



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪692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，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定，维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月二十六日

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（2018）

债券名称	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）		
债券简称及代码	16 双星 01 112337		
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	2017/06/28		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

青岛双星	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	25.95	27.00	28.07	37.83
总资产（亿元）	59.05	72.48	83.80	94.61
总债务（亿元）	21.58	24.69	34.90	36.93
营业总收入（亿元）	29.94	49.28	39.98	9.85
营业毛利率（%）	19.49	14.64	18.72	15.52
EBITDA（亿元）	2.97	2.92	4.05	-
所有者权益收益率（%）	2.28	2.89	3.63	2.83
资产负债率（%）	56.06	62.75	66.51	60.02
总债务/EBITDA（X）	7.26	8.46	8.61	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.93	4.05	4.15	-

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、2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

徐璐

xlx@ccxr.com.cn

刘春天

clt@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 26 日

基本观点

2017 年，青岛双星股份有限公司（以下简称“青岛双星”或“公司”）根据产能整合的整体战略规划，跟踪期内终止与外部工厂的产能合作，同时缩减原材料销售规模，当年营业收入下滑，随着后期租赁产能协议的恢复，同时环保搬迁及在建项目的陆续达产，未来产能规模逐步提升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司同业竞争日趋激烈、债务期限结构需改善及经营性现金流大幅流出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，产能规模逐步扩张。截至 2017 年末，公司拥有 475 万条全钢子午胎、600 万条半钢子午胎产能，其中 400 万条全钢子午胎系近两年陆续建设完成，随着公司本埠搬迁项目逐步竣工及子公司搬迁项目顺利推进，公司未来将拥有 550 万条全钢子午胎、1,100 万条半钢子午胎产能，产能规模得以提升。
- 业务初始盈利能力较好。2017 年受益于主要原料橡胶市场价格震荡下行；同时公司缩减材料销售业务规模，跟踪期内营业毛利率提升至 18.72%，同比上升 4.08 个百分点，处于行业中上水平。
- 融资渠道畅通。公司与多家银行形成稳定的合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 73.16 亿元，尚未使用银行授信额度为 44.55 亿元。同时作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通。

关 注

- 行业结构性产能过剩，同业竞争日趋激烈。我国轮胎行业企业众多，产品同质化严重，尤其是中低端产品整体处于充分竞争状态，加之国内轮胎产能快速扩张使得行业结构性产能过剩严重，同业竞争日趋激烈，加大公司业务运营压力。
- 债务期限结构需改善。2017 年末，公司总债务为 34.90 亿元，同比增长 41.37%，其中短期债务和长期债务分别为 25.66 亿元和 9.25 亿元，长短期债务比 2.77 倍；2018 年一季度末，总债务为 36.93 亿元，长短期债务比为 2.60 倍。公司债务以短期债务为主，集中偿付压力大，债务期限结构需改善。
- 经营性现金流大幅净流出，对债务本息的保障能力弱化。2017 年公司因在建项目陆续投产而增加原料储备规模，同时集中兑付了上年开具的应付票据，导致当年经营活动现金流净额由上年的 0.29 亿元降至-6.09 亿元，同期经营活动净现金/总债务为-0.17 倍，经营活动净现金流/利息支出为-6.23 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障程度大幅弱化。
- 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 and 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。

重大事项说明

为适应发展需要，青岛双星股份有限公司（以下简称“青岛双星”或“公司”）于 2018 年 2 月非公开发行新增股份 1.42 亿股，发行价格 6.33 元/股，由双星集团有限责任公司、华能贵诚信托有限公司、天津源和商务咨询合伙企业（有限合伙）、济南国惠兴鲁股权投资基金合伙企业（有限合伙）和杭州江化投资管理合伙企业（有限合伙）认购。此次非公开发行，公司募集资金总额 899,999,995.02 元，扣除发行费用后，募集资金净额为人民币 883,607,814.93 元，上述资金拟用于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和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）的投建。本次发行完成后，双星集团有限责任公司仍为公司控股股东（截至 2018 年 3 月末，双星集团有限责任公司持股比例为 25.62%），同时公司自有资本实力增强，资产负债结构得到优化。

