

信用评级公告

联合〔2022〕1850号

联合资信评估股份有限公司通过对赛轮集团股份有限公司及其拟公开发行的2022年可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定赛轮集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，赛轮集团股份有限公司2022年公开发行可转换公司债券信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二二年七月十三日

赛轮集团股份有限公司

2022年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本次可转换公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

债券发行规模：不超过 20.09 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

偿还方式：每年付息一次的付息方式，到期归还未转股的可转债本金和最后一年利息

募集资金用途：扣除发行费用后将全部用于越南年产 300 万套半钢子午线轮胎、100 万套全钢子午线轮胎及 5 万吨非公路轮胎项目和柬埔寨年产 900 万套半钢子午线轮胎项目

评级时间：2022 年 7 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
财务风险	F1	现金流	经营分析	2
			资产质量	2
			盈利能力	1
		资本结构	现金流量	2
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对赛轮集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内主要的轮胎生产企业之一，在出口轮胎交货量、技术研发、销售网络搭建等方面具有竞争优势。近年来，公司收入规模持续增长，产能规模持续扩大，经营活动现金流保持净流入状态，现金收入比持续上升。同时，联合资信也关注到公司所处行业竞争激烈、原材料价格波动大、贸易壁垒不断增加、面临汇率波动和海外经营管理风险、在建和拟建项目尚需投入资金规模大以及全部债务规模持续增长且短期债务占比高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 20.09 亿元（含）的可转换公司债券。从本次可转换公司债券设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

未来，随着公司在建项目不断投产和新产品销售收入不断增加，公司整体竞争实力有望获得进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本次可转换公司债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为国内主要的轮胎生产企业之一，整体竞争力较强。2021 年，根据中国橡胶工业协会轮胎分会提供的 38 家重点会员企业及 8 家国内轮胎会员企业的统计数据，公司出口轮胎交货量位列第 1；专利方面，公司共获得授权专利 374 项，其中发明专利 12 项，实用新型专利 257 项；公司不断健全和完善全球化营销网络，形成了覆盖北美、欧洲、亚洲等地销售网络，产品出口至多个国家和地区。
2. 公司收入规模持续增长，产能规模持续扩大。2019—2021 年，公司营业总收入分别为 151.28 亿元、154.05 亿元和 179.98 亿元，年均复合增长 9.08%；公司半钢子午线轮胎产能分别为 4000.00 万条/年、4150.00 万条/年和 4650.00 万条/年，复合增长为 7.82%；全钢子午线轮胎产能分别为 600.00 万条/年、750.00 万条/年和 1155.00 万条/年，复合

美国、欧洲等地不断对中国轮胎企业的轮胎产品展开涉及贸易保护的反倾销、反补贴调查，中国轮胎企业的发展受到了较大冲击；公司海外运营的主体数量较多，且部分主体对公司的收入、利润规模影响较大，公司面临海外经营管理风险

-1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：蒲雅修 李敬云

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

增长为 38.74%。

3. **公司经营活动现金流保持净流入状态，现金收入比持续上升。**2019—2021 年，公司经营活动现金净额分别为 20.09 亿元、34.23 亿元和 8.37 亿元；现金收入比分别为 91.31%、93.92% 和 94.50%。

关注

1. **公司所处行业竞争激烈。**随着市场需求的不断增长，我国轮胎行业固定资产投资呈增长态势。受此影响，我国轮胎行业产能快速增长，行业竞争加剧，并呈现结构性产能过剩问题，同时随着美国、欧洲等地不断对中国轮胎企业展开涉及贸易保护的反倾销、反补贴（以下简称“双反”）调查，国内轮胎企业的出口业务受阻明显，而受阻的这部分产能将加剧国内市场的竞争压力。
2. **原材料价格波动大，公司面临成本控制压力。**轮胎的原材料主要包含天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线等，其中天然橡胶和合成橡胶占生产成本的比例最高。天然橡胶是基础工业原料，价格与宏观经济变化联系紧密，同时也受到自然条件、下游用胶行业生产与运用等因素影响，价格波动较大，公司面临成本控制压力。
3. **贸易壁垒不断增加。**2014 年起，美国商务部对我国乘用车及轻卡轮胎实施双反审查，并采取征收反倾销税及反补贴税方式，限制我国乘用车胎及轻卡轮胎对美出口。2018 年 9 月，美国政府宣布，开始对产自中国的 2000 亿美元产品（包括轮胎产品）加征 10% 关税。2019 年 5 月，前述商品关税由 10% 提升至 25%。2020 年 6 月，美国对东南亚部分国家和地区轮胎企业的乘用车和轻卡车轮胎启动双反调查。
4. **公司面临汇率波动和海外经营管理风险。**2019—2021 年，公司国外销售收入分别为 106.29 亿元、109.61 亿元和 130.05 亿元，占主营业务收入的比重分别为 74.12%、74.51% 和 75.76%；汇兑损益分别为 -712.99 万元、7462.21 万元和 5347.26 万元。截至 2021 年底，公司合并范围子公司中包含赛轮（越南）有限公司等 27 家海外运营主体，公司海外运营的主体数量较多，且部分主体对公司的收入、利润规模影响较大，公司面临海外经营管理风险。
5. **公司在建和拟建项目尚需投入资金规模大，面临资本支出压力。**截至 2021 年底，公司主要在建项目计划投资 104.25 亿元，未来尚需投入 56.93 亿元。公司柬埔寨拟建项目尚需投入 14.26 亿元。未来若市场环境、技术进步等方面发

生较大变化，公司可能面临项目收益不及预期的风险。

6. 公司全部债务规模持续增长，债务结构有待调整。2019—2021 年底，公司全部债务分别为 76.90 亿元、89.66 亿元和 105.22 亿元，年均复合增长 16.97%；短期债务占比分别为 75.24%、85.88%和 70.94%。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	43.36	51.67	52.21
资产总额（亿元）	178.77	210.56	261.73
所有者权益（亿元）	74.09	88.10	111.37
短期债务（亿元）	57.86	76.99	74.65
长期债务（亿元）	19.04	12.66	30.57
全部债务（亿元）	76.90	89.66	105.22
营业总收入（亿元）	151.28	154.05	179.98
利润总额（亿元）	13.22	17.21	13.81
EBITDA（亿元）	23.60	27.53	26.06
经营性净现金流（亿元）	20.09	34.23	8.37
营业利润率（%）	25.37	26.82	18.60
净资产收益率（%）	16.08	17.26	12.05
资产负债率（%）	58.55	58.16	57.45
全部债务资本化比率（%）	50.93	50.44	48.58
流动比率（%）	100.05	94.84	105.33
经营现金流动负债比（%）	23.73	31.50	7.07
现金短期债务比（倍）	0.75	0.67	0.70
EBITDA 利息倍数（倍）	9.13	10.26	10.58
全部债务/EBITDA（倍）	3.26	3.26	4.04
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	98.61	115.76	148.34
所有者权益（亿元）	46.62	59.40	74.34
全部债务（亿元）	41.46	45.68	63.80
营业总收入（亿元）	42.78	42.81	46.78
利润总额（亿元）	-0.22	12.01	4.20
资产负债率（%）	52.72	48.69	49.88
全部债务资本化比率（%）	47.07	43.47	46.18
流动比率（%）	86.25	92.75	141.91
经营现金流动负债比（%）	10.83	5.05	-15.85
现金短期债务比（倍）	0.40	0.47	0.60

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 公司长期应付款中的带息债务部分计入债务核算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受赛轮集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：







赛轮集团股份有限公司

2022 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

一、主体概况

赛轮集团股份有限公司（以下简称“公司”或“赛轮集团”）的前身为成立于 2002 年 11 月的青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司，初始注册资本为 10000 万元。2007 年 12 月，公司完成股份制改革，更名为赛轮股份有限公司。2011 年 6 月，公司公开发行普通股 9800 万股，并于上海证券交易所上市，成为国内首家在 A 股上市的民营轮胎制造企业，股票简称为“赛轮股份”，股票代码为“601058.SH”，上市后公司总股本增加至 37800 万股。

2014 年 12 月，公司完成工商变更登记手续，注册名称由“赛轮集团股份有限公司”变更为“赛轮金宇集团股份有限公司”，注册资本由 44540 万元变更为 52134.94 万元，股票简称变更为“赛轮金宇”，股票代码保持不变。随着公司规模不断扩大，公司明确了以“赛轮”单一品牌为核心，其他品牌为辅的品牌结构，2018 年 10 月，公司变更为现名，股票简称变更为“赛轮轮胎”，股票代码保持不变。

表 1 公司工商等信息变更汇总

时间	工商等信息变更	备注
2002 年 11 月	青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司	注册资本 10000 万元
2007 年 12 月	赛轮股份有限公司	股份制改革
2011 年 6 月	公司在上海证券交易所上市	股票简称为“赛轮股份”，股票代码为“601058.SH”
2014 年 12 月	赛轮金宇集团股份有限公司	股票简称变更为“赛轮金宇”，股票代码保持不变
2018 年 10 月	赛轮集团股份有限公司	结合品牌战略规划进行更名，股

¹ 截至 2021 年底，杜玉岱先生持有公司 3.65% 股份。

² 截至 2021 年 9 月底，袁仲雪先生直接持有上市公司软控股份有限公司（以下简称“软控股份”）15.56% 股份，为软控股份实际控制人，所持股份质押数量为 1.15 亿股，占其所持股份的 79.14%，袁仲雪先生所持软控股份质押比例很高。截至 2021 年底，袁仲雪先生在软控股份无任职情况。

	票简称变更为“赛轮轮胎”，股票代码不变
--	---------------------

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020 年 11 月，公司原实控人杜玉岱先生¹将持有的 5.40% 股份转让给袁仲雪先生，同时将其持有剩余的 4.21% 股份的表决权委托给袁仲雪先生。转让完成后，袁仲雪²先生合计享有公司 19.81% 的表决权比例，为公司实际控制人。

2021 年 3 月，公司完成非公开发行股票发行工作，以 3.00 元/股发行普通股 408971322 股，发行对象为袁仲雪先生和其控制的瑞元鼎实投资有限公司（以下简称“瑞元鼎实”）；发行后，实际控人袁仲雪先生和瑞元鼎实直接持有公司 20.67% 股份，持股比例进一步上升。

截至 2021 年底，公司实收资本和注册资本均为 30.63 亿元，公司第一大股东³为瑞元鼎实，其持股比例为 13.51%。截至 2021 年底，杜玉岱先生与袁仲雪先生的《股份委托管理协议》到期，袁仲雪先生不再享有委托表决权。截至 2021 年底，袁仲雪先生直接持有公司 7.16% 股份，通过瑞元鼎实持有公司 13.51% 股份，通过青岛煜明投资中心（有限合伙）持有公司⁴（以下简称“青岛煜明”）2.53% 股份，一致行动人袁嵩⁵先生（袁仲雪先生儿子）、杨德华女士（袁仲雪先生配偶）合计持有公司 0.21% 股份，袁仲雪先生合计控制公司 23.40% 股份，为公司实际控制人。截至 2022 年 4 月 21 日，袁仲雪先生合计控制公司股份中有 3.29 亿股被质押，占其控制股份比例的 45.90%，占公司总股本的 10.74%。

³ 截至 2021 年底，公司第二大股东为新华联控股有限公司，其持有公司 10.44% 股份，全部处于冻结状态。

⁴ 袁仲雪先生为青岛煜明投资中心（有限合伙）（以下简称“青岛煜明”）执行事务合伙人，青岛煜明为袁仲雪先生控制的企业。

⁵ 袁嵩先生，1981 年出生，博士学历，目前在公司任职董事、副总裁职务。

表 2 公司实际控制人变更情况

时间	实际控制人变更	备注
2020 年 11 月	公司实际控制人发生变更，实际控制人由杜玉岱先生变更为袁仲雪先生	股份转让和表决权委托的方式
2021 年 3 月	公司向袁仲雪先生和其控制的瑞元鼎实投资有限公司非公开发行股票，发行完成后合计直接持有公司 20.67% 股份	持股比例进一步上升
2021 年 12 月	截至 2021 年底，杜玉岱先生与袁仲雪先生的《股份委托管理协议》到期，袁仲雪先生不再享有委托表决权。 截至 2021 年底，袁仲雪先生合计控制公司 23.40% 股份，为公司实际控制人	合计控制公司 23.40% 股份，为公司实际控制人

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司主要经营范围：轮胎、橡胶制品、机械设备、模具、化工产品（不含危险品）的研发、生产、销售、安装及相关服务；轮胎生产技术软件开发及相关技术的开发、销售及相关服务；货物进出口、技术进出口及相关服务；废旧轮胎收购与销售；轮胎循环利用装备、材料、产品的研发、生产与销售；轮胎循环利用技术开发、销售及相关服务。

截至 2021 年底，公司合并范围内子公司合计 51 家；公司本部内设采购中心、生产中心、运营支持中心、技术研发中心、财务中心、人资中心、资本运营中心、销售中心、信息技术与大数据中心、集团办公中心和质量中心等职能部门；公司在职员工共 13723 人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 261.73 亿元，所有者权益 111.37 亿元（含少数股东权益 4.07 亿元）。2021 年，公司实现营业总收入 179.98 亿元，利润总额 13.81 亿元。

公司注册地址：山东省青岛市黄岛区茂山路 588 号；法定代表人：袁仲雪。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“赛轮集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次可转换公司债券”），本次可转换公司债券规模为不超过 20.09 亿元（含），期限为自发行之日起 6 年，转股期限为自发行结

束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次可转换公司债券票面利率的确定方式及每一年度的利率水平提请公司股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整。本次可转换公司债券面值 100 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

（1）转股条款

转股价格

本次可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 \div (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) \div (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) \div (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) \div$

$(1+n+k)$

其中：P1 为调整后转股价，P0 为调整前转股价，n 为派送股票股利或转增股本率，A 为增发新股价或配股价，k 为增发新股或配股率，D 为每股派送现金股利。

转股价格的向下修正条款

在本次可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

(1) 在本次可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格高于当期转股价格的 130%（含 130%）；

(2) 当本次可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$ 。

IA：指当期应计利息；

B：指本次可转换公司债券持有人持有的将赎回的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

在本次可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第 1 个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转换公司债券募投项目建成投产后，公司产能规模将有所提升，有利于提高公司的

综合竞争实力。

本次可转换公司债券拟募集资金总额（含发行费用）不超过人民币 20.09 亿元（含），扣除发行费用后，募集资金如下表所示。

表 3 本次可转换公司债券募集资金运用概况

（单位：亿元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
项目一	越南年产 300 万条半钢子午线轮胎、100 万条全钢子午线轮胎及 5 万吨非公路轮胎项目	30.11	14.09
项目二	柬埔寨年产 900 万条半钢子午线轮胎项目	22.90	6.00
合计		53.00	20.09

注：轮胎数量单位“条”和“套”一致，因四舍五入，数据尾数存在差异
资料来源：公司提供

本次可转换公司债券的募集资金到位后，公司将按照项目的实际资金需求将募集资金投入上述项目，本次发行扣除发行费用后实际募集资金低于拟投资项目投资总额的部分将由公司自筹解决。

在本次可转换公司债券的募集资金到位之前，公司将根据项目需要以自筹资金等方式进行先期投入，并在募集资金到位之后，依据相关法律法规的要求和程序对先期投入资金予以置换。

项目一实施主体为公司全资子公司赛轮（越南）有限公司（以下简称“赛轮越南”），建设地点位于越南西宁省鹅油县福东社福东工业园。项目一总投资 30.11 亿元，包含新建密炼车间、轮胎生产车间、立体仓库等，并将采用先进成熟的生产技术，引进部分关键设备，配备国内成熟的工艺设备，设计产能为 300 万条半钢子午线轮胎、100 万条全钢子午线轮胎及 5 万吨非公路轮胎。根据公司《公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，项目一建设期为 36 个月，建成后预计年均实现营业收入 284706 万元，实现年平均净利润约 60395 万元，净利率约为 21.21%，项目所得税后投资财务内部收益率为 28.17%，项目税后投资回收期为 5.55 年。项目一已于 2021 年 5 月 19 日在国家

