

贵州轮胎股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

王梦莹

项目组成员：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

刘钊博

评级总监：刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年11月11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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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。
- 本次信用评级结果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。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]3566D 号

贵州轮胎股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“贵州轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期可转换公司债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年十一月十一日



发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
贵州轮胎股份有限公司	18 亿元 (含)	6 年	每年付息一次, 到期归还所有未转换成公司股票的可转债本金和最后一年利息	拟用于年产 300 万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目、1#智能分拣及转运中心项目

评级观点: 中诚信国际评定贵州轮胎股份有限公司(以下简称“贵州轮胎”或“公司”)主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定; 评定“贵州轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 AA。中诚信国际肯定了产能规模不断提升、盈利及获现能力增强、非公开发行增强资本实力、财务杠杆水平逐年下降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、债务结构有待优化等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

贵州轮胎(合并口径)	2018	2019	2020	2021.9
总资产(亿元)	104.81	105.21	115.16	125.47
所有者权益合计(亿元)	34.15	37.24	48.82	58.79
总负债(亿元)	70.66	67.97	66.34	66.67
总债务(亿元)	58.55	51.07	44.82	44.97
营业总收入(亿元)	68.25	64.58	68.09	53.94
净利润(亿元)	0.88	1.35	11.38	2.47
EBIT(亿元)	2.70	2.95	14.49	--
EBITDA(亿元)	6.22	6.57	17.63	--
经营活动净现金流(亿元)	7.33	17.52	16.59	4.13
营业毛利率(%)	15.17	20.13	23.63	15.96
总资产收益率(%)	2.67	2.81	13.15	--
资产负债率(%)	67.42	64.61	57.61	53.14
总资本化比率(%)	63.16	57.83	47.86	43.34
总债务/EBITDA(X)	9.42	7.77	2.54	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.80	4.55	14.25	--

注: 1、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务;
2、公司提供的 2021 年三季度未经审计且未提供现金流量表补充资料, 故相关指标失效。

正面

- “双基地”建设持续推进, 产能规模不断提升。2019 年以来公司持续推进“双基地”建设, 产能规模不断提升, 且海外基地建设有利于抵消现阶段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。
- 盈利及获现能力有所增强, 偿债指标有所优化。受益于轮胎销量提升以及原材料价格下降, 2018~2020 年公司盈利能力不断加强, 经营获现处于较好水平, 相关偿债指标有所优化。
- 利润积累以及非公开发行使得公司资本实力不断增强, 财务杠杆水平逐年下降。2021 年 3 月, 公司非公开发行募集资金净

额 9.84 亿元, 加之各期利润积累使得资本实力不断增强, 财务杠杆水平逐年下降。

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, 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。
- 未来面临较大资本支出压力。截至 2021 年 9 月末, 公司在建项目计划总投资额 31.71 亿元, 尚需投入 9.31 亿元。此外, 公司计划建设年产 300 万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目和越南公司年产 95 万条高性能全钢子午线轮胎项目, 项目总投资合计 34.77 亿元, 未来资本支出压力较大。
- 债务结构有待优化。截至 2021 年 9 月末, 公司短期债务占总债务的比例为 83.27%, 债务结构有待优化。

评级展望

中诚信国际认为, 贵州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。

同行业比较

2020 年部分化工企业主要指标对比表				
公司名称	总资产(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)
保利联合	152.00	71.04	59.80	1.52
贵州轮胎	115.16	57.61	68.09	11.38

注: “保利联合”为“保利联合化工控股集团股份有限公司”简称。
资料来源: 中诚信国际整理

发行人概况

贵州轮胎股份有限公司系经贵州省人民政府函[1995]148号文批准,由原贵州轮胎厂进行资产重组设立的股份有限公司。公司于1996年3月8日在深圳证券交易所挂牌上市交易,股票代码:000589.SZ。截至2021年9月末,公司股本为9.56亿元¹,主要从事商用轮胎的研发、生产和销售。

