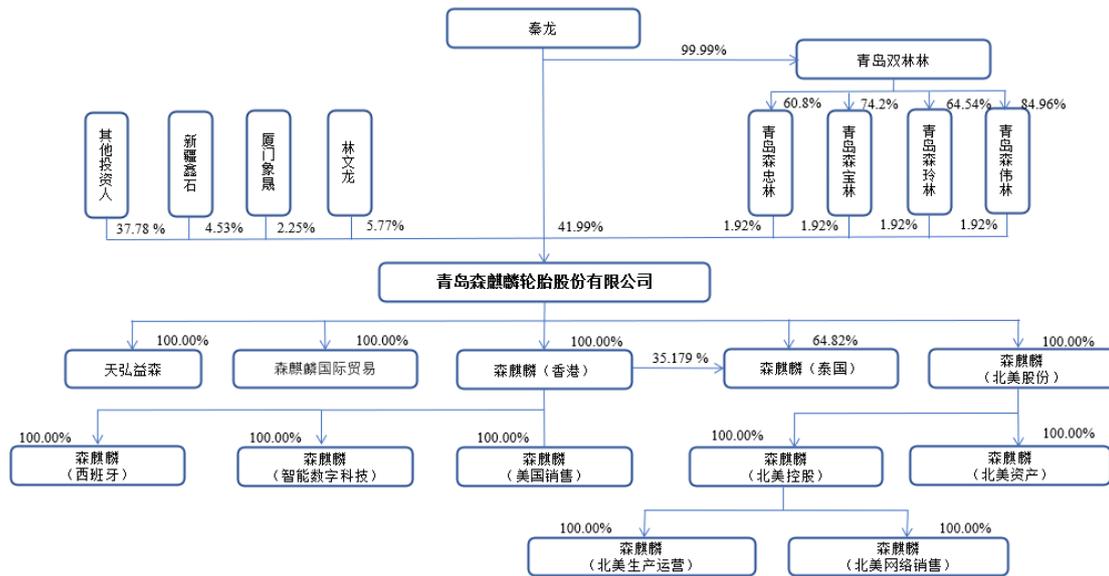
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	15.44	16.20	9.05
交易性金融资产	13.01	1.51	0.00
存货	13.54	7.94	7.90
流动资产合计	50.24	32.57	23.67
固定资产	30.40	32.85	34.68
在建工程	19.22	2.78	0.57
非流动资产合计	53.71	44.80	40.39
资产总计	103.95	77.37	64.06
短期借款	0.62	1.66	1.06
应付账款	6.96	5.80	4.97
一年内到期的非流动负债	0.39	1.62	4.02
流动负债合计	14.32	16.10	13.97
长期借款	3.96	4.52	13.07
应付债券	18.10	0.00	0.00
非流动负债合计	23.17	5.77	13.99
负债合计	37.49	21.87	27.96
总债务	25.90	10.18	20.22
归属于母公司的所有者权益	66.46	55.50	36.10
营业收入	51.77	47.05	45.79
净利润	7.53	9.81	7.41
经营活动产生的现金流量净额	8.32	16.81	15.94
投资活动产生的现金流量净额	-13.55	-11.41	-4.90
筹资活动产生的现金流量净额	18.64	1.06	-7.34
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	23.33%	33.80%	32.17%
EBITDA 利润率	22.76%	33.83%	31.23%
总资产回报率	8.93%	15.29%	13.93%
产权比率	56.41%	39.40%	77.45%
资产负债率	36.06%	28.27%	43.65%
净债务/EBITDA	-0.11	-0.41	0.85
EBITDA 利息保障倍数	32.94	22.13	11.67
总债务/总资本	28.04%	15.49%	35.90%
FFO/净债务	-853.07%	-231.84%	99.61%
速动比率	2.56	1.53	1.13
现金短期债务比	7.42	3.13	1.29

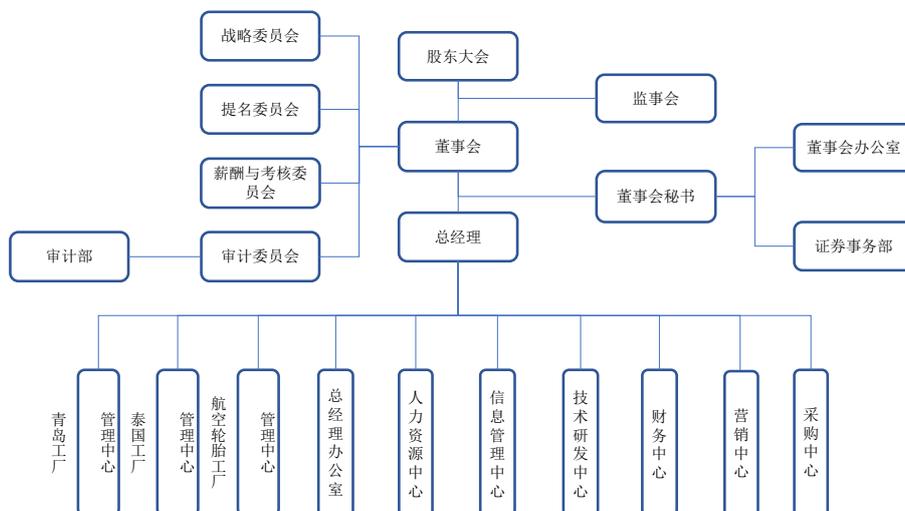
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 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	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 2021 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+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+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+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：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、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

三、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。

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。