



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪646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贵公司已发行的“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，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十八日

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（2017）

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	2016/06/08		
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

2016 年,青岛双星股份有限公司(以下简称“青岛双星”或“公司”)积极实践供给侧结构性改革,整合行业产能,同时受国内轮胎市场需求回暖、环保搬迁转型升级绿色轮胎智能化示范基地项目(以下简称“环保搬迁项目”)陆续投产推动,公司轮胎产品销量大幅上升,推动收入实现大幅增长。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司环保搬迁项目后续存在的资本性支出需求、原材料价格波动带来的成本控制压力和可能面临印度反倾销裁决等因素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

- 公司环保搬迁项目顺利推进,积极践行结构性供给侧改革,整合行业产能,产能规模逐步扩张。2016 年公司环保搬迁项目一期顺利竣工,同时整合行业产能,全钢子午胎产能同比增加 110 万条至 585 万条,半钢子午胎年产能同比增加 300 万条至 905 万条,随着后期项目的进一步推进,扩张的产能将为公司轮胎业务发展提供支持。
- 收入规模大幅增长。2016 年公司轮胎销量 1,152 万条,同比增长 50.09%,销售规模大幅增长;同时,当年新增橡胶等原材料贸易业务 8.73 亿元,使得全年收入水平显著提升。

关注

- 资本支出需求。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,计划 2017 年底全部竣工,截至 2017 年 3 月末仍有总投资额 10.52 亿元的资本开支项目,短期内面临一定的资本性支出需求。

概况数据

青岛双星	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益(亿元)	25.03	25.95	27.00	27.37
总资产(亿元)	50.51	59.05	72.48	81.20
总债务(亿元)	14.58	20.75	23.86	32.44
营业总收入(亿元)	39.78	29.94	49.28	10.94
营业毛利率(%)	14.47	19.49	14.64	16.12
EBITDA(亿元)	3.84	2.97	2.92	-
所有者权益收益率(%)	2.32	2.28	2.89	3.50
资产负债率(%)	50.45	56.06	62.75	66.29
总债务/EBITDA(X)	3.80	6.98	8.18	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.40	3.93	4.05	-

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、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

吴振华 zhwu@ccxr.com.cn

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 28 日



- 原材料价格波动带来的成本控制压力。天然橡胶和合成橡胶是轮胎企业的主要原材料，其价格波动对轮胎企业的盈利状况影响较大。2016年以来，橡胶价格整体呈上扬态势，2017年2月开始天然橡胶价格持续大幅下行，原材料价格剧烈波动给公司造成较大的成本控制压力。
- 不断加剧的国际贸易摩擦。近年来国内轮胎企业面临的贸易摩擦不断，2016年5月3日印度商工部发布公告，对原产于中国的新充气式子午线轮胎发起反倾销调查，并将公司列入调查名单，中诚信证评将持续关注上述裁决结果对公司未来业务造成的影响。

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委托方构成委托关系外，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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

行业关注

2016 年下游工程机械行业低迷态势有所缓解，随着“十三五”规划和“一带一路”等政策的落实与推进，工程机械行业或逐步走出周期性低谷，并为上游轮胎产品销售带来利好影响

轮胎作为汽车、工程机械等行业的配套产品，受下游行业的影响较大。受过去产能快速扩张、信用销售透支下游需求影响，我国工程机械主要产品保有量处于较高水平。2016年三季度以来，随着下游固定资产投资增长，行业获得中期需求支撑；同时，伴随国三标准的强制实施，工程机械存量设备更新需求逐步释放，全年挖掘机实现销量62,993台，同比增长11.79%；压路机销量11,952台，同比增长15.06%。行业需求的回升从单一产品逐步扩展到各类产品，工程机械产品销量总体实现小幅增长。当前宏观经济增速仍有下行压力，在出口与内需疲弱的现状下，投资成为托底的重要手段，在房产与基建投资支撑之下，预计工程机械的回暖可持续一段时间。

