



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪388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⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一九年六月六日

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（2019）

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		
债券余额	人民币 19.9986 亿元		
存续期限	2018.3.1~2023.2.28		
上次评级时间	2018 年 6 月 22 日		
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

玲珑轮胎	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	80.14	87.06	100.16	100.44
总资产（亿元）	179.62	193.86	257.93	265.19
总债务（亿元）	67.85	74.56	115.98	121.81
营业总收入（亿元）	105.18	139.18	153.02	40.35
营业毛利率（%）	27.84	23.86	23.70	24.23
EBITDA（亿元）	22.42	22.27	25.55	6.68
所有者权益收益率（%）	12.60	12.03	11.80	11.33*
资产负债率（%）	55.38	55.09	61.17	62.12
总债务/EBITDA（X）	3.03	3.35	4.54	4.56*
EBITDA 利息倍数（X）	7.22	9.86	7.00	6.06

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、带“*”财务指标已经年化处理。

分析师

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

乔明星 mxqiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 6 日

基本观点

跟踪期内，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、优化营销网络，轮胎产销量及业务规模保持增长趋势，市场地位及规模优势得以巩固。同时，得益于收入规模的扩大及主要原材料天然橡胶和合成橡胶价格同比降低，公司整体获利能力保持良好水平。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司财务杠杆比率抬升、债务规模扩大、资本支出压力及国际经济形势变化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

- 市场地位及规模优势得以巩固。作为国内大型轮胎制造企业，公司连续多年位列世界轮胎企业二十强，2018 年度位列中国橡胶工业百强企业第二位。同时，公司持续推进产能扩张，2018 年末半钢子午胎、全钢子午胎及斜交胎产能分别达到 5,450 万条/年、895 万条/年和 100 万条/年，市场地位及规模优势得以巩固。
- 业务规模保持增长。2018 年，公司推进产能扩张并优化营销网络，加大客户开发和维护力度，当年轮胎销量同比增长 8.85% 至 5,345.33 万条，且销售价格亦有所提升，推动整体收入规模同比增长 9.94% 至 153.02 亿元。
- 盈利能力保持良好水平。得益于收入规模的扩大以及主要原材料天然橡胶和合成橡胶价格同比降低，2018 年公司整体获利能力保持良好水平，当年实现经营性业务利润 13.68 亿元，同比增长 10.97%，实现净利润 11.81 亿元，同比增长 12.76%，盈利能力保持良好水平。

关 注

- 财务杠杆比率抬升，债务规模扩大。2018 年，产能扩张带来的较大规模资金需求使得公司财务杠杆比率逐步抬升，债务规模扩大；年末资产负债率和总资本化比率分别为 61.17% 和 53.66%，同比分别提升 6.08 个百分点和 7.53 个百分点，总债务同比增长 55.57% 至 115.98 亿元，且 2019 年以来仍呈进一步增长趋势。
- 资本支出压力。近年来公司陆续推进多个项目建设，未来仍需投入 56.87 亿元，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，公司面临的资本支出压力较大。
- 关注国际贸易环境及经济形势对公司经营的影响。随着中美贸易摩擦持续及国际贸易保护不断加剧，轮胎出口形势不容乐观，中诚信证评将持续关注国际政治、经济形势和贸易环境变化及其对公司业务发展产生的影响。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项说明

截至2019年3月31日，累计共有137,000元“玲珑转债”（以下简称“本次债券”）已转换成公司股票，累计转股数为7,264股，占本次债券转股前公司已发行股份总额的0.000605%，尚未转股的本次债券金额为1,999,863,000元，占本次债券发行总量的99.993%。目前，公司债券余额为19.9986亿元。

行业关注

2018年工程机械行业保持增长趋势，但国内汽车行业低迷，轮胎产量略有下降；同时，美国“双反”及贸易摩擦短期对行业造成较大压力

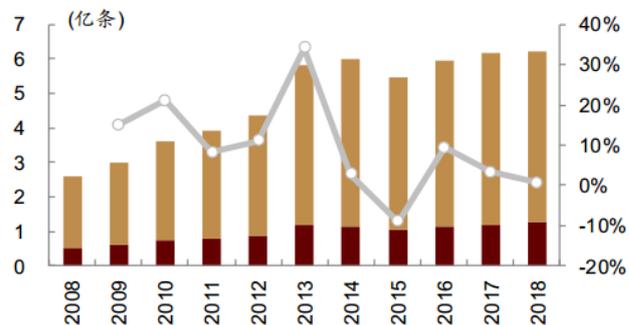
作为轮胎的下游行业，工程机械是专用设备制造业的重要组成部分，我国目前已基本形成包括挖掘机械、混凝土机械、路面机械、桩工机械等产品在内的完整体系。2018年工程机械行业保持增长态势，根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2018年挖掘机销量203,420台，同比增长44.99%；装载机销量119,104台，同比增长33.14%；汽车起重机销量32,318台，同比增长58.48%；推土机销量7,600台，同比增长33.17%；销售压路机18,376台，同比增长5.48%；销售平地机5,261台，同比增长16.34%；销售叉车597,152台，同比增长20.21%。