发改委完成境外投资项目备案，取得国家发改委办公厅核发的《境外投资项目备案通知书》。

项目二实施主体为 CART TIRE CO.,LTD.（以下简称“CART TIRE”），建设地点位于柬埔寨柴桢省柴桢市 1 号齐鲁（柬埔寨）经济特区。项目二投资 22.90 亿元，包含新建密炼车间、轮胎生产车间、办公用房等，并引进部分关键设备，配备国内成熟的工艺设备，设计产能为年产 900 万条半钢子午线轮胎。根据公司《公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，项目二建设期为 24 个月，建成后预计年平均实现营业收入 216315 万元人民币，实现年平均净利润约 36994 万元人民币，净利率约为 17.10%，项目所得税后投资财务内部收益率为 16.60%，项目税后投资回收期为 6.77 年。项目二已于 2021 年 9 月 2 日在国家发改委完成境外投资项目备案，取得国家发改委办公厅核发的《境外投资项目备案通知书》。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速⁶（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，

算的几何平均增长率，下同。

⁶ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及

上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 4 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款

和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安

全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

四、行业分析

轮胎制造行业

(1) 行业概况

轮胎制造行业是汽车产业的主要配套产业之一，属于资本密集、技术密集和劳动密集型产业。轮胎需求取决于下游汽车产量和保有量，即配套和替换市场，目前替换市场占主导地位。轮胎的原材料主要包含天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线等，其中天然橡胶价格波动大，轮胎生产企业面临成本控制压力。近年来，全球轮胎消耗量保持增长；中国机动车保有量持续增长，为轮胎消费提供了需求支撑。

轮胎制造行业是汽车产业的主要配套产业之一，属于资本密集、技术密集和劳动密集型产业。轮胎种类繁多，应用领域较为广泛；全钢子午线轮胎主要用于重型卡车和客车，半钢子午线轮胎主要用于乘用车和轻型卡车，非公路轮胎主要用于矿山、码头、装载等车辆上轮胎的配套和替换。

轮胎需求取决于下游汽车产量和保有量，即配套和替换市场，目前替换市场占主导地位，全球约75%的轮胎应用于轮胎替换市场。轮胎替换市场通常需要提供修理、安装等附加服务，因此经销模式是更符合轮胎替换市场的经营模式。其余约25%的轮胎直接面向各个整车厂商，主要经营模式为直销。

我国轮胎制造行业起步较晚，但发展速度较快。自 2006 年起，我国汽车轮胎年产量连续多年排名全球第一，并成为最大的出口国家，约 40% 的产品出口到全球 200 多个国家和地区，形成了全谱系、多规格的完整的轮胎工业体系。但我国轮胎企业目前的研发数据库、研发技术水平积累、品牌影响力与国际轮胎头部企业相比还存在一定差距。从橡胶轮胎外胎产量来看，2020 年，据中国橡胶工业协会轮胎分会的数据口径，我国轮胎总产量为 6.34 亿条，同比下降 2.8%，子午化率为 94%。根据中国橡胶工业协会发布的《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》，截至 2025 年底，中国轮胎的年产量规划目标为 7.04 亿条，子午化率 96%，国内轮胎子午化率将继续提升。

从上游原材料来看，轮胎的原材料主要包含天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线等，其中天然橡胶和合成橡胶占生产成本的比例最高，合计约为 35%~50%。天然橡胶价格和合成橡胶价格具有一定的联动性，天然橡胶的价格波动较大，对轮胎的生产成本造成较大影响，轮胎生产企业面临成本控制压力。目前，全球天然橡胶种植区域主要集中在东南亚地区，种植面积约占世界的 90%，其中泰国、印度尼西亚、越南、马来西亚四国合计总产量约占全球总产量的 80%。天然橡胶约 70% 被用于轮胎生产，我国轮胎产量全球第一，同时天然橡胶消费量全球第一。受地理条件的限制，我国天然橡胶的产量提升较慢，所需天然橡胶主要依赖于进口。天然橡胶是基础工业原料，价格与宏观经济变化联系紧密，同时也受到自然条件、下游用胶行业生产与运用等因素影响。

2018 年，国内汽车的产量、销量增幅由正转负，天然橡胶的供给需求失衡，受上述因素影响，天然橡胶价格整个处于低位。2019 年，天然橡胶去库存仍是主要任务，期货合约在 11000~13000 元/吨的价格区间波动。2020 年，天然橡胶价格变化分为两个阶段，前低后高。受新冠肺炎疫情等因素影响，天然橡胶价格从年初的 13000 元/吨下降至 9446 元/吨，价格已低至成本线以下。随着新冠肺炎疫情逐步控制，各

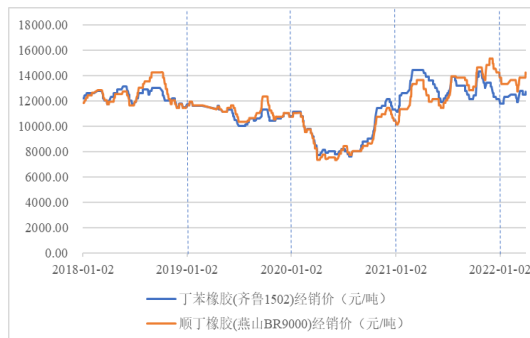
地复工复产，国内需求恢复，天然橡胶价格不断上涨，最高上涨至 16000 元/吨以上。2021 年，天然橡胶价格维持高位，在 12000~16000 元/吨的价格区间波动，轮胎生产企业面临成本控制压力。

图 1 天然橡胶价格变化情况



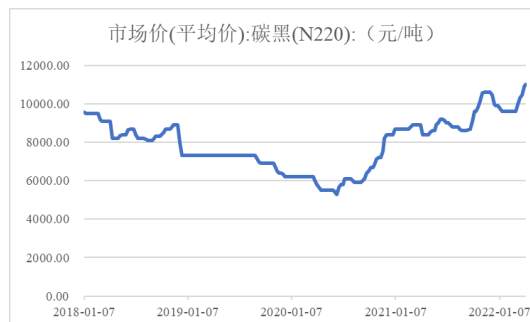
资料来源：上海期货交易结算所，联合资信整理

图 2 合成橡胶价格变化情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 3 炭黑价格变化情况

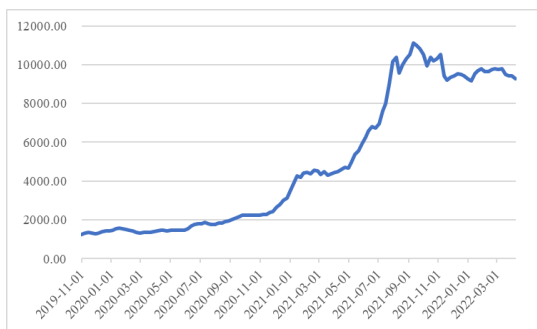


资料来源：Wind，联合资信整理

海运费价格上涨方面，新冠肺炎疫情之前，全球海运市场已持续低迷了多年，海运市场高度集中，价格趋于稳定。新冠肺炎疫情扩散以后，全球海运市场逐渐出现供给失衡，价格持续走高。2021 年，轮胎出口先后经历集装箱紧缺、洛杉矶港口拥堵、苏伊士运河堵船、中国部分港口疫情等国内外海运不利因素，海运费出现大

幅上涨。同时，集装箱受海运船期延长等因素影响，无法按时到港返港，导致部分月份出现“一箱难求”的局面，企业出口受到较大影响。波罗的海货运指数（FBX）最高价格出现在2021年第四季度，目前已开始回落但仍保持高位。2021年9月10日，波罗的海货运指数（FBX）最高为11108.56，为2020年1月3日1461.50的7.60倍。

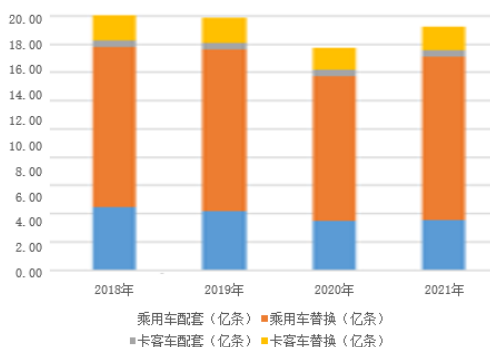
图4 波罗的海货运指数（FBX）



资料来源：Wind，联合资信整理

从下游需求来看，根据米其林公司年报，全球轮胎消费类型中，乘用车胎是主要消费类型。2021年，全球乘用车轮胎消费为15.1亿条，约占轮胎消费总量的87%。2008-2021年，全球乘用车轮胎销量年均复合增长为2.0%；同期，全球卡客车轮胎销量年均复合增长为6.2%，全球轮胎消耗量的复合增长为2.4%，全球轮胎消耗量保持增长。

图5 全球轮胎消费市场情况



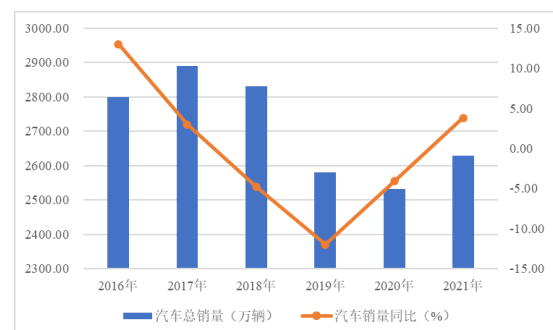
资料来源：米其林公司年报，联合资信整理

从产品类型来看，根据米其林公司年报，2008-2021年，全球半钢胎轮胎销售条数的年均复合增长率为2.0%，其中非洲/印度/中东为3.9%，亚洲为3.1%，欧洲为1.4%，南美为1.3%。2008-2021年，全球全钢轮胎销售条数年均复

合增长率为6.2%，其中亚洲为8.2%，非洲/印度/中东为8.3%，欧洲为3.7%，北美为4.3%，南美为4.0%，全钢轮胎销售复合增速较快。目前，亚洲乘用车轮胎消费量从2008年的3.09亿条增长至2021年的4.57亿条，增幅为47.90%，亚洲乘用车轮胎占全球乘用车轮胎总消费量的比例从2008年的26.59%上升至2021年的30.26%，上升3.67个百分点；欧洲乘用车胎占全球乘用车轮胎总消费量的比例从2008年的32.67%下降至2021年的29.80%，下降2.87个百分点；北美乘用车胎占全球乘用车轮胎总消费量的比例从2008年的27.90%下降至2021年的25.76%，下降2.14个百分点。

在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，中国汽车产销量自2000年起快速增长，并自2009年起升至全球首位。但随着汽车普及率的提高，2011年以来，中国汽车销量增速逐步降低。2018-2020年，我国汽车总销量持续下降。2020年初，新冠肺炎疫情对各行各业的运转形成冲击，汽车市场仍延续颓势，为刺激新能源汽车消费，我国政府延缓补贴政策退坡节奏，加之下半年疫情控制较好、新能源车市场化需求开始体现，2020年全年我国汽车销量降幅收窄。2021年，我国实现汽车销售2627.50万辆，同比增长3.80%，销量连续下降的局面得以扭转。

图6 近年来中国汽车销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，联合资信整理

行业库存方面，2019年以来，我国汽车单月库存量较前几年有较为明显的下降；从库存系数来看，2020年初，受疫情影响，库存指数曾大幅上升，但随着零售端的恢复，库存系数迅

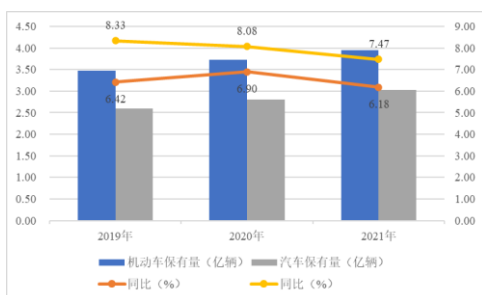
速回落，2021年各月总体在安全范围内运行，12月份库存系数为1.43。库存系数维持较低水平一定程度上显示了生产端与需求端在产品领域契合度较高，降低了产成品积压对汽车制造商和经销商带来的风险。

图7 近年来汽车库存系数变化情况



注：2020年2月因疫情影响销售，库存系数为14.80，已作为异常值剔除
资料来源：Wind、联合资信整理

图8 近年来机动车保有量情况



资料来源：公安部数据、联合资信整理

机动车保有量方面，2019—2021年，中国机动车保有量持续增长，年均复合增长6.54%。2021年，中国机动车保有量为3.95亿辆，同比增长6.18%。2019—2021年，中国汽车保有量持续增长，年均复合增长7.77%。2021年，中国汽车

保有量为3.02亿辆，同比增长7.47%。国内汽车保有量持续增长为轮胎消费提供了需求支撑。

(2) 竞争格局

从全球市场来看，轮胎行业的集中度较高，中国大陆头部企业市占率持续提升。国内轮胎产业集中度偏低，行业竞争激烈，大多数企业规模偏小、技术水平低、研发能力弱，中小型尤其是小型企业产能利用率不足，中国大陆头部企业的市场占有率和行业市场占有率出现分化。未来，随着环保高压政策的持续执行和行业“洗牌”结束，国内轮胎生产企业数量可能逐步减少，行业集中度有望稳步提升。

根据《轮胎商业》公布的全球轮胎75强排行榜，截至2020年底，全球轮胎市场的CR3、CR5和CR10分别为37.2%、48.1%和63.1%，集中度较去年底均有所下降，但全球轮胎行业的集中度较高。根据《轮胎商业》，2020年，轮胎销售金额排名前3的企业分别为法国的米其林公司、日本的普利司通公司和美国的固特异公司；中国大陆排名前4的企业分别为中策橡胶集团股份有限公司⁷（全球市场排名第9，排名上升1位）、山东玲珑轮胎股份有限公司（全球市场排名第12，排名上升2位）、赛轮集团（全球市场排名第17，保持不变）和三角轮胎股份有限公司（全球市场排名第21，排名上升6位），合计来看，全球轮胎75强企业中，中国大陆企业市占率持续提升。

表5 2019—2021年中国国内主要轮胎上市企业营业总收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

股票简称	营业总收入				毛利率			
	2019年	2020年	2021年	复合增长率	2019年	2020年	2021年	毛利率变动趋势
玲珑轮胎	171.64	183.83	185.79	4.04	26.51	27.91	17.26	波动下降
赛轮轮胎	151.28	154.05	179.98	9.08	25.86	27.21	18.87	波动下降
三角轮胎	79.41	85.35	89.54	6.19	22.89	25.42	17.53	波动下降
贵州轮胎	64.58	68.09	73.39	6.60	20.13	23.63	15.73	波动下降
风神股份	59.14	55.79	55.58	-3.06	21.28	18.59	10.22	持续下降
森麒麟	45.79	47.05	51.77	6.33	32.17	33.80	23.33	波动下降
通用股份	33.35	34.48	42.56	12.95	16.54	13.15	9.96	持续下降

资料来源：Wind、联合资信整理

⁷ 目前，中策橡胶集团股份有限公司为非上市公司。

随着市场需求的不断增长，我国轮胎行业固定资产投资呈增长态势。受此影响，我国轮胎行业产能快速增长，行业竞争加剧，并呈现结构性产能过剩问题。一方面，我国规模以上轮胎企业近 600 家，产业集中度偏低；大多数企业规模偏小、技术水平低、研发能力弱，中小型尤其是小型企业产能利用率严重不足，中国大陆头部企业的市场占有率和行业市场占有率出现分化。另一方面，高端轮胎（高性能节能环保子午线轮胎、工矿型轮胎等）、部分优势企业的产品以及部分细分市场的优势产品供不应求。

