

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（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月05日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0500 号

山东玲珑轮胎股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“玲珑转债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月五日

评级观点：中诚信国际维持山东玲珑轮胎股份有限公司（以下简称“玲珑轮胎”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“玲珑转债”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定产业布局不断完善、产能提升使得规模优势更加突出、技术研发能力强、品牌知名度高、盈利及经营获现能力有所增强以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到市场竞争、原材料价格波动及行业政策、资本支出压力较大以及海外经营及汇率波动风险等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

玲珑轮胎（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	193.86	257.93	265.81	277.01
所有者权益合计（亿元）	87.06	100.16	110.32	114.82
总负债（亿元）	106.80	157.78	155.49	162.18
总债务（亿元）	74.56	115.98	109.09	111.48
营业总收入（亿元）	139.18	153.02	171.64	35.82
净利润（亿元）	10.48	11.81	16.67	3.72
EBIT（亿元）	13.48	15.92	20.37	--
EBITDA（亿元）	22.27	25.55	31.00	--
经营活动净现金流（亿元）	11.19	18.42	28.00	8.77
营业毛利率(%)	23.86	23.70	26.51	26.87
总资产收益率(%)	7.22	7.05	7.78	--
资产负债率(%)	55.09	61.17	58.50	58.55
总资本化比率(%)	46.13	53.66	49.72	49.26
总债务/EBITDA(X)	3.35	4.54	3.52	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.86	6.98	8.04	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **产业布局不断完善，产能提升使得规模优势更加突出。**截至 2019 年末公司在国内外拥有 4 个在产的生产基地，并持续推进其他基地的规划和建设，产业布局不断完善；公司轮胎产能处于国内领先地位且 2019 年以来不断提升，规模优势更加凸显。
- **研发能力强，品牌知名度高。**公司拥有完善的研发体系和强大的新产品开发能力，产品涵盖十一大系列一万多个规格品种，专利保有量居国内轮胎企业前列。同时公司品牌知名度高，为拓展市场提供了有力保障。
- **盈利及经营获现能力增强。**2019 年，受益于产品产销量增长较快等因素，公司净利润及经营活动净现金流同比均大幅增长，相

行业比较

部分轮胎企业主要指标对比表

公司名称	2019 年轮胎产量 (万条)	2020 年 3 月末资产总额 (亿元)	2020 年 3 月末资产负债 率(%)	2019 年营业总收入 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)
贵州轮胎	597.32	100.51	62.23	64.58	1.35
三角轮胎	1,905.87	152.79	33.05	79.41	8.47
赛轮集团	3,921.64	189.67	59.24	151.28	11.91
玲珑轮胎	6,194.70	277.01	58.55	171.64	16.67

注：“贵州轮胎”为“贵州轮胎股份有限公司”简称；“三角轮胎”为“三角轮胎股份有限公司”简称；“赛轮集团”为“赛轮集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	存续期
玲珑转债	AA+	AA+	20.00 亿元	2018/3/1~2023/2/28

关偿债指标有所增强。

■ **融资渠道畅通。**截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信总额 172.92 亿元，其中未使用授信额度为 106.82 亿元，备用流动性较好。同时，公司作为 A 股上市公司，股权融资渠道通畅。

关注

- **我国轮胎行业受市场竞争、原材料价格波动及政策影响较大。**国内轮胎行业竞争激烈，产品同质化严重，依然面临结构性产能过剩的问题，同时，企业盈利易受原材料价格波动影响，橡胶等原材料价格的周期性波动对公司成本控制提出挑战。此外，“双反”政策及贸易摩擦对国内轮胎行业出口亦造成较大压力。
- **资本支出压力较大。**公司在建项目较多且投资金额较大，未来资本支出压力较大，或将推高公司债务规模。
- **海外经营及汇率波动风险。**国际化布局将使得公司面临海外投资环境和法律环境不确定性因素，政治风险和管理难度也有所增加。此外，公司外币结算业务较多，需关注汇率波动风险。

评级展望

中诚信国际认为，山东玲珑轮胎股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，资本结构大幅优化，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。
- **可能触发评级下调因素。**轮胎产品价格超预期下行、原材料采购价格超预期上涨、投资项目效益不及预期令利润持续出现大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，或其他导致信用水平显著下降的因素。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