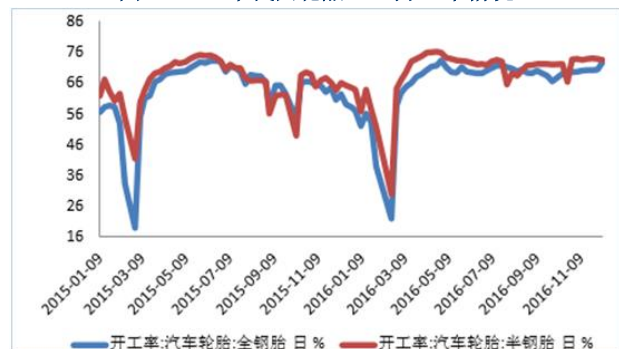
《2015年国务院政府工作报告》中提出加快实施走出去战略，鼓励企业参与境外基础设施建设和产能合作，推动包括工程机械在内的中国装备走向世界，同时“一带一路”战略推进和落实将推动中国工程机械产品的出口及企业境外建厂投资。2016年3月，《工程机械行业“十三五”发展规划》通过对国内外工程机械市场发展的分析，尤其是根据“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略所引发的基础设施建设为行业所带来的机遇及新的发展环境，预计到2020年我国工程机械在国内外市场的销售额将达到6,500亿元，行业出口及海外营业收入占比到“十三五”末期将超过30%，出口力争实现稳步增长，到2020年行业出口额达到240~250亿美元，占全行业年总销售额20%以上。

整体来看，工程机械行业在销售回暖以及海外政策利好的刺激下，低态势有望得到缓解，并对上游轮胎产品销售带来利好影响。

2016 年我国轮胎市场出现恢复性增长，但整体供过于求的格局未发生根本性改变，且在国际贸易摩擦加剧的外部环境下，同业竞争趋于激烈

2016 年，得益于下游工程机械行业的回暖和汽车行业的快速发展，我国轮胎市场出现恢复性增长，1~12月全国橡胶轮胎外胎产量为94,697.7万条，同比增长 8.6%。根据初步数据统计，截至 2016 年 12 月初，全钢轮胎和半钢轮胎工厂的开工率分别保持在 72.7%和 73.4%，较上年同期分别提高 10.5 个百分点和 7.5 个百分点。出口方面，据海关总署数据显示，2016 年我国新的充气橡胶轮胎数量 46,848 万条，同比增长 5.4%；出口金额为 12,893,309 千美元，同比下跌 6.9%。

图1：2016年我国轮胎企业开工率情况



资料来源：中国产业发展研究网，中诚信证评整理

我国已成为轮胎生产第一大国，形成了规格、系列和产品覆盖面齐全的完整工业体系，经过快速发展阶段和激烈的市场竞争，整体行业已呈现充分市场化和竞争性的特点。自 2011 年以来，随着我国汽车保有量的增加，汽车产销量增速放缓，加之出口业务遭遇“双反”的影响，行业新建产能面临过剩的局面。截至 2016 年末，我国轮胎行业规模以上企业有 600 余家，其中销售额排名前 10 位的企业市场占有率约 30%，大多数厂商规模普遍偏小、技术水平低、研发能力弱，产业集中度偏低，国内轮胎行业尤其是中低端产品整体处于充分竞争状态。

出口方面，我国轮胎出口的主要市场是美国、欧盟及中东，受美国“双反”影响升级以及欧盟自 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。2016年6月和8月，美国商务部分别发布了对于中国的卡客车轮胎发补贴和反倾销调查的裁决，2017年2月，美国国际贸易委员会(ITC)投票认定，中国对美出口的卡客车轮胎没有对美国国内产业造成实质损害或实质损害威胁。

总体来看，2016年我国轮胎行业结构性产能过剩、产品同质化竞争等问题仍较为突出，市场处于供大于求的局面未发生根本性改变，整体市场竞争较为激烈，具有较强的研发能力、较快的更新换代速度、经营效率高且产品适应性强的规模企业能够在竞争中占据优势地位。

2016年以来橡胶价格大幅波动，轮胎企业成本控制压力上升，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

轮胎主要原材料为天然橡胶和合成橡胶，二者占轮胎企业生产成本的比重约为60%，其供应情况和价格走势对轮胎企业的盈利状况影响较大。

图2：2016年~2017年4月我国天然橡胶价格情况

单位：元/吨



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

2016年，天然橡胶价格整体呈上涨的趋势，年初价格为9,760元/吨，年末价格为16,380元/吨，全年涨幅为67.83%。分时期来看，1~2月受国内库存处于高位的影响，我国天然橡胶市场维持了2015年的走势，价格处于低位震荡期；进入3月以来，受国际原油价格回暖、国内天胶开割缓慢以及主要产胶国干旱的影响，国内天胶价格走高；随着天胶东南亚主产国供应量的增加，5~8月市场价格回落，并在低位震荡；进入9月以来，受供应国产量下降以及有色、煤焦及农副等大宗商品上涨的“同伴效