近年来，我国通过市场和政府干预等手段鼓励行业企业兼并收购，提高行业集中度；通过提高进入壁垒，控制产能无序扩张；限制落后产能扩张，促进产业结构优化升级。2015 年开始，我国开启轮胎行业的供给侧改革。2017—2020 年，我国分别淘汰 27、25、36、41 家轮胎企业，合计 129 家，较 2010—2015 年合计淘汰 14 家大幅增加。此外，2021 年 4 月，山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022 年）》（以下简称“行动方案”）。行动方案要求到 2022 年年产 120 万条以下的全钢子午线轮胎、年产 500 万条以下的半钢子午线轮胎企业全部整合退出，涉及 18 家轮胎企业的 556 万条全钢子午线轮胎和 2561 万条半钢子午线产能。山东省的轮胎产量约占全国总产量的 50%，轮胎出口量约占全国总出口量的 60%。未来，随着环保高压政策的持续执行和行业“洗牌”结束，国内轮胎生产企业数量可能逐步减少，行业集中度有望稳步提升。

（3）行业政策

近年来，行业主管部门陆续出台产业调整政策，行业集中度有望稳步提升；随着双碳政策的逐步推进，部分企业面临成本上升压力。贸易壁垒方面，美国、欧洲等地不断对中国轮胎企业的轮胎产品展开“双反”调查，中国轮胎企业的发展受到了较大冲击，国内出口受到较大影响，出口受阻的这部分产能将加剧国内市场的竞争，同时部分企业通过海外建厂来减弱“双反”调查影响。

2019 年 10 月，国家发展和改革委员会发

布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》（以下简称“产业调整目录”）。产业调整目录将高性能子午线轮胎（包括无内胎载重子午线轮胎、巨型工程子午线轮胎（49 吋以上），低断面和扁平化（低于 55 系列）及智能制造技术与装备，航空轮胎、农用子午线轮胎及配套专用材料和设备生产，新型天然橡胶开发与应用列入国家鼓励类产业；将新建斜交轮胎和力车胎（含手推车胎）列入国家限制类产业；50 万条/年及以下的斜交轮胎和以天然棉帘子布为骨架的轮胎列入国家淘汰类产业。

2020 年 5 月，为推动废旧轮胎综合利用，引导行业持续健康发展，工业和信息化部发布《废旧轮胎综合利用行业规范条件》（以下简称“行业规范”）。行业规范以适应政府职能转变新要求和行业发展新形势为出发点，立足产业现状特点，充分考虑未来发展趋势，重视发挥市场作用，有效引导废旧轮胎综合利用向规范化、规模化、高值化方向发展。

2021 年 7 月，全国碳排放权交易系统正式上线。全国碳排放权交易市场是利用市场机制控制和减少温室气体排放，推动绿色低碳发展的一项制度创新，也是落实我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值、2060 年前实现碳中和（以下简称“双碳”）的国家自主贡献目标的重要核心政策工具。对于轮胎企业而言，随着碳排放权交易系统上线，设备老旧的轮胎工厂会面临因环保问题或碳排放超标后无法正常生产的问题；产品设备以及环保要求提高，投入成本加大；碳排放较高的企业需购买碳排放指标，增加企业成本。

贸易壁垒方面，近年来，我国轮胎出口产值占整体轮胎产值较高。根据中国橡胶工业协会的统计，2019 年，国内全钢胎出口占比为 39.3%，半钢胎出口占比为 48.8%。但随着美国、欧洲等地不断对中国轮胎企业的轮胎产品展开涉及贸易保护的反倾销、反补贴（以下简称“双反”）调查，中国轮胎企业的发展受到了较大冲击，国内轮胎企业的出口业务受阻明显，而受阻的这部分产能将加剧国内市场的竞争压力，国内轮胎企业对国内市场的争夺将进一步加剧，面临

国内市场竞争加剧的风险。近年来，国内领先的轮胎企业陆续在国外如泰国、越南等地投资建厂，若轮胎主要进口国对泰国、越南等生产的轮胎征收额外的税收则亦会降低国内相关企业的经营收益。

2014年起，美国商务部对我国乘用车及轻卡轮胎实施双反审查，并采取征收反倾销税及反补贴税方式，限制我国乘用车胎及轻卡轮胎对美出口。2015年8月，美国对中国大陆的乘用车和轻卡轮胎双反调查出终裁结果。此后，每年美国商务部将对征税的产品进行一次复审。

在行政复议调查终裁结果公布之前，美国要求进口中国乘用车及轻卡轮胎的进口商根据初裁税率、前次复审调查终裁税率、保护期、临时救济政策等，缴纳双反保证金（预缴税金）。

在终裁结果公布后，对保证金（预缴税率）与结合终裁税率、保护期和临时救济等政策计算产生的结算税率的差额，在计算利息后对进口商多退少补。在每次双反行政复议调查的准备阶段，轮胎企业可以选择是否申请参与复审，美国商务部会从所有参与复审的企业中抽取部分企业作为强制应诉企业。如果轮胎企业被选为强制应诉企业，则其个体的裁定税率为其终裁税率；如果轮胎企业参与复审但未被选为强制应诉企业，则所有强制应诉企业的平均税率（排除强制应诉企业中终裁税率为0或惩罚性裁决税率情况后）为其终裁税率。如果轮胎企业未参与复审，则其结算税率沿用其保证金（预缴税率）。若企业对终裁结果不服，可提起上诉。

表6 近年来中国轮胎业面临的贸易摩擦情况（美国、欧盟）

发起组织	贸易摩擦类型	轮胎类型	时间	税率情况
美国	双反	乘用车和轻型卡车轮胎	2014年7月	1.2014年7月，美国开启双反调查 2.2015年8月，双反终裁，中国轮胎厂商将被征收14.35%~87.99%的反倾销税和20.73%~100.77%的反补贴税，此后，每年美国商务部将对征税的产品进行一次复审
	双反	卡客车轮胎	2016年2月	1.2016年2月启动调查 2.2016年11月美国海关发布公告，美国商务部在反补贴初裁执行120天之后暂停征收反补贴税 3.2017年，终裁中国胜诉
	贸易战加征关税	覆盖大部分轮胎种类	2018年9月	1.2018年9月，美国政府宣布，开始对产自中国的2000亿美元产品（包括轮胎产品）加征10%关税 2.2019年5月，前述商品关税由10%提升至25%
	双反重启	卡客车轮胎	2018年11月	1.2018年11月，美国重启卡客车轮胎双反调查 2.2019年2月，美国商务部发布对中国卡客车轮胎双反税令，部分中国企业的双反税率为23.81%~66.17%，中国统一税率为44.99%
	对泰国、越南等地开展双反调查	乘用车和轻卡车轮胎	2020年6月	1.2020年6月，美国对东南亚部分国家和地区轮胎企业启动双反补贴调查 2.2021年5月，美国公布针对东南亚相关国家和地区涉案产品的双反税率终裁结果
欧盟	双反	卡客车轮胎	2018年10月	中国轮胎企业向欧盟每出口一条卡客车轮胎，需要缴纳42.73~61.76欧元（约合人民币333.7~482.3元）的固定税金

资料来源：Wind，联合资信整理

2020年6月，美国对东南亚部分国家和地区轮胎企业的乘用车和轻卡车轮胎启动双反调查。2021年5月，美国公布针对东南亚相关国家和地区涉案产品的双反税率终裁结果，反倾销税率分别为：韩国14.72%~27.05%，泰国14.62%~21.09%，中国台湾地区20.04%~101.84%，越南0%~22.27%，其中赛轮越南为0%，处于最低税率位置；越南反补贴税率为6.23%~7.89%，其中赛轮越南为6.23%，处

于最低税率位置。2021年6月，美国国际贸易委员会投票对进口自韩国、泰国和中国台湾地区的乘用车和轻型卡车轮胎作出反倾销产业损害肯定性终裁，对进口自越南的乘用车和轻型卡车轮胎作出反补贴产业损害肯定性终裁。美国商务部对上述涉案产品颁布了反倾销征税令和反补贴征税令。根据上述裁定结果，赛轮越南税率与其他涉案国家和地区轮胎企业相比具有明显优势，但后期若公司产品的其他主要进口

国也设置贸易壁垒或双反税率提高，将会对公司产品出口产生不利影响。自双反以来，国内部分轮胎企业在海外建厂能够减弱双反调查影响，优势逐渐显现。

轮胎出口发展中国家的贸易壁垒方面，2015年5月，巴西外贸委员会发布反倾销日落复审终裁结果，决定对中国卡客车轮胎征收1.12~2.59美元千克的反倾销税，征税期限为5年。2019年8月，巴西政府宣布，对原产于中国的新的乘用车子午线轮胎，作出第二次反倾销日落复审终裁。终裁结果显示，巴西准备继续对中国涉案产品征收为期5年的反倾销税。2020年5月，巴西工业、外贸和服务部于5月4日发布立案公告，宣布对进口自中国的新充气卡客车用轮胎启动反倾销日落复审调查。2002年5月，埃及就对中国轻型卡车（皮卡以外的客车或卡车用新的橡胶充气轮胎产品征收67%~195%的反倾销税。2007年，日落复审结果为继续征收反倾销税，期限为5年。2014年3月，埃及对自中国进口的前述轮胎商品反倾销日落复审案作出终裁，延长征收5年反倾销税，税率为3.8%~60%。2019年10月，埃及政府宣布，对中国产卡客车轮胎启动新一轮反倾销调查。

（4）行业发展

随着轮胎产品消费趋势逐渐向高品质、高性能、绿色环保转移和国家对碳排放的目标要求，国内头部轮胎企业将越来越重视产品的性能与研发，并不断投资扩产中高端产品产能；同时数字化、智能化生产过程将持续提升生产效率。

持续研发将提升企业核心竞争力。中国轮胎企业过去普遍以中低端市场为主要市场，低端产品的产能过大。随着轮胎产品消费趋势逐渐向高品质、高性能、绿色环保转移和国家对碳排放的目标要求，国内头部轮胎企业将越来越重视产品的性能与研发，并不断投资扩产中高端产品产能。未来，优质企业将凭借性能良好、性价比高的产品，提高市场渗透率，获得更好的发展空间，带动整个行业的升级与发展。

数字化、智能化生产过程将持续提升生产效率。目前轮胎橡胶企业仍面临轮胎行业劳动强度大、生产工艺复杂等问题。数字化、智能化生产过程成为企业新建与技改项目的重要选择。数字化、智能化在资源配置、工艺优化、过程控制、产业链管理、质量控制与溯源、能源需求侧管理、节能减排及安全生产等方面通过将信息技术融入轮胎生产中，提升整体生产质量与效率，实现轮胎行业智能化转型升级。

国内头部轮胎企业将继续加速产能布局。2021年，国内部分轮胎企业为提高市场占有率，加快产品升级及转型力度，产能持续增长，国内轮胎行业竞争加剧。国外方面，在国内市场同质化竞争严重、国外双反政策影响等背景下，国内头部轮胎企业为获得高质量发展，在国外新建或扩建轮胎产能，继续加快国际化战略布局。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司实收资本和注册资本均为30.63亿元，公司第一大股东为瑞元鼎实，其持股比例为13.51%。截至2021年底，袁仲雪先生合计控制公司23.40%股份，为公司实际控制人。截至2022年4月21日，袁仲雪先生合计控制公司股份中有3.29亿股被质押，占其控制股份比例的45.90%，占公司总股本的10.74%。

2. 企业规模和竞争力

公司作为国内主要的轮胎生产企业之一，在出口轮胎交货量、技术研发、销售网络搭建等方面具有竞争优势，整体竞争力较强。

公司作为国内主要的轮胎生产企业之一，主要从事轮胎产品的研发、生产和销售业务。2009年，公司开始从事轮胎循环利用相关产品的研发、生产和销售业务。2014年，公司开始从事轮胎贸易业务。公司的轮胎产品主要分为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎；循环利用产品主要包括翻新轮胎、胎面胶、胶粉、钢丝等，分别应用于轮胎替换、旧轮胎翻新、再生胶制造、钢材生产等领域；轮胎贸易业务主要

采取市场化运作方式，采购其他公司的轮胎产品并对外销售。

根据中国橡胶工业协会发布的“2021年度中国橡胶工业协会百强企业轮胎类”排名，公司位列第3。根据美国《轮胎商业》杂志发布的“2021年度全球轮胎企业75强排行榜”，公司位列国内民族轮胎企业第3，世界轮胎企业第17。根据中国橡胶工业协会轮胎分会提供的38家重点会员企业及8家国内轮胎会员企业的统计数据，2021年，公司出口轮胎交货量、海外工厂的综合外胎产量和销量均位列第1。

全球化运营方面，公司在国内的青岛、东营、沈阳、潍坊建有规模化的轮胎生产基地。在国外，公司作为中国轮胎行业中首家在海外设立生产工厂的轮胎企业，投资建设的越南工厂近几年得到了快速发展，其全钢子午线胎、半钢子午线胎及非公路轮胎的产能不断提升，成为公司应对国际贸易壁垒的重要方法。公司与美国固铂轮胎公司（以下简称“固铂公司”）在越南合资成立的ACTR COMPANY LIMITED⁸（以下简称“ACTR”）年产240万条全钢载重子午线轮胎项目已顺利达产。2021年3月，公司还在柬埔寨投资建设年产900万条半钢子午线轮胎项目，目前该项目已进入批量生产与销售阶段。

技术研发优势方面，2008年至今，公司一直被认定为国家高新技术企业。公司是国家橡胶与轮胎工程技术研究中心（以下简称“国家橡胶研究中心”）科研示范基地，公司拥有“博士后科研工作站”“国家企业技术中心”等资质，同时还承建了轮胎先进装备与关键材料国家工程研究中心（为首批纳入国家工程研究中心新序列的工程研究中心）、巨型工程子午线轮胎与新材料应用国家地方联合工程研究中心等科研平台。根据国家发改委公布的国家企业技术中心2021年评价结果，公司在全国11家轮胎行业国家级技术中心中得分位列第1。专利方面，2021年，公司共获得授权专利374项，其中发明专利12项，实用新型专利257项。公司也积极参与轮胎相关标准的制定与修订，累计主持/参与了

148项国际、国家、行业等标准的制定与修订工作。公司在青岛、德国、越南、加拿大等地设有技术研发中心，逐渐形成从市场调研、产品规划、配方研发、结构设计到产品验证测试的全过程开发体系，具备全系列产品的自主研发能力。公司拥有轮胎六分力试验机、滚动阻力试验机、噪音试验机、外轮廓扫描试验机、高速均匀性试验机等先进实验设备300余套，其中部分检测指标可对标国外先进标准实验室。2019—2021年，公司研发费用分别为3.20亿元、3.48亿元和4.81亿元，持续增长，年均复合增长22.61%；占营业总收入的比重分别为2.11%、2.26%和2.67%，持续上升。

新产品方面，公司生产的液体黄金轮胎解决了轮胎滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能较难兼顾的“魔鬼三角”问题，并且在原材料选用、生产制造、产品使用和循环再利用的全生命周期内实现了绿色、低碳和可持续发展。未来，随着公司新产品销售收入不断增加，公司整体竞争实力有望获得进一步提升。

销售运营优势方面，公司一直重视国际化运营，并不断健全和完善全球化营销网络，目前已形成了以北美、欧洲、亚洲等地的销售公司和服务中心为重点，其他地区的销售代表处为辅助的覆盖全球的营销网络，公司产品已出口至海外180多个国家和地区。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足其日常经营需求。

截至2021年底，公司共有董事、监事、高级管理人员共19人，其中董事9人，监事3人，高级管理人员11⁹人。

公司董事长袁仲雪先生，1955年生，研究生学历，曾任第十二届全国人大代表，全国工商联第十一届执行委员会常委，国家橡胶研究中心常务副主任，中国橡胶工业协会高级副会长，软控股份有限公司（以下简称“软控股份”）董

⁸ 公司持有 ACTR 公司 65% 股权，为公司并表范围内子公司。

⁹ 公司存在高级管理人员兼任董事的情况，符合公司章程规定。

事长，纺织谷发展有限公司董事，青岛青大产学研中心有限公司董事长、总经理，青岛煜华商业发展有限公司执行董事、经理，青岛普元栋盛商业发展有限公司执行董事、总经理，公司总裁；现任国家橡胶研究中心主任，轮胎先进装备与关键材料国家工程研究中心副主任，中国橡胶工业协会主席团企业执行主席，山东省橡胶工业协会专家委员会主任委员，山东省总商会副会长，青岛国橡工程技术研究中心有限公司执行董事，青岛煜明执行事务合伙人，瑞元鼎实执行董事、经理，青岛瑞元鼎辉控股有限公司执行董事、经理，青岛瑞元鼎华投资控股有限公司执行董事、经理。

