



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪436号

山东玲珑轮胎股份有限公司：

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“山东玲珑轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券”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⁺，评级展望为稳定；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

二零一八年六月二十二日

山东玲珑轮胎股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	山东玲珑轮胎股份有限公司		
债券名称	山东玲珑轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券		
债券简称	玲珑转债		
债券代码	113019.SH		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2018.3.1~2023.2.28		
上次评级时间	2017 年 07 月 18 日		
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 ⁺	

概况数据

玲珑轮胎	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	43.68	80.14	87.06	90.91
总资产（亿元）	165.82	179.62	193.86	213.75
总债务（亿元）	96.64	67.85	74.56	88.99
营业总收入（亿元）	87.34	105.18	139.18	35.12
营业毛利率（%）	28.70	27.84	23.86	24.17
EBITDA（亿元）	18.71	22.42	22.27	-
所有者权益收益率（%）	15.51	12.60	12.03	9.87
资产负债率（%）	73.66	55.38	55.09	57.47
总债务/EBITDA（X）	5.16	3.03	3.35	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.60	7.22	9.86	-

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、公司 2018 年 1 季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

陈小中 xyzchen@ccxr.com.cn

郭敬军 mjwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 22 日

基本观点

2017 年山东玲珑轮胎股份有限公司（以下简称“玲珑轮胎”或“公司”）持续推进产能扩张及全球化产业布局，巩固其市场地位及规模优势。同时，公司具备较为完善的营销网络，受益于汽车销量和保有量的增加以及国内外市场的积极拓展，轮胎产销量持续增长，2017 年业务规模实现增长。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司新增产能释放压力、原材料价格波动风险及资本支出压力等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持玲珑轮胎主体信用级别 AA⁺，评级展望稳定；维持“山东玲珑轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别 AA⁺。

正面

- 规模优势得以巩固。公司作为国内大型轮胎制造企业，连续多年位列世界轮胎企业二十强，国内排名前五。在国内轮胎行业淘汰落后产能政策背景下，公司持续推进产能扩张及产业结构调整，市场地位及规模优势得以巩固，截至 2017 年末拥有半钢子午胎产能 4,714 万条/年、全钢子午胎产能 800 万条/年以及斜交胎 100 万条/年。
- 业务规模保持增长。公司营销网络较为完善，受益于汽车销量和保有量的增加以及国内外市场的积极拓展，轮胎产销量保持增长，收入规模逐年提升，2017 年实现营业收入 139.18 亿元，同比增长 32.33%。
- 财务结构稳健性提升。公司自有资本实力稳步提升，财务杠杆比率保持在合理水平，2018 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 57.47%和 49.47%。同时，2018 年 3 月公司发行可转债优化债务期限结构，长短期债务比由 2017 年末的 4.62 倍下降至 2.04 倍，财务结构稳健性提升。

关 注

- 新增产能释放压力。国内轮胎产能快速扩张使得行业结构性产能过剩严重，产品同质化严重，同业竞争日趋激烈，近年公司扩产及技改等项目较多，新增产能面临一定的释放压力。
- 原材料价格波动风险。公司以天然橡胶和合成橡胶为主的原材料成本占总成本的比重较大，对其盈利能力的影响明显。近年天然橡胶及合成橡胶价格呈现大幅波动态势，加大公司的成本控制压力，并负面影响公司盈利的稳定性。
- 关注国际贸易环境及政治、经济形势对公司经营的影响。随着国际贸易争端及贸易保护壁垒不断增多，轮胎出口形势不容乐观，中诚信证评对国际贸易环境及政治、经济形势对公司轮胎产品出口造成的影响予以关注。
- 资本支出压力。近年来公司陆续推进多个项目建设，投资资金需求量较大，加之随着未来全球化产业布局战略的逐步推进，未来资本支出压力较大。

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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

募集资金专项说明

经中国证券监督管理委员会《关于核准山东玲珑轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2017]2204号）核准，公司于2018年3月1日公开发行20亿元可转换公司债券，债券期限为5年。本次债券于2018年3月22日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“玲珑转债”，债券代码“113019”。本次债券募集资金总额20亿元（含发行费），募集资金拟用于柳州子午线轮胎生产项目（一期续建）及补充流动资金。

行业关注

国内汽车行业和工程机械行业的发展为轮胎行业提供有效的需求支撑，但受反倾销及国际贸易保护主义等政治、经济环境的影响，轮胎出口环境恶化，制约我国轮胎企业全球化发展

汽车是轮胎消费的主要来源。根据美国权威汽车杂志《WardsAuto》提供的初步数据显示，2017年全球乘用车和卡车销量将首次突破9,000万辆，销量增长2.7%，远超人口增速。2017年我国汽车产销分别完成2,901.5万辆和2,887.9万辆，同比分别增长3.2%和3%，增速与上年相比有一定回落。其中，乘用车累计产销分别完成2,480.7万辆和2,471.8万辆，同比分别增长1.6%和1.4%；商用车产销累计分别完成420.9万辆和416.1万辆，同比分别增长13.8%和14%；新能源汽车产销分别完成79.4万辆和77.7万辆，同比分别增长53.8%和53.3%。

此外，工程机械也是轮胎的下游行业，是专用设备制造业的重要组成部分，我国目前已基本形成包括挖掘机械、混凝土机械、路面机械、桩工机械等产品在内的完整体系。2017年工程机械行业迎来新的高速增长，根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2017年挖掘机销量140,302台，同比增长99.52%；装载机销量89,458台，同比增长46.81%；汽车起重机销量20,393台，同比增长129.70%；推土机销量5,707台，同比增长40.53%；销售压路机1,742台，同比增长45.67%；销售平地机4,522台，同比增长42.16%；销售叉车496,738台，同比增长3,423%；