行业关注

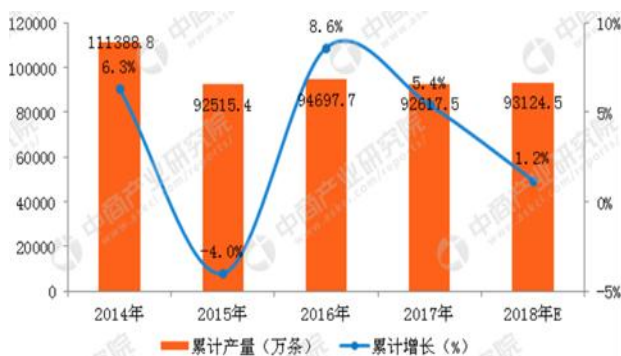
国内汽车行业和工程机械行业的发展为轮胎行业提供有效的需求支撑，但受中美贸易战、反倾销及国际贸易保护主义等政治、经济环境的影响，轮胎出口环境恶化，制约我国轮胎企业全球化发展

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挖掘机械分会统计数据，2017 年纳入分会统计的 25 家主机制造企业共销售各类挖掘机械产品 140,303 台（含出口），较上年提升 99.5%；2017 年 1-11 月工程起重机累计销售 30,018 台，同比增长 80.2%，结束连续 5 年下滑的趋势；2017 年销售各类装载机 97,610 台，同比增长 44.88%。

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

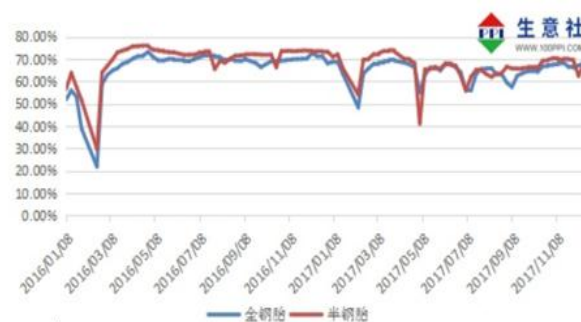
出口方面，近年因贸易摩擦影响，出口增长比例相较于前几年已有明显下滑。2017 年我国小客车轮胎出口将近 175 万吨，同比增长 3.61%；出口金额 50 亿美元，同比增长 8.78%，出口轮胎平均每公斤 2.61 美元。2017 年我国卡客车轮胎出口近 337 万吨，同比增长 1.73%；出口金额近 74 亿美元，同比增长 10.73%，出口轮胎平均每公斤 2.19 美元。近年来，全球共有美国、澳大利亚、巴西、秘鲁、埃及、阿根廷、土耳其、南非、墨西哥、印度以及欧盟等国家或地区对我国的轮胎出口发起过反倾销调查或者通过提高准入门槛限制我国轮胎的出口。2018 年 3 月 12 日，美国商务部发布公告，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。2018 年 3 月 22 日，美国总统特朗普签署备忘录，宣布“301 调查”结果，

拟对从中国进口的商品大规模征收关税，涉及橡胶制品、航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等多个行业，并限制中国企业在美国的投资并购。据了解，本次美国拟对中国征收关税的项目和橡胶轮胎相关的包括：未硫化轮胎翻新用胎面补料胎条、未加强或其他材料合制硫化橡胶管、加强或其他材料合制硫化橡胶管、金属加强的硫化橡胶输送带、航空器用新的充气橡胶轮胎、航空器用翻新轮胎及部分硫化橡胶制机器及仪器用零件等。据中国橡胶网统计，仅列入拟征税清单中的主要橡胶制品，2017年出口美国的交易额为4,416万美元，占这些产品总出口额的21.8%。随着中美贸易战的升级，我国轮胎出口到美国或将出现大幅下滑，同时中国轮胎企业受政治、经济环境的影响，赴美国建厂的积极性将大幅降低，不利于轮胎企业推进全球化发展。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，行业竞争日趋激烈

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，拟淘汰全钢有内胎、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。

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20%，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较大影响。

图 3：2017 年天然橡胶价格走势

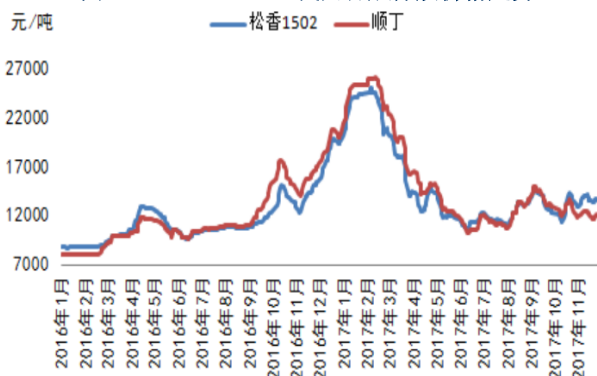
单位：元/吨



资料来源：生意社

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，对轮胎制造企业带来了较大的影响，成本控制压力加大。

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材料贸易业务，其中轮胎业务是公司最主要收入来源，2017 年业务占比为 88.11%。