2018年，作为轮胎消费主要来源的汽车行业表现低迷，汽车产销量均同比减少。中国汽车工业协会统计数据显示，2018年汽车产销量分别为2,780.9万辆和2,808.1万辆，同比分别下降4.16%和2.76%；其中乘用车产销量分别为2,352.94万辆和2,370.98万辆，同比分别下降5.15%和4.08%；商用车产销量分别为428万辆和437万辆，同比分别增长1.7%和5.1%。2018年，货车销量同比增长6.9%。目前我国汽车产业处于普及期，后续仍有较大的增长空间。

2018年国内轮胎市场总体需求未见明显好转，轮胎产量同比有所下降。据中国橡胶工业协会轮胎分会统计和调查，2018年全国汽车轮胎总产量约为6.48亿条，同比下降0.76%，其中子午胎6.09亿条，同比下降0.65%，斜交胎0.39亿条，同比下降2.5%，子午化率94%。子午胎产量中，全钢胎1.33亿条，

同比增长1.53%，半钢胎4.76亿条，同比下降1.24%。

图1：2008-2018年中国轮胎产量规模及增速



资料来源：Wind，中诚信证评整理

出口方面，我国轮胎产业接近一半依赖出口，其中超过三成出口至美国。近十年来，美国多次以反倾销和反补贴的名义对中国轮胎出口设置壁垒，高额的“双反”惩罚税率使得我国轮胎丧失了价格优势，轮胎出口量大幅下降，在美市场占有率已从40%跌至20%。2018年8月，美方发布声明：将对华301措施中2,000亿美元产品清单的征税率为10%增至25%，清单中包含了大部分轮胎等橡胶产品。

2018年中国轮胎总出口量为539.2万吨，同比增长1.83%。其中半钢胎出口199万吨，同比增长3.38%，但半钢胎在美国的出口比例同比下降1个百分点至7%，在欧盟地区的销售比例由31%增至33%。全钢胎方面，2018年出口量为340.2万吨，基本与上年持平；由于欧盟对中国全钢胎采取双反政策，全钢胎在欧盟的出口明显下降，由11%大幅降至6%；全钢胎主要的出口国是美国，占比已经从15%提高到19%，但随着美国对中国全钢胎的政策实施，也将会对我国的全钢胎出口产生较大的冲击。在出口金额方面，2018年中国轮胎出口总金额为132.4亿美元，其中半钢胎出口总金额为54.3亿美元，均价为2.73美元/千克；全钢胎出口总金额为78.1亿美元，均价为2.29美元/千克；在美国地区的平均销售均价方面，半钢胎和全钢胎同比均有所上涨。

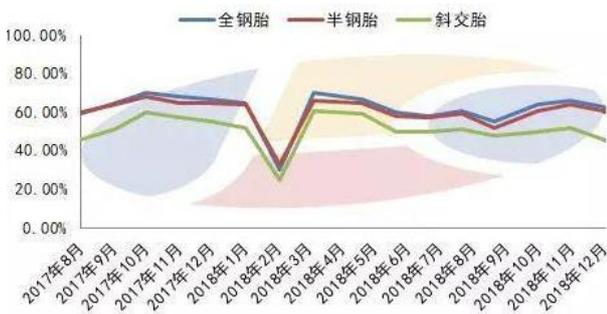
整体看，虽然2018年工程机械行业保持增长趋势，一定程度上拉动轮胎需求增长，但当年国内汽车行业表现低迷，致使轮胎产量同比略有下降；同时，美国“双反”及贸易摩擦短期对行业造成较大压力，中诚信证评对未来国际贸易保护对我国轮胎

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；但随着供给侧改革出清落后产能及产业升级，未来行业集中度有望逐步提升

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。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。同时，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 2：2017.8-2018.12 我国轮胎企业开工率情况



资料来源：金联创，中诚信证评整理

2018年，在原材料涨价、环保督查、去产能、价格混战、流动资金等多重因素影响下，部分轮胎企业倒闭退出。以山东为例，多达13个县市的轮胎生产企业被停产、限产，直接影响到企业的开工率。截至2018年12月28日，国内轮胎企业整体开工下降至55.67%，全钢胎开工率约为62%，半钢胎开工率约为60%，斜交胎开工率约为45%。

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

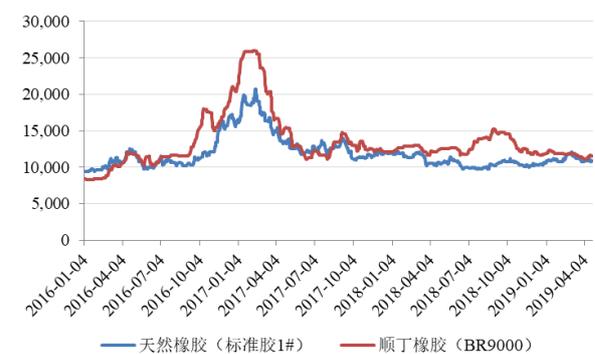
产能淘汰和产业结构升级。2018年山东发布《关于印发山东省新旧动能转换重大工程实施规划的通知》，淘汰东营市轮胎落后产能，目前占全国一半产能的山东东营厂区，大批民营企业处于破产边缘，产能过剩加剧行业竞争，缩小利润空间，银行贷款收紧和产业链的恐慌加剧企业压力。供给侧改革有利于出清部分落后老旧产能，经过重组提升产业集中度，将利好整个行业的结构性调整及健康发展。

