



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪199号

## 青岛双星股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“青岛双星股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年六月八日

## 青岛双星股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)跟踪评级报告(2016)

发行主体	青岛双星股份有限公司		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2016/02/25-2019/02/25		
上次评级时间	2015/11/09		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

### 基本观点

跟踪期内,青岛双星股份有限公司(以下简称“青岛双星”或“公司”)环保搬迁转型升级绿色轮胎智能化示范基地项目推进顺利,产能规模逐步扩张,同时受益于原材料价格降幅大于产品价格降幅,营业毛利率逐年提升。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司受淘汰落后产能产品、环保搬迁和产品价格下跌的影响,公司收入规模持续下滑,以及面临的资本性支出压力、原材料价格波动风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

中诚信证评维持青岛双星主体信用级别为 **AA**,评级展望为稳定;维持“青岛双星股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”信用级别为 **AA**。

### 正面

- 在建项目推进顺利,产能规模将逐步扩张。公司环保搬迁转型升级绿色轮胎智能化示范基地项目推进顺利,截至 2016 年 5 月底项目(一期)已竣工,产能规模将逐步扩张。
- 研发技术实力较强。公司近年来不断加大研发投入力度,取得了多项具有自主知识产权的轮胎专利,其自主开发的超宽低断面载重子午胎、抗刺扎矿山轮胎、彩色轮胎和子午胎保压节能硫化等新技术均达到了国际先进水平,提高了产品质量及市场竞争力。
- 财务弹性较强。截至 2016 年 3 月末,公司商业银行合计授信额度 50.00 亿元,未使用额度 30.30 亿元。同时,公司作为上市公司,可有效利用资本市场获得资金支持,融资渠道较为顺畅。

### 概况数据

青岛双星	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	15.59	25.03	25.95	26.27
总资产(亿元)	49.01	50.51	59.05	70.57
总债务(亿元)	20.79	14.58	20.75	30.74
营业总收入(亿元)	52.72	39.78	29.94	10.81
营业毛利率(%)	9.63	14.08	19.49	16.46
EBITDA(亿元)	3.78	3.84	2.97	0.75
所有者权益收益率(%)	1.77	2.32	2.28	3.50
资产负债率(%)	68.19	50.45	56.06	62.78
总债务/EBITDA(X)	5.50	3.80	6.98	10.27
EBITDA 利息倍数(X)	4.01	4.40	3.93	4.81

注: 1、所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益;  
2、2016 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

### 分析师

徐晓东 [xdxu@ccxr.com.cn](mailto:xdxu@ccxr.com.cn)

周飞 [zfh@ccxr.com.cn](mailto:zfh@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2016 年 6 月 8 日

## 关 注

- 轮胎行业持续不景气。2015 年我国轮胎出口环境持续恶化，国内市场需求放缓，轮胎企业经营环境艰难，市场竞争激烈，行业持续不景气将负面影响公司未来经营发展。
- 收入规模持续下滑。因淘汰落后产能产品、环保搬迁以及原料价格下跌导致产品价格下降等因素的影响，2015 年公司实现营业总收入 29.94 亿元，同比下降 24.74%，业务收入持续下滑。
- 资本支出压力。公司环保搬迁转型升级绿色轮胎智能化示范基地项目总投资 35 亿元，截至 2016 年 3 月末已投资 11.85 亿元，计划 2017 年底全部竣工，后期将面临一定的资本性支出压力。
- 原料价格波动风险。橡胶价格变动对公司轮胎产品定价、成本控制和盈利均具有较大影响，天然橡胶和合成橡胶价格变动较为频繁，且影响因素较多，需关注原料价格波动对公司经营造成的不利影响。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

经中国证监会管理委员会“证监许可[2016]217号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币6亿元的公司债券，采用分期发行方式。2016年2月23日，公司发布《青岛双星股份有限公司2015年面向合格投资者公开发行公司债券跨年名称变更说明》公告，由于本次债券发行跨年度，按照公司债券命名惯例，征得主管部门同意，本次债券名称由“青岛双星股份有限公司2015年面向合格投资者公开发行公司债券”变更为“青岛双星股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”。公司于2016年2月25日公开发行了第一期公司债券，发行规模为5亿元，债券期限3年（即2016年2月25日至2019年2月25日），票面利率为3.90%。公司2016年第一期公司债券于2016年3月22日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“16双星01”，债券代码“112337”。本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后拟用于偿还银行贷款。

## 行业关注

### 2015年我国轮胎出口环境持续恶化，国内轮胎市场需求放缓，轮胎企业经营环境艰难，市场竞争激烈。

根据中国橡胶工业协会轮胎分会对42家会员单位统计，2015年42家会员单位轮胎产量3.35亿条，同比下降5.6%；实现销售收入1,376.3亿元，同比下降13.35%。中国轮胎行业产量与销售额呈现下降趋势，主要原因在于2015年国内汽车行业增速放缓影响了国内轮胎的需求，同时部分国家的贸易保护政策进一步对我国轮胎出口产生不利影响。

分产品来看，全钢胎和半钢胎的产量均呈现下降趋势。2015年42家会员单位全钢胎产量8,250万条，下降6.67%；因乘用车市场发展速度放缓且受到出口市场的贸易保护政策影响，42家会员单位半钢胎产量2.36亿条，下降4.52%；同时，市场对斜交胎的需求量在不断减少，目前主要在航空、工程以及农用胎领域应用相对较多，在乘用车领域应用范围已十分有限。2015年42家会员单位子午线

轮胎产量3.18亿条，子午化率90.17%，同比基本持平。

我国轮胎出口的主要市场是美国、欧盟及中东，受美国“双反”影响升级以及欧盟从2015年将我国从享受普惠制待遇的国家名单中剔除等因素影响，我国轮胎对国外传统市场的出口前景不容乐观。据海关总署数据显示，2015年我国出口新的充气橡胶轮胎44,451.39万条，同比下降6.58%；平均出口价格为31.15美元/条，下跌9.88%。