2017 年，根据产能整合的整体战略规划，公司停止了在 2016 年期间为满足市场需要和弥补环保搬迁造成的产能下降而与第三方的两家轮胎工厂的产能合作，同时因轮胎主要原材料价格大幅波动，为避免材料波动给公司带来的风险，公司在跟踪期内大幅降低了材料销售业务。上述因素导致公司产量和收入受到影响，2017 年实现营业收入 39.98 亿元，同比减少 18.87%。具体来看，公司轮胎业务实现销售收入 35.22 亿元，同比下滑 10.74%；机械业务实现销售收入 1.01 亿元，同比增长 28.56%；材料贸易业务（贸易品种主要系生产轮胎用的橡胶、钢帘线及炭黑等）实现销售收入 3.48 亿元，同比减少 60.13%。

表 1：公司业务收入构成

业务	2016		2017	
	营业收入	占比	营业收入	占比
轮胎	39.46	80.09	35.22	88.11
机械	0.79	1.60	1.01	2.53
材料	8.73	17.72	3.48	8.71
其他	0.30	0.60	0.26	0.65
总计	49.28	100.00	39.98	100.00

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017 年公司停止与外部工厂的产能合作，同时缩减原材料销售规模，当年营业收入下滑，随着后期租赁产能协议的恢复，同时环保搬迁及在建项目的陆续达产，业绩有望回升，但需关注国际贸易摩擦对出口市场环境的影响

目前公司的轮胎产品主要为全钢子午胎和半钢子午胎。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。研发技术方面，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。跟踪期内，公司推出了CROSSLEADER（狂野大师）防刮、防撞、防刺扎“三防”乘用车安全轮胎，以及具有防火性能的KINBLI（劲倍力）商用车专用轮胎，并成为消防车和危化品车的首选轮胎。2017年公司研发投入约1.37亿元，占当年营业总收入的比重为3.44%。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。

为进行产业升级改造，公司于2013年12月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，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，于2014年初启动项目前期工作，截至2017年底在建项目陆续竣工并试投产，计划于2018年陆续全面达产。截至2018年3月末，公司环保搬迁项目仍存在2.77亿元的资金缺口，但随着2018年初公司完成定向增发，资本支出压力能够得到缓解。

此外，2017年12月公司与十堰市人民政府（以下简称“十堰政府”）协商一致并签订了《双星东风轮胎有限公司环保搬迁升级改造项目协议书》，将公司子公司双星东风轮胎有限公司（以下简称“东风轮胎”）整体搬迁到十堰市张湾区工业新园区，十堰政府对东风轮胎现有约725亩土地及地上资产进行收储并给予搬迁补偿。同时公司在十堰市张湾区工业新区建立全球领先的轮胎工业4.0智能化工厂，实现年产高端商用车胎150万套和高端乘用车胎500万套产能，满足高端商用车和乘用车市场需求。公司该项目建设周期约18个月，预计总投资15亿元，资金来源主要为政府搬迁补助及自筹资金，项目已于2018年6月开工建设。

截至2017年末，公司拥有475万条全钢子午胎、600万条半钢子午胎产能，其中400万条全钢子午胎系近两年陆续建设完成。随着公司本埠搬迁项目逐步竣工及子公司搬迁项目顺利推进，公司未

来将拥有550万条全钢子午胎、1,100万条半钢子午胎产能，产能规模得以扩张。

表2：公司主要资本性支出项目情况

单位：亿元

项目名称	计划投资额	截至2018年3月末投资额	2018.4-12拟投资额
绿色轮胎智能化示范基地（二期）	10.81	10.65	0.16
绿色轮胎工业4.0示范基地高性能乘用车子午胎项目	8.27	6.85	1.42
绿色轮胎智能化示范基地自动化制造设备项目（一期）	2.26	1.06	1.19
搬迁设备升级改造	0.77	0.77	-
合计	22.11	19.33	2.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年初，公司停止了与第三方的两家轮胎工厂的产能合作，当年轮胎产量同比减少22.24%至871万条。鉴于公司较大部分产能处于搬迁状态，无法达产，同时下游订单充足，2017年12月，公司发布公告，继续租赁山东恒宇科技有限公司（以下简称“山东恒宇”）产能，固定资产租赁全钢胎相当于65万套/年产能的设备和模具等、半钢胎相当于600万套/年产能的设备和模具等，租赁期3年，本合同约定的租赁标的物年租金9,600万元/年（含税），免租期2个月。随着环保搬迁和工业4.0智能化轮胎工厂陆续达产，公司轮胎产能产量将实现快速扩张。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3：2016~2017年公司轮胎产销情况