公司轮值总裁王建业先生，1971年生，研究生学历，曾任三角集团有限公司纪委书记、副总裁，公司技术研发中心副主任、副总经理、总经理、执行副总裁（常务），赛轮（沈阳）轮胎有限公司（以下简称“赛轮沈阳”）总经理；现任公司董事，赛轮集团股份有限公司青岛分公司负责人，赛轮沈阳执行董事、总经理。

截至2021年底，公司在职工共13723人，从专业构成看，生产人员占76.35%、销售人员占2.55%、技术人员占16.37%、财务人员占0.99%、行政人员占3.74%；从教育程度看，硕士及以上学历人员占2.52%、本科学历人员占13.77%、专科学历人员占11.77%、中专及以下学历人员占71.94%。公司员工岗位构成较为合理，能够满足其日常经营需求。

4. 企业信用记录

根据人民银行查询的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370200743966332L），截至2022年7月11日，公司本部不存在未结清的关注类或不良类信贷及授信记录，已结清的贷款中存在9笔关注类贷款，均为进口押汇业务产生，均已正常偿付。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构完善，可以满足其日常经营所需。

公司根据《公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，制定了公司章程，建立了由股东大会、董事会、监事会、总裁及各经营管理机构组成的较为健全的公司治理结构，并制定了董事会议事规则及经营管理层工作规则，明确了各自的职责范围、权利、义务以及工作程序。

公司股东大会由全体股东组成。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由9名董事组成，设董事长1人，设副董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事任期3年，任期届满可连选连任。董事可以由总裁或者其他高级管理人员兼任，但兼任总裁或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的1/2。董事会负责执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，并履行制定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，监事会设主席1人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会主要负责对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，董事、经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期3年，监事任期届满，连选可以连任。

公司设总裁¹⁰1名，由董事会聘任或解聘，公司根据业务发展需要可以设副总裁若干名。总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。公司副总裁由总裁提名，经董事会聘任或解

¹⁰ 轮值总裁根据《公司章程》《公司总裁工作细则》及董事会安排行使总裁相应职权，履行总裁相应的职责。

聘。

2. 管理水平

公司已建立适合自身特点的管理模式和制度体系，为公司可持续发展提供了内部制度保障。公司海外运营的主体数量较多，且部分主体对公司的收入、利润规模影响较大，公司面临海外经营管理风险。

关联交易的内部控制方面，公司在《公司章程》中规定了关联交易的原则和审批程序，同时制定了《赛轮集团股份有限公司关联交易决策制度》，对可能的关联交易行为进行规范。公司按照《上海证券交易所股票上市规则》的要求，在与关联企业及关联人交易时，对交易的必要性和合规性进行评估，严格履行审议程序。同时，公司加强内部资金管理，规范使用程序，严格遵守“防止大股东及关联方占用上市公司资金”的规定。

对外担保的内部控制方面，为加强公司对外担保业务的管理，有效防范担保风险，公司制定了《赛轮集团股份有限公司对外担保决策制度》并在《公司章程》中明确规定了董事会、股东大会对于对外担保的审批权限及对外担保的决策程序，明确规定对外担保必须经董事会或股东大会审议通过，公司应审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，相关责任人应当对违规或失当的对外担保产生的损失依法承担连带责任。公司对外担保事项需要经主管财务工作的负责人审核后由公司财务部门递交董事会秘书以提请董事会进行审查。

财务会计的内部控制方面，公司按照《企业会计准则》及有关补充规定，制定了专门的会计核算和管理制度。公司的会计管理涵盖所有业务环节，会计核算和管理的内部控制具备完整性、合理性、有效性。公司设有独立的财务会计部门，建有独立的会计核算体系和财务管理体系。公司财务中心具体负责编制公司年度计划预算、会计核算、会计监督、资金管理等工作。公司的财务人员均具备相关专业素质，岗位设置贯彻了责任分离、相互制约的原则各岗位按

规章制度分工协作，有效地保证了财务管理工作的顺利开展和财务数据的独立性、真实性、完整性，为公司投资经营决策提供了有力的数据支持。

货币资金管理的内部控制方面，公司制定了《货币资金管理规定》。公司资金管理部负责统筹生产、经营、发展所需要的货币资金；负责货币资金的实际收、付及管理，对所有付出货币资金进行稽核，监督资金计划的执行情况。子公司资金管理方面，各子公司负责按时提报资金预算及明细付款计划，对资金计划的真实性和准确性负责。各子公司负责按要求提供收、付款所需资料，负责退换其收取的不符合条件的支票和承兑汇票。

控股子公司的内部控制方面，公司制定了《赛轮集团股份有限公司内部控制规则》，明确公司管理层应在充分考虑控股子公司业务特征等的基础上，监督、引导建立执行内部控制制度。公司主要控股子公司负责人均由公司管理人员担任，各职能部门对控股子公司对应的职能部门具有指导和监督的职责和权力，确保各子公司在经营理念、企业文化、内部控制等方面与公司保持一致，并对子公司建立了完备的监督反馈机制和参与决策的机制。截至 2021 年底，公司合并范围子公司合计 51 家，其中包含赛轮越南、ACTR、动力轮胎公司、赛轮轮胎北美公司、赛轮欧洲有限责任公司、赛轮金宇国际坦桑尼亚有限公司、CART TIRE 等 27 家海外运营主体，公司海外运营主体数较多。2019—2021 年，赛轮越南营业收入分别为 38.68 亿元、50.32 亿元和 60.81 亿元，持续增长，年均复合增长 25.38%；占公司合并口径营业收入的比重分别为 25.57%、32.66%和 33.79%，持续上升。2019—2021 年，赛轮越南净利润分别为 9.52 亿元、13.59 亿元和 9.86 亿元，波动增长，年均复合增长 1.77%；占公司合并口径净利润的比重分别为 79.93%、89.35%和 73.47%。公司海外运营的主体数量较多，且部分主体对公司的收入、利润规模影响较大，公司面临海外经营管理风险。

重大投资的内部控制方面，为确保重大投

资的安全和增值,有效控制投资风险,公司制定了《赛轮集团股份有限公司对外投资决策制度》,对公司投资的基本原则、投资的审批权限及审议程序、投资事项研究评估、投资计划的进展跟踪及责任追究等做了明确规定。公司资本运营中心、财务中心等相关职能部门对投资项目后续的执行、实施及处置等事项进行了充分的跟踪与监督。

七、重大事项

关联交易

公司的关联交易包含关联采购和关联销售。
2022年,公司将继续推进越南三期项目和柬埔寨

寨项目建设,公司预计向软控股份及其控股子公司关联采购金额将有所增加。

关联交易方面,2021年,公司预计向软控股份及其控股子公司采购设备、模具、软件、备件、合成橡胶等合同或订单金额合计28.00亿元,实际发生金额23.99亿元;预计向软控股份及其控股子公司提供胶料、试剂、助剂等合同金额为1.00亿元,实际发生金额为0.85亿元;预计向Cooper Tire & Rubber Company(以下简称“固铂轮胎”)及赛轮金宇国际轮胎马来西亚公司(以下简称“赛轮马来西亚”)销售轮胎产品8.15亿元,实际发生金额6.34亿元。公司关联交易规模大。

表7 关联交易预计和执行情况(单位:亿元)

关联交易类别	交易内容	关联方	2021年度预计金额	2021年度实际发生额
向关联方购买产品、商品	设备、模具、软件、备件等	软控股份及其控股子公司	23.50	20.84
	合成橡胶	软控股份及其控股子公司	4.50	3.14
	小计		28.00	23.99
向关联方销售产品、商品	胶料、试剂助剂等	软控股份及其控股子公司	1.00	0.85
	轮胎产品	固铂轮胎或其控制的公司	8.00	6.34
		赛轮马来西亚	0.15	0.03
	小计		9.15	7.23
合计			37.15	31.21

资料来源:Wind,联合资信整理

2021年,公司根据经营需要,投资建设潍坊工厂、越南三期及柬埔寨工厂等项目,预计会发生日常关联交易,实际执行中,公司根据外部环境变化及内部运营实际情况调减了关联采购金额。2021年第三季度,受越南疫情防控升级等因素影响,越南ACTR工厂产能发挥低于工厂产能发挥低于预期,向相关关联方实际销售金额低于原预计金额预期。

关联交易的定价方面,公司(含控股子公司)与关联方的日常关联交易遵循公开、公平和价格公允、合理的原则协商交易价格,并且交易双方将参照市场价格等来确定交易价格。

软控股份主营业务为橡胶轮胎行业装备与软件研发、生产与销售,系公司实际控制人控制的公司。根据《欧洲橡胶杂志》,2020年,软控股份在全球橡胶机械行业橡胶销售收入排名中

位列全球第1。2022年,根据公司经营需要,公司将继续推进越南三期项目建设,并投资建设柬埔寨全钢子午线轮胎等项目,综合考虑软控股份的行业地位及产品性价比等因素,预计会向软控股份或其控股子公司采购部分设备、模具、软件、备件等产品;除轮胎生产所需相关装备外,公司及控股子公司预计将继续向软控股份控股子公司采购液体黄金轮胎相关的合成橡胶等材料,因此预计采购金额同比有所增长。另外,为进一步降低软控股份控股子公司生产成本,公司预计会按公允价格向其出售部分胶料、试剂助剂等材料。

八、经营分析

1. 经营概况

2019-2021年,公司营业总收入持续增长,

利润总额波动增长；受原材料和海运费价格上涨等因素影响，公司主营业务综合毛利率波动下降；轮胎产品业务收入持续增长，为公司主营业务收入主要来源。

公司主要从事轮胎产品的研发、生产和销售业务。2009年，公司开始从事轮胎循环利用相关产品的研发、生产和销售业务。2014年，公司新增轮胎贸易业务。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长9.08%。2021年，公司实现营业收入179.98亿元，同比增长16.84%，主要系轮胎产品销量增加和销售价格上涨所致。2019—2021年，公司营业成本波动增长，年均复合增长14.10%。2020年，公司营业成本112.14亿元，同比下降0.02%。2021年，公司营业成本146.02亿元，同比增长30.22%，超过营业收入增长幅度，主要系产品提价幅度小于原材料和海运费价格上涨幅度所致。2019—2021年，公司营业利润率波动下降。2020年，公司营业利润率为26.82%，同比上升1.45个百分点。2021年，公司营业利润率为18.60%，同比下降8.22个百分点。2019—2021年，公司利润总额波动增长，年均复合增长2.18%。2020年，公司利润总额为17.21亿元，同比增长30.14%，主要系轮胎产品销量增加和原材料价格下降所致。2021年，公司利润总额13.81亿元，同比下降19.77%。

2019—2021年，公司主营业务收入占公司营业收入的比重分别为94.79%、95.49%和95.37%，公司主营业务突出。公司营业收入中的其他收入主要为材料贸易、废品废料和能源

等销售收入。

从收入构成来看，2019—2021年，公司轮胎产品业务收入持续增长，年均复合增长9.91%。2021年，公司轮胎产品业务收入同比增长15.53%，主要系产品销量增加和销售价格上涨所致。2019—2021年，公司轮胎产品业务收入占主营业务收入的比重波动上升，维持在90%以上，是公司主营业务收入的主要来源。2019—2021年，公司轮胎贸易业务收入波动增长，年均复合增长2.97%。2020年，受新冠肺炎疫情和代理销售的轮胎产品品牌调整等因素影响，公司轮胎贸易业务收入同比下降23.22%。2021年，公司轮胎贸易业务收入同比增长38.10%，主要系下游客户需求增加所致。2019—2021年，公司轮胎贸易业务收入占主营业务收入的比重波动下降。2019—2021年，公司轮胎循环利用业务收入持续下降，对公司主营业务收入影响很小。

从毛利率来看，2019—2021年，公司轮胎产品业务毛利率波动下降。2020年，公司轮胎产品业务毛利率同比上升0.46个百分点。2021年，公司轮胎产品业务毛利率同比下降9.45个百分点，主要系原材料和海运费价格上涨。2019—2021年，公司轮胎贸易业务毛利率持续上升。2021年，公司轮胎贸易业务毛利率同比上升3.14个百分点。综合来看，2019—2021年，公司主营业务综合毛利率波动下降。2020年，公司主营业务综合毛利率同比上升1.19个百分点。2021年，公司主营业务综合毛利率同比下降8.90个百分点。

表8 2019—2021年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
轮胎产品	133.21	92.90	28.89	139.29	94.69	29.35	160.92	93.75	19.90
轮胎贸易	10.12	7.06	0.15	7.77	5.28	4.35	10.73	6.25	7.49
循环利用	0.07	0.05	-11.07	0.04	0.03	10.75	0.0019	0.0010	4.58
合计	143.40	100.00	26.84	147.10	100.00	28.03	171.65	100.00	19.13

注：1. 因四舍五入，尾数存在差异，2021年，公司循环利用业务收入为19.21万元；2. 公司轮胎循环利用业务主要为轮胎翻新材料以及翻新轮胎的生产和销售，原材料包括胶料和废旧轮胎，与新胎的生产与销售业务具有一定的区别
资料来源：公司提供

2. 轮胎产品业务

(1) 采购

2019-2021年,公司根据市场情况和各工厂提报的原材料需求计划制定采购策略;随着业务规模扩大,公司主要原材料采购量持续增长,其中天然橡胶主要采取长约和现货结合的方式采购;公司采购集中度尚可。2021年,公司主要原材料采购均价同比均有所增长,公司生产成本上升。

采购模式方面,公司会结合各类原材料的市场情况以及各工厂提报的原材料需求在月底计划制定下一月的采购策略实施方案。

公司采购的主要原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线等。供应商管理方面,公司实施严格的供应商评审体系,并与国内外优质供应商建立了长期战略合作关系,以保证原材料供应的稳定性及价格的竞争力。公司采购的天然橡胶来自于马来西亚、泰国和越南等地区;采购的合成橡胶来自于中国石油化工集团有限公司、中国石油天然气集团有限公司、青岛赛瑞特国际物流有限公司等企业;采购的炭黑来自于卡博特(中国)投资有限公司、江西黑猫炭黑股份有限公司等炭黑头部企业和部分贸易商;采购的钢丝帘线来自于江苏兴达钢丝帘线股份有限公司、贝卡尔特(山东)钢丝帘线有限公司等头部企业和部分贸易商。

采购结算方面,公司结算主要采用承兑汇票和电汇的付款方式,付款周期一般为30~90天账期,部分供应商采取预付款方式进行。

采购量方面,随着公司业务规模扩大,2019-2021年,公司天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑的采购量均持续增长,年均复合增长分别为25.27%、8.53%、10.66%和17.90%。2021年,公司天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑的采购

量同比增长分别为13.58%、2.13%、1.95%和1.95%。

采购价格方面,天然橡胶是基础工业原料,价格与宏观经济变化联系紧密,同时也受到自然条件、下游用胶行业生产与运用等因素影响。此外,合成橡胶价格和天然橡胶价格具有一定的联动性。公司天然橡胶的采购价格一般以上海期货交易所、新加坡商品交易所等公布的价格为参考,采取竞标和磋商相结合的方式,确定采购数量、价格及渠道。公司对天然橡胶的采购主要采取长约和现货相结合的方式。其他主要原材料由公司 and 供应商依据市场价格协商确定采购价格。2019-2021年,公司天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑的采购均价均波动增长,年均复合增长分别为3.47%、4.49%、3.73%和7.12%。2020年,公司天然橡胶采购均价同比下降4.04%。2021年,天然橡胶价格维持高位,在12000~16000元/吨的价格区间波动,公司天然橡胶采购均价同比增长11.58%。2020年,公司合成橡胶采购均价同比下降15.60%,主要系合成橡胶开工率大幅提升,行业供给增加所致。2021年,公司合成橡胶采购均价同比增长29.35%。2020年,公司钢帘线采购均价同比下降1.09%。2021年,公司钢帘线采购均价同比增长8.79%,主要系钢帘线上游大宗原材料价格上涨所致。2020年,受新冠肺炎疫情影响,炭黑需求下降,炭黑行业库存高,公司炭黑采购均价同比下降13.11%。2021年,随着炭黑行业景气度提升,公司炭黑采购均价同比增长32.08%。采购金额方面,2019-2021年,公司天然橡胶、钢帘线和炭黑的采购金额均持续增长,年均复合增长分别为29.10%、15.21%和25.94%。2019-2021年,公司合成橡胶的采购金额均波动增长,年均复合增长为13.64%。