销售摊铺机2,390台，同比增长21.26%。2018年一季度，我国工程机械行业主要产品产销量整体保持增长态势。根据中国工程机械工业协会统计，2018年1~3月装载机行业销量30,589台，同比增长33.5%；挖掘机销量60,061台，同比增长48.4%；推土机行业销量2,109台，同比增长35.1%；平地机行业销量1,543台，同比增长48.9%；汽车起重机行业销量7,278台，同比增长91.6%；压路机行业销量4,971台，同比增长28.3%；摊铺机行业销量669台，同比增长20.1%。

据中商产业研究院发布的《2018-2023年中国轮胎行业市场前景及投资机会研究报告》数据统计显示，2017年，中国橡胶轮胎外胎行业累计产量9.26亿条，同比增长5.4%，增速下滑3.2个百分点。据中商产业研究院数据预测，预计2018年中国橡胶轮胎外胎累计产量达9.31亿条，累计增长约1.2%，增速将进一步下降。

图 1：2014-2018 年中国橡胶轮胎外胎产量情况及预测



资料来源：中商产业研究院

出口方面，近年因贸易摩擦影响，出口增长比例相较于前几年已有明显下滑。2017年我国小客车轮胎出口将近175万吨，同比增长3.61%；出口金额50亿美元，同比增长8.78%，出口轮胎平均每公斤2.61美元。2017年我国卡客车轮胎出口近337万吨，同比增长1.73%；出口金额近74亿美元，同比增长10.73%，出口轮胎平均每公斤2.19美元。近年来，全球共有美国、澳大利亚、巴西、秘鲁、埃及、阿根廷、土耳其、南非、墨西哥、印度以及欧盟等国家或地区对我国的轮胎出口发起过反倾销调查或者通过提高准入门槛限制我国轮胎的出口。2018年3月12日，美国商务部发布公告，对原产于中国的乘用车和轻卡车轮胎作出反倾销反补贴的第一次行政复审终裁。美国海关根据终裁结

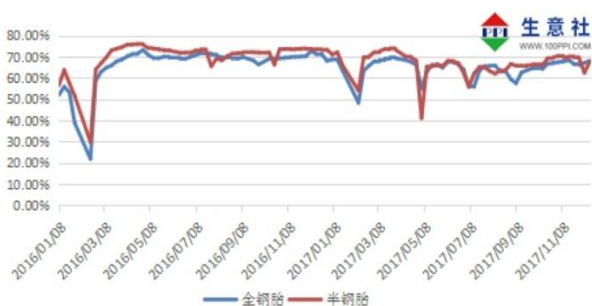
果发布反倾销与反补贴税率，玲珑轮胎将被按 2.96% 比例征收反倾销税和按 19.13% 比例征收反补贴税。

整体看，2017 年汽车行业保持稳定发展，而工程机械行业实现高速增长，为轮胎行业提供有效的需求支撑。但随着国际贸易争端及贸易保护壁垒不断增多，轮胎出口形势不容乐观，行业增速下滑，中诚信证评对未来国际贸易保护壁垒对我国轮胎出口及行业发展的影响保持关注。

国内轮胎产能快速扩张使得行业结构性产能过剩严重，且产品同质化严重，同业竞争日趋激烈

我国的轮胎行业已完全对外资、民营企业放开，属于充分竞争的橡胶加工行业。从竞争格局来看，跨国大型轮胎企业凭借资金及技术优势，在轿车、轻卡子午胎及高档子午胎市场中占据领先地位。目前全球轮胎企业分为四个梯队，第一梯队以米其林、普利司通、固特异等为代表，其优势在于高档轿车、轻卡等子午胎市场；第二梯队以住友、横滨、韩泰等为代表，其优势在于中档轿车、轻卡子午胎市场；第三梯队为大型民族轮胎企业，优势在于重汽、工程机械轮胎市场；第四梯队为国内中小规模的轮胎企业，数量众多，但轮胎产品特别是中高端轮胎产品缺乏竞争力，尚难以与大型轮胎企业抗衡。与国外先进轮胎企业相比，我国轮胎企业整体技术水平偏低、产品同质化严重，且产品主要集中于中低端市场。

图 2：2016.1-2017.11 我国轮胎企业开工率情况



资料来源：生意社

目前我国轮胎行业企业众多，主要分布在山东、江苏、浙江和上海等地区，行业存在产能结构性过剩的问题。受环保压力加大，主产区轮胎企业

停产、限产时有发生，企业实际开工率普遍不高。截至 2017 年 12 月 15 日，全钢胎开工率 67.98%，环比小幅增长 0.85 个百分点，同比下滑 3.21 个百分点；半钢胎开工率为 67.64%，环比增长 5.27 个百分点，同比下滑 5.86 个百分点。

针对轮胎产业落后产能较多，低水平重复建设现象严重等问题，国家出台一系列政策，促进落后产能淘汰和产业结构升级。面对产能的结构性过剩，作为轮胎大省的山东省自 2016 年起不再新增省内轮胎行业产能，计划到 2020 年末，拟淘汰全钢内胎、子午胎产能 3,000 万条，斜交胎产能 2,000 万条。2017 年，中国轮胎行业淘汰落后产能斜交胎 730 万条，普通型子午胎 1,800 万条。国内轮胎供给收缩伴随行业集中度提升将成为未来发展趋势。