产权结构:截至2021年9月末,公司股本为9.56亿元,其中贵阳工商投持有公司27.76%的股权(同期末已质押股份占其持股比例的34.06%),为控股股东,贵阳市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“贵阳市国资委”)为公司实际控制人。

表1:公司主要子公司

全称	简称
贵州轮胎进出口有限责任公司	进出口公司
贵州前进轮胎销售有限公司	前进轮胎销售公司
贵州大力士轮胎有限责任公司	大力士轮胎
贵州前进轮胎投资有限责任公司	前进轮胎投资公司

资料来源:公司提供

本期债券概况

公司本期公开发行可转换公司债券拟募集资金总额不超过18.00亿元(含),扣除发行费用后用于以下项目:

表2:本期债券募集资金用途(万元)

项目	项目总投资	募集资金
年产300万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目	230,144.75	160,000.00
1#智能分拣及转运中心项目	22,514.00	20,000.00
合计	252,658.75	180,000.00

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

本期债券的存续期限为自发行之日起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债到期日止。

本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价(若在该二十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)和前一个交易日公司A股股票交易均价,具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构(主承销商)协商确定。在本次发行的可转债存续期间,当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五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。

在本次发行的可转债转股期内,如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%(含130%),或本次发行的可转债未转股余额不足人民币3,000万元时,公司有权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债。

本次发行的可转债最后两个计息年度,如果公司A股股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时,可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2021年前三季度,GDP同比实现9.8%的较高增长,但三季度同比增速较二季度回落3.0个百分点至4.9%,经济修复边际趋缓。展望四季度,基数抬升叠加修复力量趋弱,GDP增速或将延续回落态势,剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

前三季度中国经济整体延续修复态势,但产需正向循环的动态平衡尚未完全形成。从生产端看,前三季度工业增加值同比增速逐月回调,两年累计复合增速较疫情前仍有一定回落空间,“双限双控”政策约束下制造业增加值同比增速在三季度出现下调;服务业持续修复但受疫情局部反复影响较大,内部增速分化扩大,信息传输、软件和信息技术

¹ 2021年3月公司非公开发行股票158,730,158股,募集资金净额9.84亿元,其中控股股东贵阳市工商产业投资集团有限公司(以下简称

“贵阳工商投”)认购69,047,619股,出资4.35亿元,募集资金用于越南年产120万条全钢子午线轮胎项目(越南一期项目)。

术等高技术服务业加速修复，而接触性服务业、房地产等行业修复力度边际趋缓。从需求端看，前三季度投资、社零额两年复合增速仍显著低于疫情前，出口保持高增长但可持续性或不稳固。其中，房地产投资对投资的支撑作用明显，但在融资及土地购置严监管下后续下行压力较大，财政后置、地方化债约束以及专项债优质项目储备不足等多重因素影响下基建投资托底作用尚未充分显现，制造业投资边际回暖主要受出口高增长拉动，但剔除价格上涨因素之后出口规模增速或有所下调，叠加全球经济供需错配逐步纠正，出口错峰增长效应后续或弱化，社零额增速修复受限于疫情反复以及居民收入增速放缓，短期内较难期待边际消费倾向出现大幅反弹。从价格端看，国际大宗商品价格上行叠加国内“双碳”目标约束，上游工业品通胀压力犹存，PPI与CPI之差持续扩大，企业利润占比或持续向上游倾斜。

宏观风险：经济修复走弱的过程中伴随着多重风险与挑战。从外部环境看，新冠病毒变体全球蔓延，疫苗技术及接种水平或导致各国经济复苏分化，美联储Taper落地及发达经济体加息预期或对新兴经济体的金融稳定带来一定外溢效应，中美冲突短期缓和但大国博弈基调不改。从内部挑战看：首先，防控目标“动态清零”下疫情反复依然影响相关地区的经济修复。其次，需求偏弱叠加原材料价格上行，微观主体面临市场需求与成本的双重压力。再次，再融资压力与生产经营压力并存，尾部民营企业风险或加速暴露，其中房地产行业信用风险持续释放，需警惕房地产调整对关联行业及地方财政的外溢影响。第四，“双限双控”政策或继续对生产形成扰动，“双碳”约束下能源成本或有所上行。