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。但随着国家及地方政府推动行业落后产能淘汰及产业升级，未来行业集中度有望逐步提升，有利于大型轮胎企业发展。

2018年天然橡胶及合成橡胶价格整体低位震荡，一定程度缓解轮胎企业的生产成本压力

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 3：2016.1-2019.4 橡胶价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Choice 金融终端，中诚信证评整理

由于国内橡胶供应存在刚性缺口，2018年天然橡胶对外依存度仍较高，为75.9%，当年外胶进口量继续保持较高水平。根据海关总署数据，2018年，我国天然橡胶和合成橡胶（包括胶乳）进口量为701万吨，同比减少1.96%。其中合成橡胶进口量为441万吨，同比增长1.15%；因复合胶标准进行调整，2018年天然橡胶进口量有所萎缩，同比减少6.81%至260万吨。价格方面，2018年全球天然橡胶仍处于产量高峰期且供应持续增长，而高库存消化难度

较大，在下游需求无大改观的情况下，2018年天然橡胶供需矛盾仍十分严重，叠加合成橡胶价格持续下跌等诸多利空因素影响，2018年以来天然橡胶价格低位震荡。作为天然橡胶同类产品，合成橡胶价格走势基本和天然橡胶基本一致，但自7月份起，顺丁装置大面积停车，市场供应面较为紧张，顺丁橡胶价格大幅增长；随着10月以来补货需求减弱，且终端需求跟进乏力，市场商谈价格松动而出现回落行情。

总体来看，在供应持续增长，高库存消化难度较大及下游需求无大改观的背景下，2018年以来天然橡胶和合成橡胶价格震荡走低，一定程度缓解轮胎企业的生产成本压力。

业务概况

2018年，随着产能扩张及营销网络优化，公司轮胎产销量保持增长，配套市场表现良好，推动整体收入规模持续上升。2018年公司实现营业收入153.02亿元，同比增长9.94%，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。

公司在轮胎行业具备明显的规模优势，2018年产能规模进一步扩张，行业地位稳固；但较大规模的扩产投资使其面临一定资本支出压力

作为国内大型轮胎制造企业，公司生产工艺成熟，规模优势明显，并连续多年位列世界轮胎企业二十强；2018年度，公司位列中国橡胶工业百强企业第二位¹。得益于扩产、技改项目的推进，2018年公司半钢子午胎产能同比增加736万条/年至5,450万条/年，全钢子午胎产能同比增加95万条/年至895万条/年，年末总产能达6,445万条/年，同比增长14.80%，产能规模进一步扩张。产量方面，得益于产能扩张，2018年公司轮胎总产量为5,522.56万条，同比增长9.90%；其中，半钢子午胎产量同比增长10.75%，全钢子午胎产量同比增长6.02%，斜交胎产量同比基本持平。受乘用车市场低迷影响，公司整体产能释放较上年有所放缓，2018年公司半钢子午胎和全钢子午胎的产能利用率分别为

84.80%和95.89%，但仍明显高于行业平均水平。

表1：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
		2017年	2018年	
招远	半钢子午胎	2,704	2,800	90.09
	全钢子午胎	480	500	91.86
	斜交胎	100	100	42.60
山东德州	半钢子午胎	330	350	67.48
	全钢子午胎	220	220	120.35
广西	半钢子午胎	580	1,000	73.31
	全钢子午胎	-	30	54.82
泰国	半钢子午胎	1,100	1,300	86.92
	全钢子午胎	100	145	81.16
	半钢子午胎	4,714	5,450	84.80
合计	全钢子午胎	800	895	95.89
	斜交胎	100	100	42.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，目前公司主要在建项目分别位于德州、泰国、广西和湖北，预计总投资153.68亿元，截至2018年末已完成投资96.81亿元，未来仍需投入56.87亿元，规模相对较大，加之随着全球化产业布局战略的逐步推进，公司面临较大资本支出压力。

表2：截至2018年末公司在建项目情况

单位：亿元

在建项目名称	计划总投资	截至2018年末已投资	尚需投入资金
德州玲珑工程项目	27.78	20.90	6.88
泰国玲珑工程项目	57.37	49.85	7.52
广西玲珑工程项目	40.83	24.91	15.92
湖北玲珑工程项目	27.70	1.15	26.55
合计	153.68	96.81	56.87

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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；但需关注扩产、技改等项目投资给公司带来的资本支出压力。