整体看，国内轮胎行业结构性产能过剩依然严重，产品同质化严重，同业竞争激烈。为此，国家及地方政府出台多项政策推动行业落后产能的淘汰以及产业的升级，促进轮胎行业健康稳定发展。

2017 年天然橡胶及合成橡胶价格整体呈现冲高后快速回落走势，原材料价格剧烈波动对轮胎制造企业成本控制带来挑战

轮胎主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑、帘布等，原材料成本约占产品总成本的 70%，而原材料成本中天然橡胶与合成橡胶分别占比约 30% 和 11.22%，因此天然橡胶与合成橡胶的价格波动会对轮胎行业的生产经营产生重大影响。

图 3：2017 年天然橡胶价格走势（单位：元/吨）

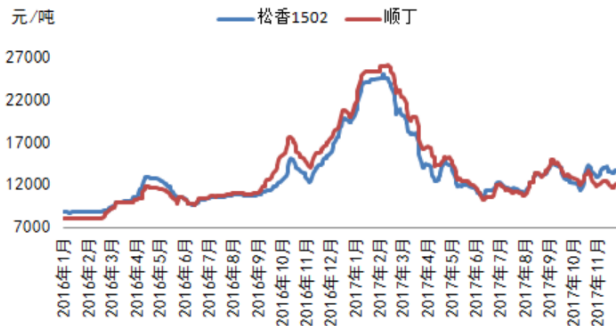


资料来源：生意社

近年来我国轮胎行业产能的急速扩张导致原材料需求大幅增长，而国内天然橡胶资源严重不足，对外依存度较高。据中国海关统计，2017 年

1~11月，我国天然及合成橡胶进口量为632吨，同比增长24.4%。价格方面，2016年9月以来，天然橡胶价格快速攀升；进入2017年天然橡胶价格经历1个半月的短时快速上涨，上涨幅度高达27.8%；之后，自高位大幅回落，虽中间出现几次小幅反弹，但整体走势下行，至12月29日，下跌幅度高达41.82%。2017年2月13日，天然橡胶现货主流报价达到最高点20,873.33元/吨，10月9日出现最低点11,357.14元/吨，年度最大跌幅约45.59%。

图4：2016.1~2017.11我国合成橡胶价格走势



资料来源：金联创

轮胎生产用的合成橡胶主要包括顺丁橡胶和丁苯橡胶等，其原材料是石化产品，成本受原油价格的影响较大。同时，作为天然橡胶同类产品，其价格走势基本和天然橡胶一致。我国合成橡胶自给率相对较高，主要由中石油和中石化的下属子公司供应。受天然橡胶价格持续下跌、国内合成橡胶产能过剩影响，2017年国内合成橡胶价格整体呈现冲高回落后期震荡的走势。2017年1~11月，丁苯橡胶年均价14,807元/吨，同比增加27%左右；顺丁橡胶BR9000年均价15,680元/吨，同比走高30%左右。

总体来看，2017年天然橡胶及合成橡胶价格整体呈现冲高回落走势，价格波动剧烈，对轮胎制造企业造成较大的影响，成本控制压力加大。

业务概况

公司主要从事汽车轮胎的设计、开发、制造与销售，主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎，广泛应用于乘用车、商用车、卡客车以及工程机械车辆等。随着公司产业结构调整 and 产能的扩张，轮胎产销量保持增长，推动收入规模持续上升。2017年公司实现营业收入139.18亿元，同比增长32.33%，其中轮胎业务占比保持在98%以

上，系公司主要的收入及利润来源。

公司产能规模不断扩张，在轮胎行业具备明显的规模优势，行业地位稳固，但扩产、技改等项目投资规模较大，面临资本支出压力

公司作为国内大型轮胎制造企业，具备成熟的生产工艺和较大的生产规模，连续多年位列世界轮胎企业二十强，国内排名前五。2017年度，公司位于世界轮胎企业第20位（数据来源于美国《轮胎商业》发布）、国内轮胎企业第3位（数据来源中国橡胶工业协会），具备一定的规模优势。截至2017年末，公司拥有半钢子午胎产能4,714万条/年、全钢子午胎产能800万条/年以及斜交胎100万条/年，得益于扩产、技改项目的推进，当年新增半钢子午胎产能580万条/年以及全钢子午胎产能80万条/年，产能规模进一步提升。

表1：2017年公司主要生产基地产能及产能利用率情况

单位：万条/年、%

厂区	产品	达产产能	产能利用率
招远	半钢子午胎	2,704	91.06
	全钢子午胎	480	95.29
	斜交胎	100	42.65
山东德州	半钢子午胎	330	74.63
	全钢子午胎	220	118.37
广西	半钢子午胎	580	86.48
	全钢子午胎	-	-
泰国	半钢子午胎	1,100	87.53
	全钢子午胎	100	91.69
	半钢子午胎	4,714	88.52
合计	全钢子午胎	800	101.19
	斜交胎	100	42.65

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

目前，公司拥有招远总部、山东德州、广西和泰国共4处生产基地，其中招远生产基地为公司最大的轮胎生产基地，约占总产能的58.5%；泰国基地以满足来自美国及其他贸易保护国家的订单需求为主，一定程度上削弱美国“双反”以及贸易保护政策对公司轮胎产品出口的不利影响。近年，公司持续推进山东德州、广西和泰国三大基地的扩产项目，山东德州玲珑工程项目为年产1,000万套高性能半钢和200万套全钢子午线轮胎项目，截至2017年