宏观政策：面对宏观经济修复趋缓以及多重风险并存，宏观调控需在多目标约束下持续巩固前期

复苏成果，通过加强跨周期调节进一步托底经济增长。前三季度宏观政策以稳为主，宏观杠杆率总体稳定。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，央行流动性管理以“等量平价”为显著特征，7月进行降准操作但货币政策稳健基调未改，在实体融资需求趋缓以及PPI高位运行下四季度货币政策全面宽松的基础较弱。从财政政策看，前三季度财政预算支出增速显著低于收入增速，专项债发行力度逐步增强，“财政后置”作用下四季度财政支出及专项债发行将提速，基建投资的支撑作用或有一定显现，同时财政支出将持续呵护民生与促进就业，但财政收支紧平衡、地方化债压力以及专项债项目审批趋严对财政政策的宽松力度仍有约束。

宏观展望：当前经济恢复仍不稳固、不均衡，四季度GDP增速仍有回落压力，但全年经济增速仍有望录得近年来的高位，两年复合增速或将回归至潜在增速水平。随着基数走高以及经济修复趋缓延续，2022年GDP增速或进一步回落。

中诚信国际认为，总体来看中国经济修复基本态势未改，供需缺口持续弥合，宏观政策储备依然充足，跨周期调节仍有持续稳定经济增长的能力和空间。中长期看，中国内需释放的潜力依然巨大，能源结构转型也将带来新的投资机会，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

2020年化工²行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计2021年化工行业在政策

²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。

推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降；国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工品的需求；医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的HDPE，用作口罩的PP等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

2020年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。其中，新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间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，其中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；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。

表 3：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2019		2020	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸(折100%)	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱(折100%)	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱(碳酸钠)	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9

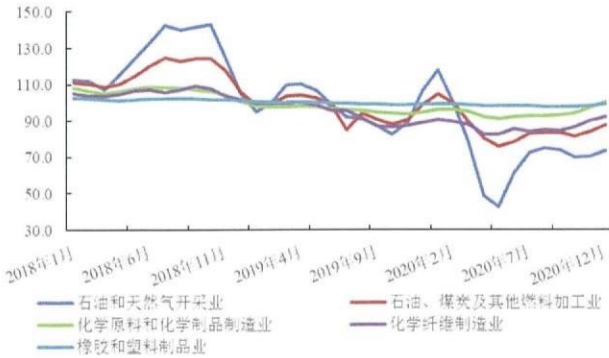
化学农药原药(折有效成分100%)	225.4	1.4	214.8	-1.1
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从成本端来看，化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下，全球经济受到沉重打击，石油需求出现大幅萎缩，供需失衡令产油国库存高企，国际原油价格快速下跌，4月20日美国西得克萨斯轻质原油(以下简称“WTI”)期货5月结算价暴跌至-37.63美元/桶；随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启，油价逐步反弹。2020年全年WTI期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为39.58美元/桶和43.21美元/桶，同比分别下降约17.45美元/桶和20.96美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响，2020年上半年天然气价格持续下跌；下半年以来，疫情缓和以及下游需求回暖，天然气消费量上升，价格亦反弹明显，LNG市场价格较上半年增长7.99%，不过全年均价仍同比下降约16.79%。自供给侧改革以来，煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳，2020年以来呈小幅下降态势，整体降幅较为平稳，截至12月末国内无烟煤(2号洗中块)市场价为900元/吨，较年初下降15.75%。总体来看，2020年原油价格的超预期下跌将严重削弱石油开采企业的盈利空间，短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企，随着油价及下游产品价格缓慢恢复，油制产业链盈利提升，同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击；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。预计2021年，OPEC+执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑，但疫情对经济和原油需求的拖累将持续存在，加之当前原油供