玲珑转债募集资金 20 亿元，用于柳州子午线轮胎生产项目（一期续建）及补充流动资金，截至 2020 年 3 月末，已按照募集说明书承诺用途使用募集资金 17.01 亿元。玲珑转债转股期限为 2018 年 9 月 7 日至 2023 年 2 月 28 日，截至 2020 年 3 月末已转股 15,544 股，累计转股金额 29.20 万元，尚未转股金额为 199,970.80 万元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部

因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存

在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，化工¹产品产量稳步增长，但国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保保持持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化；预计 2020 年下游需求难以明显改善，加之中美贸易摩擦后续发展的不确定性及疫情等影响，行业景气度将承受一定压力，同时原油价格的大幅波动将影响子行业盈利格局

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末化工行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除硫酸、烧碱等因需求影响增长率同比有所下降外，其他多数产品产量增幅均较

上年有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发。短期来看，安全环保事故及督查引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 1：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

¹ 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平。中美两国于2020年1月15日签署第一阶段经贸协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

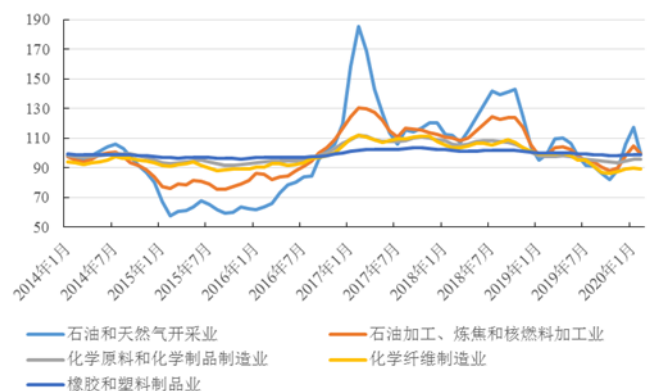
新型冠状病毒肺炎疫情自1月20日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求；新型冠状病毒肺炎在国外的快速蔓延令国际经济面临下行风险，使得出口进一步承压；而医疗行业需要的部分化工品的需求大幅增加，但其产值有限。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019年布伦特原油价格在50~70美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020年2月以来受OPEC+减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至2020年3月末，布伦特和WTI原油期货结算价分别降至22.74美元/桶和20.48美元/桶。低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，但有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成

冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自2018年10月开始大幅回落，并于2019年1月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI持续下滑，价格处于相对低位区间。2020年3月以来，受原油价格大幅下跌及疫情抑制需求等影响，预计多数化工产品价格同比将进一步下降。

图1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019年化工行业景气度下行，营业收入虽然仍呈增长态势，但增速大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑25.6%和19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降

等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升12%。国内经济稳中向好、长期向好的基本趋势不会改变，

但短期内受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等影响，2020年化工行业业绩可能受到一定冲击。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业占比(%)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2019	同比(%)	2019	同比(%)	2019	同比(%)
石油和天然气开采业	35.65	-5.00	8,675.6	-0.80	1,606.1	1.80
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4.00	1,279	-42.50
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1.00	3,481	-25.60
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4.00	311	-19.80
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2.00	1,374.8	12.00
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

公司持续推进国内及海外轮胎生产基地布局与建设，新项目投产令产能不断提升，规模优势更加突出，生产基地国际化布局可抵消贸易摩擦的不利影响；但需关注境外经营风险及未来资本支出压力

截至2019年末，公司拥有4处在产的生产基地，分别为国内招远、德州、柳州三个生产基地及海外的泰国生产基地。为推动制造、销售、服务本地化，贴近用户和市场，公司规划在国内和海外分别各建设六个生产基地。其中，国内第四个工厂湖北荆门工厂一期于2019年末试生产，第五个工厂于2020年3月确定选址在吉林长春；海外工厂方面，2019年3月，公司第二个海外生产基地塞尔维亚工厂奠基，其它工厂亦将逐步分期推进。中诚信国际认为，公司采取多地布局生产基地的形式有助于其获取当地市场，国际化布局有利于抵消国外双反和中美贸易摩擦的不利影响，并抵御原材料价格波动风险，但亦面临投资环境和法律环境不确定性因素，政治风险和管理难度有所增加，需对公司海外投资及资金匹配情况加以关注。