2015年受橡胶产品价格持续下行、美国发起“双反”调查、产能结构性过剩矛盾等因素影响，我国轮胎开工率有所下降，产品价格重心不断下移，导致轮胎行业利润率明显走低。据中国橡胶工业协会轮胎分会对会员企业统计，2015年半钢胎企业月均开工率约为70%，同比下降10%；全钢胎企业月均开工率约为65%，同比下降6%。中国橡胶工业协会轮胎分会统计的40家轮胎企业中，31家内资企业中有6家亏损，亏损金额达4.47亿元；9家外企企业有2家亏损，亏损额达1.35亿元，整体亏损面为20%。

总体来看，2015年我国轮胎行业结构性产能过剩、产品同质化竞争等问题较为突出，市场处于供大于求的局面。在目前美国实施严厉的双反税率影响出口，以及国内轮胎市场需求放缓的背景下，短期内我国轮胎产量难以有效回升，轮胎行业将处于结构性产能调整阶段，轮胎行业竞争尤其是轮胎生产企业在替换市场的竞争将更加激烈。具有较强的研发能力、较快的产品更新换代速度、经营效率高且产品适应性强的规模企业将在竞争中占据优势地位。

### 橡胶价格与轮胎价格“剪刀差”缩小，2015年轮胎企业盈利水平持续下滑，需持续关注橡胶价格变动对轮胎企业成本控制、产品定价和盈利的影响。

轮胎生产成本中橡胶（天然橡胶和合成橡胶）占比在50%左右，并且橡胶价格波动较大，其供应情况和价格走势对轮胎企业的盈利情况影响较大。

图 1: 2009.1~2016.4 我国天然橡胶和合成橡胶价格走势



资料来源: 聚源终端, 中诚信证评整理

天然橡胶方面, 2015 年, 天然橡胶市场价格震荡微幅下降。受国内宏观经济影响、天然胶进口量同比持续上涨、青岛保税库和上海期货交易所库存持续增加等因素影响, 2015 年 11 月天然橡胶价格下跌至 9,643.33 元/吨, 创 7 年新低; 从 2015 年 1 月初至 12 月末天然橡胶价格跌幅约 20.57%。2016 年 3 月 2 日, 泰国、马来西亚、印度尼西亚三大天然橡胶主产国宣布 2016 年 3 月~2016 年 9 月将减少 61.5 万吨出口, 约占上述三国 2015 年总出口量的 8%, 受此影响, 预计 2016 年天然橡胶价格或将微幅上涨。

合成橡胶方面, 2015 年上半年, 合成橡胶价格先跌后涨, 价格震荡变动, 下半年则呈现单边下行态势。其中, 2015 年国内顺丁胶橡胶市场行情有所波动, 呈现先跌后涨再跌的变化趋势, 年初丁苯橡胶经销均价在 10,200.00 元/吨, 年末下跌至 8,905.00 元/吨, 整体跌幅达 15.12%; 而其年初生产均价在 9,786.00 元/吨, 年末则下跌至 7,966.00 元/吨, 整体跌幅达 18.60%, 全年呈现下跌趋势。2015 年合成橡胶价格震荡下行主要原因系原油价格下跌带动原材料的价格的持续下跌, 此外下游需求量的减少和 2015 年天然橡胶价格震荡下跌对其也产生了重要影响。

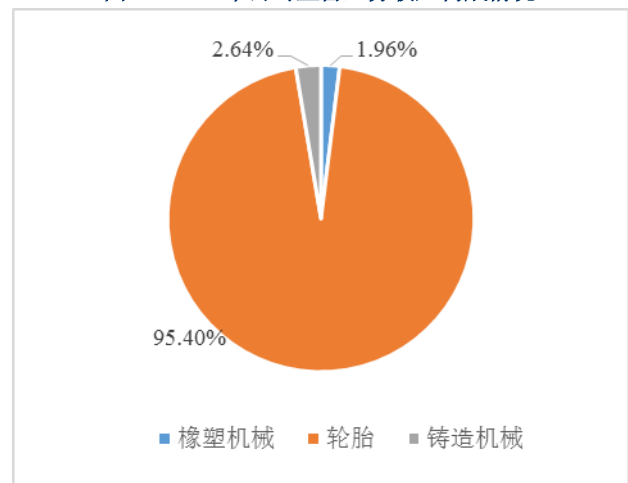
总体来看, 2015 年天然橡胶和合成橡胶价格震荡下行, 但受主产国限产影响, 2016 年天然橡胶市场价格或将上涨, 从而导致轮胎行业成本上涨, 同时随着橡胶价格与轮胎价格“剪刀差”的缩小, 预计轮胎企业盈利情况难以得到有效改善。考虑到天然橡胶、合成橡胶与混合橡胶价格变动较为频繁, 关税政策的不确定性较大且影响因素较多, 需持续关

注橡胶价格变动对轮胎企业成本控制、产品定价和盈利的影响。

## 业务运营

2015 年, 受自身淘汰落后产能产品、实施环保搬迁以及产品价格下跌等因素的影响, 公司实现营业收入 29.94 亿元, 同比下降 24.74%, 其中实现主营业务收入 29.33 亿元, 同比下降 25.07%, 业务收入连续多年下滑。具体分产品来看, 当年公司轮胎业务实现销售收入 27.98 亿元, 同比下降 22.15%; 橡塑机械业务实现销售收入 0.58 亿元, 同比下降 74.14%; 铸造机械业务实现销售收入 0.77 亿元, 同比下降 20.89%。2015 年公司轮胎、橡塑机械和铸造机械业务分别占主营业务收入的比重为 95.40%、1.96%和 2.64%。

图 2: 2015 年公司主营业务收入构成情况



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司轮胎业务原材料采购渠道分散, 供应商基本通过公开招标方式确定, 一定程度上减少了受单一供应商变化的风险, 同时主要原材料价格持续下跌降低了其单位采购成本。

公司轮胎产品生产所需的原材料主要为天然橡胶、合成橡胶、炭黑和钢丝帘线等, 2015 年原材料成本占轮胎生产总成本的比重为 71.73%。近年来公司对橡胶等主要原材料采用大资源整合招标的策略, 加之原材料市场价格持续走低, 公司原材料单位成本逐年有所下降。