大于求的格局下，油价或将处于中枢区间。

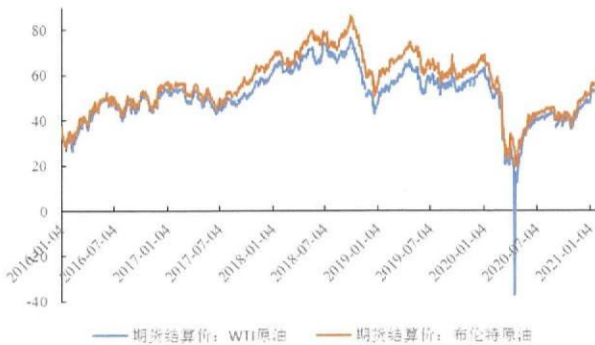
图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响，2020年1~5月化工产品价格整体下跌；随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产，化工产品价格底部复苏，全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看，自2020年2月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均弱于上年同期且分化较为明显。

图 2：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

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降15.5%和

8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿色化改造；全面实行排污许可制，推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严，短期看，不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020年一季度受新冠疫情影响较大，化工企业³普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，叠加原油价格大幅下跌，营业总收入同比下降，亏损企业数量大幅增至89家。进入二季度后，随着国内疫情逐步得到控制，企业开工率有所回升，4~6月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升；但由于原油及其炼化产品价格处于低位，石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降，且仍呈亏损状态。三季度以来，在国内疫情防控措施得力的背景下，工业生产保持快速增长，各行业需求持续复苏，第三季度营业总收入环比增长；行业亏损企业数量降至43家。总体来看，2020年化工行业营业总收入同比下降，盈利能力有所弱化，但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，盈利能力持续修复。

表 4：2020 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业亏损总额（亿元）		营业收入（亿元）		利润总额（亿元）	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)

³ 根据申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业的石油开采业及所属企业，中诚信国际选取 A 股 381 家化工上市公司，剔除 2019 年以来上市但缺少单一季度数据的 20 家公司后保留 361 家为样本进行分析，

其中包括石油开采企业 3 家，石油化工企业 19 家，化学原料企业 36 家，化学制品企业 228 家，化学纤维企业 24 家，塑料和橡胶制品企业 51 家。

石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
化工行业	2,263.8	--	144,171.3	-8.07	7,328.3	-8.99

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下，终端行业将延续回暖态势或实现边际改善，国内化工产品整体需求或将提升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

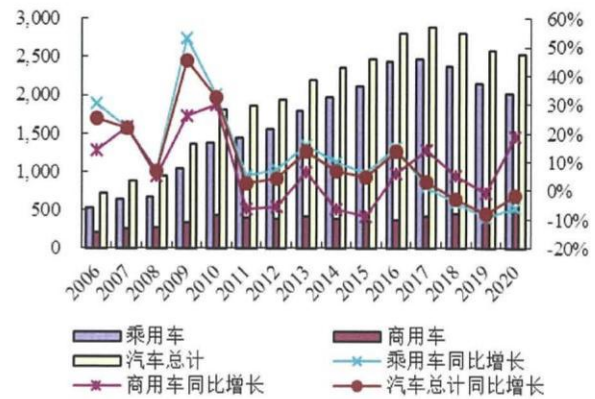
2020年3月以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，汽车行业加速回暖；预计随着经济持续复苏、居民消费信心增强以及促消费政策的延续，我国汽车市场景气度有望回升

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列各类整车和零部件生产及配套体系。2006~2019年，我国汽车销量年均复合增长率达10.2%，产量占全球比重亦由2006年的10.6%升至2019年的28.5%，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国。