应”，国内天然橡胶价格不断上涨。

2017年2月开始，天然橡胶价格持续大幅下行，价格从2月份最高点的20,900元/吨暴跌到5月初的13,900元/吨，跌幅达到50%，橡胶价格大幅波动轮胎企业的成本控制压力增大。

业务运营

公司目前主要从事轮胎业务、机械业务、汽车后市场服务业务及轮胎原材料销售业务(2016年新增)，其中轮胎业务和材料贸易业务2016年业务占比分别为80.09%和17.72%。

近几年，公司持续推进“三化两圈”(市场细分化、组织平台化、经营单元化，服务4.0生态圈和工业4.0生态圈)的物联网战略，加速推进产品的差异化创新、全球化布局、经营单元公司化等布局，取得了较好的效果。2016年公司积极实践供给侧结构性改革，整合行业产能，同时利用自身资源及采购平台，开展轮胎原材料销售业务，全年公司实现营业收入49.28亿元，同比增长64.60%。具体来看，当年公司轮胎业务实现销售收入39.46亿元，同比增长41.06%；机械业务实现销售收入0.79亿元，同比下降41.72%，主要原因是由于支持公司环保搬迁项目建设，在环保搬迁影响了橡塑机械自身产能的情况下优先满足公司内部升级需要的订单，故对外销售同比减少；轮胎原材料销售业务实现销售收入8.83亿元。

表1：2016年公司业务收入构成

单位：亿元、%

业务	2016		2015	
	营业收入	占比	营业收入	占比
轮胎	39.46	80.09	27.98	93.45
机械	0.79	1.60	1.35	4.51
材料	8.73	17.72	-	-
其他	0.30	0.60	0.61	2.04
总计	49.28	100	29.94	100

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016年国内轮胎市场回暖，公司积极推动产能扩张，当年轮胎销量大幅增长，整体销售情况取得较大改善，但出口市场环境受双反影响有所恶化，面临的压力增大

在国内市场中，公司建立了开放的、直面用户

的线上和线下销售体系，并通过直营、替换、星猴、电商四大渠道的搭建促进“服务 4.0”生态圈落地；在海外市场中，公司建立了“1+5”的渠道模式：“1”为“一国一伴”，指确定各市场的唯一代理商，建立长期合作关系，与代理商深耕细作；“5”代表“大采购”、“大连锁”、“大品牌”、“大车厂”和“区域经销商”五大渠道。目前，公司已建立了遍布全国各地的销售网络，产品远销美洲、欧洲、亚洲和非洲等 100 多个国家和地区，形成了较强的渠道优势。2016 年国内轮胎市场需求回暖，公司推动产能扩张和渠道拓展，当年轮胎产销量实现大幅增长。

表 2：2014~2016 年公司轮胎生产和销售情况

单位：万条、%

项目	2014	2015	2016
生产量	747	777	1120
销售量	752	767	1152
产销率	100.67	98.71	102.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年 5 月，公司位于青岛市黄岛区董家口经济区建设的环保搬迁项目一期竣工投产，一定程度上推升了公司轮胎产能规模；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，公司当年租赁德瑞宝及昊宇轮胎部分装置进行生产，并与山东恒宇科技有限公司（以下简称“山东恒宇”）进行产能合作。2016 年公司实现轮胎销量 1,152 万条，同比增长 50.09%，当年产销率为 102.86%，较上年增长 4.15 个百分点。

表 3：2016 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	534	73.94	30.08	40.43	17.06	-2.24
半钢子午胎	618	34.35	9.39	43.12	16.29	-2.14
合计	1,152	50.09	39.47	41.06	16.87	-2.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司轮胎产品以全钢子午胎为主导，2016 年实现全钢子午胎销量 534 万条，同比增长 73.94%，实现销售收入 30.08 亿元，同比增长 40.43%。公司当年销售半钢子午胎 618 万条，同比增长 34.35%，贡献销售收入 9.39 亿元，同比增长 43.12%。尽管各产品的销量和销售收入均较上年大幅增长，且“劲倍力”等数款附加值相对较高的全钢子午胎差异化

产品的销售比例有所提高，但在 2016 年橡胶等主要原材料价格大幅上行背景下，为了保证市场的相对稳定并遵守已经签订的销售合同，参照市场竞品情况，轮胎产品的提价时间相对迟后，提价幅度也小于原料涨价幅度，使得当年全钢子午胎与半钢子午胎业务的盈利水平表现出不同程度下滑。