单位：万条、%

项目	同比增减	2017	2016
生产量	-22.24	871	1,120
销售量	-28.04	829	1,152
产销率	-7.68	95.18	102.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司在国内市场通过搭建直营、替换、星猴网和电商四大渠道，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。2017年受产量下降的影响，公司实现轮胎销量829万条，同比减少

28.04%，当年产销率为 95.18%，较上年下滑 7.68 个百分点。

从销售市场来看，2017 年公司国内市场和国外市场实现营业收入占比分别为 69.71%和 30.29%。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，配套厂家多采用寄售库销售模式，货款结算账期较长，公司资金压力较大。出口方面，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，2017 年整体出口比例保持平稳，产品基本定位于替换市场销售。但值得注意的是，受国际贸易摩擦影响，目前全球共有美国、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，轮胎出口市场环境严峻，中诚信证评将持续关注其对公司未来业务可能造成的影响。

跟踪期内，橡胶等原材料价格整体呈下行趋势，同时公司缩减获利较低的材料销售业务规模，进一步推升当年业务初始盈利

公司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%，半钢胎中橡胶成本大约占原材料成本的 49%，全钢胎中橡胶成本约占原材料成本的 41%，因此橡胶价格的波动对公司轮胎产品定价、成本控制和盈利均具有较大影响。2017 年橡胶价格在年初时快速攀升，后高处大幅回落，整体走势下行，当年公司原料单位平均成本下降。

此外，公司向山东恒宇及其关联企业转售橡胶等轮胎生产用材料，通常依据山东恒宇及其关联企业的需求进行采购，并在采购价格基础上加价 2% 向其转售，因其议价空间较小，该板块业务毛利率水平较低。2017 年，轮胎主要原材料价格大幅波动，为避免材料波动给公司带来的风险，当年公司缩减了材料销售业务规模，进一步推升了自身业务初始获利水平。2017 年公司营业毛利率为 18.72%，同比上升 4.08 个百分点。

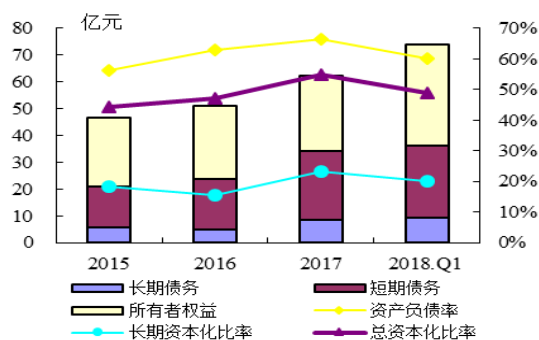
总体来看，2017 年公司停止与外部工厂的产能合作，同时缩减原材料销售业务规模，营业收入下滑；受益于跟踪期内橡胶等原材料价格整体呈下行

趋势，公司业务初始盈利能力有所提升。未来随着后租赁产能协议的恢复，同时环保搬迁及在建项目的陆续达产，业绩有望回升，但仍需关注国际贸易摩擦对出口市场环境的影响。

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2015~2017年合并审计报告和未经审计的2018年一季度合并财务报表。

图 5：2015~2018.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

随着环保搬迁项目及在建工业4.0智能化轮胎工厂项目持续推进，公司总资产规模保持增长。截至2017年末，公司资产总额和负债总额分别为83.80亿元和55.73亿元，同比增长15.62%和22.54%；所有者权益方面，2017年公司留存收益的增加使其所有者权益同比增长3.96%至28.07亿元。2018年2月，公司非公开发新增股份1.42亿股，发行价格6.33元/股，募集资金净额8.84亿元。2018年3月末，公司资产总额为94.61亿元，负债总额为56.78亿元；所有者权益规模较年初增长34.77%至37.83亿元。

表 4：2017 年末轮胎行业主要上市公司资本结构比较

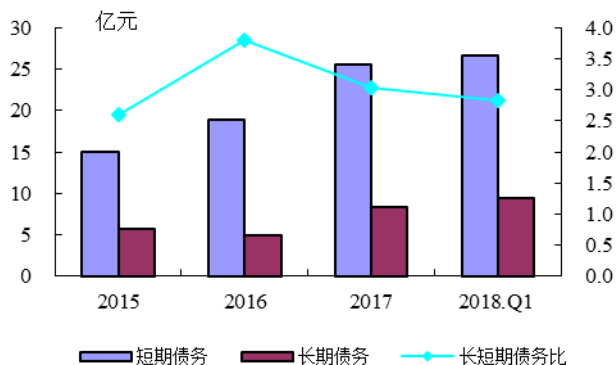
公司	资产总计（亿元）	资产负债率（%）
玲珑轮胎	193.86	55.09
赛轮金宇	150.55	60.33
黔轮胎 A	97.15	65.63
青岛双星	83.80	54.83
风神股份	73.88	74.01