产能方面，公司轮胎产能处于国内领先地位，

同时随着各生产基地项目陆续建成投产，半钢胎和全钢胎产能逐年提升，2019年末分别为6,100万条/年和1,030万条/年；受国家产业结构调整政策等影响，公司斜交胎产能维持在100万条/年左右。2019年，公司半钢胎产量、海外工厂产量居国内第一，轮胎外胎产量、子午胎产量、全钢胎产量均位居国内第二，规模优势和行业地位较为突出。

表 3：近年来公司产品产能情况（万条/年、%）

厂区	产品	2018年产能	2019年产能
山东招远	半钢胎	2,800	3,000
	全钢胎	500	510
	斜交胎	100	100
山东德州	半钢胎	350	600
	全钢胎	220	220
广西柳州	半钢胎	1,000	1,000
	全钢胎	30	100
	特胎 ²	--	1
泰国	半钢胎	1,300	1,500
	全钢胎	145	200
合计	半钢胎	5,450	6,100
	全钢胎	895	1,030
	斜交胎	100	101

注：山东招远、山东德州、广西柳州和泰国项目2019年新增产能分别于9月、12月、3月和5月达产。

资料来源：公司提供

未来新增产能方面，公司的湖北工程一期项目已于2019年末竣工，其二期项目、广西工程二期项目、吉林工程项目和塞尔维亚项目将于2020年开工。前述项目的建成投产将拉动公司产能进一步提升，规模优势更加凸显，但公司以轮胎扩产为主的

² 特胎分为子午工程胎和斜交工程胎等，柳州基地生产的特胎为斜交工程胎。

项目建设总投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力，另外需关注产能投放后市场消化情况。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司主要在建及拟建项目情况（亿元）

	项目名称	计划总投资	截至 2020 年 3 月末已投资	2020.04-12 计划投资	2021 年计划投资	设计年产能	项目进展
在建项目	德州玲珑工程项目	27.78	23.00	0.30	0.50	半钢胎 1,000 万条、全钢胎 200 万条	全钢生产线已达产，半钢生产线达到年产 600 万条的产能
	广西玲珑工程项目	40.83	30.96	2.50	0.50	半钢胎 2,000 万条、全钢胎 200 万条	一期项目年产 1,000 万条半钢胎和 100 万条全钢胎工程已完工并达产；二期项目年产 100 万条全钢胎工程于 2020 年 1 月开工，预计年末有 30-40 万条产能达产
	泰国玲珑工程项目	58.32	57.10	1.00	0.50	半钢胎 1,500 万条、全钢胎 180 万条	目前已全部达产
	湖北玲珑工程项目	57.94	17.29	8.90	7.00	半钢胎 1,200 万条、全钢胎 240 万条、工程胎及农用车胎 2 万条	一期项目年产 400 万条半钢胎和 120 万条全钢胎工程于 2019 年末竣工，二期项目设计产能同一期相同，计划于 2020 年 4 月进行装备招投标
	塞尔维亚工程项目	66.25	5.78	9.40	16.00	半钢胎 1,200 万条、全钢胎 160 万条、工程胎及农用车胎 2 万条	于 2020 年 5 月开工
	橡胶科技工程项目	8.76	0.22	1.07	1.50	--	--
拟建项目	吉林玲珑工程项目	48.94	--	3.20	9.00	半钢胎 1,200 万条、全钢胎 200 万条、翻新轮胎 20 万条	预计于 2020 年 6 月开工建设
合计	--	308.81	134.35	26.37	35.00		

注：1、部分小数点后差异为四舍五入所致；2、泰国玲珑工程项目后续投资主要为技术改造工程。

资料来源：公司提供

受益于产能释放及市场拓展，2019 年轮胎产品产销量增长较快，继续保持国内配套市场占有率第一，外销市场销量占比超过 50%；2019 年以来原材料价格整体呈下跌态势，有助于提升公司盈利空间

产销量方面，2019 年，受益于新增产能释放及国内外市场拓展，公司各品种轮胎产销量均实现较快增长，产量总体同比增长 12.17%，销量总体同比增长 10.37%。2020 年一季度，受疫情影响，公司轮胎产品产量仅增长 1.12%，销量则同比下滑 11.67%。

表 5：近年来公司分产品产销情况(万条、元/条)