¹ 数据来源：中国橡胶工业协会。

2018年，公司采购压力有所缓解，同时得益于轮胎产销量增长及价格提升，收入规模保持增长趋势；但贸易摩擦及出口环境变化值得关注

采购方面，虽然2018年炭黑、钢帘线以及帘子布等均价呈不同程度上涨趋势，但天然橡胶和合成橡胶均价较上年降低，一定程度上保障了轮胎产品获利空间。2018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289,777.78吨、128,500.40吨、221,375.07吨、115,754.92吨和23,398.49吨；其中炭黑、钢帘线和帘子布采购均价较上年分别上涨23.90%、10.53%和2.97%，但主要原材料天然橡胶、合成橡胶采购均价较上年分别降低24.49%和13.28%，缓解了原材料采购成本压力。

销售方面，尽管2018年乘用车市场较为低迷，

但公司不断优化营销网络，配套市场表现良好，当年实现合资品牌—福特新福睿斯主胎配套，北美福特F150实现全尺寸备胎供应；同时随着新产能逐步扩张，当年公司轮胎产销量保持增长。当年公司轮胎销售总量同比增长8.85%至5,345.33万条；其中，半钢子午胎销量同比增长9.35%，全钢子午胎销量同比增长7.67%，斜交胎销量同比下降14.11%。价格方面，受炭黑、钢帘线等原材料价格上涨影响，2018年公司轮胎产品价格同比有所提升。得益于销量增长及价格提升，2018年公司轮胎产品实现销售收入151.47亿元，同比增长9.98%，业务规模保持增长。其中，当年公司零售市场实现销售收入99.31亿元，同比增长7.01%；配套市场实现销售收入52.16亿元，同比增长16.12%。随着公司与整车厂商合作的深入，配套市场呈快速发展趋势，渠道更趋优化。

表3：2017~2018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	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
半钢子午胎	4,172.96	4,621.76	4,076.85	4,458.10	181.78	184.81
全钢子午胎	809.50	858.20	785.84	846.15	770.51	776.11
斜交胎	42.65	42.60	47.83	41.08	640.31	830.15
合计	5,025.11	5,522.56	4,910.52	5,345.33	280.46	283.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。2018年公司国内销售实现收入76.99亿元，同比增长11.36%；出口及海外销售实现收入74.48亿元，同比增长8.60%。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。随着中美贸易摩擦持续及国际贸易保护加剧，轮胎出口形势依然不容乐观，中诚信证评对国际政治、经济形势和贸易环境变化及其对公司轮胎产品出口造成的影响予以持续关注。

总体来看，随着产能扩张和营销网络优化，2018年公司产销量及业务规模保持增长；同时天然

橡胶和合成橡胶均价降低一定程度上保障了获利空间。但仍需关注贸易摩擦及出口环境变化及其对公司业务发展产生的影响。

财务分析

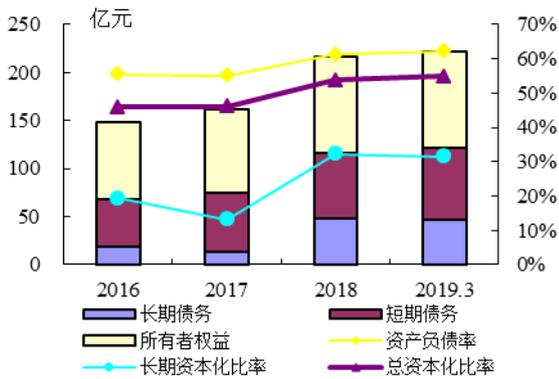
以下分析基于公司提供的经普华永道会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告以及未经审计的2019年一季报。报表数据均为合并口径数据，均按照新会计准则编制。

资本结构

随着在建项目的持续投入及生产规模扩大，公司总资产规模稳步增长，截至2018年末总资产257.93亿元，同比增长33.05%。所有者权益方面，得益于经营利润的留存，公司自有资本实力持续提升，当年末所有者权益合计100.16亿元，同比增长

15.04%。负债方面，近年公司陆续推进多个项目建设，投资资金需求量加大，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157.78亿元，同比增长47.74%。2018年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为61.17%和53.66%，同比分别提升6.08个百分点和7.53个百分点；2019年3月末分别增至62.12%和54.81%，公司财务杠杆水平进一步抬升。