末，全钢胎达产220万条/年（超预期），因受环保督查影响，半钢胎项目暂停建设，目前半钢胎达产330万条/年。泰国玲珑工程项目于2013年启动建设，计划投建年产1,200万套半钢子午胎和120万套全钢子午胎，目前已全部达产。广西玲珑工程项目系柳州子午线轮胎生产项目，该项目计划总投资40.83亿元，建成年产2,000万套半钢子午线轮胎和200万套全钢子午线轮胎，项目分两期建设，其中一期、二期项目各投建年产1,000万套半钢子午线轮胎和100万套全钢子午线轮胎，截至2017年末已达产580万套/年半钢子午线轮胎规模，一期项目预计在2018年底前全部达产，二期项目根据未来市场情况决定具体建设计划。近年来公司陆续推进多个项目建设，投资资金需求量较大，加之随着未来全球化产业布局战略的逐步推进，未来资本支出压力较大。

从产能利用情况看，得益于轮胎销量的快速增长，公司新增产能得到有效释放，2017年半钢子午胎和全钢子午胎整体产能利用效率较高，而斜交胎产能仅满足固有客户的订单需求，未来将被逐步淘汰，当前产能释放效率不高。2017年公司半钢子午胎和全钢子午胎的产能利用率分别为88.52%和101.19%，斜交胎的产能利用率为42.65%。

总体来看，近年公司持续推进各生产基地的扩产及技改项目，产能规模不断扩张，在轮胎行业具备明显的规模优势，行业地位稳固，但扩产、技改等项目整体投资规模较大，未来资本支出压力较大。此外，我国轮胎行业产能过剩严重，国家促进落后产能淘汰和产业结构升级，其中山东地区自2016年起不再新增产能，并加大落后产能的淘汰力度，公司面临一定的落后产能淘汰压力。但从长期看，公司作为山东地区轮胎行业龙头企业，近年自主推动产业结构调整及产业升级，符合行业发展趋势，保证业务的可持续发展。

公司具备较为完善的销售网络，轮胎产销量持续增长，推动2017年收入规模实现增长，但国际贸易环境及政治、经济形势对公司经营的影响仍值得关注

得益于汽车销量和保有量的增加以及国内外的积极拓展，2017年公司轮胎产量保持增长趋

势。2017年公司轮胎总产量达5,025.11万条，同比增长15.98%；其中，半钢子午胎产量同比增长15.99%，全钢子午胎产量同比增长26.06%，斜交胎产量同比下降54.13%，产品结构向更具优势的全钢子午胎和半钢子午胎调整。当年公司轮胎销售总量4,910.52万条，同比增长16.41%；其中，半钢子午胎销量同比增长17.26%，全钢子午胎销量同比增长20.99%，斜交胎销量同比下降48.07%。2017年公司轮胎产品实现销售收入137.72亿元，同比增长33.52%，业务规模保持较快增长态势。

表2：2017年公司轮胎产销情况

单位：万条、元/条

产品	产量	销量	销售均价
半钢子午胎	4,172.96	4,076.85	181.78
全钢子午胎	809.50	785.84	770.51
斜交胎	42.65	47.83	640.31
合计	5,025.11	4,910.52	280.46

资料来源：公开市场，中诚信证评整理

从销售渠道来看，公司轮胎产品销售市场分为零售市场（替换市场）和配套市场，其中零售市场采取经销商销售模式，一般与经销商签订年度销售合同，确定年度内销售目标（以金额计算）、经销产品品牌系列、经销市场区域范围、具体的订货方式、交货地点、开票价格及结算方式等条款；配套市场则面向汽车整车厂商，通常按照年度及月份订单进行定制生产。2017年公司零售市场实现销售收入92.80亿元，同比增长26.15%；配套市场实现销售收入44.92亿元，同比增长51.87%。随着公司与整车厂商合作的深入，配套市场呈快速增长，渠道更趋优化。

从国内外市场来看，公司不断加大市场拓展力度，国内外业务收入均保持增长趋势。2017年公司国内销售实现收入69.14亿元，同比增长45.23%；出口及海外销售实现收入68.58亿元，同比增长23.49%。公司已基本形成覆盖全国轮胎县级区域的营销网络，经销商网络不断拓宽，同时与中国一汽、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、长安福特、比亚迪、吉利、奇瑞、上汽通用五菱、厦门金龙和斗山工程机械等整车厂商业务合作深入，带动国内市场的快速增长，并已超过出口及海外销售

的业务规模。国外市场方面，公司外销市场以替换市场为主，目前将其细分为美洲、欧洲、中东、非洲和亚太等市场，先后开发美国通用、福特、德国大众、印度塔塔及法国雷诺等一线车企资源，为其海外市场的稳定发展提供有力支持。近年来，美国及其他国家对我国轮胎产品实行“双反”及贸易保护政策，较大程度上限制我国轮胎产品的出口以及增加税赋负担，但公司实现全球化产业布局，泰国基地能够供应美国及其他贸易保护国家的订单需求，一定程度上规避美国“双反”以及贸易保护政策等因素的影响。随着国际贸易摩擦及贸易保护壁垒不断增多，轮胎出口形势不容乐观，国产轮胎出口或面临来自多方面的贸易摩擦，中诚信证评对国际贸易环境及政治、经济形势对公司轮胎产品出口造成的影响予以关注。