产量	2017	2018	2019	2020.1~3
半钢胎	4,172.96	4,621.76	5,148.30	1,196.50
全钢胎	809.50	858.20	994.49	250.77
斜交胎	42.65	42.60	51.91	13.99
合计	5,025.11	5,522.56	6,194.70	1,461.25
销量	2017	2018	2019	2020.1~3
半钢胎	4,076.85	4,458.10	4,875.67	993.69
全钢胎	785.84	846.15	971.80	213.37

斜交胎	47.83	41.08	52.01	12.90
合计	4,910.52	5,345.33	5,899.48	1,219.96
销售价格	2017	2018	2019	2020.1~3
半钢胎	181.78	184.81	191.84	196.95
全钢胎	770.51	776.11	746.82	701.24
斜交胎	640.31	830.15	761.99	718.05

注：部分小数点后差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供

产能利用率方面，2019 年公司半钢胎、全钢胎和斜交胎产能利用率分别为 84.40%、96.55% 和 51.40%，其中受国家产业政策调整、鼓励发展高性能子午线轮胎影响，公司斜交胎产能利用率较低，而半钢胎及全钢胎产能利用率均保持较高水平。

销售价格方面，2019 年以来，受原材料价格下跌及市场环境的影响，全钢胎及斜交胎价格降幅较大；而半钢胎价格由于中高端产品比例提高且替换市场收入占比增加而小幅增长。销售市场方面，公司

作为国内最大的原装轮胎生产基地，多年位居国内配套市场占有率第一位，2019年，受益于新进多个客户及增加向原有汽车厂商的供货份额，国内配套市场销量同比增长7.72%，仍保持增长态势，其占总销量比重下降0.76个百分点至31.00%；通过积极拓展市场及渠道下沉的方式，公司国内替换市场

销量同比增长17.47%，占总销量比重上升1.02个百分点至16.86%，但与国外知名轮胎企业相比还有很大的提升空间；得益于公司国际化布局，外销市场销量受贸易摩擦影响较小，同比增长9.83%，占总销量比重为52.14%，主要销往美国、欧洲等国家。

表6：近年来公司轮胎销售按市场分类情况（万条、亿元）

	2017		2018		2019		2020.1~3	
	销量	销售额	销量	销售额	销量	销售额	销量	销售额
国内替换市场	813.35	24.57	846.95	25.98	994.89	32.44	229.84	6.66
国内配套市场	1,498.55	44.57	1,697.57	51.01	1,828.55	49.42	277.32	8.34
外销市场	2,598.62	68.58	2,800.81	74.48	3,076.04	88.21	712.80	20.46
合计	4,910.52	137.72	5,345.33	151.47	5,899.48	170.08	1,219.96	35.46

资料来源：公司提供

公司生产轮胎产品的主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢帘线等，能源主要为电力和蒸汽。受益于采购价格下降，2019年原材料成本占生产成本比例同比下降0.82个百分点至77.80%。公司原材料主要依靠外购，原材料成本以天然橡胶和合成橡胶为主，其对轮胎生产成本影响较大。公司采购采取部分长约和套期保值的方式以保障供应稳定和规避原材料价格波动风险，2019年以来原材料采购价格的下降有助于提升公司盈利水平，但作为大宗商品的天然橡胶价格受多重因素影响，需持续关注其价格变动对公司盈利的影响。

表7：近年来公司主要原材料采购情况（万吨、万元/吨）

原材料	2017		2018		2019		2020.1~3	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
天然橡胶	26.58	1.17	28.98	0.91	29.56	0.96	7.36	0.99
合成橡胶	10.90	1.30	12.85	1.12	13.13	1.08	4.06	1.06
炭黑	19.30	0.58	22.14	0.68	21.88	0.58	6.07	0.48
钢帘线	10.34	0.85	11.58	0.92	11.74	0.88	3.29	0.84
帘子布	2.05	1.80	2.34	1.92	2.35	1.81	0.64	1.83

资料来源：公司提供

公司技术研发能力强，2019年研发费用大幅增长；品牌知名度高，品牌溢价能力逐年提升

公司拥有较为完善的研发体系和较强的产品研发能力，依托国家级技术中心，以北京研发中心、北美研发中心为建设基础，其相继在烟台、上海、德国设立了研究分院，形成立足山东、覆盖全国、