图4：2016~2019.Q1公司资本结构分析



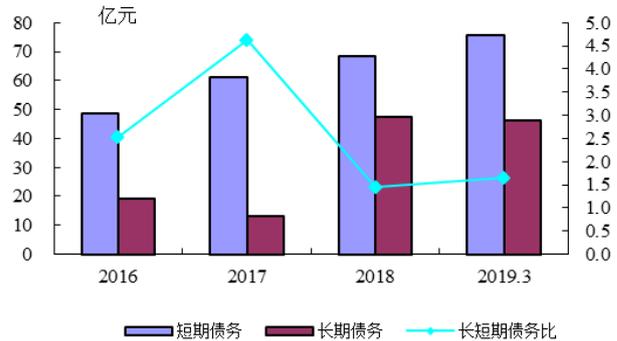
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2018年末公司非流动资产合计137.56亿元，占资产总额的53.33%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，规模分别为101.30亿元、13.36亿元和7.89亿元。2018年末固定资产同比增长7.40%，主要系在建工程转入；随着广西玲珑、泰国玲珑和湖北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174.16%，2019年3月末进一步增至14.33亿元。2018年末公司流动资产合计120.38亿元，占资产总额的46.67%，主要包括货币资金、应收账款、存货和其他流动资产，规模分别为44.29亿元、29.12亿元、24.47亿元和11.11亿元。其中，货币资金同比增长93.91%，主要系当年公司成功发行可转债，受限金额4.28亿元，主要为银行承兑汇票等各类保证金。2018年公司优化营销网络，加大客户开发和维护力度，给予客户账期相对较长，使得年末应收账款同比增长28.71%，应收账款账龄集中于1年以内，当年计提坏账准备0.11亿元，年末坏账准备余额1.49亿元；同期末，存货同比增长13.58%，计提存货跌价准备1.32亿元，转回或转销1.20亿元，年末存货跌价准备余额0.96亿元，鉴于公司原材料及成品

价格波动较大，公司存货存在一定跌价风险，中诚信证评对公司存货跌价风险及其对整体盈利的影响表示持续关注。当年末其他流动资产同比增加8.80亿元，主要系理财产品增加5亿元。

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，2018年末流动负债合计105.49亿元，包括短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款等，规模分别为47.81亿元、15.26亿元、21.04亿元和10.97亿元。随着项目建设的投入及业务扩张，2018年末公司短期借款同比增长9.90%，应付票据和应付账款同比分别增长49.95%和11.86%；其他应付款同比增长53.80%，主要系应付工程设备和土地款同比增加2.89亿元。当年末公司非流动负债合计52.29亿元，同比增加36.39亿元，主要系长期借款同比增加16.29亿元至29.56亿元，同时发行可转债新增应付债券18亿元。

图5：2016~2019.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

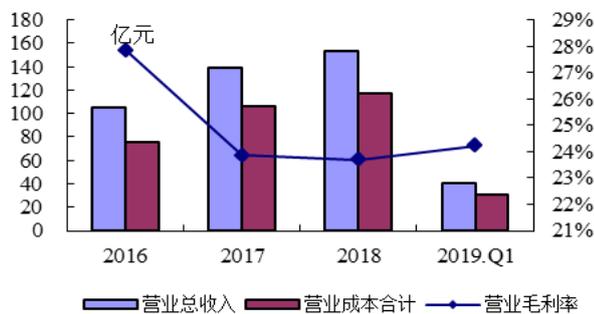
从债务期限结构来看，公司持续推进多个项目建设，投资资金需求量较大。截至2018年末，公司总债务115.98亿元，同比增长55.57%，其中短期债务68.42亿元，同比增长11.65%；当年公司成功发行可转债，长短期债务比由上年的4.62倍降至1.44倍，债务期限结构有所改善。2019年3月末，公司总债务和短期债务分别为121.81亿元和75.70亿元，长短期债务比为1.64倍。

总体来看，随着项目建设的持续推进，2018年公司资产规模保持增长；但财务杠杆比率逐步抬升，债务规模大幅增长，且短期债务规模较大，后续仍面临较大规模资金投入需求，公司面临的债务偿付压力值得关注。

盈利能力

2018年，公司产能继续扩张，轮胎产销量保持增长，整体收入规模持续上升，当年实现营业收入153.02亿元，同比增长9.94%。2019年1~3月，公司实现营业收入40.35亿元，同比增长14.89%。从毛利率来看，2018年公司炭黑、钢帘线和帘子布等原材料采购成本上升，但主要原材料天然橡胶和合成橡胶均价同比降低，保障了盈利空间，当年营业毛利率为23.70%，同比基本持平，并仍处于行业较高水平。2019年1~3月，公司毛利率回升至24.23%。

图 6：2016~2019.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4：2018年国内上市公司轮胎业务比较表

名称	收入	毛利率
玲珑轮胎	153.02	23.70
赛轮轮胎	136.85	19.82
华谊集团	77.59	10.87
三角轮胎	75.11	21.34
贵州轮胎	68.25	15.17
风神股份	62.19	18.14
青岛双星	37.45	9.77

注：华谊集团收入为其轮胎业务收入。

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，公司期间费用保持增长，2018年为21.31亿元，同比增长8.26%；期间费用收入占比为13.99%，同比有所下降。随着业务扩张及品牌推广投入增加，2018年公司销售费用同比增长19.74%至9.09亿元，管理费用同比增长23.45%至4.50亿元，研发费用同比增长7.79%至5.50亿元；当年汇兑损益同比减少2.25亿元，使得财务费用同比减少32.41%至2.33亿元。2019年1~3月，公司期间费用合计6.69亿元，占收入比重