表9 2019-2021年公司主要原材料采购情况

名称	项目	2019年	2020年	2021年
天然橡胶	采购量(万吨)	20.04	27.69	31.45
	采购均价(万元/吨)	0.99	0.95	1.06

	采购金额 (亿元)	19.92	26.35	33.20
合成橡胶	采购量 (万吨)	12.20	14.07	14.37
	采购均价 (万元/吨)	1.09	0.92	1.19
	采购金额 (亿元)	13.25	12.92	17.11
钢帘线	采购量 (万吨)	12.83	15.41	15.71
	采购均价 (万元/吨)	0.92	0.91	0.99
	采购金额 (亿元)	11.76	14.00	15.61
炭黑	采购量 (万吨)	17.64	24.05	24.52
	采购均价 (万元/吨)	0.61	0.53	0.70
	采购金额 (亿元)	10.80	12.63	17.13

资料来源: 公司提供

采购集中度方面, 2019—2021年, 随着业务规模扩大, 公司前五名供应商采购额持续增长, 年均复合增长10.83%。2021年, 公司前五名供应商采购额同比增长18.59%。2019—2021年, 公司前五名供应商采购额占年度采购总额的比例波动上升, 其中前五名供应商采购额中无关

联采购情况。2020年, 公司前五名供应商采购额占年度采购总额的比例同比上升5.44个百分点。2021年, 公司前五名供应商采购额占年度采购总额的比例同比下降3.50个百分点。公司采购集中度尚可。

表10 2019—2021年公司前五名供应商采购情况 (单位: 亿元、%)

年份	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2019年	供应商一	7.93	8.14
	供应商二	4.20	4.31
	供应商三	4.13	4.23
	供应商四	3.37	3.45
	供应商五	3.32	3.41
	合计	22.95	23.54
2020年	供应商一	10.53	12.84
	供应商二	4.88	5.95
	供应商三	3.02	3.69
	供应商四	2.76	3.36
	供应商五	2.58	3.15
	合计	23.77	28.98
2021年	供应商一	11.65	10.52
	供应商二	5.03	4.55
	供应商三	4.19	3.79
	供应商四	3.98	3.60
	供应商五	3.34	3.02
	合计	28.19	25.48

资料来源: 公司提供

(2) 生产

2019—2021年, 公司采用以销定产和部分产品提前备货的方式进行生产; 随着公司不断新建产线, 公司主要产品的产能持续增长; 随

着业务规模扩大, 公司主要产品产量持续增长, 非公路轮胎产能利用率有待提升。

公司生产采用以销定产和部分产品提前备货相结合的方式。生产流程方面, 公司通过改善

工艺、设备、工装标准化等程序,形成了批量化、多品种同时生产的柔性生产体系。此外,公司还根据不同产品的生产周期规划库存结构,以优化公司生产进度。

截至2021年底,公司国内及国外生产工厂合计7个。公司国内生产工厂分别位于青岛、东营、沈阳、潍坊,其中青岛工厂由公司本部负责,东营工厂由赛轮(东营)轮胎股份有限公司负责,

沈阳工厂由赛轮沈阳负责,潍坊工厂由赛轮(潍坊)轮胎有限公司负责。公司国外生产工厂分别位于越南和柬埔寨。

成本构成方面,2019—2021年,公司轮胎产品生产成本中原材料占比分别为77.91%、77.70%和80.90%,原材料采购价格的变化对公司生产成本影响较大。

表11 公司轮胎产品生产成本构成情况(单位:亿元、%)

成本构成项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	71.04	77.91	75.53	77.70	108.20	80.90
人工	6.49	7.11	7.54	7.76	8.87	6.63
折旧	5.27	5.78	6.43	6.61	7.18	5.37
能源	5.18	5.68	5.59	5.75	6.92	5.17
其他费用	3.21	3.52	2.12	2.18	2.57	1.92
合计	91.18	100.00	97.20	100.00	133.74	100.00

注:因四舍五入,数据尾数存在差异
资料来源:公司提供

从产能合计数来看,2019—2021年,随着公司不断新建产线,公司半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎产能均持续增长,年均复合增长分别为7.82%、38.74%和19.52%。公司本次可转换公司债券募投项目合计将新增1200万条半钢子午线轮胎产能、100万条全钢子午线轮胎产能和5万吨非公路轮胎产能,分别为公司对应产品产能的25.81%、8.73%和50.00%,公司募投项目新增产能规模较大。

从产量合计数来看,2019—2021年,随着公司业务规模扩大,公司半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎产量均持续增长,年均复合增长分别为4.36%、23.79%和23.60%,其中全钢子午线轮胎产量复合增长最快。

产能利用率方面,2019—2021年,公司半钢子午线轮胎产能利用率波动下降。2020年,公司半钢子午线轮胎产能利用率同比上升2.20个百分点。2021年,公司半钢子午线轮胎产能利用率同比下降7.43个百分点,主要系东营工厂新增产能规模较大所致。2019—2021年,受行业竞争加剧和新增产能等因素影响,公司全钢子午线轮胎产能利用率持续下降。2019—2021年,公司非公路轮胎产能利用率持续上升,但处于较低水平,产能利用率有待提升。2021年,公司非公路轮胎产能利用率同比上升4.44个百分点。受海外非公路轮胎需求下降、新冠肺炎疫情等因素影响,公司越南工厂非公路轮胎产能利用率处于较低水平,产能利用率有待提升。

表12 2019—2021年公司主要产品生产情况

产品类型	2019年	2020年	2021年	
半钢子午线轮胎合计	产能(万条/年)	4000.00	4150.00	4650.00
	产量(万条/年)	3317.38	3532.78	3613.05
	产能利用率(%)	82.93	85.13	77.70
半钢子午线轮胎-国内	产能(万条/年)	3000.00	3050.00	3450.00
	产量(万条/年)	2371.00	2483.81	2625.85
	产能利用率(%)	79.03	81.44	76.11

半钢子午线轮胎-越南	产能(万条/年)	1000.00	1100.00	1200.00
	产量(万条/年)	946.38	1048.97	987.20
	产能利用率(%)	94.64	95.36	82.27
全钢子午线轮胎合计	产能(万条/年)	600.00	750.00	1155.00
	产量(万条/年)	588.88	708.18	902.39
	产能利用率(%)	98.15	94.42	78.13
全钢子午线轮胎-国内	产能(万条/年)	460.00	470.00	730.00
	产量(万条/年)	452.98	442.32	524.31
	产能利用率(%)	98.47	94.11	71.82
全钢子午线轮胎-越南	产能(万条/年)	140.00	280.00	425.00
	产量(万条/年)	135.90	265.86	378.08
	产能利用率(%)	97.07	94.95	88.96
非公路轮胎合计	产能(万吨/年)	7.00	7.30	10.00
	产量(万吨/年)	4.70	4.92	7.18
	产能利用率(%)	67.14	67.40	71.80
非公路轮胎-国内	产能(万吨/年)	3.50	3.70	5.00
	产量(万吨/年)	2.81	2.87	4.30
	产能利用率(%)	80.29	77.57	86.00
非公路轮胎-越南	产能(万吨/年)	3.50	3.60	5.00
	产量(万吨/年)	1.89	2.05	2.89
	产能利用率(%)	54.00	56.94	57.80

注: 1. 合计数等于国内和越南数据之和, 因四舍五入, 数据尾数存在差异; 2. 对于非公路轮胎, 结合公司实际统计情况, 产能利用率部分采用“万吨”的数量单位, 产销率部分采用“万条”为数量单位
资料来源: 公司提供

(3) 销售

2019-2021年, 公司主要采用经销模式进行销售; 公司国外销售收入占比高, 且需要从海外采购部分先进设备和天然橡胶等材料, 面临汇率波动风险; 随着公司积极拓展客户和搭建销售网络, 公司全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎销量均持续增长, 非公路轮胎销量波动增长, 产销率均保持在较高水平; 公司客户集中度尚可。

销售模式方面, 公司主要采用经销模式销售轮胎, 通过经销商及其分销商销售给最终用户; 少量采用直销模式, 直接向车企出售轮胎。2019-2021年, 公司经销渠道收入持续增长, 年均复合增长9.04%; 占主营业务收入的比重均保持在96%以上。

市场类型方面, 对于配套市场, 公司是吉利汽车有限公司、奇瑞汽车股份有限公司、长城汽车股份有限公司、中国重型汽车集团有限公司、三一重工股份有限公司、卡特彼勒公司、潍柴雷

沃重工股份有限公司等多家国内外汽车企业的轮胎供应商。

销售区域分布方面, 对于国内市场, 公司对一级经销商划定销售区域, 经销商在合同约定的销售区域内进行产品销售, 目前市场网络已覆盖中国34个省级行政区。对于国外市场, 公司根据市场区域主要采取经销商代理分销的模式, 销售网络已经覆盖北美、欧洲、东南亚和非洲等180多个国家和地区, 与多家大型经销商形成了战略合作关系, 并利用其批发及零售网络, 建立了公司多层次的分销体系。公司主营业务收入主要来自于国外销售, 2019-2021年, 公司国外销售收入持续增长, 年均复合增长10.61%; 占主营业务收入的比重持续上升, 均保持在74%以上。2019-2021年, 公司汇兑损益分别为-712.99万元、7462.21万元和5347.26万元; 公司国外销售收入占比高, 且需要从海外采购部分先进设备和天然橡胶等材料, 面临汇率波动风险。2019-2021年, 公司国内销售收入持续增长,

年均复合增长5.88%，增速慢于国外销售。

公司轮胎产品出口交易方式主要为FOB (Free On Board)，即运费由客户承担，部分产

品销售由公司承担运费。受海运费价格上涨影响，公司产品成本上升，下游客户备货成本上升。

表13 2019-2021年公司主营业务分类情况(单位:亿元、%)

主营业务分类情况		2019年		2020年		2021年	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
销售渠道	经销渠道	138.80	96.80	142.89	97.14	165.02	96.14
	其他渠道	4.59	3.20	4.21	2.86	6.63	3.86
	合计	143.40	100.00	147.10	100.00	171.65	100.00
销售区域	国外销售	106.29	74.12	109.61	74.51	130.05	75.76
	国内销售	37.11	25.88	37.49	25.49	41.60	24.24
	合计	143.40	100.00	147.10	100.00	171.65	100.00

注:公司国外销售收入包含国内生产然后出口至未受双反政策影响的地区收入
资料来源:公司提供

结算周期方面,公司统一制定产品的出厂价格,根据经销商要求安排发货,采用现款现货或对部分优秀经销商采取先期授信、货到后给以一定期限付款。结算方式方面,公司主要采用承兑票据和电汇的方式。

2019-2021年,受国内行业竞争加剧等因素影响,公司国内销售收入毛利率持续下降。受益于北美地区对高性能、大尺寸轮胎需求旺盛和越南受双反政策影响小,公司国外销售收入的毛利率高于国内。

表14 2019-2021年公司分区域销售毛利率情况

项目	2019年	2020年	2021年
国外销售毛利率(%)	28.48	31.16	21.45
国内销售毛利率(%)	22.16	18.87	11.86

资料来源:公司年报,联合资信整理

从同业对比来看,2021年,公司国外销售收入占比高于行业中位数水平,同时毛利率也高于行业中位数水平。2021年,公司国内销售收入毛利率低于行业中位数水平。

表15 2021年同行业国外收入、毛利率情况对比

(单位:亿元、%)

股票简称	国外收入	国外收入占比	国外收入毛利率
玲珑轮胎	84.51	46.24	21.69
三角轮胎	49.63	55.67	18.51
贵州轮胎	20.05	27.57	15.67

风神股份	19.58	36.43	17.05
上述平均数	43.44	41.48	18.23
中位数	34.84	41.34	17.78
赛轮轮胎	130.05	75.76	21.45

注:1.根据公司产品种类、收入规模等因素综合分析,确定同行业可比对象为玲珑轮胎、三角轮胎、贵州轮胎、风神股份等公司
资料来源:同行业公司年报,联合资信整理

表16 2021年同行业国内收入、毛利率情况对比

(单位:亿元、%)

股票简称	国内收入	国内收入占比	国内收入毛利率
玲珑轮胎	98.25	53.76	12.80
三角轮胎	39.53	44.33	15.56
贵州轮胎	52.68	72.43	15.50
风神股份	34.16	63.57	6.28
上述平均数	56.16	58.52	12.54
中位数	46.11	58.66	14.15
赛轮轮胎	41.60	24.24	11.86

资料来源:同行业公司年报,联合资信整理

销售价格方面,2019-2021年,受行业竞争加剧、产品规格调整等因素影响,公司全钢子午线轮胎销售均价持续下降,年均复合下降3.06%;半钢子午线轮胎销售均价波动增长,年均复合增长0.55%;受下游工程机械行业景气度提升和其他厂商产能退出等因素影响,公司非公路轮胎销售均价持续增长,年均复合增长5.45%。

销量方面,随着公司积极拓展客户和搭建销售网络,2019-2021年,公司全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎销量均持续增长,年均复合

增长分别为18.98%和2.03%。2019—2021年，公司非公路轮胎销量波动增长，年均复合增长18.05%。产销率方面，受上述因素影响，公司全

钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和非公路轮胎产销率均保持在较高水平，均在90%以上。

表17 2019—2021年公司主要产品销售情况

项目		2019年	2020年	2021年
半钢子午线轮胎	销售均价（元/条）	201.10	195.60	203.31
	销量（万条）	3362.08	3487.18	3500.00
	产销率（%）	101.35	98.71	96.87
全钢子午线轮胎	销售均价（元/条）	916.17	905.96	861.01
	销量（万条）	591.60	650.31	837.43
	产销率（%）	100.46	91.83	92.80
非公路轮胎	销售均价（元/条）	6472.06	6965.01	7196.36
	销量（万条）	17.61	17.46	24.54
	产销率（%）	114.42	90.42	100.86

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2019—2021年，公司对前五名客户销售额波动增长，年均复合增长4.51%。2019—2021年，公司前五名客户销售额占年度

销售总额的比例持续下降，其中前五名客户销售额中无关联销售情况。2021年，公司前五名客户销售额占年度销售总额的比例同比下降0.23个百分点。公司客户集中度尚可。

表18 2019—2021年公司前五名客户销售情况（单位：亿元、%）

年份	客户名称	销售额	占年度销售总额
2019年	客户一	20.64	13.64
	客户二	7.72	5.10
	客户三	2.31	1.53
	客户四	2.24	1.48
	客户五	2.04	1.35
	合计	34.95	23.10
2020年	客户一	19.16	12.44
	客户二	7.07	4.59
	客户三	2.43	1.58
	客户四	2.21	1.44
	客户五	2.15	1.40
	合计	33.02	21.44
2021年	客户一	18.54	10.30
	客户二	7.06	3.92
	客户三	6.06	3.37
	客户四	3.35	1.86
	客户五	3.17	1.76
	合计	38.17	21.21

资料来源：公司提供

税收优惠方面，根据越南财政部、总税务局下发的相关文件，赛轮越南可以享受以下税收

优惠：15年内企业所得税率为10%且自产生应税收入之日起4年内免缴企业所得税，以后9年

减按50%税率征收企业所得税（即税率为5%）；ACTR可享受以下税收优惠：10年内企业所得税率为17%，自产生应税收入之日起2年内免缴企业所得税，以后4年减按50%税率征收企业所得税（即税率为8.5%）。根据柬埔寨经济和财政部税务总局相关文件，CART TIRE可享受启动期（最长3年）+免税期（3年）+优先期（2-3年）免税优惠，若相关税收优惠政策发生变化将对公司合并报表的净利润产生一定的影响。