放眼全球“三位一体”的开放式研发创新体系，先后开发出多款符合市场需求的高性能轮胎，产品涵盖十一大系列一万多个规格品种，2019年12月，玲珑轮胎工业设计中心获评国家级工业设计中心。此外，公司还拥有国家认定企业技术中心，国家认可实验室、国家技术创新示范企业、山东省重点实验室，建设了行业内第一家噪声实验室、低滚动阻力实验室和模态分析试验室等前沿科研创新平台。截至2019年末，公司共拥有国内外授权专利700多项，其中发明专利33项，专利保有量居国内轮胎企业前列。2019年，公司加大研发投入，研发支出同比增长32.71%至7.30亿元，占营业收入比重为4.25%。当年，公司共完成1,159项新产品开发，涵盖半钢零售、半钢配套及全钢系列化产品。**中诚信国际认为**，当前轮胎行业产品同质化严重、产品技术含量低及产能过剩的问题依然存在，具备较强研发能力、能够不断优化产品系列和结构、满足客户差异化需求是轮胎企业提升市场份额和盈利能力的主要途径之一，中诚信国际将持续关注公司的产品研发状况。

品牌建设方面，公司已形成玲珑、ATLAS、利奥、山玲、Evoluxx和Benchmark等面向全球差异化市场定位的多元化品牌，其中玲珑作为公司的主品牌，在世界品牌实验室2019年6月发布的第十六届《中国500最具价格品牌》报告中，“玲珑”品牌以

453.69亿元的品牌价格排位116名。同时公司为唯一上榜“2020年全球十大最具价值轮胎”的中国轮胎企业。2019年，公司持续加大品牌投入，通过投放电视栏目广告及户外广告、与国际一流体育赛事及体育团队深入合作，公司在全球范围内的知名度和品牌溢价能力逐年提升。**中诚信国际认为**，品牌知名度的提升有助于公司加大拓展替换市场，提升终端消费者黏性并获取更高的产品定价，不过需关注销售费用的投入与产出效率。

财务分析

以下分析基于经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年度审计报告以及未经审计的2020年一季报。2017~2019年财务数据均为审计报告期末数。

2019年，轮胎产品销量增长带动收入稳步提高，原材料价格下降、产品和市场结构调整及部分产品提价令营业毛利率上升，上述因素共同促进盈利水平提升

轮胎产品为公司收入的最主要来源，2019年公司各类型轮胎产品销量增加带动营业总收入同比增长12.17%。同期，原材料价格下降、产品和市场结构调整以及部分产品价格提升令公司半钢胎及斜交胎毛利率上升，并推动营业毛利率同比提高。

表8：近年来公司主要产品收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
全钢胎	60.55	65.67	72.58	14.96
半钢胎	74.11	82.39	93.54	19.57
斜交胎	3.06	3.41	3.96	0.93
其他	1.46	1.55	1.57	0.36
合计	139.18	153.02	171.64	35.82
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
全钢胎	21.22	22.63	22.62	19.88
半钢胎	26.25	24.87	29.90	32.85
斜交胎	10.77	11.78	13.85	14.33
其他	39.83	33.14	36.81	24.23
营业毛利率	23.86	23.70	26.51	26.87

注：因四舍五入合计数可能存在误差。

³ 2020年一季度，公司因汇率波动形成的汇兑损益为0.48亿元。

资料来源：公司提供

2019年，业务规模扩大令公司管理费用和销售费用增加，汇兑收益减少使得财务费用上升，同时公司加大研发投入，期间费用增长较多，进而导致期间费用率同比提高。经营性业务利润仍为公司利润总额和净利润的主要来源，受益于收入和毛利率提升，2019年公司经营性业务利润有所增长。资产减值损失继续对利润总额形成一定侵蚀，主要系对部分存货确认的跌价损失。同期，公司EBITDA和EBIT随着利润总额的提高而增加，并带动EBITDA利润率和总资产收益率均小幅增长。

2020年第一季度，受疫情影响，产品销量下降令公司营业总收入同比下降11.22%。但受益于产品结构调整及原材料总体价格下降，营业毛利率同比略有提升，且加之汇率变动产生的汇兑收益³及政府补贴增加，净利润同比增长30.59%至3.72亿元。公司外币结算业务较多，需关注汇率波动对公司财务报表的影响。

表9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	19.78	21.41	26.35	5.28
期间费用率	14.21	13.99	15.35	14.73
经营性业务利润	12.51	14.03	18.88	4.51
资产减值损失	1.32	1.60	2.53	0.64
利润总额	11.23	12.31	16.65	3.87
净利润	10.48	11.81	16.67	3.72
EBIT	13.48	15.92	20.37	--
EBITDA	22.27	25.55	31.00	--
EBITDA利润率	16.00	16.70	18.06	--
总资产收益率	7.22	7.05	7.78	--