为16.57%，期间费用控制能力仍有待加强。

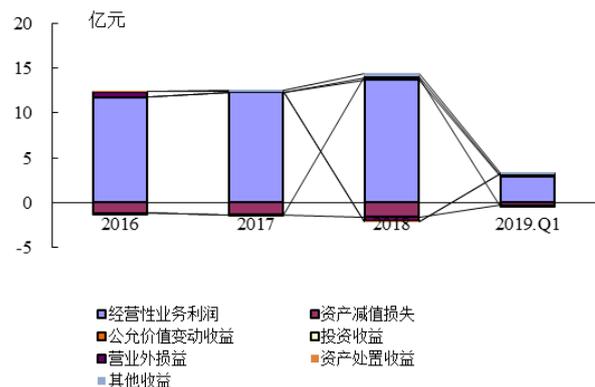
表 5：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	7.44	7.59	9.09	2.40
管理费用	3.90	3.64	4.50	1.22
研发费用	3.61	5.10	5.50	1.61
财务费用	1.69	3.44	2.33	1.46
期间费用合计	16.64	19.78	21.41	6.69
营业收入	105.18	139.18	153.02	40.35
期间费用/营业收入	15.82	14.21	13.99	16.57

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润。得益于公司收入规模扩大及较高初始盈利能力的支撑，2018年公司整体获利能力保持良好水平，当年实现经营性业务利润13.68亿元，同比增长10.97%。当年公司发生资产减值损失1.60亿元，同比增长20.76%，主要系存货跌价损失同比增长46.08%至1.32亿元。2018年公司实现利润总额12.31亿元，同比增长9.66%，实现净利润11.81亿元，同比增长12.76%。2019年1~3月，公司实现利润总额3.06亿元，取得净利润2.85亿元，整体盈利能力良好。

图 7：2016~2019.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

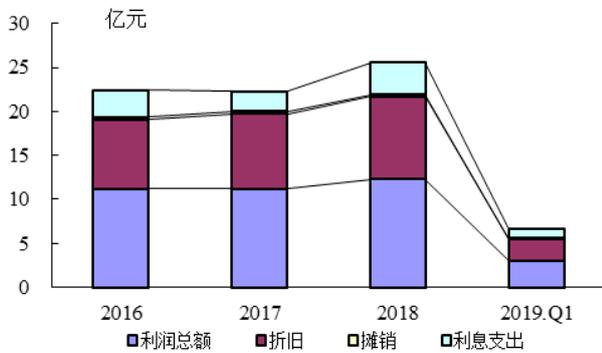
总体来看，2018年公司业务规模保持增长，毛利率仍处于行业较高水平，整体盈利能力良好。

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，2018 年公司利润总额增加使得 EBITDA 同比增长 14.72% 至 25.55 亿元；但债

务规模的增长使得年末总债务/EBITDA 从上年末的 3.35 倍增至 4.54 倍，同期 EBITDA 利息倍数从上年末的 9.86 倍降至 7.00 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力有所弱化，但仍处于较好水平。

图 8：2016~2019.Q1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为 18.42 亿元，同比增长 59.12%，主要由于 2018 年公司盈利增加且货款回收有所加快。当年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.16 倍和 5.05 倍，同比基本持平。

表 6：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	48.60	61.29	68.42	75.70
长期债务 (亿元)	19.24	13.27	47.56	46.11
总债务 (亿元)	67.85	74.56	115.98	121.81
资产负债率 (%)	55.38	55.09	61.17	62.12
总资本化比率 (%)	45.85	46.13	53.66	54.81
EBITDA (亿元)	22.42	22.27	25.55	6.68
EBITDA 利息倍数 (X)	7.22	9.86	7.00	6.06
总债务/EBITDA (X)	3.03	3.35	4.54	4.56*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	7.70	5.13	5.05	9.34
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.35	0.16	0.16	0.34*

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 2019 年 3 月末，公司共获得汇丰银行、兴业银行、建设银行和中国银行等多家金融机构综合授信额度 191.41 亿元，其中未使用额度 130.13 亿元，备用流动性充裕。