从销售市场来看，2016 年公司国内市场和国外市场分别实现营业收入 34.50 亿元（业务占比 70.01%）和 14.78 亿元（业务占比 29.99%），同比分别增长 111.46% 和 8.48%。国内方面，公司轮胎产品国内销售部分以配套市场销售为主，配套厂家多采用寄库存销售模式，货款结算账期较长，2016 随着轮胎业务的大幅扩张，公司应收账款规模大幅增加，流动资金压力有所上升。出口方面，虽然公司依托技术、产品优势在一定程度上避免了技术壁垒的限制，通过美国交通运输部（DOT）认证、欧盟经济委员会（ECE）认证、巴西 INMETRO 认证等多项质量体系认证，同时自主开发的超宽、超低断面驱动胎也顺利通过了美国环保署（EPA）的 Smartway 认证，该等措施有助于公司产品跨越技术壁垒，顺利进入国际市场；同时，公司通过主动调整、开拓市场，在一定程度上减少了贸易保护政策对公司出口业务的影响。但是，不排除各国继续采取更加严厉的贸易保护措施，从而使我国轮胎行业出口面临市场准入标准不断提高的风险。2016 年，公司出口市场环境有所恶化，当年美国商务部宣布对原产于中国的进口卡车及公共汽车轮胎发起反倾销和反补贴调查并将公司列入调查名单。公司出口至美国的轮胎产品占公司收入的比重较小，此次“双反”调查对公司业务影响不大。此外，印度商工部于 2016 年 5 月 3 日发布公告，对原产于中国的新充气式子午线轮胎发起反倾销调查，青岛双星轮胎工业有限公司涉及本案，被列入调查对象，公司于 2016 年 7 月 5 日提交了出口商问卷。2016 年 9 月，青岛双星轮胎工业有限公司被印度商工部列为五家抽样企业之一。2017 年 4 月，印度商工部结束听证会。中诚信证评关注其对公司未来业务可能造成的影响。

2016 年橡胶等原材料价格持续上扬，公司成本控制压力加大，加之新增轮胎原材料销售业务板块利润微薄，公司营业毛利率下降明显

2016 年以来，公司主要原材料橡胶等价格持续上扬，受市场竞争及价格传导机制不及时影响，公司产品价格上涨速度及幅度均迟后于原材料价格变动，对公司盈利水平产生一定负面影响。此外，当年公司新增材料贸易业务板块，但加价幅度较小，进一步拉低了公司业务初始获利水平，2016 年毛利率为 14.64%，较上年下降了 4.85 个百分点。

2016 年起，公司向其他轮胎企业销售橡胶等轮胎生产用材料。公司一般依据客户需求进行采购，并在采购价格基础上加平台费后向其销售，因其议价空间较小，该板块业务毛利率水平较低。

总体来看，受 2016 年原材料橡胶价格上涨和获利能力较弱的贸易业务增加影响，营业毛利率有所下降。

公司环保搬迁项目的陆续建成投产，积极践行结构性供给侧改革整合行业产能，助力其产能及产量规模的提升，但后续项目建设仍存在一定的资本支出需求

为进行产业升级改造，公司于 2013 年 12 月开始建设环保搬迁项目，同时计划将位于青岛市黄岛区的 6 家子公司全部搬迁至该基地。公司环保搬迁项目计划总投资 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 年末，全钢子午胎项目已完成建设，半钢子午胎项目预计将于 2017 年第三季度完成，其余项目预计将于 2017 年内全部竣工。截至 2017 年 3 月末仍有总投资额 10.52 亿元的资本开支项目，短期内面临一定的资本性支出需求。

表 4：公司未来可预见的资本支出计划

序号	项目名称	项目预计投资总额 (人民币万元)
1	双星环保搬迁转型升级绿色轮胎工业 4.0 示范基地高性能乘用车子午胎项目	82,670
2	双星环保搬迁转型升级绿色轮胎智能化示范基地自动化制造设备项目（一期）	22,568
合计		105,238

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着环保搬迁项目陆续建成投产，公司轮胎产能及产量有所提升。截至 2016 年末，公司各轮胎年产能可为 1,490 万条，当年轮胎总产量为 1,120 万条，总体产能释放率为 75.17%，较上年提高了 3.23 个百分点。但当前全行业产能过剩情况未得到根本性改善，加之国外贸易保护壁垒加强，中诚信证评将对公司新增产能的释放持续予以关注。