注：中诚信国际在分析时将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年以来，在建项目推进带动公司资产规模提升，利润累积使得资本实力有所增强；同时债务规模波动下降，财务杠杆有所降低

2019年以来，随着在建项目不断投入，公司资产总额小幅增加，同时非流动资产占比亦有所提升，其中广西、湖北、泰国和德州等工程项目部分转固令当年末固定资产同比增加，上述项目建设推

进令在建工程增长，同期末其他非流动资产亦有所增长，主要系湖北和塞尔维亚等项目的预付土地、房产及工程设备款等。流动资产方面，2019年末，货币资金有所下降，主要系当年偿还较多债务，其中存放在境外的款项总额为18.96亿元，货币资金受限比例为15.77%；2019年以来，回款情况较好的替换市场销量占比有所提升，销售市场结构变化使得应收账款持续下降。

2019年以来，公司负债总额同比变动不大，其中通过提高采购付款的票据结算比例以减少现汇融资令短期借款下降较多，但应付票据增长较快；其他应付款小幅增长，主要系应付招远、广西玲珑工程项目的设备及土地款。公司负债主要由有息债务构成，2019年以来，公司债务规模波动下降，2020年3月末，短期债务占总债务比重下降至54.37%。

2019年，公司支付2018年度分红金额3.53亿元，随着利润累积，年末公司资本实力有所增强，未分配利润占所有者权益比重有所增加。2019年，公司采用集中竞价方式回购股份计入现金分红金额3.62亿元，加上普通股的现金分红金额5.12亿元，现金分红共计8.74亿元，占合并报表中归属于上市公司股东净利润的52.41%，此预案已经股东大会审议通过。2020年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为58.55%和49.26%，财务杠杆有所降低。

表 10：近年来公司资产负债表主要情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	22.84	44.29	37.44	37.26
应收账款	22.62	29.12	27.20	24.29
存货	21.55	24.47	27.59	31.74
固定资产	94.32	101.30	116.12	117.70
在建工程	4.87	13.36	13.95	16.19
其他非流动资产	7.73	11.63	14.95	14.54
短期借款	43.51	47.81	32.79	24.74
应付票据	10.18	15.26	19.32	26.05
短期债务	61.29	68.42	66.43	60.61
总债务	74.56	115.98	109.09	111.48
未分配利润	44.43	52.74	65.67	69.39
所有者权益合计	87.06	100.16	110.32	114.82
资产负债率	55.09	61.17	58.50	58.55

总资本化比率	46.13	53.66	49.72	49.26
--------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现能力强且进一步提高，2019年主要偿债指标处于很好水平且同比有所增强

2019年，销售回款随其收入及票据贴现增加和市场结构变化而增长，同时采购付款则因原材料价格下降而有所节约，使得经营活动净现金流同比大幅增长；由于在建项目投资规模较大，当年投资活动现金流仍保持大额净流出状态；2019年公司偿还较多债务，筹资活动现金流由上年净流入转为净流出状态。

公司主要偿债指标处于很好水平，2019年得益于EBITDA增长、经营获现能力增强以及债务规模下降，公司EBITDA和经营活动净现金流对债务本息覆盖能力均有所增强。但2019年末公司货币资金有所下降，对短期债务覆盖倍数略有下降。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	11.19	18.42	28.00	8.77
投资活动净现金流	-13.43	-30.57	-23.23	-3.34
筹资活动净现金流	5.00	31.09	-16.45	-6.57
总债务/EBITDA	3.35	4.54	3.52	--
EBITDA 利息保障倍数	9.86	6.98	8.04	--
经营活动净现金流/利息支出	4.95	5.04	7.26	--
经营活动净现金流/总债务	0.15	0.16	0.26	0.31*
货币等价物/短期债务	0.52	0.78	0.64	0.80

注：带“*”指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司偿债提供有力支持；公司无重大未决诉讼及对外担保事项，或有风险较小

截至2020年3月末，公司共获得银行授信额度172.92亿元，其中未使用额度为106.82亿元，备用流动性较为充足。此外，公司作为A股上市公司，股权融资渠道通畅。