资产抵质押方面，截至 2018 年末，公司所有

权或使用权受限资产合计 28.02 亿元，占总资产的比例为 10.86%，其中固定资产 19.79 亿元，主要是作为银行借款的抵押。

或有事项方面，截至 2018 年末，公司对子公司担保余额 17.60 亿元，无对外担保余额。无重大未决诉讼及仲裁事项。

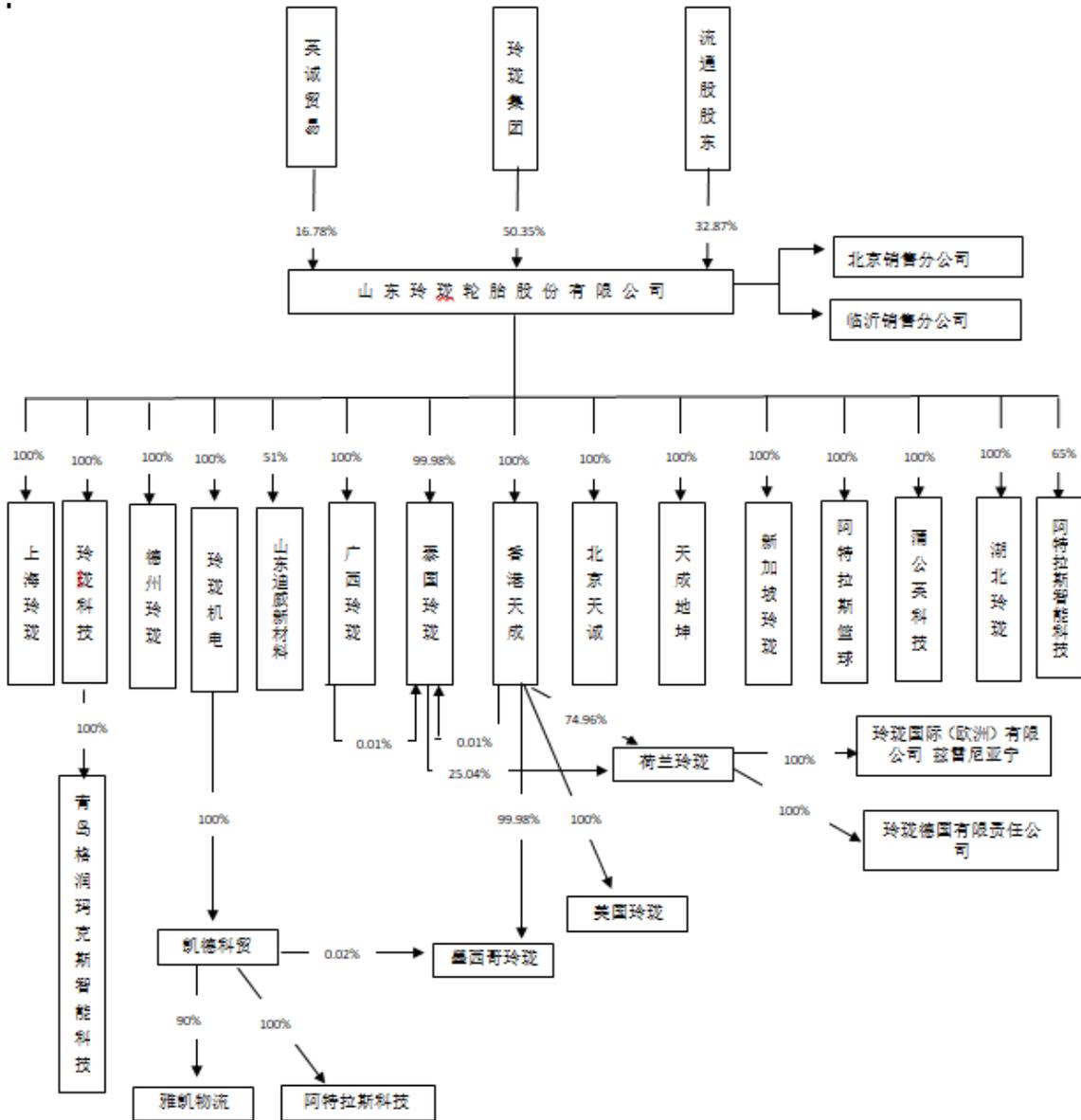
过往债务履约情况方面，公司与银行等金融机构建立了长期的合作关系，根据公司提供的资料，公司近年借款均能够按时还本付息，不存在逾期而未偿还的债务。

整体而言，2018 年，公司继续推进产能规模扩张，轮胎产销量及业务规模保持增长，整体盈利能力良好，其市场地位及规模优势进一步巩固。但较大规模资金投入使得公司财务杠杆比率逐步抬升，债务规模大幅增长，后续其面临的债务偿付压力值得关注；同时，中诚信证评亦将持续关注国际政治、经济形势和贸易环境变化及其对公司业务发展产生的影响。