表 5：2014~2016 年公司轮胎产能、产量和销量情况

		单位：万条、%		
产品		2014	2015	2016
全钢子午胎	产能	475	475	585
	产量	308	300	481
	销量	316	307	534
	产能利用率	64.84	63.16	82.22
半钢子午胎	产能	605	605	905
	产量	439	477	639
	销量	436	460	618
	产能利用率	72.56	78.84	70.61

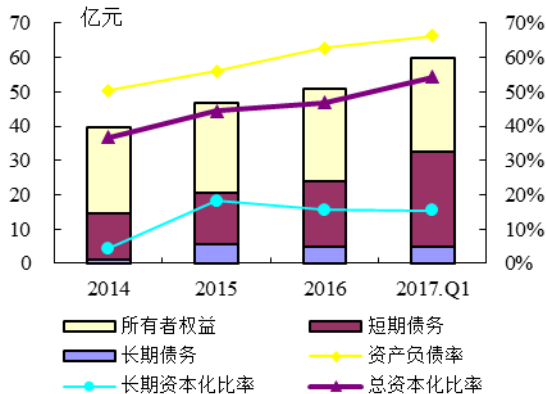
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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 2014~2016 年合并审计报告和未经审计的 2017 年一季度合并财务报表。

资本结构

图 3：2014~2017.Q1 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

公司环保搬迁项目建设逐步推进，资产规模不断增长，同时随着业务规模的扩大，其对债务融资的需求上升。截至2016年末，公司资产总额和负债总额分别为72.48亿元和45.48亿元，同比增长22.76%和37.41%；2017年一季度末，公司资产规模较期初增长12.02%至81.20亿元，负债规模则较期初增长18.33%至53.82亿元。所有者权益方面，2016年公司留存收益的增加使其所有者权益同比增长4.06%至27.00亿元；2017年一季度公司所有者权益规模较年初增长1.39%至27.37亿元。

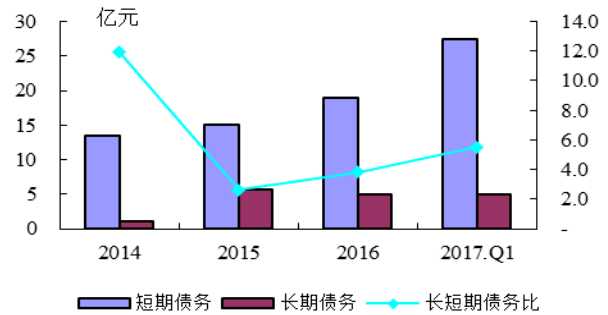
表 6：2016 年末轮胎行业主要上市公司资本结构比较

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)
青岛双星	72.48	62.75
黔轮胎 A	104.28	65.68
赛轮金宇	129.08	64.74
风神股份	77.28	68.28
S 佳通	23.50	27.79

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

公司在建项目投入较多，近年外部融资需求持续加大，债务规模保持增长。截至2016年12月31日，公司总债务余额为23.86亿元，同比增长15.01%，总资本化比率由上年的44.43%上升2.48个百分点至46.91%，资产负债率由上年的56.06%上升6.69个百分点至62.75%；截至2017年一季度末，公司资产负债率较期初提升3.54个百分点至66.29%；总债务规模上升使得总资本化比率较期初提高7.32个百分点至54.23%。但整体来看，目前公司债务水平在同行业A股上市公司中处于适中水平。

图 4：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



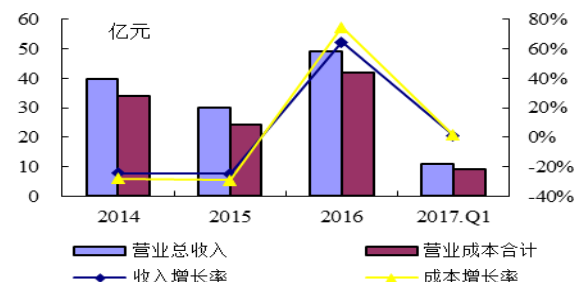
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2016年末公司流动资产合计38.86亿元，占总资产的比重为53.62%，主要包括货币资金10.30亿元、应收票据2.49亿元、应收账款11.49亿元、预付款项2.32亿元和存货10.27亿元。其中应收账款规模较上年同比增长49.13%，主要系业务规模增长所致，其中前五大客户欠款占比为38.08%，账龄在一年以内的占比为76.87%，当年公司计提坏账准备0.84亿元。公司存货规模同比增长20.46%，主要系库存商品增加所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，2016年末余额占非流动资产总额的比重分别为52.01%、33.65%和8.80%，其中固定资产规模同比增长63.20%，主要系在建工程结转所致。