3. 轮胎贸易业务和循环利用业务

2019-2021年，公司轮胎贸易业务主要采取市场化运作方式，采购其他公司的轮胎产品并对外销售，其占主营业务收入的比重波动下降；公司轮胎循环利用业务收入持续下降，占主营业务收入的比重很小。

2014年，公司开始从事轮胎贸易业务，主要由海外贸易子公司负责运营，主要采取市场化运作方式，采购其他公司的轮胎产品并对外销售。2019-2021年，公司轮胎贸易业务收入分别为10.12亿元、7.77亿元和10.73亿元，波动增长，年均复合增长2.97%。2019-2021年，公司轮胎贸易业务收入占主营业务收入的比重

分别为7.06%、5.28%和6.25%，波动下降。

公司循环利用业务主要包括轮胎翻新材料和翻新轮胎的生产和销售，其主要原材料为胶料和废旧轮胎；胶料由公司采购部门在采购轮胎生产用原材料的同时进行采购；废旧轮胎由公司相关部门根据经营计划集中采购。2019-2021年，公司轮胎循环利用业务收入分别为0.07亿元、0.04亿元和0.0019亿元，持续下降，占主营业务收入的比重很小。

4. 在建工程

公司在建和拟建项目尚需投入资金规模大，公司面临资本支出压力；未来若市场环境、技术进步等方面发生较大变化，公司可能面临项目收益不及预期的风险。

截至2021年底，公司主要在建项目计划总投资104.25亿元，已经投入47.32亿元，未来尚需投入56.93亿元。2022年2月，公司发布《柬埔寨年产165万条全钢子午线轮胎项目可行性研究报告》，公司计划在柬埔寨投资14.26亿元建设年产165万条全钢子午线轮胎项目¹¹，其中50.00%资金来源自筹。公司在建和拟建项目尚需投入资金规模大，公司面临资本支出压力。

表19 截至2021年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	截至2021年底已投资额	未来投资计划	资金来源
柬埔寨年产900万条半钢子午线轮胎项目	22.90	7.51	15.39	可转债+自筹
潍坊年产600万条半钢子午线轮胎及年产120万条全钢子午线轮胎项目	9.22	5.59	3.63	自筹
沈阳年产300万条高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目	20.04	12.92	7.12	定向增发+自筹
赛轮东营年产1500万条大轮胎高性能子午线轮胎项目	21.98	16.06	5.92	借款+自筹
越南年产300万条半钢子午线轮胎、100万条全钢子午线轮胎及5万吨非公路轮胎项目	30.11	5.24	24.87	可转债+自筹
合计	104.25	47.32	56.93	--

资料来源：公司提供

公司在建和拟建项目产能规模大，未来随着项目建成投产，公司整体竞争实力有望获得进一

步提升；但若市场环境、技术进步等方面发生较大变化，公司可能面临项目收益不及预期的风险。

¹¹ 除去自筹资金7.13亿元外，公司拟通过银行借款方式筹集剩余7.13亿元资金。

表 20 同行业公司新建产能情况

股票简称	公告时间	扩产情况	项目地点	备注
玲珑轮胎	2021 年 12 月	年产 120 万条全钢子午线轮胎和 300 万条半钢子午线轮胎	吉林长春	项目总投资 23.31 亿元
贵州轮胎	2020 年 12 月	120 万条全钢子午线轮胎	越南	项目总投资 14.34 亿元
通用股份	2021 年 6 月	600 万条半钢子午线轮胎	柬埔寨	项目总投资 13.05 亿元，项目建设期 15 个月
通用股份	2021 年 7 月	120 万条全钢子午线轮胎和 900 万条半钢子午线轮胎	安徽安庆	项目总投资 30.62 亿元，项目建设期为 40 个月，分两期实施

资料来源：公开信息，联合资信整理

5. 经营效率

2019—2021年，公司整体经营效率持续下降。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司销售债权周转次数持续下降，分别为8.63次、7.56次和7.37次，主要系应收账款持续增长所致。2019—2021年，公司存货周转次数持续下降，分别为4.98次、4.59次和4.19次，主要系存货持续增长所致。2019—2021年，公司总资产周转次数持续下降，分别为0.91次、0.79次和0.76次，主要系资产总额持续增长所致。

从同行业比较情况来看，公司应收账款周转次数、存货周转次数低于行业中位数水平；总资产周转次数高于行业中位数水平。

表 21 2021 年同行业可比公司经营效率情况指标

(单位：次)

股票简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
玲珑轮胎	6.39	4.15	0.59
三角轮胎	11.69	6.66	0.54
贵州轮胎	8.62	7.93	0.60
风神股份	10.17	4.87	0.74
上述平均数	9.22	5.90	0.62
中位数	9.40	5.76	0.59
赛轮轮胎	8.47	4.19	0.76

注：为统一数据可比性，上述指标数据均使用 Wind 计算值
资料来源：Wind，联合资信整理

6. 未来发展

公司未来发展规划定位明确，有一定可行性。

未来，公司将加强技术自主化、制造智能化、品牌建设等方面的工作。

技术自主化方面，公司一直重视技术研发能力的提高，目前已形成完整的全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和非公路轮胎制造技术体系。目前公司自主化技术体系框架已完成搭建，未来将

通过研发项目数据的累计与优化，形成更完善的具有自主知识产权的技术标准与体系。

制造智能化方面，公司不断提升产品制造过程的智能化水平，公司联合多家企业共同搭建了“橡链云”工业互联网平台，实现了企业内部运营和上下游企业的全面互通，以及产业链内资源全局优化配置。未来，公司将迭代创新“橡链云”平台，继续保持行业内的领先地位。

品牌建设方面，公司将持续聚焦品牌建设，扩大品牌影响；公司会结合企业发展战略，通过赞助国外体育赛事、汽车赛事、参与社会公益、推广高技术性能产品等方式，不断扩大品牌在全球范围内的知名度。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

合并范围方面，截至2019年底，公司合并报表范围内子公司合计35家，较上年底减少2家。截至2020年底，公司合并范围内子公司合计39家，较上年底增加4家。截至2021年底，公司合并范围内子公司共51家，较上年底增加12家，主要为新设，业务范围主要为轮胎销售，其中部分子公司尚未实际出资。公司主营业务未发生变化，新增子公司规模较小，整体财务数据可比性强。

截至2021年底，公司合并资产总额261.73亿元，所有者权益111.37亿元（含少数股东权益4.07亿元）。2021年，公司实现营业总收入179.98亿元，利润总额13.81亿元。

2. 资产质量

2019—2021年底，公司资产规模持续增长，资产结构相对均衡；应收账款和存货规模较大，对公司营运资金存在一定占用；公司资产受限比例一般。

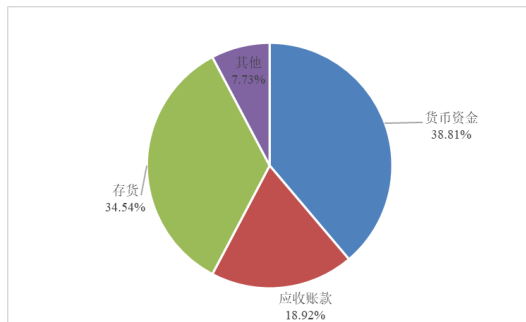
2019—2021年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长21.00%。截至2021年底，公司合并资产总额261.73亿元，较上年底增长24.30%，主要系存货、固定资产和在建工程增加所致。其中，流动资产占47.65%，非流动资产占52.35%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

2019—2021年底，公司境外资产总额分别为92.43亿元、82.06亿元和116.12亿元，波动增长，年均复合增长12.08%；占资产总额的比重分别为51.70%、38.97%和44.37%。公司境外资产主要为全资子公司赛轮越南¹²和CARTTIRE（间接持股100.00%）。

（1）流动资产

2019—2021年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长21.34%。截至2021年底，公司流动资产124.72亿元，较上年底增长21.02%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要构成如下图所示。

图9 截至2021年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司货币资金48.41亿元，较上年底增长10.79%，主要系公司业务增长所致。

货币资金中有17.63亿元受限资金，受限比例为36.41%，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金。截至2021年底，公司存放在境外的款项总额为18.32亿元，较上年底增长108.13%，占货币资金的比例为37.84%。2021年，公司利息收入4264.19万元，其中存在境外的款项的收益率较低。

表22 2021年公司货币资金收益率情况

（单位：万元、%）

项目	区域	收益率区间情况	利息收入
银行存款	存放在境外	0.01-0.40	63.54
	存放在境内	0.30-1.65	2374.99
其他货币资金	存放在境外	0.01-0.40	0.04
	存放在境内	1.20-1.40	1825.62
合计			4264.19

资料来源：公司提供，联合资信整理

2019—2021年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长22.78%。截至2021年底，公司应收账款账面价值23.59亿元，较上年底增长24.90%，主要系公司业务增长，未到期应收货款增加所致。按应收账款账面余额计算，应收账款账龄以1年以内为主（占97.49%），累计计提坏账准备0.76亿元，计提比例为3.11%；应收账款前五大欠款方合计金额为3.28亿元，占比为13.45%，集中度较低。

2019—2021年底，公司存货持续增长，年均复合增长39.00%。截至2021年底，公司存货43.08亿元，较上年底增长62.17%¹³，主要系海运周期、转运周期增加和原材料价格上涨所致。存货主要由原材料（占23.07%）和库存商品（占63.70%）构成，计提跌价准备1.09亿元，计提比例为2.47%。存货跌价准备的计提为关键审计事项。

同行业对比来看，截至2021年底，公司存货跌价准备计提比例和存货账面价值占流动资产比例均高于行业中位数水平。

¹²赛轮越南数据含控股子公司 ACTR。

¹³ 公司存货增加主要受以下因素影响：（1）2021年，公司主要原材料采购均价同比均有所增长，公司生产成本上升；（2）2021年，

受新冠肺炎疫情等因素影响，海运价格大幅上涨，公司产成品的海运周期、转运周期大幅增加。

表 23 截至 2021 年底同行业存货情况对比

(单位: 亿元、%)

股票简称	存货余额	存货跌价准备	跌价准备计提比例	存货账面价值占流动资产比例
玲珑轮胎	46.98	1.64	4.65	39.28
三角轮胎	13.74	0.29	1.64	12.21
贵州轮胎	9.64	0.11	0.95	16.02
风神股份	10.68	0.19	1.96	26.52
上述平均数	20.26	0.56	2.30	23.51
中位数	12.21	0.24	1.80	21.27
赛轮轮胎	44.17	1.09	2.47	34.54

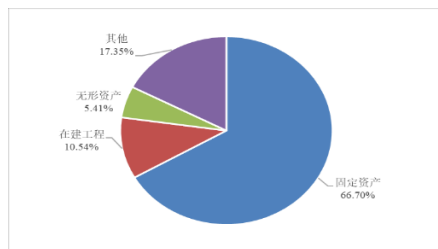
资料来源: Wind, 联合资信整理

2019—2021年底,受预付原材料采购款波动变化影响,公司预付款项波动增长,年均复合增长20.23%。截至2020年底,公司预付款项3.03亿元,较上年底增长72.48%。截至2021年底,公司预付款项2.54亿元,较上年底下降16.20%。

(2) 非流动资产

2019—2021年底,公司非流动资产规模持续增长,年均复合增长20.68%。截至2021年底,公司非流动资产137.01亿元,较上年底增长27.45%,主要系固定资产和在建工程增加所致。公司非流动资产主要构成如下图所示。

图 10 截至 2021 年底公司非流动资产构成情况



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2019—2021年底,公司长期股权投资持续增长,年均复合增长19.69%。截至2021年底,公司长期股权投资6.16亿元,较上年底增长4.37%,主要为投资的联营企业青岛格锐达橡胶有限公司(2.61亿元)和华东(东营)智能网联汽车试验场有限公司(3.41亿元)股权。2021年,公司权益法下确认的投资收益为0.15亿元。

2019—2021年底,公司固定资产持续增长,年均复合增长19.42%。截至2021年底,公司固定资产91.38亿元,较上年底增长24.27%,主要系沈

阳年产300万条高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目转入固定资产12.17亿元所致。固定资产主要由房屋及建筑物(占25.66%)和机器设备(占69.88%)构成,累计计提折旧53.93亿元;固定资产成新率61.93%,成新率一般。

2019—2021年底,公司在建工程波动增长,年均复合增长23.14%。截至2020年底,公司在建工程7.73亿元,较上年底下降18.85%,主要系与固铂公司合资的240万条全钢子午线轮胎项目部分转入固定资产所致。截至2021年底,公司在建工程14.44亿元,较上年底增长86.86%,主要系柬埔寨年产900万条半钢子午线轮胎项目和越南三期项目新增投入所致。

2019—2021年底,公司无形资产持续增长,年均复合增长25.08%。截至2021年底,公司无形资产7.42亿元,较上年底增长31.29%,主要系土地使用权增加所致。公司无形资产由土地使用权(91.93%)和软件及其他(占8.07%)构成,累计摊销3.56亿元,未计提减值准备。

2019—2021年底,受预付工程款和设备款波动变化影响,公司其他非流动资产波动增长,年均复合增长65.10%。截至2020年底,公司其他非流动资产5.73亿元,较上年底增长195.40%。截至2021年底,公司其他非流动资产5.29亿元,较上年底下降7.73%。

截至2021年底,公司受限资产46.10亿元,占资产总额的比重为17.61%,受限比例一般。

表 24 截至 2021 年底公司受限资产情况

(单位: 亿元、%)

项目	期末账面价值	受限比例	受限原因
货币资金	17.63	6.73	票据担保、信用证担保等
存货	9.70	3.70	借款质押
固定资产	2.06	0.79	借款抵押
无形资产	1.03	0.39	借款抵押
应收款项融资	0.63	0.24	票据质押
应收款项	12.59	4.81	借款质押
投资性房地产	2.45	0.94	借款抵押
合计	46.10	17.61	--

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021年底,公司所有者权益持续增长,未分配利润占比较高,所有者权益结构稳定性一般。

2019—2021年底,公司所有者权益持续增长,年均复合增长22.60%。截至2021年底,公司所有者权益111.37亿元,较上年底增长26.42%,主要系资本公积和未分配利润增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为96.35%,少数股东权益占比为3.65%。在归属于母公司所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占28.55%、25.27%和44.78%。所有者权益结构稳定性一般。

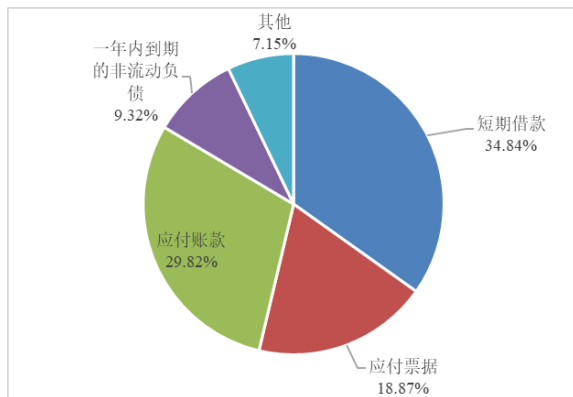
(2) 负债

2019—2021年底,公司负债规模持续增长,以流动负债为主;全部债务规模持续增长,短期债务占比高,债务结构有待调整。

2019—2021年底,公司负债规模持续增长,年均复合增长19.85%。截至2021年底,公司负债总额150.35亿元,较上年底增长22.78%,主要系短期借款和长期借款增加所致。其中,流动负债占78.76%,非流动负债占21.24%,以流动负债为主。

2019—2021年底,公司流动负债持续增长,年均复合增长18.26%。截至2021年底,公司流动负债118.41亿元,较上年底增长8.97%,主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要构成如下图所示。