表 1: 2013~2015 年公司主要原材料单位成本情况

主要原材料	单位: 万元/吨		
	2013年 单位成本	2014年 单位成本	2015年 单位成本
天然橡胶	1.65	1.14	0.91
合成橡胶	1.58	1.10	0.92
炭黑	0.51	0.50	0.40
钢帘线	1.02	1.01	0.85

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从各主要原材料采购情况来看, 公司天然橡胶全部自国外进口, 通过公开招标的方式确立供应商和采购价格, 同时结合当期汇率情况择优选择结算币种 (人民币或美元结算); 其他主要原材料均为国内采购, 采用一季度一次的招标方式, 根据原材料市场价格浮动情况确定供应商。2015 年, 公司原材料前五大供应商采购金额占比为 28.08%, 采购渠道较为分散。备货政策方面, 公司根据生产需求来确定采购量, 主要原材料一般仅保持一定量的安全库存, 未来公司将根据原料价格波动情况适时调整备货政策, 在保障安全生产的同时降低价格波动所产生的风险。

总体来看, 公司原材料供应商选择采取公开招标形式, 采购渠道较为分散, 一定程度上减少了公司易受单一供应商变化的风险。需要关注的是, 2016 年随着东南亚国家减少天然橡胶出口, 天然橡胶价格或将有所提升, 可能会给公司带来一定的原材料成本压力。

**公司研发技术实力较强, 轮胎质量保持稳定, 环保搬迁项目的陆续建成投产将提升其产能及产量规模, 但在当前市场环境下需关注其面临的产能释放压力, 同时后期项目投建将面临一定的资本性支出压力。**

生产方面, 2013 年以来公司采取以订单为中心的生产模式, 在工艺、设备、标准化管理等方面不断完善, 在确保产品质量的前提下持续提升订单响应的及时性。近年来公司产品的合规率和产品退赔率均维持在较好水平, 生产能耗维持在较低水平。研发技术方面, 近年来公司不断加大研发力度, 通过自主研发和引进国内外先进技术, 取得了多项具有自主知识产权的轮胎专利, 自主开发的超宽低断面载重子午胎、抗刺扎矿山轮胎、彩色轮胎和子午

胎保压节能硫化等新技术均达到了国际先进水平, 2015 年研发投入约 1.04 亿元, 占当年营业总收入的比重为 3.46%。公司较强的研发技术实力一定程度上提升了产品质量, 进而提高其市场竞争力。目前公司的轮胎产品主要为全钢子午胎和半钢子午胎, 斜交胎产品已停产多年, 2015 年以来已无库存斜交胎产品的销售。

表 2: 2013~2015 年公司轮胎产能、产量和销量情况

产品	单位: 万条、%			
	2013	2014	2015	
全钢子午胎	产能	475	475	475
	产量	336	308	300
	销量	353	316	307
	产能利用率	70.74	64.84	63.16
半钢子午胎	产能	605	605	605
	产量	492	439	477
	销量	512	436	460
	产能利用率	81.32	72.56	78.84

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2015 年末, 公司各轮胎年产能为 1,080 万条。2015 年公司合计共生产轮胎 777 万条, 同比增长 4.02%, 总体产能利用率为 71.94%, 较上年同期提高 2.13 个百分点。2015 年, 在面对国内市场需求萎缩的情况下, 公司加强产品结构调整, 推出“劲倍力”等数款能代表公司品牌形象的全钢子午胎差异化产品, 同时受益于半钢子午胎产量的增长, 当年整体轮胎产量实现小幅增长。

为进行产业升级改造, 2013 年 12 月公司于青岛市黄岛区董家口经济区建设环保搬迁转型升级绿色轮胎智能化示范基地 (以下简称“环保搬迁项目”), 同时公司位于青岛市黄岛区的 6 家子公司将全部搬迁至该基地; 此项目总投资 35 亿元, 建设规模为年产绿色全钢子午胎 500 万套、绿色半钢子午胎 1,000 万套、自动化橡塑机械 1,300 台和自动化铸造机械 600 台, 项目建设期为 48 个月, 于 2014 年初启动项目前期工作, 预计 2017 年底全部竣工; 目前环保搬迁项目推进顺利, 截至 2016 年 3 月末, 项目累计投资 11.85 亿元, 2016 年 5 月底项目 (一期) 已竣工。随着环保搬迁项目陆续建成投产, 公司轮胎产能及产量将会提升, 有助于其产品结构调整, 并保持领先的行业地位, 但另一方面公司后期

项目投资需求仍较大，将面临一定的资本性支出压力。

此外，为弥补公司因淘汰落后产能及环保搬迁项目可能对全钢胎产能的影响，同时逐步增加部分半钢胎产能，提升满足客户需求的能力，2015年6月公司与德瑞宝轮胎有限公司、山东昊龙橡胶轮胎有限公司签订租赁合同，租用全钢胎相当于110万条/年产能的设备和模具以及半钢胎相当于300万条/年产能的设备和模具等固定资产，租约暂定1年。

总体来看，公司轮胎产品质量保持稳定，产品结构逐步优化，当年产量有所回升，同时随着环保搬迁项目的陆续建成投产，后期产能及产量将提升。但同时中诚信证评也关注公司在目前市场需求放缓的背景下可能面临的产能释放压力以及后期项目投资支出压力。

**跟踪期内，公司轮胎销量小幅增长，但受淘汰落后产能产品、环保搬迁以及产品价格下跌的影响，整体收入呈现连续下滑态势。同时公司产品销售对外依存度仍较高，需关注当前美欧等出口市场不断升级的技术壁垒和贸易壁垒对其产品出口带来的不利影响。**

产品销售方面，公司在国内市场通过搭建直营、替换、星猴和电商四大渠道，建立了覆盖全国范围的线上和线下销售体系；对于国外市场，公司采用区域经销商为主、直销为辅的销售模式，产品出口美洲、欧洲、亚洲和非洲等100多个国家，是国内同行业中出口市场销售范围最广的企业之一。2015年国内外轮胎市场需求放缓，市场竞争越发激烈，当年公司加强产品结构调整，扩大国内配套车厂的销售，同时出口业务量保持增长，整体销量实现小幅回升。2015年公司实现轮胎销量767万条，同比增长2.00%，当年产销率为98.71%，同比下降1.96个百分点。