截至2020年3月末，公司受限资产合计29.38亿元，占当期末总资产的10.60%，其中用于各项保证金的受限货币资金6.08亿元、用于抵押借款而受限的固定资产23.30亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司无重大未决诉讼和对外担保事项。

公司控股股东为玲珑集团有限公司（以下简称“玲珑集团”），实际控制人为王氏家族，其成员包括王希成、张光英、王锋和王琳⁴，二股东英诚贸易有限公司（以下简称“英诚贸易”）系实际控制人的控股企业，截至 2020 年 5 月 5 日，玲珑集团和英诚贸易对公司持股比例分别为 50.73% 和 16.78%，均无股权质押。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 4 月 21 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，对公司支持能力较弱

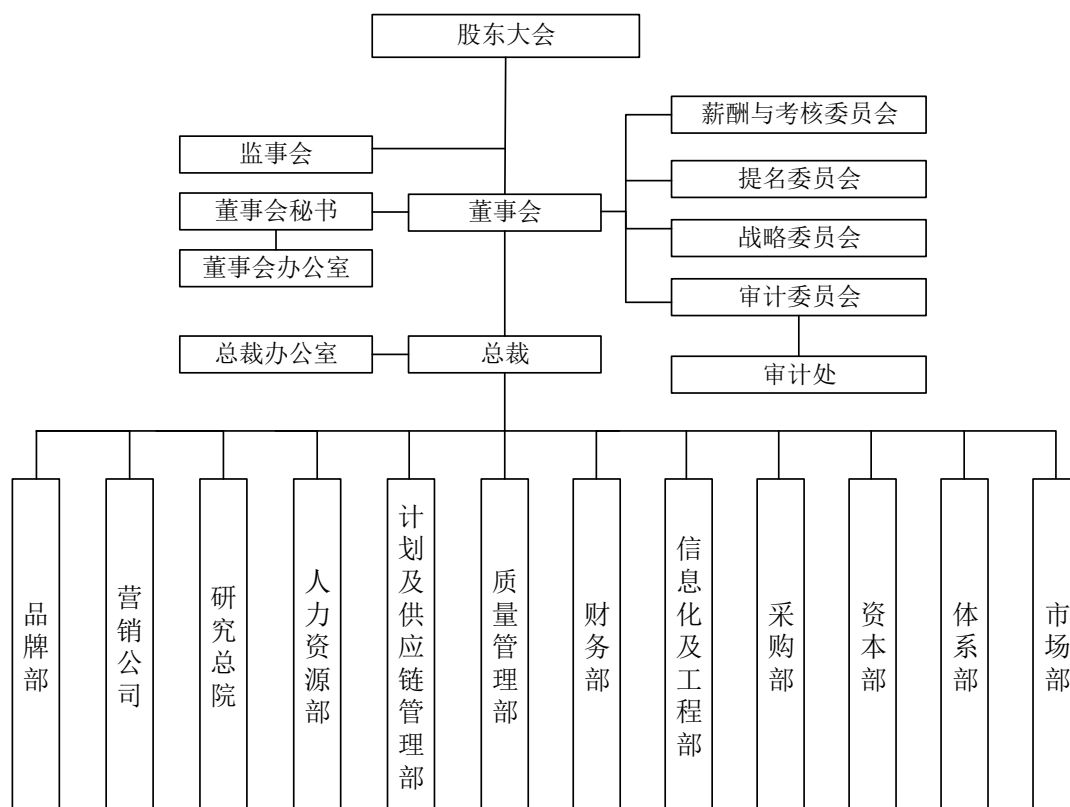
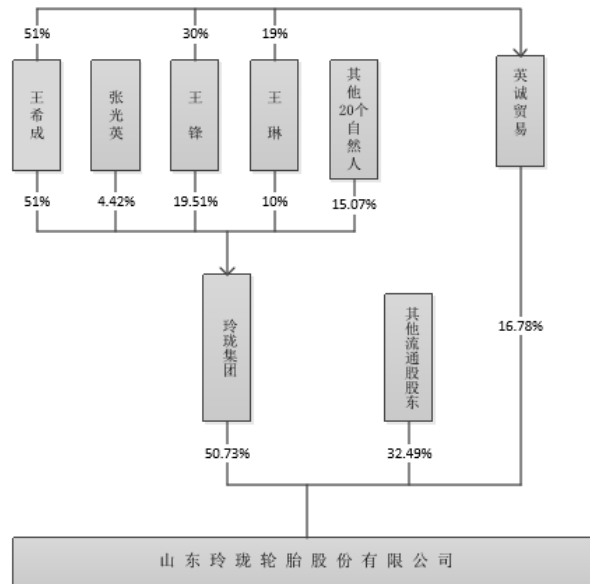
公司实际控制人控股的企业包括玲珑集团和英诚贸易等，玲珑轮胎系实际控制人控制的核心企业，其对公司的支持意愿很强。但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东玲珑轮胎股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“玲珑转债”债项的信用等级为 **AA⁺**。