公司主要原材料天然橡胶和合成橡胶，以及炭黑、钢帘线以及纤维帘布等采购成本较上年均有不同程度的上升，一定程度上挤压轮胎产品获利空间。2017年公司天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢帘线和帘子布的采购量分别为265,842.43吨、108,993.18吨、192,967.28吨、103,416.49吨和20,519.76吨，采购均价较上年分别上涨22%、20%、57%、16%和3%，成本控制压力加大。

总体来看，公司具备较为完善的销售网络，受益于汽车销量和保有量的增加以及国内外市场的积极拓展，2017年收入规模实现增长，但主要原材料成本上升，业务获利空间受到挤压，同时国际贸易环境及政治、经济形势对公司经营的影响亦值得关注。

财务分析

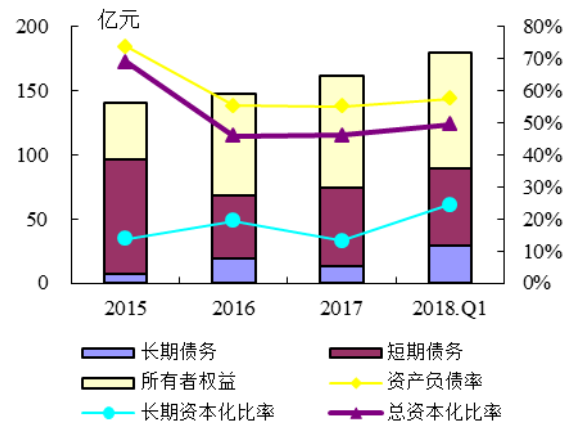
以下分析基于公司提供的经普华永道会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告以及未经审计的2018年一季报。报表数据均为合并口径数据，均按照新会计准则编制。

资本结构

随着生产规模的扩大以及业务的稳步发展，公司总资产规模稳步增长，截至2017年末总资产

193.86亿元，同比增长7.93%。所有者权益方面，得益于经营利润的留存，公司自有资本实力提升，当年末所有者权益合计87.06亿元，同比增长8.64%。负债方面，近年公司陆续推进多个项目建设，投资资金需求量较大，加之日常营运资金需求，整体负债规模上升，当年末负债总额为106.80亿元，同比增长7.36%。2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为55.09%和46.13%，财务杠杆比率处于适中水平。截至2018年3月末，公司总资产213.75亿元，负债总额122.84亿元，所有者权益合计90.91亿元，资产负债率为57.47%。

图5：2015~2018.Q1公司资本结构分析



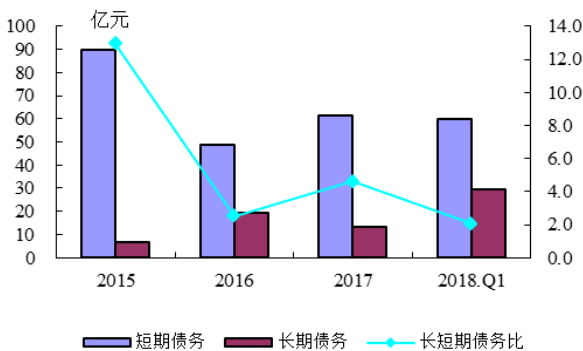
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2017年末公司非流动资产合计114.16亿元，占资产总额的58.89%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，规模分别为94.32亿元、4.87亿元和5.11亿元。随着广西玲珑、山东德州玲珑等多个工程项目建设推进，当年末在建工程规模同比增长40.11%，2018年3月末进一步增至7.07亿元。2017年末公司流动资产合计79.70亿元，占资产总额的41.11%，主要包括货币资金、应收票据、应收账款和存货，规模分别为22.84亿元、9.08亿元、22.62亿元和21.55亿元。其中，货币资金主要包括银行存款（21.28亿元）和其他货币资金（1.56亿元，系各类保证金），2018年3月公司成功发行可转债，货币资金进一步增至37.14亿元。随着公司业务规模快速扩张，2017年末公司应收票据、应收账款和存货分别同比增长114.85%、24.31%和14.78%，业务垫资压力上升。当年末公司应收账款账龄集中于1年以内，占比

94.32%，累计计提坏账准备 1.41 亿元，当年计提存货跌价准备 0.84 亿元，面临一定的坏账及存货跌价损失风险。

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，2017年末流动负债合计90.90亿元，包括短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等，规模分别为43.51亿元、10.18亿元、18.81亿元、7.00亿元和7.60亿元，因经营业务扩张导致短期借款和应付账款同比增长39.93%和18.67%；一年内到期的非流动资产系一年内到期的长期借款。当年末公司非流动负债合计15.90亿元，集中于长期借款13.27亿元，随着长期借款即将到期并转入一年内到期的非流动负债，非流动负债规模同比下降26.90%。2018年3月公司成功发行可转债，3月末应付债券余额17.31亿元，非流动负债增至31.91亿元。

图 6：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，截至2017年末，公司总债务74.56亿元，长短期债务比为4.62倍。2018年3月公司成功发行可转债，3月末总债务增至88.99亿元，长短期债务比下降至2.04倍，债务期限结构有所改善。