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

跟踪期内，公司在建项目投入较多，外部融资需求持续加大，债务规模保持增长。截至 2017 年末，公司总债务余额为 34.90 亿元，同比增长

41.37%，总资本化比率同比上升 7.67 个百分点至 55.43%，资产负债率同比上升 3.76 个百分点至 66.51%。2018 年随着公司定增完成，自有资本实力大幅提升，3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 60.02%和 49.40%，较年初分别下滑 6.49 个百分点和 6.03 个百分点。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 6：2015~2018.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，公司流动资产和非流动资产规模占比相当。2017年末公司流动资产合计40.17亿元，占总资产的比重为47.94%，主要包括货币资金3.23亿元、应收票据4.05亿元、应收账款12.94亿元和存货13.07亿元。其中，货币资金中主要为银行存款，因抵押、质押或冻结等使用受限的货币资金规模为0.86亿元，主要系各类保证金；应收账款规模较上年同比增长12.58%，其中前五大客户欠款占比为39.14%，账龄在一年以内的占比为83.23%，当年末坏账准备余额为1.22亿元。公司存货规模同比增长27.26%，主要系原材料和库存商品增加所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，2017年末分别占非流动资产的比重分别为65.05%、18.75%和8.23%，其中固定资产规模同比增长62.26%，随着公司部分在建项目陆续达到可使用状态，部分转固；在建工程主要为绿色轮胎智能化示范基地（二期）、绿色轮胎工业4.0示范基地高性能乘用车子午胎项目和绿色轮胎智能化示范基地自动化制造设备项目（一期）项目厂房及设备投入；无形资产同比增长21.39%，主要系当年新增1,246亩土地使用权。

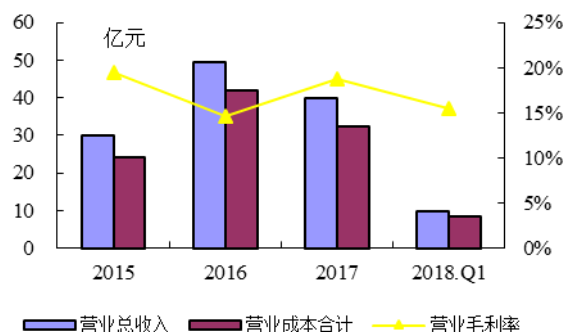
从债务结构来看，截至2017年末，公司短期债

务和长期债务分别为25.66亿元和9.25亿元，长短期债务比2.77倍；2018年一季度末长短期债务比为2.60倍，债务期限结构不甚合理，财务结构稳健性有待提升。

整体来看，跟踪期内，环保搬迁项目及在建项目持续推进，公司总资产规模保持增长，同时随着定增完成，自有资本实力提升，财务杠杆比率保持在合理水平，但短债规模持续上升，债务期限结构有待改善。

盈利能力

图 7：2015~2018.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

跟踪期内，2017年公司停止了在上年期间为满足市场需要和弥补环保搬迁造成的产能下降而与第三方的两家轮胎工厂的产能合作；同时当年减少材料贸易业务规模。2017年公司业绩下滑，实现营业收入39.98亿元，同比减少18.87%。

盈利方面，公司轮胎主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑、帘布等。跟踪期内，橡胶市场价格波动较大，整体呈下行趋势；同时当年获利较低的贸易业务规模缩减，2017年公司营业毛利率提升至18.72%，同比上升4.08个百分点，处于行业中上水平。但值得关注的是，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，后续仍需关注原料价格波动对公司盈利造成的不利影响。

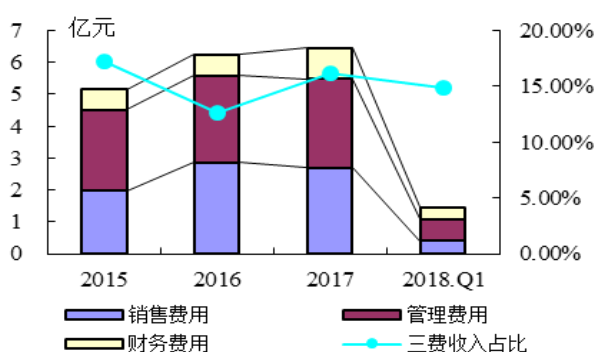
表 5：2017 年轮胎行业主要上市公司盈利能力指标

公司	营业总收入（亿元）	毛利率（%）
玲珑轮胎	139.18	23.86
赛轮金宇	138.07	19.72
风神股份	73.04	9.28
黔轮胎 A	69.60	7.60
青岛双星	39.98	18.72