表 3：2013~2015 年公司轮胎生产和销售情况

单位：万条、%

项目	2013	2014	2015
生产量	828	747	777
销售量	865	752	767
产销率	104.47	100.67	98.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

尽管当年公司轮胎销量同比有所增长，但受淘汰落后产能产品、环保搬迁以及原材料价格下跌带来产品降价的影响，2015年公司实现轮胎销售收入27.98亿元，同比下降22.15%，业务收入连续多年下滑，收入降幅较上一年度同期（24.66%）有所收窄。

表 4：2015 年公司轮胎产品结构

单位：万条、亿元、%、个百分点

分产品	销量	销量 同比	收入	收入 同比	毛利率	毛利率 增减
全钢子午胎	307	-2.85	21.42	-23.99	19.30	4.68
半钢子午胎	460	5.50	6.56	-10.23	18.43	7.03
合计	767	1.99	27.98	-22.15	19.10	5.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分产品来看，全钢子午胎产品对公司收入贡献最大，2015年全钢子午胎实现销量307万条，同比下降2.85%，当年实现销售收入21.42亿元，占当年营业总收入的比重为73.03%。公司半钢子午胎2015年实现销量460万条，同比增长5.50%，但由于产品价格下跌影响，当年实现销售收入6.56亿元，同比下降10.23%。

销售价格方面，公司轮胎销售定价采取市场定价原则，根据原材料价格的浮动情况积极调整销售单价。近年来由于原材料橡胶价格不断下降，公司也逐步下调轮胎销售价格，但小于同期原材料价格降幅，业务获利水平相应有所提升。2014年、2015年，公司天然橡胶采购单价成本分别较上年下降30.95%、20.26%，合成橡胶采购单价成本分别较上年下降30.29%、16.36%；同期公司全钢子午胎销售单价变化幅度分别为-14.10%、-17.39%，半钢子午胎销售单价变化幅度分别为-12.60%和-15.30%。

从销售市场来看，公司轮胎产品国内销售部分以配套市场销售为主，2015年加大了对国内配套车厂的销售拓展力度，但由于配套厂家多采用寄售库销售模式，货款结算账期较长，将加大公司自身经



营资金压力。

表 5：2013~2015 年公司轮胎生产和销售情况

单位：万套、亿元、%

项目	2013	2014	2015
出口量	167	256	300
出口收入	23.67	17.81	13.62
主营业务收入占比	45.77	45.51	46.45

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

出口方面，经过多年经营积累，公司在非洲、中东及欧洲市场具有一定的竞争优势和市场地位，2015 年整体出口量保持增长趋势。2015 年公司共出口轮胎 300 万条，同比增长 17.19%，产品基本于替换市场销售；当年实现出口收入 13.62 亿元，因售价下跌影响，收入同比下降 23.52%；当年出口收入占比为 46.45%，同比上升 0.94 个百分点。

总体来看，公司轮胎销售对外依存度仍较高，需关注当前美欧等出口市场不断升级的技术壁垒和贸易壁垒对其产品出口带来的不利影响。

### 橡塑机械和铸造机械业务

公司机械产品主要应用于轮胎行业，下游客户以轮胎生产企业为主，业务区域集中于山东、江苏、安徽、广东和云南等地，客户包括江苏华安橡胶科技有限公司、山东新大陆橡胶科技有限公司、山东永丰轮胎有限公司、佛山市南海区远山汽车设备有限公司和永平县建达鑫鑫合金铸造有限公司等。2014 年公司与世界橡胶机械行业排名第一的德国 HF 集团签署了“液压卡车轮胎硫化机”合作协议，通过引进外方先进生产技术，改进橡塑机械产品原有生产工艺，产品质量及成本耗费均有明显提升。

表 6：2015 年公司机械产品业务结构情况

单位：亿元、%、个百分点

分产品	收入	收入同比	毛利率	毛利率增减
橡塑机械	0.58	-74.14	17.64	3.92
铸造机械	0.77	-20.89	17.41	3.66
合计	1.35	-57.87	17.51	3.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司橡塑机械业务重心主要系为董家口环保搬迁项目提供设备生产和设备升级改造维修等服务，致使对外销售收入降低，当年收入规模同比下降 74.14% 至 0.58 亿元。铸造机械方面，2015 年以来，受到宏观经济下行影响，轮胎行业新增生

产线较少，公司铸造机械产品销量相应减少，收入呈下降趋势，当年实现销售收入 0.77 亿元，同比下降 20.89%。

总体来看，2015 年公司机械产品总计实现销售收入 1.35 亿元，占主营业务收入的比重为 4.60%，整体业务比重较小。公司机械产品主要配套用于轮胎生产企业，当前国内轮胎行业运营仍显低迷，未来该板块业务面临的市场环境仍将较为严峻，中诚信证评对此予以关注。

### 汽车后市场服务业务

自 2014 年下半年以来，公司积极探索新的商业模式，在原有轮胎和机械业务领域基础上，推进市场的转型升级，实施“星猴战略”，形成“1+4”服务网络体系（1：星猴合资公司；4：形象店、体验店、伞下店、移动星猴）。公司计划通过“星猴战略”在全国范围内布局汽车后市场服务网络平台，以“半小时服务圈”为目标，通过线上电商平台（天猫等）导入需求，实现线上线下产品与服务相结合，为用户提供快速、差异化的产品及服务。公司将实现网上统一接单（产品及服务）、网下快速送达，快速移动支付（支付宝、微信支付等），以满足用户需求、保障用户体验。

目前公司通过下属子公司微云国际（青岛）数据有限公司与全国各地的合作伙伴成立星猴合资公司，公司持股比例一般在 51% 左右，以实现对其有效管控。截至 2016 年 5 月，公司通过成立星猴公司已实现对国内 70% 以上省份的覆盖，未来随着星猴公司的增加，将形成有效覆盖全国市场的销售服务网络。