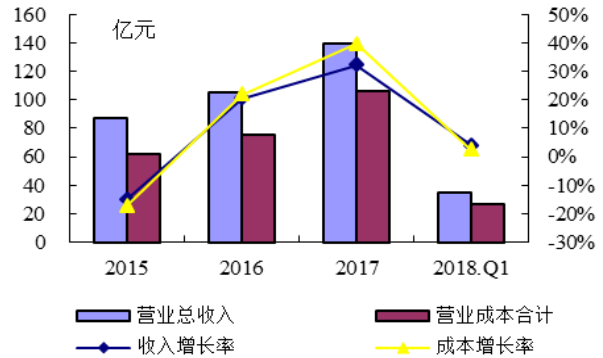
总体来看，公司资产规模保持增长，财务杠杆比率尚属合理，且近期发行可转债优化债务期限结构，财务结构稳健性提升。

盈利能力

公司产能规模不断扩张，受益于汽车销量和保有量的增加以及国内外市场的积极拓展，轮胎产销量保持增长，2017年实现营业收入139.18亿元，同比增长32.33%。2018年1~3月，公司实现营业收入

35.12亿元，同比增长4.08%，增速大幅下降。从盈利来看，公司主要原材料采购成本上升，挤压业务获利空间，2017年营业毛利率为23.86%，同比下降3.98个百分点，但仍高于同类上市企业。

图 7：2015~2018.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表3：2017年国内上市公司轮胎业务比较表

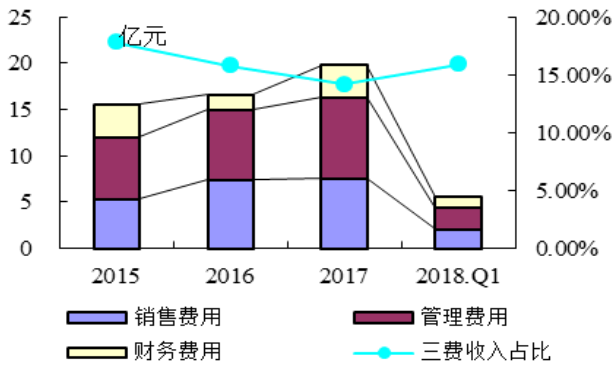
单位：亿元、%

名称	收入	毛利率
玲珑轮胎	137.72	23.69
赛轮金宇	127.60	16.96
华谊集团	80.36	10.75
三角轮胎	78.99	18.94
风神股份	71.21	9.69
青岛双星	35.22	19.99
佳通轮胎	34.24	12.49

资料来源：公开市场，中诚信证评整理

期间费用方面，随着业务规模扩张及债务上升，公司三费支出均保持增长，2017年三费合计19.78亿元，同比增长18.90%，包括销售费用7.59亿元、管理费用8.74亿元和财务费用3.44亿元。因收入规模快速上升，当年公司三费收入占比有所下降，为14.21%。2018年1~3月公司三费合计5.59亿元，三费收入占比为15.92%，期间费用控制能力仍有待加强。

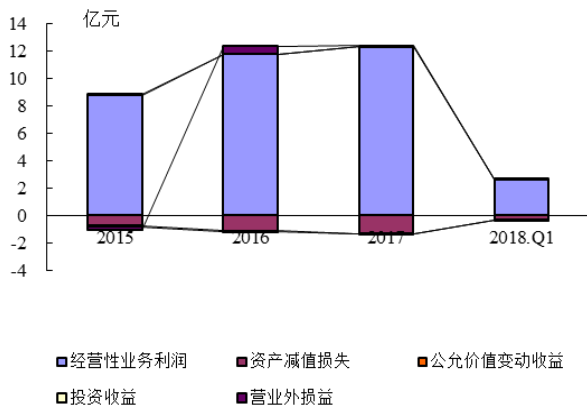
表 8：2015~2018.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017年公司利润总额11.23亿元，主要来自于经营性业务利润（12.33亿元）。此外，当年公司发生资产减值损失1.32亿元，主要系坏账损失和存货跌价损失。2017年公司实现净利润10.48亿元，同比增长3.72%，所有者权益收益率为12.03%。2018年1~3月，公司实现利润总额2.43亿元，取得净利润2.24亿元，当期所有者权益收益率为9.87%，整体盈利能力良好。

图 9：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



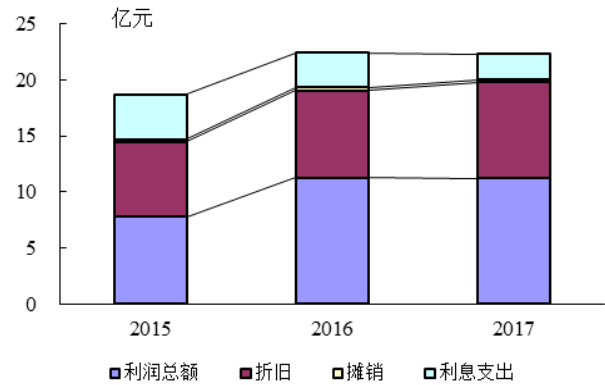
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司业务规模保持较快增长，因原材料成本上升，毛利率有所下滑，但仍处于行业较高水平，且当年期间费用控制能力有所改善，整体盈利能力良好。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出及利润总额构成，2017 年 EBITDA 为 22.27 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数指标分别为 3.35 倍和 9.86 倍，较上年均有所提升，EBITDA 对债务本息的保障能力增强。

图 10：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从经营性现金流情况来看，由于业务规模大幅扩张，业务垫资规模上升，2017 年公司经营活动净现金流规模同比减少 12.73 亿元，全年实现经营活动净现金流为 11.19 亿元。当年，公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.15 倍和 4.95 倍，经营性现金流对债务利息的保障程度有所削弱。2018 年 1~3 月，公司经营活动净现金流 1.99 亿元。