2020年3月以来，随着疫情在国内得到有效控制以及在国家及地方出台促进汽车消费政策的带动下，汽车企业生产经营状况逐渐恢复并持续好转，行业产销加速回暖，4月我国汽车单月销量同比增速已由负转正并于5月开始持续保持两位数的增长速度。2020年，我国汽车产销分别完成2,522.5万辆和2,531.1万辆，同比分别下降2.0%和1.9%，降幅收窄至2%以内。短期看，随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的带动，市场需求预计将进一步释放，我国汽车行业景气度有望触底回升。但中诚信国际也关注到，当前国际环境仍然复杂严峻，世界经贸复苏进程迟缓，或间接影响我国经济增长，同时近期出现的如芯片供应紧张等问题或将对汽车生产造成不利影响，行业生产节奏可能有所

放缓。

图3：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

乘用车方面，近年来，我国乘用车市场增速受优惠政策逐步退出、前期销量透支及消费信心不足等因素影响持续下降，2020年乘用车市场受新冠肺炎疫情影响呈前低后高态势。2020年以来，新冠肺炎疫情对乘用车市场冲击较大，汽车作为高价消费品，具有购买决策周期长、必要的线下体验等特点，短期内疫情对乘用车销售的抑制作用明显。2020年1~2月我国乘用车产销分别完成163.1万辆和183.1万辆，产销量同比分别下降48.1%和43.6%。3月以来随着疫情影响逐渐减弱、消费需求逐步释放，乘用车市场逐步复苏，并从5月份开始持续正增长。2020年，乘用车产销分别完成1,999.4万辆和2,017.8万辆，同比下降6.5%和6.0%，降幅已大幅收窄。

商用车方面，2020年初，在春节假期叠加疫情影响下，商用车销量达近年来历史最低。3月以后随着疫情逐步得以控制、电商物流等企业复工复产、重大工程项目陆续开工加速扩张运力需求，卡车市场持续升温，同时国三车辆淘汰、治超罚超趋严及“大吨小标”治理等政策加快实施，进一步刺

激商用车更新需求的释放。2020年商用车市场产销双旺，产销量同比分别增长20.0%和18.7%。

重卡方面，受周期性复苏、市场需求回暖及治超罚超导致单车运力下降等因素影响，我国重卡市场整体保持增长态势，2015~2019年年均复合增长率达到19.7%。2020年尽管疫情对一季度重卡销量造成了较大的负面影响，但4月以来，重卡月度销量不断增长；2020年，重卡市场累计销售突破160万辆，同比累计增长达37.9%。国三加速淘汰为此次销量超预期增长的主要驱动力，同时各地治超趋严、重卡标载状况持续改善、轻量化重卡需求增加及基建项目陆续开工等多重因素支撑了重卡市场的高景气度。**中诚信国际认为**，未来重卡市场将进一步向高端化和大马力趋势发展，随着电商和邮政快递业务的不断增长，物流运输需求将持续拉动重卡特别是牵引车市场快速发展，工程重卡市场则受新基建拉动亦将保持高景气度。

轻卡方面，2020年，轻卡市场实现销售219.8万辆，同比增长16.7%，占卡车市场份额约为43%，受重卡及牵引车增速较快影响市场份额有所下滑，但仍是卡车市场份额的最大细分市场。2020年以来，轻卡销量保持较高增速的主要原因如下：第一，2020年7月24日，工信部、公安部、交通运输部、国家市场监督管理总局四部门联合发布了《关于开展货车非法改装专项整治工作的通知》，自2020年7月至2021年5月组织开展货车非法改装专项整治工作，严厉打击“大吨小标”，重点整治货车市场中存量最大的不合规蓝牌轻卡。第二、从2020年7月1日起，我国城市车辆（一般指柴油发动机）全面执行国六排放标准，市内运行的轻型环卫车及城市作业的轻型搅拌车、自卸车等工程类轻卡产生较大置换更新需求。第三、根据中国物流与采购联合会发布的2020年9月份中国物流业景气指数为56.1%，较上月回升3.9个百分点，物流业保持较高景气度运行，推动了轻卡市场的增长。第四、受海外疫情形势严峻影响，高端进口卡车销售受到抑制，国内中高端轻卡填补相关需求。第五、随着新能源汽车