⁴ 张光英系王希成之妻，王峰、王琳系王希成和张光英之子，王峰系王琳之兄。

附一：山东玲珑轮胎股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 5 月 5 日）



资料来源：公司提供

附二：山东玲珑轮胎股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	228,407.86	442,911.78	374,408.12	372,644.80
应收账款净额	226,234.57	291,194.63	271,961.14	242,850.46
其他应收款	3,555.37	3,347.92	3,317.80	2,827.11
存货净额	215,466.87	244,732.92	275,871.43	317,424.93
长期投资	0.00	0.00	30,487.99	29,352.61
固定资产	943,220.23	1,013,024.56	1,161,208.99	1,176,979.61
在建工程	48,737.05	133,615.70	139,546.08	161,875.83
无形资产	51,088.12	78,924.55	76,116.79	75,543.68
总资产	1,938,599.56	2,579,346.34	2,658,063.80	2,770,067.08
其他应付款	69,975.98	107,461.60	136,414.75	156,253.17
短期债务	612,852.56	684,221.44	664,250.93	606,101.33
长期债务	132,700.76	475,610.43	426,688.30	508,689.55
总债务	745,553.32	1,159,831.87	1,090,939.23	1,114,790.88
净债务	517,145.46	716,920.09	716,531.10	742,146.08
总负债	1,067,961.81	1,577,792.76	1,554,907.67	1,621,823.74
费用化利息支出	22,489.77	36,062.59	37,136.40	--
资本化利息支出	96.26	517.55	1,412.65	--
所有者权益合计	870,637.75	1,001,553.58	1,103,156.13	1,148,243.34
营业总收入	1,391,807.26	1,530,158.32	1,716,416.30	358,189.94
经营性业务利润	125,095.06	140,263.59	188,765.60	45,065.06
投资收益	-340.01	1,817.40	-363.95	749.41
净利润	104,767.81	118,135.91	166,746.23	37,155.26
EBIT	134,761.74	159,180.12	203,660.05	--
EBITDA	222,692.02	255,481.40	309,985.99	--
经营活动产生现金净流量	111,887.08	184,196.66	279,989.61	87,744.62
投资活动产生现金净流量	-134,270.88	-305,653.67	-232,315.09	-33,388.80
筹资活动产生现金净流量	49,981.13	310,894.53	-164,512.48	-65,664.18
资本支出	138,289.15	247,046.71	262,655.64	35,704.06
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	23.86	23.70	26.51	26.87
期间费用率(%)	14.21	13.99	15.35	14.73
EBITDA 利润率(%)	16.00	16.70	18.06	--
总资产收益率(%)	7.22	7.05	7.78	--
净资产收益率(%)	12.53	12.62	15.85	13.20
流动比率(X)	0.88	1.14	0.99	1.08
速动比率(X)	0.64	0.91	0.73	0.78
存货周转率(X)	5.26	5.07	4.85	3.53*
应收账款周转率(X)	6.82	5.91	6.10	5.57*
资产负债率(%)	55.09	61.17	58.50	58.55
总资本化比率(%)	46.13	53.66	49.72	49.26
短期债务/总债务(%)	82.20	58.99	60.89	54.37
经营活动净现金流/总债务(X)	0.15	0.16	0.26	0.31*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.18	0.27	0.42	0.58*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.95	5.04	7.26	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	9.25	10.94	19.87	--
总债务/EBITDA(X)	3.35	4.54	3.52	--
EBITDA/短期债务(X)	0.36	0.37	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.86	6.98	8.04	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.97	4.35	5.28	--

注：1、2020 年度一季报未经审计；2、其他应收款不包括应收利息和应收股利，其他应付款不包括应付利息和应付股利；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。