表 4：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务 (亿元)	89.71	48.60	61.29	59.69
长期债务 (亿元)	6.93	19.24	13.27	29.30
总债务 (亿元)	96.64	67.85	74.56	88.99
资产负债率 (%)	73.66	55.38	55.09	57.47
总资本化比率 (%)	68.87	45.85	46.13	49.47
EBITDA (亿元)	18.71	22.42	22.27	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.60	7.22	9.86	-
总债务/EBITDA (X)	5.16	3.03	3.35	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.49	7.70	4.95	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.10	0.35	0.15	0.09*

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

就财务弹性而言，公司与国内诸多银行建立良好合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司共获得中国银行、交通银行、民生银行和农业银行等多家金融机构综合授信额度 171.37 亿元，其中未使用额度 112.61 亿元，备用流动性充裕。同时，公司完成 A 股上市，股权融资渠道的拓宽将进一步增强其财务弹性。

资产抵质押方面，截至 2017 年末，公司所有

权或使用权受限资产合计 7.47 亿元，占总资产的比例为 3.85%，受限资产规模相对较小。

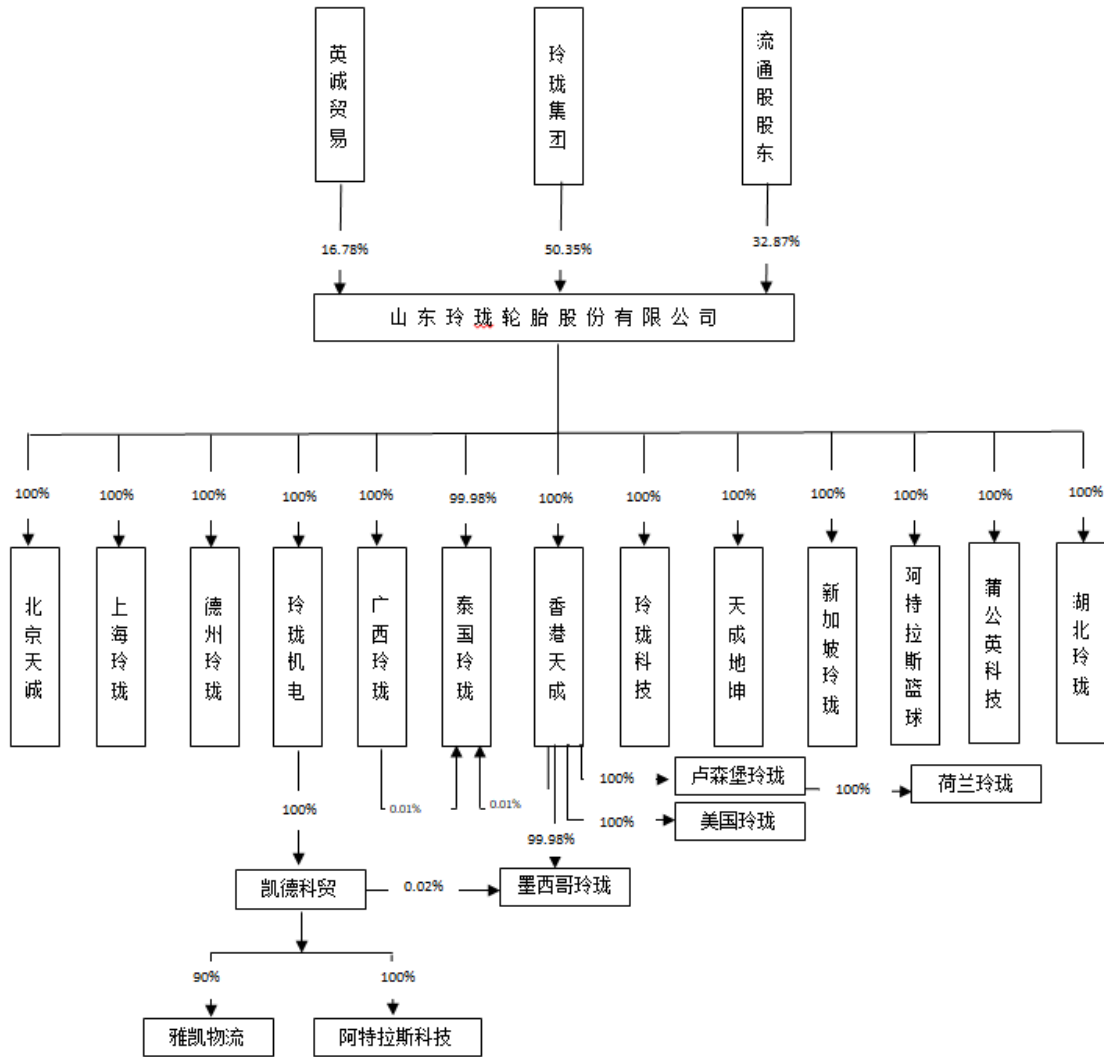
或有事项方面，截至 2017 年末，公司未清担保余额 8.25 亿元，担保对象为下属子公司，无对外担保余额。

整体而言，公司不断推进产能规模扩张，巩固其市场地位及规模优势，轮胎产销量保持增长，推动收入规模的提升，且近期发行可转债优化债务期限结构，财务结构稳健性提升。但中诚信证评对国际贸易环境及政治、经济形势对公司经营的影响将保持关注。