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，当年公司业务规模缩减，销售费用同比下滑 5.50%至 2.70 亿元；管理费用支出规模较上年持平，为 2.77 亿元；费用化利息支出增长推升了财务费用支出规模增至 0.98 亿元，同比增幅为 47.19%。2017 年公司期间费用合计为 6.45 亿元，同比增长 3.36%；受营收规模萎缩影响，当年三费收入占比为 16.15%，较上年增加 3.48 个百分点。2018 年 1~3 月，公司期间费用合计 1.47 亿元，三费占营业总收入的比重为 14.88%。整体来看，公司期间费用规模较大，控制力度需加强。

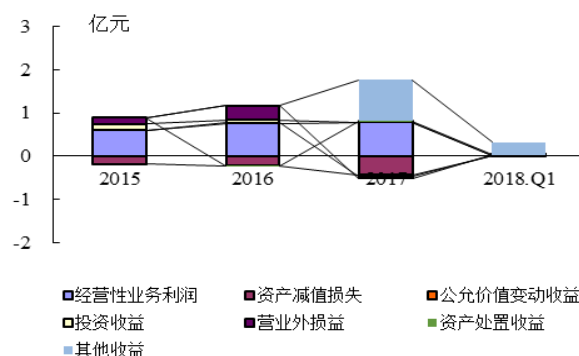
图 8：公司 2015~2018.Q1 期间费用分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和其他收益构成。2017 年，公司收入规模大幅缩减，但初始获利能力有所提升，当年实现经营性业务利润 0.78 亿元，同比小幅增长 3.41%；公司取得以政府补助摊销及地面附着物补偿款为主的其他收益 0.95 亿元，随着项目逐步竣工，青岛市区绿色轮胎智能化示范基地的环保搬迁项目政府补贴款已累计全部到位。同时，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 0.44 亿元。2017 年公司实现利润总额 1.24 亿元，同比增长 30.81%。整体来看，公司经营效益有所改善。

图 9：2015~2018.Q1 公司利润总额分析

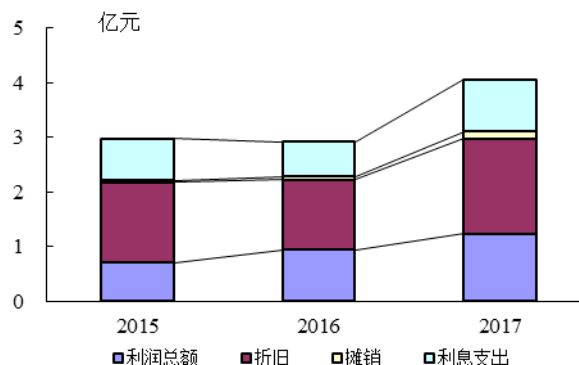


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司业务规模缩减，但受原料价格下行影响，营业毛利率提升，经营性业务利润同比小幅增长，同时政府补助能够补充整体盈利，经营效益有所改善。

偿债能力

图 10：2015~2017 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。2017 年公司固定资产折旧规模同比上升 35.94%至 1.74 亿元，同时利润总额扩张，当年 EBITDA 为 4.05 亿元，同比增长 38.99%。同期，总债务/EBITDA 为 8.61 倍，EBITDA 利息倍数为 4.15 倍，较上年分别增加 0.15 倍和 0.10 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较高。

表 6：2015~2018.Q1 年公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	21.58	24.69	34.90	36.93
EBITDA（亿元）	2.97	2.92	4.05	-
资产负债率（%）	56.06	62.75	66.51	60.02
总资本化比率（%）	45.40	47.76	55.43	49.40
经营活动净现金流（亿元）	1.24	0.29	-6.09	-3.71
EBITDA 利息倍数（X）	3.93	4.05	4.15	-
总债务/EBITDA（X）	7.26	8.46	8.61	-
经营净现金流/总债务（X）	0.06	0.01	-0.17	-0.40
经营净现金流利息倍数（X）	1.64	0.41	-6.23	-12.46

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年随着在建项目陆续投产，公司增加原料储备，同时跟踪期内集中兑付了上年开具的应付票据，导致现金流呈现净流出状态，当年公司经营活动现金流净额由上年的 0.29 亿元降至-6.09 亿元，同期经营活动净现金/总债务为-0.17 倍，经营活动净现金流/利息支出为-6.23 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障程度大幅降低。