在形象店方面，依托星猴合资公司，公司计划投资建设 65 家形象店，并将其作为产品、服务、模式创新平台，运营、管理示范平台以及车主学习交流平台。

在体验店方面，公司计划在全国物流园、高速公路、加油站通过自营或合作的模式建立星猴快服体验店；全国范围内规划建设 3,000 家，目前已实现在临沂天源物流园、山东中石化部分加油站等地的体验店建设。

在伞下店方面，公司计划通过一地一户经销商

销售服务网络，在全国范围内建设 30,000 家伞下店，形成覆盖全国主要道路、商圈、社区等的销售服务网络。

移动星猴方面，公司计划由各地星猴合资公司组织社会化资源统一购买标准车辆或者合作伙伴自带车辆、公司协助改装等方式加盟移动星猴服务车团队，建立社会化的 O+O 体系和线上线下无缝对接、路上路下无处不在的移动星猴服务网络，打造半小时服务圈。

目前公司在全国已推广移动星猴服务车 1,100 多辆，加盟客户服务网点 3,500 多家，除山西、西藏等个别省份，移动星猴服务车基本覆盖全国，并在 21 个省会城市开通了上门服务，在北京、青岛和济南等大中型城市实现了自有品牌轮胎的“即买即送即安装”，为行业内首家达到线上线下一体化的轮胎企业，并在山东省实现了商用轮胎的半小时服务圈。公司计划到 2018 年，将移动星猴服务车推广到 30,000 辆。

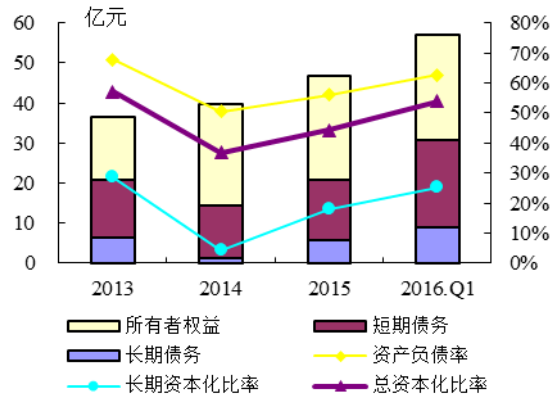
总体来看，公司“星猴战略”是其推进服务 4.0 生态圈的重要举措，与当前国家推广互联网+趋势相契合，未来发展空间较大，但中诚信证评亦关注到当前国内该领域已有“e 保养”、“卡拉丁”和“车极客”等多家专业企业布局其中，公司面临的同业竞争较为激烈，同时业务开展所需相关渠道网络拓展及市场营销支出较大，后期业务发展情况仍需进一步关注。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年合并审计报告和未经审计的 2016 年一季度合并财务报表。

## 资本结构

图 3：2013~2016.Q1 年公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014 年公司非公开发行 A 股股票，当年所有者权益增长较大，同时随着留存收益的逐年积累，公司自有资本实力不断得到夯实。2015 年末公司净资产总额 25.95 亿元，同比增长 3.66%；2016 年一季度公司净资产规模较年初增长 1.23% 至 26.27 亿元。随着环保搬迁项目的大幅投入，公司资产和负债规模均有大幅上升。2015 年末公司总资产和总负债分别为 59.05 亿元和 33.10 亿元，同比增长 16.89% 和 29.88%。2016 年一季度末公司资产规模较期初增长 19.51% 至 70.57 亿元，负债规模较期初增长 33.85% 至 44.30 亿元。

表 7：截至 2015 年末主要轮胎上市公司财务指标对比

上市公司	资产总计	资产负债率	总资本化比率
黔轮胎 A	111.76	68.81	66.27
赛轮金宇	129.98	66.32	60.15
风神股份	68.70	56.78	43.05
<b>青岛双星</b>	<b>59.05</b>	<b>56.06</b>	<b>44.43</b>
S 佳通	28.61	33.90	26.08

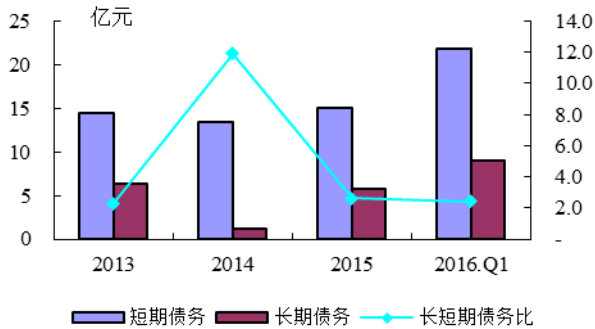
资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年公司在建项目投入较多，当年对外融资的需求有所增加，债务规模明显增长。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总债务余额为 20.75 亿元，同比增长 42.33%，总资本化比率由上年的 36.80% 上升至 44.43%；资产负债率为 56.06%，较上年上升 5.61 个百分点，但整体债务水平在同行业 A 股上市公司中处于适中水平，财务结构稳健性较好。

2016 年一季度随着环保搬迁项目的推进及 2016 年第一期公司债券募集资金的到位，负债规模

保持增长，当期资产负债率较期初提升 6.72 个百分点至 62.78%；总债务规模上升使得总资本化比率较期初提高 9.49 个百分点至 53.92%。

图 4：2013~2016.Q1 年公司债务结构分析

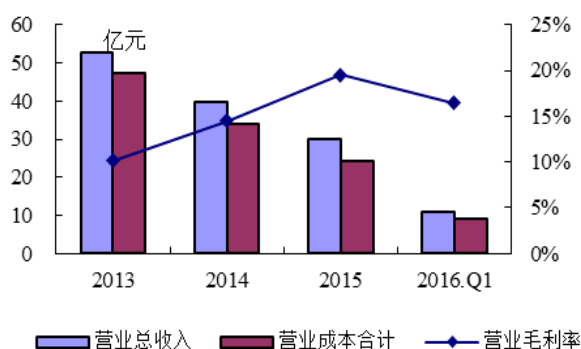


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，公司债务结构以短期债务为主，2015 年末短期债务/长期债务指标为 2.61，其中短期债务主要包括银行短期借款和银行承兑汇票，年末短期债务余额为 15.00 亿元；长期债务系通过长期借款等方式进行融资，年末长期借款余额为 5.75 亿元。2016 年一季度公司以银行短期借款为主的短期债务增长明显，但随着发行 2016 年第一期公司债券资金募集到位，当期长短期债务比下降至 2.43。总体来看，公司目前以短期债务为主的期限结构与其资本投入需求的匹配性不足，债务期限结构有待优化。