结 论

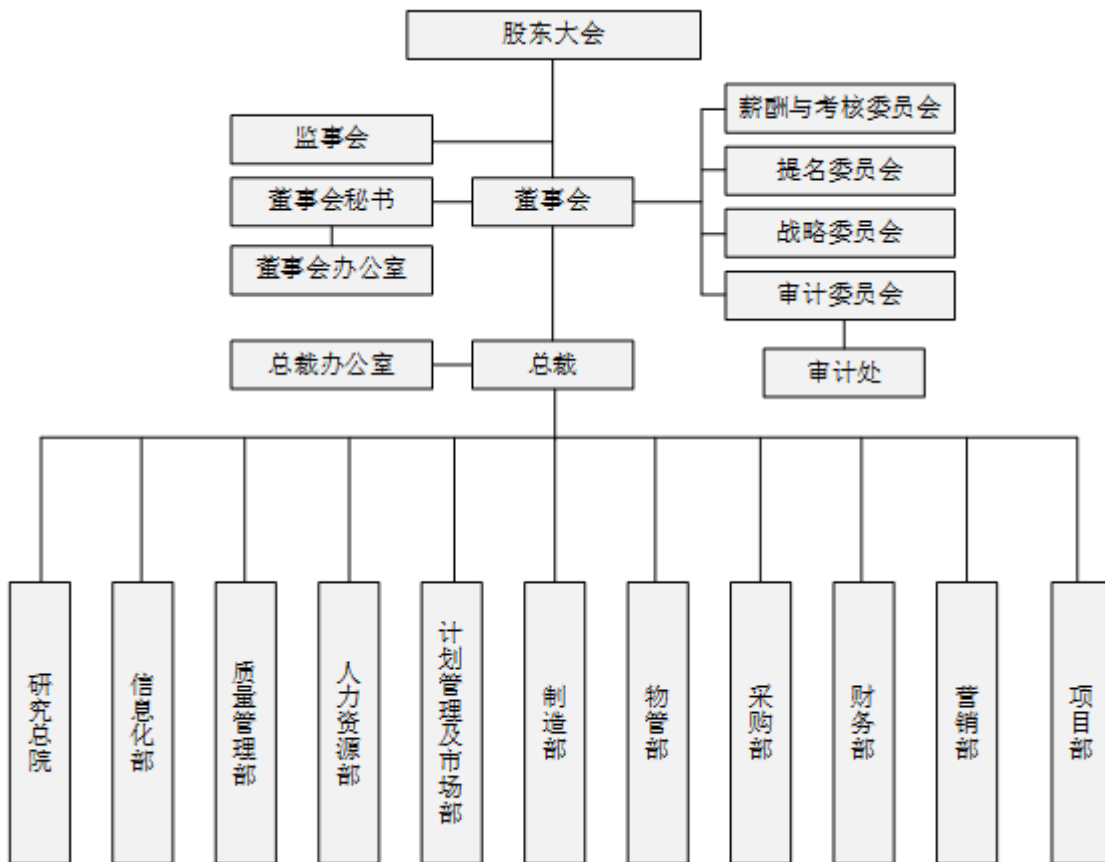
综上，中诚信证评维持玲珑轮胎主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“山东玲珑轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：山东玲珑轮胎股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：山东玲珑轮胎股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：山东玲珑轮胎股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	208,695.78	229,025.73	228,407.86	371,413.29
应收账款净额	134,689.52	181,998.83	226,234.57	255,740.74
存货净额	151,673.11	187,715.59	215,466.87	227,926.74
流动资产	599,064.11	679,179.92	796,972.30	982,721.43
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	958,160.65	992,979.45	991,957.28	1,001,326.17
总资产	1,658,183.93	1,796,198.07	1,938,599.56	2,137,490.77
短期债务	897,141.40	486,039.36	612,852.56	596,948.97
长期债务	69,256.13	192,436.63	132,700.76	292,972.76
总债务（短期债务+长期债务）	966,397.53	678,475.99	745,553.32	889,921.73
总负债	1,221,372.11	994,786.07	1,067,961.81	1,228,351.06
所有者权益（含少数股东权益）	436,811.82	801,412.01	870,637.75	909,139.71
营业总收入	873,370.12	1,051,780.83	1,391,807.26	351,207.16
三费前利润	243,375.44	283,989.91	321,078.57	82,361.21
投资收益	-737.42	-125.34	-340.01	-33.43
净利润	67,740.93	101,006.09	104,767.81	22,443.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	187,126.86	224,239.66	222,692.02	-
经营活动产生现金净流量	101,395.10	239,186.42	111,887.08	19,915.67
投资活动产生现金净流量	-127,432.13	-97,979.81	-134,270.88	-32,780.74
筹资活动产生现金净流量	58,856.94	-110,177.59	49,981.13	162,428.85
现金及现金等价物净增加额	35,653.85	38,360.77	19,544.23	142,799.34
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	28.70	27.84	23.86	24.17
所有者权益收益率（%）	15.51	12.60	12.03	9.87*
EBITDA/营业总收入（%）	21.43	21.32	16.00	-
速动比率（X）	0.40	0.63	0.64	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.35	0.15	0.09*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.49	0.18	0.13*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.49	7.70	4.95	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.60	7.22	9.86	-
总债务/EBITDA（X）	5.16	3.03	3.35	-
资产负债率（%）	73.66	55.38	55.09	57.47
总资本化比率（%）	68.87	45.85	46.13	49.47
长期资本化比率（%）	13.69	19.36	13.23	24.37

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018年一季度公司上述带“*”指标经过年化处理。

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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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。