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 2018 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 73.16 亿元，尚未使用银行授信额度为 44.55 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2018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2018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，目前公司已向法院申请强制执行，尚在执行中。

受限资产方面，截至 2017 年 12 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计为 1.29 亿元，均为保证金和应收票据质押，受限资产占总资产的比重为 1.54%。

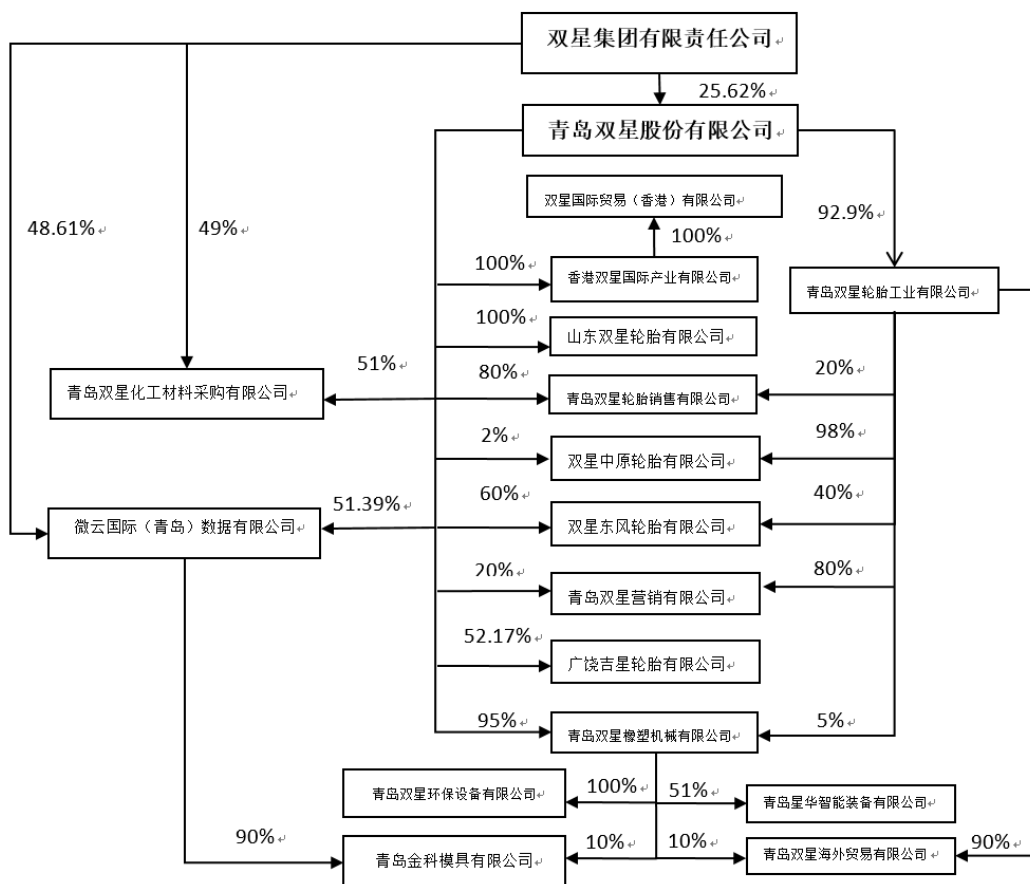
综合来看，2017年公司经营性现金流呈现大幅净流出，债务期限结构欠佳，但受益于原料价格下行，营业毛利率提升，经营效益有所改善，同时随着环保搬迁项目陆续建成投产，未来产能及产量规模预计将实现增长，推动后续业务的发展。此外，定增完成后，公司自有资本实力有所增强，同时具