补贴新政在2020年4月23日的落地，新能源卡车（主要是纯电动轻卡）市场逐渐回暖，并从5月份开始保持正增长态势。此外，皮卡产品销量保持较高增速，进一步助推轻卡销量的持续上升。未来，在排放标准升级、环保标准趋严、城市物流车电动化与产品升级等因素的影响下，轻卡市场向高端化、专业化方向发展趋势明确，同时仍需关注经济形势和环保标准政策等因素对轻卡市场的影响。

新能源汽车方面，近年来，汽车已成为大气污染的重要来源，汽车产业承担着改善交通、保护环境、节约能源的重要责任，国务院印发的《中国制造2025》提出“到2025年，与国际先进水平同步的新能源汽车年销量300万辆，在国内市场占80%以上”的战略目标。2020年11月2日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》提出到2035年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用，有效促进节能减排水平和社会运行效率的提升。

我国先后出台了新能源补贴及双积分等政策促进行业持续发展。在国家的大力扶持下，2019年以前我国新能源汽车保持了高速发展态势。2019年7月以来，受补贴退坡及排放标准切换带来的燃油车打折促销挤占市场等因素影响，新能源汽车市场月销量持续大幅下降，市场进入调整期。为促进新能源汽车消费、支持新能源汽车产业发展，2020年4月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底，原则上2020~2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%和30%，加大对公共交通及特定领域电动化支持，2020年补贴标准不退坡，2021~2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%和20%，补贴退坡力度和节奏有所放缓。随着疫情减弱以及政策实施，我国新能源汽车月度销量逐步回升，于7月实现同比转正。

2020年，我国新能源汽车产销分别完成136.6万辆和136.7万辆，同比分别下降7.5%和增长10.9%。预计随着补贴期限的延长及疫情后需求的进一步释放，我国新能源汽车销量将保持增长态势。

市场竞争格局方面，长期以来，我国新能源汽车市场由自主品牌主导，但自2018年起，合资车企加大新能源车型尤其是插电混动车型投放，其市场份额增长较快。目前国际主流车企均已发布电动化方面的长期规划，并明确把中国作为电动化潜在的最大市场，预计未来合资车企优质新能源车型供给将大幅增加，市场竞争将愈发激烈。2020年以来，随着特斯拉销量的快速增长及合资品牌产品投放提速，我国新能源汽车市场逐步由政策驱动型市场向供给驱动转变，经典爆款车型的推出有利于我国新能源汽车市场逐步走向成熟阶段。

智能化方面，智能网联汽车产业发展包括单车自动化和车联网两大发展领域。从全球范围来看，目前单车智能自动驾驶应用尚未成熟，L1⁴-L2级别的自动驾驶汽车已经实现了大规模量产，现阶段自动驾驶还处于L2-L3过渡期，各大汽车厂商、零部件企业等正加快进行L3及以上级别产品的研发。预计未来，在政策指引、技术发展及消费者接受度提升等因素的带动下，智能汽车渗透率将快速提升。

总体来看，近年来我国汽车市场景气度持续波动。2020年3月以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，行业产销加速回暖。**中诚信国际认为**，一段时间内预计政策刺激作用仍将持续，短期内我国汽车市场景气度有望回升，但仍应对市场需求的修复进度对汽车产销的影响保持关注。此外，长远来看，新能源汽车将是汽车行业发展的主要方向，预计随着高能量密度和高续航里程的车型的持

⁴ 按照美国汽车工程师学会（SAE）划分的L0-L5的自动驾驶等级。

⁵ 2019年9月，公司公告称云岩区国有土地上房屋征收管理局（以下简称“云岩区征收局”）对公司及子公司贵州大力士轮胎有限责任公司（以下简称“大力士公司”）的部分生产用房进行征收并签署了《房屋征收货币补偿协议》，公司一、二期房屋及大力士公司补偿金额合计24.86亿元，公司将采取新建和搬迁相结合的方式将受征收厂房所影响