结 论

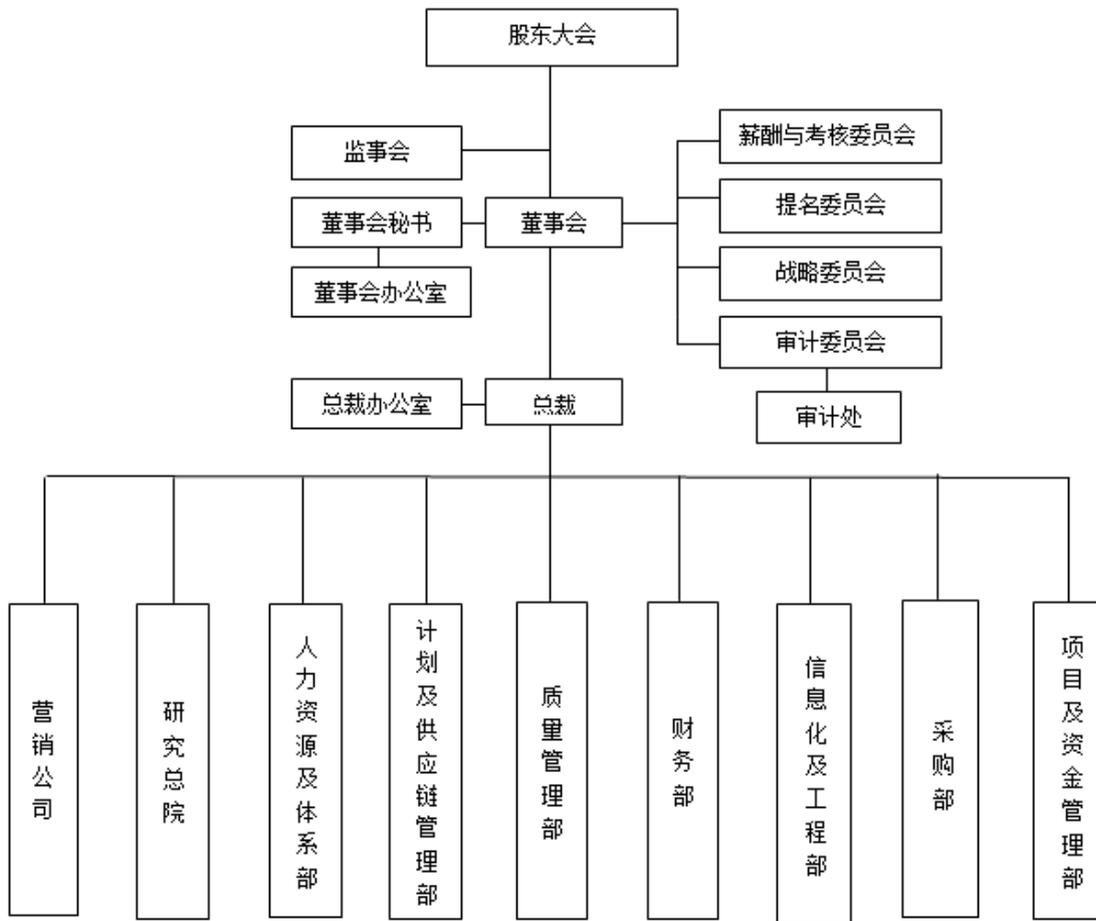
综上，中诚信证评维持玲珑轮胎主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“山东玲珑轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA⁺。

附一：山东玲珑轮胎股份有限公司股权结构图（截至 2019 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 2019 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	229,025.73	228,407.86	442,911.78	482,130.93
应收账款净额	181,998.83	226,234.57	291,194.63	289,350.63
存货净额	187,715.59	215,466.87	244,732.92	256,476.18
流动资产	679,179.92	796,972.30	1,203,773.53	1,269,293.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	5,000.00
固定资产合计	992,979.45	991,957.28	1,152,472.93	1,142,160.99
总资产	1,796,198.07	1,938,599.56	2,579,346.34	2,651,908.22
短期债务	486,039.36	612,852.56	684,221.44	756,953.86
长期债务	192,436.63	132,700.76	475,610.43	461,106.65
总债务（短期债务+长期债务）	678,475.99	745,553.32	1,159,831.87	1,218,060.51
总负债	994,786.07	1,067,961.81	1,577,792.76	1,647,472.34
所有者权益（含少数股东权益）	801,412.01	870,637.75	1,001,553.58	1,004,435.88
营业总收入	1,051,780.83	1,391,807.26	1,530,158.32	403,463.36
三费前利润	283,989.91	321,078.57	350,951.68	96,018.21
投资收益	-125.34	-340.01	1,817.40	2,077.83
净利润	101,006.09	104,767.81	118,135.91	28,451.56
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	224,239.66	222,692.02	255,481.40	66,780.52
经营活动产生现金净流量	239,186.42	115,756.10	184,196.66	102,950.32
投资活动产生现金净流量	-97,979.81	-138,139.90	-305,653.67	-26,782.63
筹资活动产生现金净流量	-110,177.59	49,981.13	310,894.53	-25,246.53
现金及现金等价物净增加额	38,360.77	19,544.23	205,122.82	44,415.33
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	27.84	23.86	23.70	24.23
所有者权益收益率（%）	12.60	12.03	11.80	11.33*
EBITDA/营业总收入（%）	21.32	16.00	16.70	16.55
速动比率（X）	0.63	0.64	0.91	0.89
经营活动净现金/总债务（X）	0.35	0.16	0.16	0.34*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.49	0.19	0.27	0.54*
经营活动净现金/利息支出（X）	7.70	5.13	5.05	9.34
EBITDA 利息倍数（X）	7.22	9.86	7.00	6.06
总债务/EBITDA（X）	3.03	3.35	4.54	4.56*
资产负债率（%）	55.38	55.09	61.17	62.12
总资本化比率（%）	45.85	46.13	53.66	54.81
长期资本化比率（%）	19.36	13.23	32.20	31.46

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、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+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

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-手续费及佣金支出-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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
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。