## 盈利能力

图 5：2013~2016.Q1 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年公司轮胎总体销量小幅增长，但受淘汰落后产能产品、环保搬迁以及原材料价格下跌带来产品降价的影响，整体轮胎销售收入仍下滑，当年轮胎业务实现收入 27.98 亿元，同比下降 22.15%。机

械产品方面，当年公司橡塑机械业务主要配套服务环保搬迁项目，对外销售量有限，同时铸造机械产品由于市场需求下滑，致使整体销量下滑，2015 年机械业务合计实现收入 1.35 亿元，同比下降 57.87%。公司当年实现营业总收入 29.94 亿元，同比下降 24.74%，业务收入持续下滑。

表 8：2013~2015 年公司主营业务分产品毛利率情况

单位：%			
产品	2013 年	2014 年	2015 年
轮胎	9.12	13.91	19.10
橡塑机械	12.86	13.72	17.64
铸造机械	16.86	13.75	17.41
其他	1.59	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，公司加快产品结构优化，提高高附加值新产品的销量，同时轮胎产品整体降价幅度小于原材料价格下跌幅度，整体利润空间仍有所提升。2015 年公司毛利率提升 5.02 个百分点至 19.49%，其中轮胎业务毛利率为 19.10%，同比提高 5.19 个百分点。

表 9：2014~2015 年国内主要轮胎上市公司比较

上市公司	营业总收入		营业毛利率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
赛轮金宇	111.28	97.69	18.43	19.02
风神股份	81.67	63.58	22.07	19.47
黔轮胎 A	55.63	47.33	20.14	11.83
S 佳通	39.88	31.70	21.53	24.37
<b>青岛双星</b>	<b>39.78</b>	<b>29.94</b>	<b>14.47</b>	<b>19.49</b>

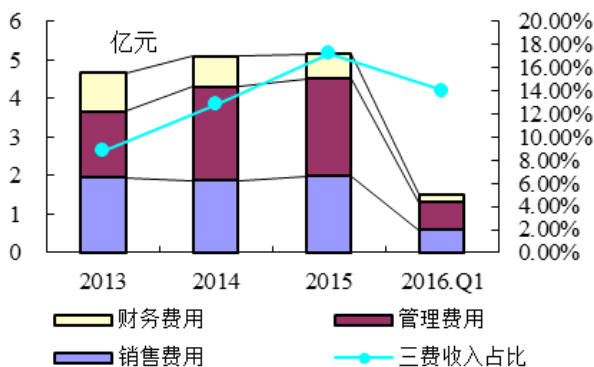
资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

与国内主要轮胎行业上市公司财务数据对比来看，公司营业收入规模相当较小，但营业毛利率水平处于行内中等偏上的水平。随着环保搬迁项目新建产能的陆续建成投产以及产品结构的进一步优化调整，预计公司未来收入规模有望实现回升。2016 年一季度公司实现营业总收入 10.81 亿元（当期新增部分化工原料的贸易业务，取得贸易收入 1.79 亿元），同比增长 56.98%，当期毛利率为 16.46%。

期间费用方面，近三年公司期间费用小幅增长，因营业总收入因轮胎总销售额下降而逐年下降，使得期间费用占当期营业收入的比例呈明显上

升趋势。其中，因职工薪酬和广告宣传费有所增加，2015年销售费用同比增长5.74%至1.98亿元；管理费用则随着职工薪酬的增长而增至2.53亿元；增发后银行存款增加使得利息收入增加，同时全年利息支出有所减少，财务费用同比下降18.17%至0.65亿元。2015年公司期间费用合计5.16亿元，同比增长1.06%；三费收入占比为17.23%，较上年提高4.40个百分点。2016年一季度，公司期间费用合计1.52亿元，占营业总收入比例为14.04%。总体来看，公司期间费用控制水平有待提高。

图 6：公司 2013~2016.Q1 期间费用分析



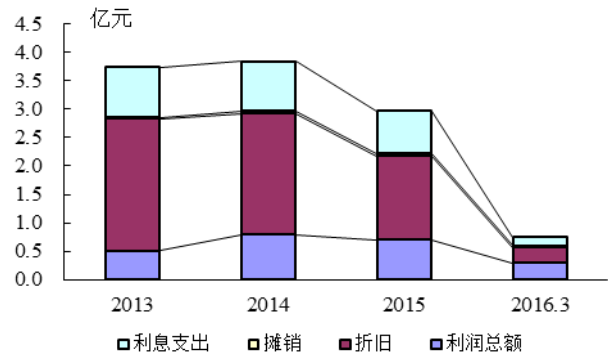
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益、营业外损益以及资产减值损失构成。2015年，公司收入规模下滑，但毛利水平提升明显，当年取得经营性业务利润0.59亿元，同比增长19.92%。投资收益方面，2015年公司通过委托理财取得投资收益0.14亿元。营业外损益方面，2015年公司因取得的政府补助下降使得营业外收入有所减少，当年取得营业外损益0.15亿元，同比下降47.12%。因计提应收账款坏账准备等，2015年公司确认资产减值损失0.18亿元。2015年公司实现利润总额0.71亿元，同比下降10.59%。

总体来看，2015年公司业务规模尽管持续萎缩，但产品结构不断调整优化，同时原材料价格下降使得其整体盈利能力有所提升。未来随着公司环保搬迁项目的陆续建成投产，其业务规模仍将有一定增长空间。