从债务结构来看，公司短期债务和长期债务分别为18.90亿元和4.96亿元，其中短期债务主要包括短期借款和应付票据；长期债务主要系应付债券。2016年末公司长短期债务比3.81倍，较上年增加1.20倍；2017年一季度公司新增银行短期借款7.81亿元，当期末长短期债务比进一步上升至5.54倍，债务期限结构不甚合理，财务结构稳健性有待提升。

盈利能力

图 5：2014~2017.Q1 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

2016年国内轮胎市场回暖，公司积极推进产能扩张，轮胎业务大幅增长，加之新增轮胎原材料销售业务板块，当年实现营业总收入49.28亿元，同比增长64.60%，收入水平实现大幅回升。

盈利方面，2016年橡胶等原材料价格大幅上涨，而公司轮胎销售价格传导相对滞后，获利空间受到一定挤压；同时，当年公司新增的轮胎原材料销售业务获利空间微薄，拉低公司整体营业毛利率表现。2016年公司综合毛利率为14.64%，同比减少4.85个百分点，毛利率处于行业较低水平。

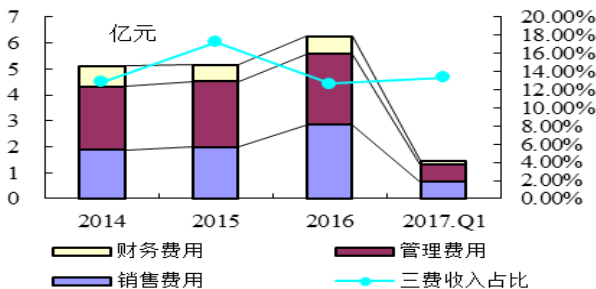
表 7：2016 年末轮胎行业主要上市公司盈利能力指标

公司	营业总收入（亿元）	毛利率（%）
青岛双星	49.28	14.64
黔轮胎 A	55.87	10.70
赛轮金宇	111.33	19.17
风神股份	73.25	14.96
S 佳通	30.24	22.24

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司业务规模持续扩张，销售费用同比增长 44.27%至 2.86 亿元，推动公司期间费用合计同比增长 21.06%至 6.25 亿元，但公司期间费用增速低于当年业务规模扩张速度，当年三费收入占比较上年减少 4.56 个百分点至 12.67%，当年期间费用控制情况较上年有所提升。

图 6：公司 2014~2017.Q1 期间费用分析

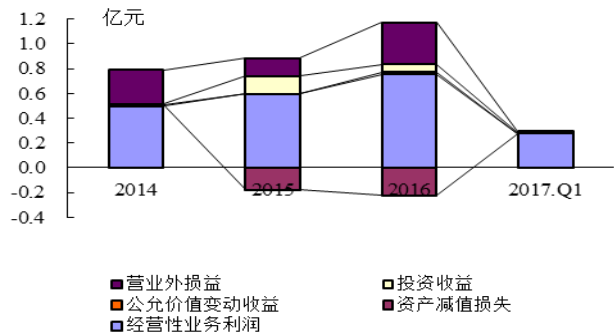


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和营业外损益构成。2016年，公司收入规模大幅增长，当年取得经营性业务利润0.75亿元，同比增长26.48%。公司计提坏账及存货跌价损失导致当年发生资产减值损失0.22亿元。营业外损益方面，2016年公司因取得的政府补助增加使得营业外收入有所增加，当年取得营业外损益较上年增加0.19亿元至0.34亿元。2016年公司实现利润总额0.95亿元，同比增加34.23%，经营效益有所改善。