图 11 截至 2021 年底公司流动负债构成情况



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

2019—2021年底,公司短期借款波动增长,年均复合增长5.77%。截至2020年底,公司短期借款28.15亿元,较上年底下降23.66%,主要系公司偿还部分质押借款所致。截至2021年底,公司短期借款41.25亿元,较上年底增长46.56%,主要系公司根据经营安排,使用的质押借款和保证借款增加所致;短期借款主要由质押借款(占30.96%)、保证借款(占49.40%)和信用借款(占14.60%)构成。

2019—2021年底,受票据付款金额波动变化影响,公司应付票据波动增长,年均复合增长15.45%。截至2020年底,公司应付票据31.85亿元,较上年底增长90.02%,全部为银行承兑汇票。截至2021年底,公司应付票据22.34亿元,较上年底下降29.86%,全部为银行承兑汇票。

2019—2021年底,公司应付账款持续增长,年均复合增长49.55%。截至2021年底,公司应付账款35.32亿元,较上年底增长78.46%,主要系应付的材料和设备款增加所致。应付账款账龄以1年以内为主。

2019—2021年底,公司其他应付款持续下降,年均复合下降18.12%。截至2021年底,公司其他应付款4.91亿元,较上年底下降29.24%,主要系限制性股票回购义务变化所致。

2019—2021年底,公司一年内到期的非流动负债波动增长,年均复合增长61.68%。截至2020年底,公司一年内到期的非流动负债17.00亿元,较上年底增加12.77亿元,主要系部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。截至2021年底,公司一年内到期的非流动负债11.04亿元,较上年底下降35.05%,主要系公司偿还到期借款所致。

2019—2021年底,受长期借款波动变化影响,公司非流动负债波动增长,年均复合增长26.34%。截至2020年底,公司非流动负债13.79亿元,较上年底下降31.09%。截至2021年底,公司非流动负债31.94亿元,较上年底增长131.61%,公司非流动负债主要由长期借款(占93.00%)构成。

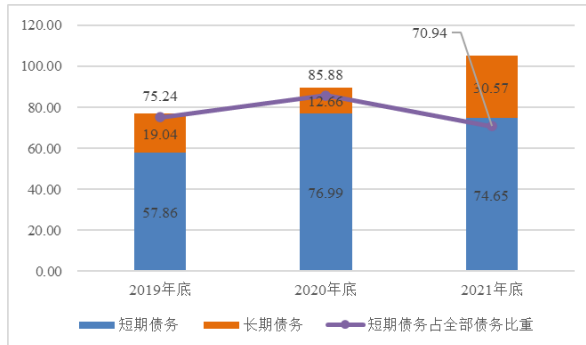
2019—2021年底,公司长期借款波动增长,年均复合增长24.90%。截至2020年底,公司长期

借款12.03亿元,较上年底下降36.83%,主要系部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。截至2021年底,公司长期借款29.71亿元,较上年底增长146.98%,主要系项目投资建设和日常经营资金需求增加所致。从期限分布看,2023年到期的占45.71%,2024年到期的占35.75%,2025年及以后到期的占18.54%。

有息债务方面,2019—2021年底,公司全部债务持续增长,年均复合增长16.97%。截至2021年底,公司全部债务105.22亿元,较上年底增长17.36%,主要系长期借款增加所致。债务结构方面,短期债务占70.94%,长期债务占29.06%,以短期债务为主,其中短期债务74.65亿元,较

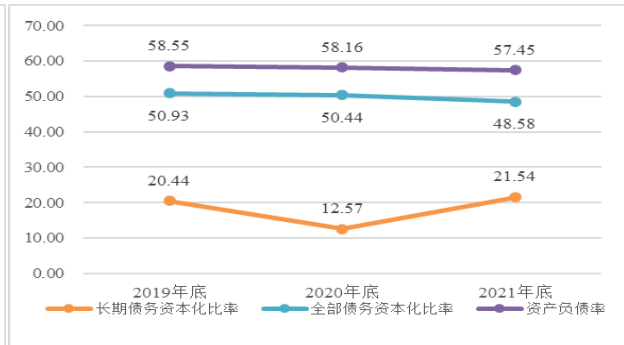
上年底下降3.05%,主要系应付票据减少所致;长期债务30.57亿元,较上年底增长141.42%,主要系长期借款增加所致。从债务指标来看,2019—2021年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续下降。截至2021年底,公司资产负债率和全部债务资本化较上年底分别下降0.71个百分点和1.86个百分点。2019—2021年底,公司长期债务资本化比率波动增长。2020年底,公司长期债务资本化比率较上年底下降7.88个百分点。2021年底,公司长期债务资本化比率较上年底上升8.97个百分点。公司全部债务中短期债务占比高,债务结构有待调整。

图 12 2019—2021 年底公司债务结构



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 13 2019—2021 年底公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从债务期限分布看,截至2021年底,公司全部债务期限主要分布于1年以内(占70.94%),

公司债务期限结构如下表所示。

表 25 截至 2021 年底公司债务期限结构 (单位: 亿元、%)

项目	1年以内	1~2年	2~3年	3年以上	合计
短期借款	41.25	--	--	--	41.25
交易性金融负债	0.01	--	--	--	0.01
应付票据	22.34	--	--	--	22.34
一年内到期的非流动负债	11.04	--	--	--	11.04
长期借款	--	13.58	10.62	5.51	29.71
租赁负债	--	0.26	0.15	0.26	0.67
长期应付款中的计息部分	--	0.20	--	--	0.20
合计	74.65	14.04	10.77	5.77	105.22
占比	70.94	13.34	10.24	5.48	100.00

注: 因四舍五入, 数据尾数存在差异
资料来源: 公司提供, 联合资信整理

同行业对比来看,截至2021年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率均高于行业中

位数水平,短期债务占全部债务的比率低于行业中位数水平。

表 26 截至 2021 年底同行业债务指标对比

股票简称	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)	短期债务占全部债务比重 (%)
玲珑轮胎	52.00	41.00	93.41
三角轮胎	33.41	18.36	99.03
贵州轮胎	53.86	44.12	84.34
风神股份	64.21	54.27	61.10
上述平均数	50.87	39.44	84.47
中位数	52.93	42.56	88.88
赛轮轮胎	57.45	48.58	70.94

资料来源: Wind, 联合资信整理

4. 盈利能力

2019-2021年, 公司营业总收入持续增长, 利润总额波动增长; 营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均波动下降; 投资收益、其他收益对利润规模影响小。

2019-2021年, 公司营业总收入持续增长, 年均复合增长9.08%。2021年, 公司实现营业收入179.98亿元, 同比增长16.84%, 主要系轮胎产品销量增加和销售价格上涨所致。2019-2021年, 公司营业成本波动增长, 年均复合增长14.10%。2020年, 公司营业成本112.14亿元, 同比下降0.02%。2021年, 公司营业成本146.02亿元, 同比增长30.22%, 超过营业收入增长幅度, 主要系产品提价幅度小于原材料和海运费价格上涨幅度所致。2019-2021年, 公司营业利润率波动下降。2020年, 公司营业利润率为26.82%, 同比上升1.45个百分点。2021年, 公司营业利润率为18.60%, 同比下降8.22个百分点。2019-2021年, 公司利润总额波动增长, 年均复合增长2.18%。2020年, 公司利润总额为17.21亿元, 同比增长30.14%, 主要系轮胎产品销量增加和原材料价格下降所致。2021年, 公司利润总额13.81亿元, 同比下降19.77%。

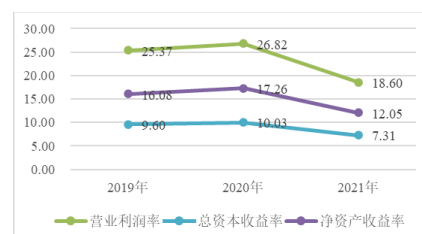
从期间费用看, 2019-2021年, 公司费用总额波动下降, 年均复合下降4.14%。2020年, 公司费用总额为22.69亿元, 同比增长4.17%, 主要系管理费用和财务费用增加所致。2021年, 公司费用总额为20.01亿元, 同比下降11.79%, 主要系管理费用减少所致。从构成看, 公司销售

费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为33.69%、28.58%、24.02%和13.71%。其中, 销售费用为6.74亿元, 同比下降15.25%, 主要系出口费用重分类至营业成本所致; 管理费用为5.72亿元, 同比下降27.55%, 主要系股权激励费用减少所致; 研发费用为4.81亿元, 同比增长38.29%, 主要系研发人工费用和研发物料消耗增加所致; 财务费用为2.74亿元, 同比下降18.37%, 主要系贷款利息支出和汇兑损益减少所致。2019-2021年, 公司期间费用率¹⁴分别为14.40%、14.73%和11.12%, 波动下降。

2019-2021年, 公司投资收益分别为0.51亿元、-0.11亿元和0.26亿元, 对利润规模影响小; 其他收益分别为0.28亿元、0.39亿元和0.62亿元, 持续增长, 年均复合增长50.40%, 对利润规模影响小。2019-2021年, 公司资产处置收益、营业外收入和营业外支出规模均较小, 对利润影响不大。

盈利指标方面, 2019-2021年, 公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均波动下降。

图 14 2019-2021 年公司盈利指标



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

同行业对比来看, 2021年, 公司销售毛利率和净利率高于行业中位数水平; 期间费用率低于行业中位数水平。

表 27 2021 年同行业盈利指标对比

股票简称	销售毛利率 (%)	期间费用率 (%)	净利率 (%)
玲珑轮胎	17.26	12.05	4.24
三角轮胎	17.53	11.91	6.71
贵州轮胎	15.73	11.58	5.04
风神股份	10.22	11.11	-1.96
上述平均数	15.19	11.66	3.51
中位数	16.50	11.75	4.64

¹⁴ 期间费用率 = (财务费用 + 销售费用 + 研发费用 + 管理费用) / 营

业总收入

赛轮轮胎	18.87	11.12	7.46
------	-------	-------	------

注：为统一数据可比性，上述指标数据均使用Wind计算值
资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

2019—2021年，公司经营活动现金流保持净流入状态，现金收入比持续上升；投资活动现金流保持净流出状态。2021年，公司资本性支出规模大幅增加，筹资前活动现金流净额由转转负，未来随着项目建设推进和到期债务置换，公司仍存在较大外部融资需求。

表 28 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	141.45	148.26	175.83
经营活动现金流出小计	121.37	114.03	167.47
经营现金流量净额	20.09	34.23	8.37
投资活动现金流入小计	1.32	0.15	2.88
投资活动现金流出小计	14.95	19.65	27.70
投资活动现金流量净额	-13.63	-19.50	-24.82
筹资活动前现金流量净额	6.45	14.73	-16.46
筹资活动现金流入小计	65.23	67.62	105.84
筹资活动现金流出小计	59.39	84.77	84.37
筹资活动现金流量净额	5.84	-17.16	21.47
现金收入比（%）	91.31	93.92	94.50
现金及现金等价物净增加额	12.62	-3.32	4.94
期末现金及现金等价物余额	29.17	25.84	30.78

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 29 公司经营活动流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
净利润	11.91	15.21	13.42
资产减值准备	4.01	1.34	1.09
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6.74	6.65	8.03
存货的减少	0.49	-4.59	-16.34
经营性应收项目的减少	-2.42	-6.71	-2.76
经营性应付项目的增加	-4.98	15.93	0.71
间接法-经营活动产生的现金流量净额	20.09	34.23	8.37

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2019—2021年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长11.49%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2021年，公司经营活动现金流入同比增长18.60%，主要系公司业务增长所致。2019—2021年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合

增长17.47%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2021年，公司经营活动现金流出同比增长46.87%。2019—2021年，公司经营活动现金净额波动下降，年均复合下降35.46%。2019—2021年，公司现金收入比持续上升。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长47.79%，主要为收回投资收到的现金。2021年，公司投资活动现金流入同比增加2.73亿元。2019—2021年，投资活动现金流出持续增长，年均复合增长36.12%，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，公司的资本支出规模较大。2019—2021年，公司投资活动现金流均呈净流出状态，净流出额持续增长，年均复合增长34.94%。

2019年和2020年，公司筹资活动前现金流量净额均为正，公司经营活动现金流能够满足投资活动需求。2021年，公司为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增加，筹资活动前活动现金流由正转负，存在对外融资需求。

从筹资活动来看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长27.38%，主要为吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金。2021年，公司筹资活动现金流入同比增长56.53%，主要系取得借款收到的现金增加所致。2019—2021年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长19.19%，主要为偿还债务支付的现金。2021年，公司筹资活动现金流出同比下降0.47%，变化不大。2020年，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。2021年，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入。未来随着项目建设推进和到期债务置换，公司仍存在较大外部融资需求。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标有待改善，长期偿债能力指标表现一般；公司未使用银行授信额度较充裕，同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

表 30 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	100.05	94.84	105.33
	速动比率 (%)	73.71	70.39	68.95
	经营现金/流动负债 (%)	23.73	31.50	7.07
	经营现金/短期债务 (倍)	0.35	0.44	0.11
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.75	0.67	0.70
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	23.60	27.53	26.06
	全部债务/EBITDA (倍)	3.26	3.26	4.04
	经营现金/全部债务 (倍)	0.26	0.38	0.08
	EBITDA/利息支出 (倍)	9.13	10.26	10.58
	经营现金/利息支出 (倍)	7.77	12.76	3.40

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从短期偿债指标看，2019—2021年底，公司流动比率波动上升，速动比率持续下降，公司流动资产对流动负债的保障程度偏弱。2019—2021年，公司经营现金流动负债比、经营现金/短期债务和现金短期债务比均波动下降，公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 5.08%。2020 年，公司 EBITDA 同比增长 16.66%。2021 年，公司 EBITDA 为 26.06 亿元，同比下降 5.35%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 30.82%）、摊销（占 6.97%）、计入财务费用的利息支出（占 9.22%）、利润总额（占 52.98%）构成。2019—2021 年，公司 EBITDA 利息倍数持续上升，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 有所上升，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。2019—2021 年，经营现金/全部债务波动下降，经营现金对全部债务的保障程度一般；经营现金/利息支出波动下降。

截至 2021 年底，公司无对外担保。

截至 2021 年底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至 2021 年底，公司从各银行获得的美元授信¹⁵额度为 51.08 亿元，人民币授信额度为 146.70 亿元，合计授信额度为 197.78 亿元，其中未使用授信额度为 88.12 亿元，公司间接融资渠道畅通。

公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

截至 2021 年底，公司本部资产规模较上年底有所增长，资产结构相对均衡；负债规模较上年底有所增长，以流动负债为主；所有者权益结构稳定性较强。2021 年，公司本部负责部分生产经营业务，同时投资收益对利润规模影响较大，经营活动现金流无法满足对外投资需求，存在筹资需求。

2019—2021 年底，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长 22.65%。截至 2021 年底，公司本部资产总额 148.34 亿元，较上年底增长 28.15%，主要系应收账款增加所致。其中，流动资产 69.31 亿元（占 46.72%），非流动资产 79.03 亿元（占 53.28%），资产结构相对均衡。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 31.83%）、应收账款（占 41.51%）、其他应收款（占 11.80%）、存货（占 11.59%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 63.86%）、固定资产（占 27.01%）构成。截至 2021 年底，公司本部货币资金为 22.06 亿元，占合并口径货币资金的 45.57%。

2019—2021 年底，公司本部负债持续增长，年均复合增长 19.30%。截至 2021 年底，公司本部负债总额 74.00 亿元，较上年底增长 31.28%，主要系长期借款增加所致。其中，流动负债 48.84 亿元（占 66.00%），非流动负债 25.15 亿元（占 34.00%），以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 37.17%）、应付票据（占 27.36%）、应付账款（占 15.52%）、一年内到期的非流动负债（占 15.27%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 97.89%）构成。截至 2021 年底，公司本部资产负债率为 49.88%，较上年底上升 1.19 个百分点。

2019—2021 年底，公司本部全部债务规模持续增长，年均复合增长 24.05%。截至 2021 年底，公司本部全部债务 63.80 亿元，较上年底增长 39.68%，主要系长期借款增加所致。其中，