## 偿债能力

图 7：2013~2016.Q1 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在获现能力方面，利润总额、利息支出和固定资产折旧系公司 EBITDA 的主要构成部分。2015年公司因环保搬迁处置部分设备、厂房等固定资产，使得当年固定资产折旧规模下降31.36%至1.47亿元，当年 EBITDA 同比减少22.61%至2.97亿元，同期总债务/EBITDA 为6.98，EBITDA 利息倍数为3.94倍。整体来看，虽然指标值有所弱化，但公司 EBITDA 对债务本息的保障程度仍较好。

表 10：2013~2016.Q1 年公司主要财务能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务 (亿元)	20.79	14.58	20.75	30.74
EBITDA (亿元)	3.74	3.84	2.97	0.75
资产负债率 (%)	67.93	50.45	56.06	62.78
总资本化比率 (%)	57.14	36.80	44.43	53.92
经营活动净现金流 (亿元)	4.76	5.55	1.24	0.86
EBITDA 利息倍数 (X)	4.15	4.40	3.94	4.81
总债务/EBITDA (X)	5.56	3.79	6.98	10.27
经营净现金流/总债务 (X)	0.23	0.38	0.06	0.11
经营净现金流利息倍数 (X)	5.28	6.35	1.65	5.51

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在现金流方面，2015年公司加大了国内配套车厂的销售拓展，但配套厂多采用寄售库销售模式，结算账期较长，使得经营活动现金流入减少；同时2015年7月1日开始国家实施新的复合胶政策，公司战略性储备老标复合胶，导致存货增加，经营活动现金流出增加。当年公司经营活动现金流净额由上年的5.55亿元降至1.24亿元，同期经营活动净现金/总债务为0.06倍，经营活动净现金流/利息支出为1.65倍，经营活动净现金流对债务本息的保障程度一般。

在财务弹性方面，公司与多家银行形成稳定的合作关系。截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 50.00 亿元，尚未使用银行授信额度为 30.30 亿元。同时作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通，可通过增发、配售股票等方式进行股权融资，同时也可通过发行中期票据等债务融资工具进行债务融资。整体来看，公司融资渠道较为多元化，且备用流动性较为充足，具备较强的财务弹性。

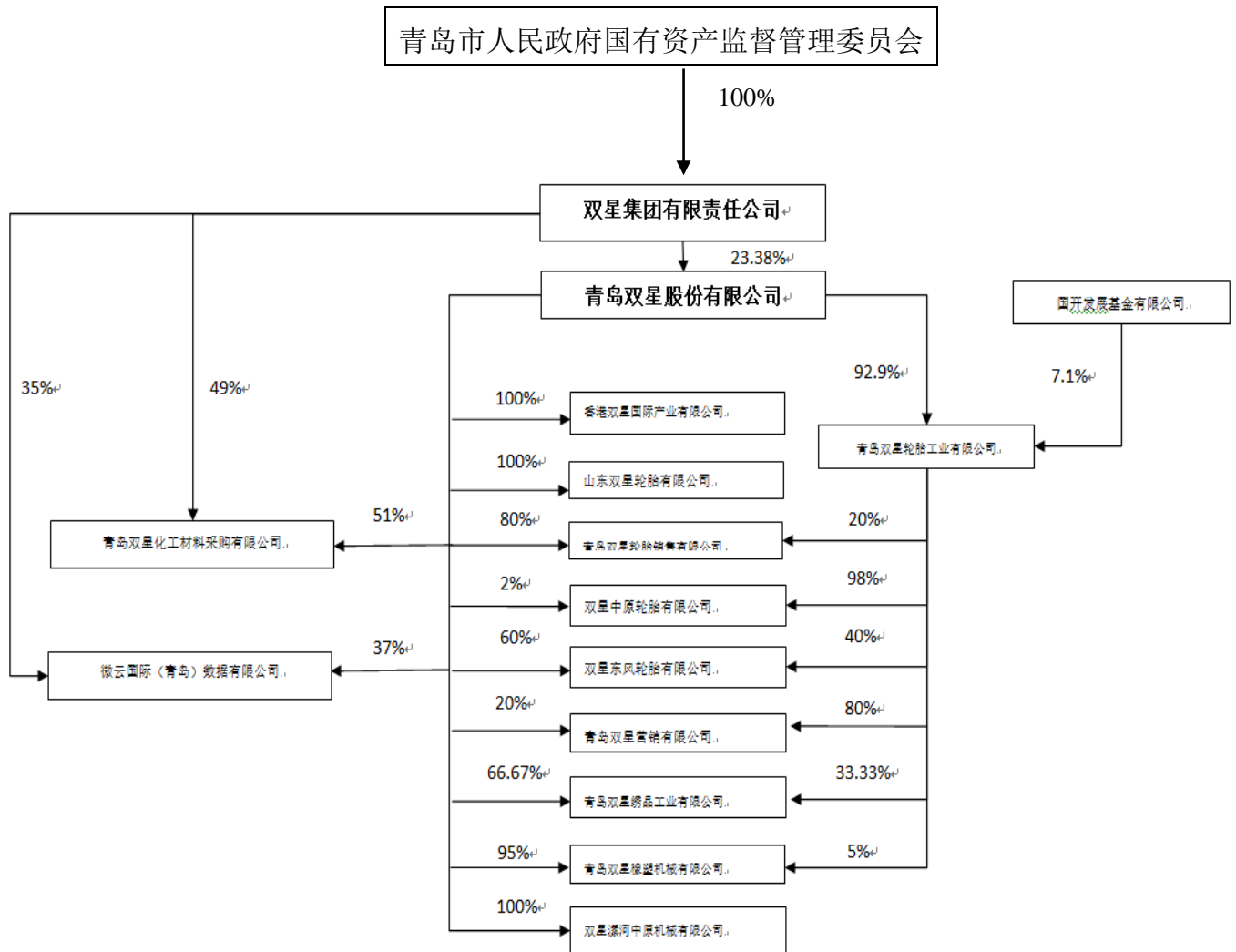
或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，公司对外担保余额为 8,030.00 万元，其中为山东德瑞宝轮胎有限公司回购担保 2,987.00 万元，为山东奥赛轮胎有限公司回购担保 2,403.00 万元，为山东宏宇橡胶有限公司回购担保 2,640.00 万元，存在一定的或有负债风险。此外，截至 2016 年 3 月末，公司存在一起未决诉讼，涉及金额 0.45 亿元，目前案件仍在审理过程中。