2017年一季度公司利润总额为0.29亿元，与上年同期相当。

图 7：2014~2017.Q1 公司利润总额分析

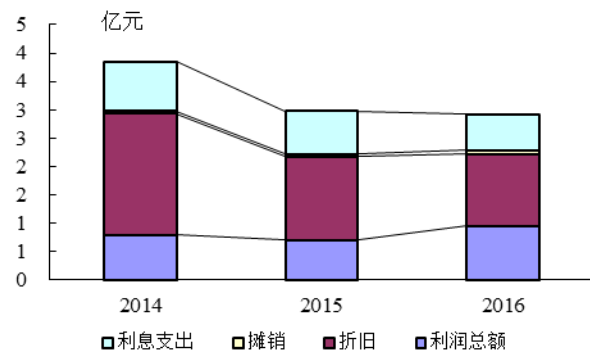


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016年公司轮胎业务发展状况良好，同时新增材料贸易业务，使得总体业务规模大幅增长，但原材料价格上涨等因素一定程度压缩了公司获利空间。

偿债能力

图 8：2014~2016 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，折旧、利润总额和利息支出是公司 EBITDA 的主要构成部分。2016 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 13.01%至 1.28 亿元，当年 EBITDA 同比减少 1.91%至 2.92 亿元，同期总债务/EBITDA 为 8.18 倍，EBITDA 利息倍数为 4.05 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高。

表 8：2014~2017.Q1 公司主要财务能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	14.58	20.75	23.86	32.44
EBITDA（亿元）	3.84	2.97	2.92	-
资产负债率（%）	50.45	56.06	62.75	66.29
总资本化比率（%）	36.80	44.43	46.91	54.23
经营活动净现金流（亿元）	5.55	1.24	0.29	-2.17
EBITDA 利息倍数（X）	4.40	3.94	4.05	-
总债务/EBITDA（X）	3.79	6.98	8.18	-
经营净现金流/总债务（X）	0.38	0.06	0.01	-
经营净现金利息倍数（X）	6.35	1.65	0.41	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司应收账款和存货增加，导致现金流量净额减少，当年公司经营活动现金流净额由上年的 1.24 亿元降至 0.29 亿元，同期经营活动净现金/总债务为 0.01 倍，经营活动净现金流/利息支出为 0.41 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所降低。

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 2017 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 51.10 亿元，尚未使用银行授信额度为 27.77 亿元。同时作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通。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 2017 年 3 月末，公司及公司控股子公司不存在对外担保事项。此外，截至 2017 年 3 月末，公司子公司青岛双星轮胎销售有限公司起诉南京名人轮胎销售有限公司，要求其支付欠款及逾期付款违约金，涉案金额为 0.45 亿元，目前案件已经一审和终审判决，公司胜诉，案件正在执行中。

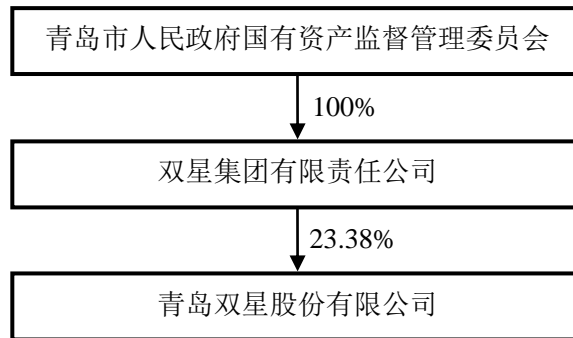
综合来看，2016 年国内轮胎市场需求回暖，公司积极推进产能扩张，当年收入规模大幅增长，同时随着环保搬迁项目陆续建成投产，产能及产量规模预计将实现增长，推动后续业务的发展。同时，公司具有较强的备用流动性，负债水平适中，以上因素均有利于提升公司综合实力及抗风险能力。