¹⁵ 截至 2021 年底，美元兑换人民币采用 cfets 央行中间价 6.3730 的汇率。

短期债务占 61.11%、长期债务占 38.89%。截至 2021 年底，公司本部全部债务资本化比率 46.18%，较上年底上升 2.71 个百分点。

2019—2021 年底，公司本部所有者权益持续增长，年均复合增长 26.28%。截至 2021 年底，公司本部所有者权益为 74.34 亿元，较上年底增长 25.17%，主要系资本公积增加所致。在公司本部所有者权益中，实收资本为 30.63 亿元（占 41.21%）、资本公积合计 27.70 亿元（占 37.26%）、未分配利润合计 13.28 亿元（占 17.86%）、盈余公积合计 3.32 亿元（占 4.47%）。所有者权益结构稳定性较强。

2021 年，公司本部营业总收入为 46.78 亿元，主要来自于青岛工厂的轮胎产品销售；利润总额为 4.20 亿元。同期，公司本部投资收益为 6.72 亿元，投资收益对公司本部的利润规模影响较大。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金流净额为 -7.74 亿元，投资活动现金流净额 -5.66 亿元，筹资活动现金流净额 11.80 亿元。

截至 2021 年底，公司本部资产占合并口径的 56.68%；公司本部负债占合并口径的 49.21%；公司本部所有者权益占合并口径的 66.75%；公司本部全部债务占合并口径的 60.64%。2021 年，公司本部营业总收入占合并口径的 25.99%；公司本部利润总额占合并口径的 30.39%。

十、本次可转换公司债券偿还能力分析

本次可转换公司债券的发行对公司债务水平影响较大，经营活动现金流量净额及 EBITDA 对长期债务的保障能力一般。

1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

公司本次可转换公司债券基础发行规模为 20.09（含）亿元，按发行金额上限 20.09 亿元测算，本次可转换公司债券分别占公司 2021 年底长期债务和全部债务的 65.71% 和 19.09%，对公司现有债务结构影响较大。以 2021 年底财务数据为基础，本次可转换公司债券发行后，在其他因素

不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 57.45%、48.58% 和 21.54% 上升至 60.48%、52.94% 和 31.27%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

从本次可转换公司债券的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格高于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对长期债务的保障能力较强，经营现金净流量及 EBITDA 对长期债务的保障能力一般。

表 31 本次可转换公司债券保障能力测算

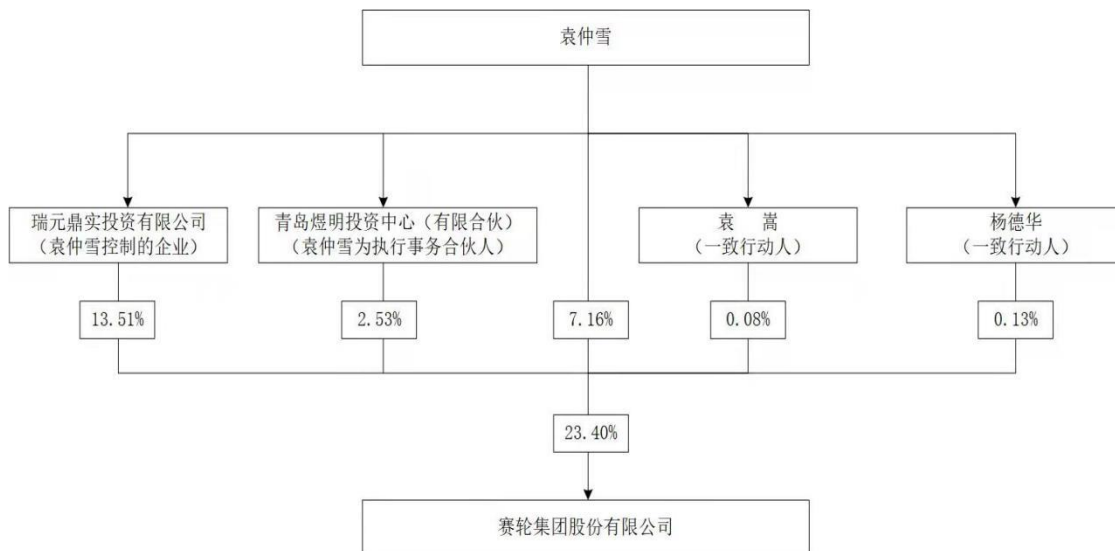
项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	50.66
经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	3.47
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.17
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.94

注：发行后长期债务为将本期公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十一、结论

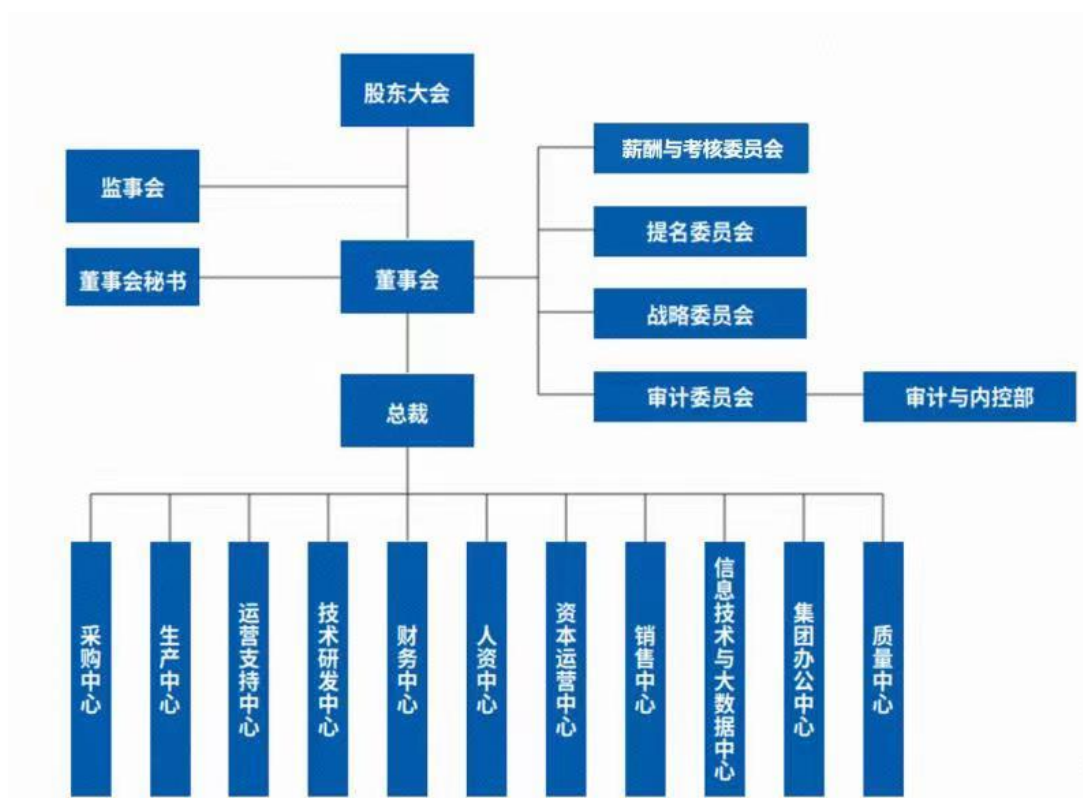
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本次可转换公司债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底赛轮集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底赛轮集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底赛轮集团股份有限公司合并范围内子公司情况

序号	子公司名称	注册资本	主要经营地	主营业务	持股比例 (%)	
					直接持股	间接持股
1	赛轮轮胎销售有限公司	5000 万元	青岛	轮胎批发、零售及进出口业务	100.00	--
2	深圳市赛轮科技有限公司	10000 万元	深圳	轮胎产品的销售	--	100.00
3	赛轮（潍坊）轮胎有限公司	3000 万元	潍坊	轮胎产品的销售	--	100.00
4	诸城浦安橡胶科技有限公司	21708.43 万元	潍坊	橡胶制品制造	--	100.00
5	上海赛轮企业发展有限公司	1000 万元	上海	橡胶制品的销售	--	100.00
6	青岛赛轮鑫顺科技有限公司	200 万元	青岛	汽车服务	--	80.00
7	青岛赛速汽车服务有限公司	5 万元	青岛	汽车服务	--	100.00
8	陕西赛轮轮胎销售有限公司	4000 万元	陕西	轮胎产品的销售	--	51.00
9	河南赛轮轮胎销售有限公司	4000 万元	河南	轮胎产品的销售	--	51.00
10	新疆赛轮轮胎销售有限公司	4000 万元	新疆	轮胎产品的销售	--	51.00
11	浙江赛轮轮胎销售有限公司	4000 万元	台州	轮胎产品的销售	--	51.00
12	广西赛轮轮胎销售有限公司	3000 万元	广西	轮胎产品的销售	--	51.00
13	赛轮（越南）有限公司	48736.72 亿越南盾	越南	轮胎生产经营	100.00	--
14	ACTR COMPANY LIMITED	32648 亿越南盾	越南	轮胎生产经营	--	65.00
15	Roadx Vietnam Trading Company Limited	418.68 亿越南盾	越南	轮胎销售	--	51.00
16	SAILUN VIETNAM TYRE TRADING COMPANY LIMITED	30 亿越南盾	越南	轮胎产品的销售	--	100.00
17	赛轮（东营）轮胎股份有限公司	4.80 亿元	东营	轮胎生产经营	99.62	0.38
18	沈阳煦日能源投资有限公司	5000 万元	沈阳	能源投资、咨询及管理	--	100.00
19	沈阳亨通能源有限公司	5000 万元	沈阳	热力、电力生产及销售	--	94.80
20	赛轮（沈阳）轮胎有限公司	7.20 亿元	沈阳	轮胎生产经营	100.00	--
21	PEACE INTERNATIONAL TYRE CO., LTD.	5 万欧元	卢森堡	贸易、投资	--	100.00
22	SAILUN TIRE AMERICAS INC.（赛轮轮胎北美公司）	101 美元	加拿大	轮胎贸易	--	100.00
23	Seatex United Limited	1 美元	香港	无实际经营业务	--	100.00
24	Seatex Rubber Limited	1 英镑	英国	无实际经营业务	--	100.00
25	Maxam Tire International Ltd.	1 美元	香港	轮胎销售	--	100.00
26	Maxam Tire Solutions Limited	1 美元	英国	轮胎销售	--	100.00
27	GOMA INTERNATIONAL CORP	1 美元	美国	轮胎销售	--	100.00
28	Maxam Tire Latam LLC (US)	100 万美元	美国	轮胎销售	--	50.00
29	Maxam Tire International Sarl	15756.25 美元	卢森堡	无实际经营业务	--	100.00
30	Maxam Holdings Sarl	15756.25 美元	卢森堡	无实际经营业务	--	100.00
31	Maxam Tire North America Inc.	1 美元	美国	轮胎销售业	--	100.00
32	GOMA Logistics NA Inc.	1 美元	美国	叉车租赁	--	100.00

33	DYNAMIC TIRE INC. (动力轮胎公司)	101 美元	加拿大	轮胎贸易	--	100.00
34	动力轮胎(天津)国际贸易有限公司	20 万美元	天津	轮胎贸易	--	100.00
35	赛轮国际控股(香港)有限公司	17285 万美元	香港	投资	100.00	--
36	SJI TANZANIA CO.LTD (赛轮金宇国际坦桑尼亚有限公司)	11 亿坦桑尼亚先令	坦桑尼亚	轮胎产品的销售	--	99.00
37	SJI KENYA COMPANY LIMITED	10 万肯尼亚先令	肯尼亚	轮胎产品的销售	--	99.90
38	SJI EUROPE GMBH (赛轮欧洲有限责任公司)	2.5 万欧元	德国	与轮胎销售相关的咨询服务	--	100.00
39	迈驰国际轮胎公司	1 万美元	香港	轮胎产品的销售	--	100.00
40	赛轮集团(香港)有限公司	20 万美元	香港	轮胎产品的销售	--	100.00
41	Sailun Tire (Thailand) Co., Ltd.	200 万泰铢	泰国	轮胎产品的销售	--	100.00
42	PT SAILUN TIRE INDONESIA	250000 卢比	印尼	轮胎产品的销售	--	100.00
43	SAILUN INTERNATIONAL HOLDING (SINGAPORE) PTE.LTD.	1 美元	新加坡	投资	--	100.00
44	SAILUN AFRICA PTY LTD	1 美元	南非	轮胎产品的销售	--	100.00
45	Sailun Tire (USA) Corp	10 美元	美国	轮胎产品的销售	--	100.00
46	SAILUN TIRE BRAZIL CONSULTORIA DE MARKETING LTDA.	60 万雷亚尔	美国	轮胎产品的销售	--	100.00
47	CART TIRE CO., LTD.	17000 万美元	柬埔寨	轮胎生产经营	--	100.00
48	SL AU MANAGEMENT PTY LTD	100 美元	澳大利亚	投资	--	100.00
49	青岛普元栋盛商业发展有限公司	2000 万元	青岛	房屋租赁	100.00	--
50	青岛煜华商业发展有限公司	15000 万元	青岛	房屋租赁	--	100.00
51	SAILUN TIRE INTERNATIONAL CORP	100 万美元	英属维尔京群岛	贸易、投资	100.00	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	43.36	51.67	52.21
资产总额 (亿元)	178.77	210.56	261.73
所有者权益 (亿元)	74.09	88.10	111.37
短期债务 (亿元)	57.86	76.99	74.65
长期债务 (亿元)	19.04	12.66	30.57
全部债务 (亿元)	76.90	89.66	105.22
营业总收入 (亿元)	151.28	154.05	179.98
利润总额 (亿元)	13.22	17.21	13.81
EBITDA (亿元)	23.60	27.53	26.06
经营性净现金流 (亿元)	20.09	34.23	8.37
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	8.63	7.56	7.37
存货周转次数 (次)	4.98	4.59	4.19
总资产周转次数 (次)	0.91	0.79	0.76
现金收入比 (%)	91.31	93.92	94.50
营业利润率 (%)	25.37	26.82	18.60
总资本收益率 (%)	9.60	10.03	7.31
净资产收益率 (%)	16.08	17.26	12.05
长期债务资本化比率 (%)	20.44	12.57	21.54
全部债务资本化比率 (%)	50.93	50.44	48.58
资产负债率 (%)	58.55	58.16	57.45
流动比率 (%)	100.05	94.84	105.33
速动比率 (%)	73.71	70.39	68.95
经营现金流动负债比 (%)	23.73	31.50	7.07
现金短期债务比 (倍)	0.75	0.67	0.70
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.13	10.26	10.58
全部债务/EBITDA (倍)	3.26	3.26	4.04

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司长期应付款中的带息债务部分计入债务核算

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	11.42	18.26	23.21
资产总额 (亿元)	98.61	115.76	148.34
所有者权益 (亿元)	46.62	59.40	74.34
短期债务 (亿元)	28.60	38.66	38.99
长期债务 (亿元)	12.86	7.02	24.81
全部债务 (亿元)	41.46	45.68	63.80
营业总收入 (亿元)	42.78	42.81	46.78
利润总额 (亿元)	-0.22	12.01	4.20
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	4.21	2.48	-7.74
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	10.34	5.38	2.31
存货周转次数 (次)	5.53	5.42	5.81
总资产周转次数 (次)	0.46	0.40	0.35
现金收入比 (%)	66.08	77.89	59.98
营业利润率 (%)	22.11	22.67	13.63
总资本收益率 (%)	1.37	12.49	4.64
净资产收益率 (%)	-0.34	19.17	6.53
长期债务资本化比率 (%)	21.62	10.57	25.02
全部债务资本化比率 (%)	47.07	43.47	46.18
资产负债率 (%)	52.72	48.69	49.88
流动比率 (%)	86.25	92.75	141.91
速动比率 (%)	70.06	80.89	125.47
经营现金流动负债比 (%)	10.83	5.05	-15.85
现金短期债务比 (倍)	0.40	0.47	0.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 赛轮集团股份有限公司 2022年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

赛轮集团股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。