续推出，我国新能源汽车市场仍保持较大发展空间。

业务运营

公司是国内商用轮胎规格品种较为齐全的轮胎制造企业之一，在中国橡胶工业协会《中国橡胶》杂志社2020年9月发布的“2020年度中国轮胎企业排行榜”中列第10位。受益于良好的销售拓展，轮胎业务收入逐年增长，为公司营业总收入的主要来源。为改善内部管理及仓储情况，2019年公司停止转口贸易业务，当年营业总收入有所下降。2021年以来受原材料持续上涨影响，公司相应调升部分产品售价，前三季度销售收入同比增长9.50%。

表5：近年来公司分板块收入及占比情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
轮胎业务	57.27	63.72	67.16	52.96
混炼胶及其他	0.58	0.44	0.48	0.35
其他业务	10.40	0.42	0.45	0.63
营业总收入	68.25	64.58	68.09	53.94
占比	2018	2019	2020	2021.1~9
轮胎业务	83.91	98.67	98.64	98.18
混炼胶及其他	0.85	0.68	0.70	0.65
其他业务	15.24	0.65	0.66	1.17
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司持续推进“双基地”建设，国内基地新项目投产及老厂搬迁带动产能提升，越南建厂有助于抵消贸易摩擦的不利影响，但需关注境外经营风险

近年来公司持续推进“双基地”建设（即国内扎佐基地项目及越南年产120万条全钢子午线轮胎项目）。其中国内方面，2012年以来公司在贵阳扎佐建厂新增产能，并陆续将老厂部分产能搬迁⁵至新建厂房内，截至2021年9月末，公司共有全钢胎产能459万条、斜交胎产能267万条（均经年化）。国外方面，2019年公司启动越南基地建设，其中年产120万条全钢子午线轮胎建设项目（越南1期项目）首条轮胎已于2021年4月1日成功下线，但

的产能陆续搬迁至扎佐厂房内。截至2020年11月30日，公司已收到一期房屋征收补偿款9.91亿元；受新冠肺炎疫情影响，搬迁项目工程（即扎佐三期工程）进度滞后，二期房屋和大力士公司相关厂房无法按照原约定于2020年12月31日前进行交付，目前，公司仍在与云岩区征收局就相关补充协议进行沟通。

由于当地疫情因素，项目设备安装调试和批量试产进度受到一定影响，预计将于 12 月投产。此外，2021 年 7 月 30 日公司董事会审议通过了实施年产 300 万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目（扎佐 4 期项目）和越南公司年产 95 万条高性能全钢子午线轮胎项目（越南 2 期项目）的议案，项目总投资分别为 23.01 亿元（其中计划通过本期可转债募集资金 16.00 亿元）和 11.76 亿元。中诚信国际认为，未来随着公司国内外规划产能的建设及投产，其产能及收入规模将进一步提升，且采取双基地布局的形式有利于抵消现阶段国外双反⁶和中美贸易摩擦的不利影响，并抵御原材料价格波动风险。不过，海外建厂亦使其面临投资环境和法律环境等不确定性因素，政治风险和管理难度有所增加，需对贸易政策变动及公司海外基地收益情况加以关注。

表 6：截至 2021 年 9 月末公司各工厂产能分布情况

国内工厂	产能情况（年/吨）	投产时间
扎佐 1 期	全钢胎 178,596	2014.7
扎佐 2 期	斜交胎 126,000	2015.1
扎佐 3 期	全钢胎 170,000	2020.11
越南工厂	产能情况（年/吨）	投产时间
越南 1 期	全钢胎 57,000	2021.12

资料来源：公司提供

产品品种方面，公司为国内商用轮胎规格品种较为齐全的轮胎制造企业之一，目前产品已覆盖卡车客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆轮胎五大领域共 3,000 多个品种，拥有“前进”、“大力士”、“多力通”、“劲虎”、“金刚”等品牌，可满足各顾客群体差异化的需要。