有较强的备用流动性，仍保持很强的偿债能力。

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**。

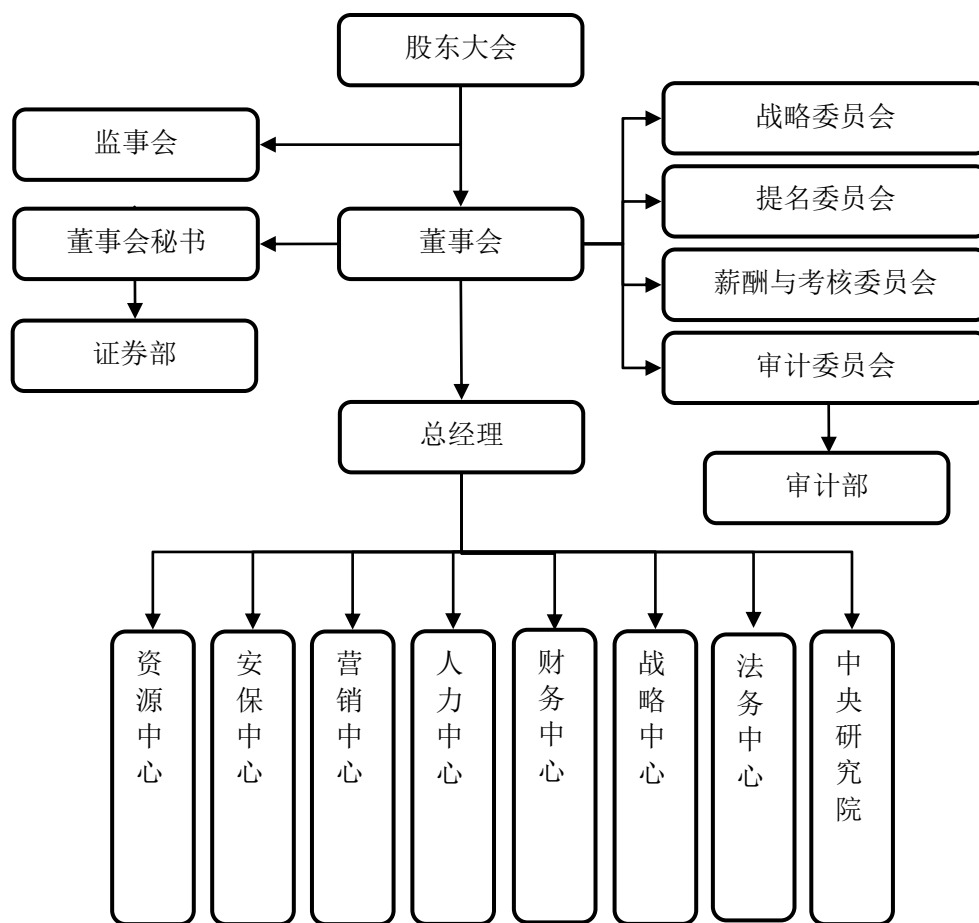
附一：青岛双星股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



注：仅包含公司主要子公司

数据来源：公司提供

附二：青岛双星股份有限公司组织结构图（截至 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	123,596.68	102,997.42	32,261.32	87,101.93
应收账款净额	77,047.70	114,901.90	129,360.42	135,923.44
存货净额	85,250.21	102,695.01	130,674.92	150,288.81
流动资产	332,936.67	388,621.84	401,674.48	500,975.41
长期投资	1,100.00	3,502.32	7,650.21	8,850.21
固定资产合计	228,731.02	292,454.76	374,145.77	383,495.95
总资产	590,470.68	724,837.52	837,976.56	946,095.00
短期债务	149,956.74	188,964.20	256,557.55	266,745.89
长期债务	65,800.00	57,927.41	92,471.69	102,508.00
总债务（短期债务+长期债务）	215,756.74	246,891.61	349,029.23	369,253.89
总负债	330,995.70	454,833.77	557,297.19	567,816.29
所有者权益（含少数股东权益）	259,474.98	270,003.75	280,679.37	378,278.71
营业总收入	299,370.53	492,772.62	399,776.77	98,488.43
三费前利润	57,530.30	69,968.36	72,321.34	14,811.77
投资收益	1,436.26	641.14	9.55	25.13
净利润	5,919.93	7,791.83	10,195.75	2,679.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	29,735.81	29,167.77	40,541.02	-
经营活动产生现金净流量	12,421.34	2,936.41	-60,904.36	-37,113.04
投资活动产生现金净流量	13,558.03	-31,041.88	-150,698.22	-26,826.98
筹资活动产生现金净流量	-7,499.03	4,607.31	172,295.98	111,484.42
现金及现金等价物净增加额	18,546.43	-23,088.56	-38,749.07	47,468.91
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	19.49	14.64	18.72	15.52
所有者权益收益率（%）	2.28	2.89	3.63	2.83
EBITDA/营业总收入（%）	9.93	5.92	10.14	-
速动比率（X）	0.95	0.86	0.66	0.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.01	-0.17	-0.40
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	0.02	-0.24	-0.56
经营活动净现金/利息支出（X）	1.64	0.41	-6.23	-12.46
EBITDA 利息倍数（X）	3.93	4.05	4.15	-
总债务/EBITDA（X）	7.26	8.46	8.61	-
资产负债率（%）	56.06	62.75	66.51	60.02
总资本化比率（%）	45.40	47.76	55.43	49.40
长期资本化比率（%）	20.23	17.66	24.78	21.32

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、2018年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理。

3、2015~2018.Q1长期应付款均为付息款项，进行相关财务指标计算时调整计入长期债务。

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。