结 论

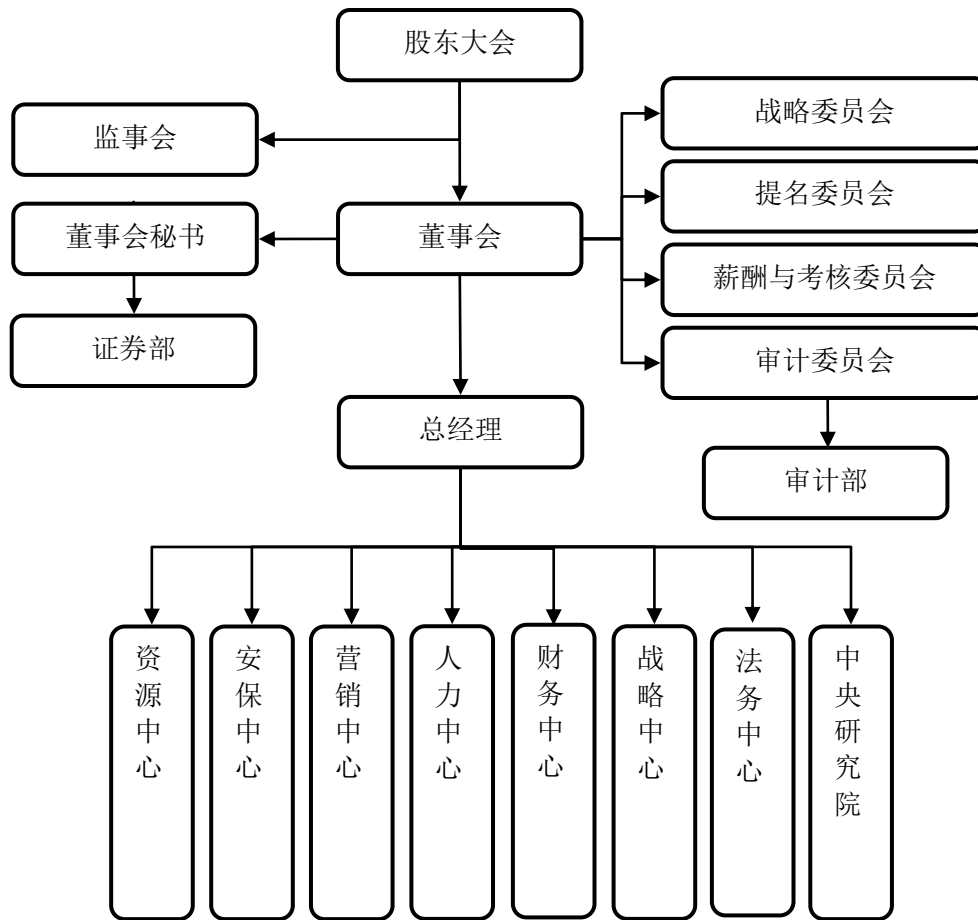
综上，中诚信证评维持青岛双星主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；维持“青岛双星股份有限

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 2017 年 3 月 31 日）



附二：青岛双星股份有限公司组织结构图（截至 2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	70,284.59	123,596.68	102,997.42	101,257.20
应收账款净额	73,936.02	77,047.70	114,901.90	111,074.35
存货净额	65,493.54	85,250.21	102,695.01	113,197.58
流动资产	279,024.83	332,936.67	388,621.84	438,633.10
长期投资	1,100.00	1,100.00	3,502.32	6,883.41
固定资产合计	194,751.23	228,731.02	292,454.76	327,456.97
总资产	505,144.63	590,470.68	724,837.52	811,973.10
短期债务	134,459.41	149,956.74	188,964.20	274,742.02
长期债务	11,300.00	57,500.00	49,627.41	49,627.41
总债务（短期债务+长期债务）	145,759.41	207,456.74	238,591.61	324,369.43
总负债	254,841.13	330,995.70	454,833.77	538,223.57
所有者权益（含少数股东权益）	250,303.50	259,474.98	270,003.75	273,749.53
营业总收入	397,799.07	299,370.53	492,772.62	109,383.00
三费前利润	56,003.68	57,530.30	69,968.36	17,330.66
投资收益	42.74	1,436.26	641.14	57.93
净利润	5,816.99	5,919.93	7,791.83	2,398.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	38,424.91	29,735.81	29,167.77	-
经营活动产生现金净流量	55,470.23	12,421.34	2,936.41	-21,693.19
投资活动产生现金净流量	-60,280.08	13,558.03	-31,041.88	-49,855.80
筹资活动产生现金净流量	19,731.06	-7,499.03	4,607.31	76,112.58
现金及现金等价物净增加额	14,923.48	18,546.43	-23,088.56	4,516.96
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	14.47	19.49	14.64	16.12
所有者权益收益率（%）	2.32	2.28	2.89	3.50
EBITDA/营业总收入（%）	9.66	9.93	5.92	3.89
速动比率（X）	0.89	0.95	0.86	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.38	0.06	0.01	-0.27
经营活动净现金/短期债务（X）	0.41	0.08	0.02	-0.32
经营活动净现金/利息支出（X）	6.35	1.64	0.41	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.40	3.93	4.05	-
总债务/EBITDA（X）	3.79	6.98	8.18	-
资产负债率（%）	50.45	56.06	62.75	66.29
总资本化比率（%）	36.80	44.43	46.91	54.23

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、2017年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

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
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	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

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	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。