综合来看，虽然 2015 年公司受淘汰落后产能产品、环保搬迁以及原材料价格下跌带来产品降价的影响，收入规模持续下滑，但整体销量已实现小幅回升，同时随着环保搬迁项目陆续建成投产，产能及产量规模预计将实现增长。同时，公司具有较强的备用流动性，财务结构稳健性较好，以上因素均有利于提升公司综合实力及抗风险能力。

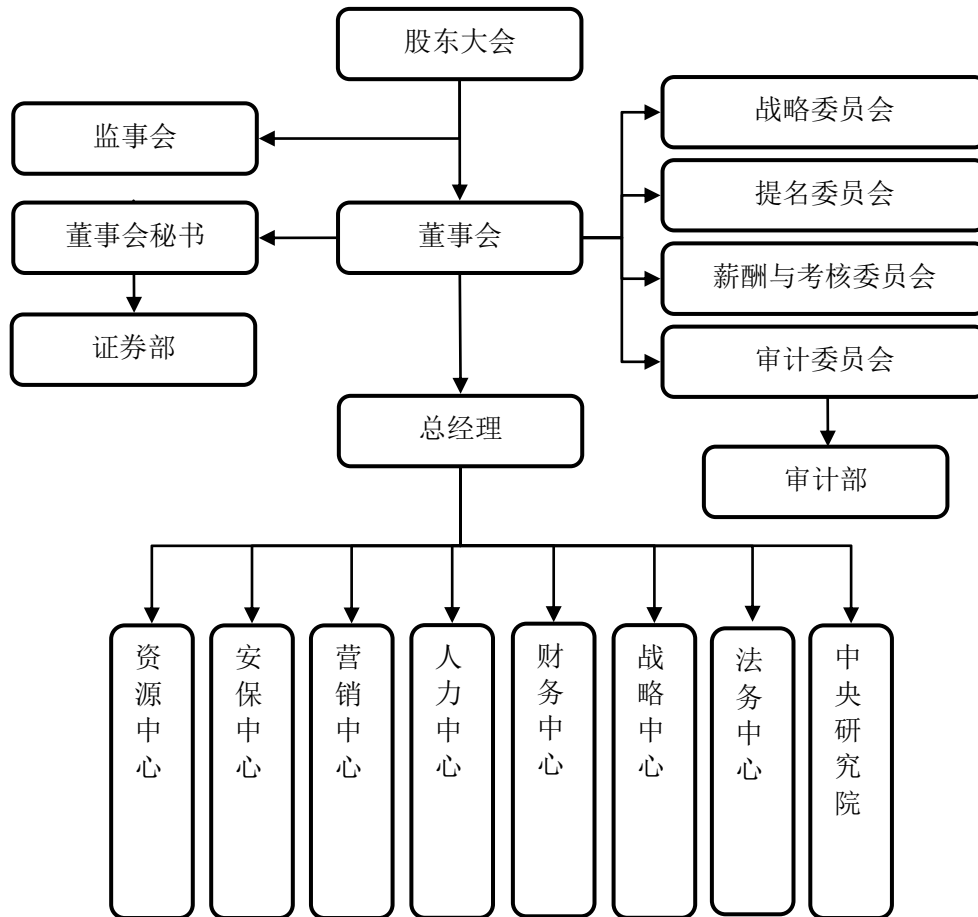
## 结 论

综上，中诚信证评维持青岛双星主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；维持“青岛双星股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**。

附一：青岛双星股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：青岛双星股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



**附三：青岛双星股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	53,938.61	70,284.59	123,596.68	156,159.02
应收账款净额	83,944.41	73,936.02	77,047.70	102,359.11
存货净额	80,961.09	65,493.54	85,250.21	84,799.25
流动资产	268,622.68	279,024.83	332,936.67	421,873.67
长期投资	100.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00
固定资产合计	208,491.05	194,751.23	228,731.02	254,396.23
总资产	486,201.36	505,144.63	590,470.68	705,690.94
短期债务	144,925.34	134,459.41	149,956.74	217,867.68
长期债务	63,000.00	11,300.00	57,500.00	89,511.26
总债务（短期债务+长期债务）	207,925.34	145,759.41	207,456.74	307,378.95
总负债	330,269.36	254,841.13	330,995.70	443,027.70
所有者权益（含少数股东权益）	155,932.00	250,303.50	259,474.98	262,663.25
营业总收入	527,177.30	397,799.07	299,370.53	108,119.80
三费前利润	50,744.93	56,003.68	57,530.30	17,710.45
投资收益	0.00	42.74	1,436.26	220.83
净利润	2,766.01	5,816.99	5,919.93	2,295.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	37,398.93	38,424.91	29,735.81	7,479.44
经营活动产生现金净流量	47,596.68	55,470.23	12,421.34	8,572.33
投资活动产生现金净流量	-14,326.68	-60,280.08	13,558.03	-71,715.72
筹资活动产生现金净流量	-7,544.15	19,731.06	-7,499.03	103,224.66
现金及现金等价物净增加额	25,915.98	14,923.48	18,546.43	39,941.64
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	10.13	14.47	19.49	16.46
所有者权益收益率（%）	1.77	2.32	2.28	3.50
EBITDA/营业总收入（%）	7.09	9.66	9.93	6.92
速动比率（X）	0.71	0.89	0.95	0.99
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.38	0.06	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.33	0.41	0.08	0.16
经营活动净现金/利息支出（X）	5.28	6.35	1.64	5.51
EBITDA 利息倍数（X）	4.15	4.40	3.93	4.81
总债务/EBITDA（X）	5.56	3.79	6.98	10.27
资产负债率（%）	67.93	50.45	56.06	62.78
总资本化比率（%）	57.14	36.80	44.43	53.92

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA指标经年化处理。



**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体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
<b>AA</b>	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
<b>A</b>	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
<b>BB</b>	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
<b>B</b>	受评主体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
<b>CCC</b>	受评主体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
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。