公司采用以销定产的生产模式，根据市场需求及库存情况制定年度、月度及临时生产计划。近年来公司加大生产以满足销售端不断增加的需求，产量逐年提升。

表 7：近年来公司分产品产量情况（万条）

	2018	2019	2020	2021.1~9
全钢胎	387.28	405.57	432.36	326.96
斜交胎	181.80	192.62	226.27	201.44
合计	569.08	598.19	658.63	528.40

⁶ 2021 年 5 月，美国商务部做出最终裁定，对来自韩国、中国台湾、泰国和越南的乘用车和轻卡轮胎征收不同程度的反倾销税，并对来自越南

注：公司将斜交胎和特种胎合并统计。

资料来源：公司提供

产品研发及技术方面，公司建有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，省级绿色轮胎工程技术研究中心及省级高性能轮胎工程研究中心。多年来公司持续开发一系列国内独有的技术及产品，如高端载重无内胎轮胎、绿色节油安全型宽基无内胎轮胎、高性能农业子午线轮胎、沙地浮力胎、轻轨列车轮胎、刚性自卸车轮胎等系列的产品为国内独家或首家开发。截至 2020 年末，公司主持和参与制定了 20 多项国家或行业标准，自主研发并处于有效期的技术专利共 106 项，其中发明专利 9 项、实用新型专利 37 项、外观设计专利 60 项。

原材料成本占生产成本比重较高，盈利稳定性易受其价格变化影响，近年来原材料采购价格波动对公司成本控制提出挑战

公司生产成本以原材料成本为主，2020 年原材料成本所占比重为 76.78%。公司外部采购的原材料主要包括天然橡胶、助剂、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，同期上述材料成本在生产成本中的占比分别为 27.52%、13.55%、10.54%、11.47%和 10.29%。其中，公司天然橡胶主要从东南亚地区进口，主要供应商为诗董橡胶股份有限公司、中化国际(控股)股份有限公司，结算方式以电汇为主，平均账期约为 45 天；合成橡胶主要供应商为中国石油天然气股份公司、中国石油化工股份有限公司等。公司通过长约的方式采购橡胶以保障供应稳定，并根据市场价格波动情况通过现货、期货采购进行适时调整。其余原材料主要以国内采购为主，主要结算方式为银行承兑汇票。

采购价格方面，天然橡胶作为大宗商品，其价格易受上下游供需平衡、金融及经济环境变化等多重因素影响而产生较大波动，近年来其他原材料价格亦受原油、铁矿石等大宗产品价格剧烈波动、新冠疫情在全球范围内先后爆发等影响而变动较大。

的乘用车和轻卡轮胎征收反补贴税，暂不涉及公司越南基地生产的产品。

整体来看，2018~2020 年前三季度大部分原材料采购价格的下降有助于提升公司盈利水平，但 2020 年四季度以来原材料价格快速上涨对公司盈利空间形成了一定挤压。**中诚信国际**认为，公司盈利稳定性易受原材料采购价格变化影响，近年来原材料采购价格波动对公司成本控制提出挑战。

表 8：近年来公司采购情况（单位：万吨、万元/吨）

		2018	2019	2020	2021.1~9
天然橡胶	采购量	10.21	12.89	13.32	9.75
	均价	0.98	1.01	0.98	1.11
合成橡胶	采购量	4.24	4.92	5.50	4.69
	均价	1.14	1.15	0.95	1.22
炭黑	采购量	7.96	9.39	10.31	8.27
	均价	0.70	0.59	0.48	0.74
助剂	采购量	3.77	4.34	4.53	3.71
	均价	1.54	1.40	1.26	1.37
钢帘线	采购量	5.11	6.40	6.78	5.31
	均价	0.93	0.89	0.80	0.92
帘子布	采购量	0.69	0.74	0.84	0.67
	均价	2.45	2.29	1.96	2.65

资料来源：公司提供

近年来公司加强产品和渠道多元化拓展，国内市场销量和销售收入保持增长态势；2019 年贸易摩擦加剧导致产品出口受阻，2020 年以来通过多种形式开发新客户带动出口收入增长

公司国内销售采取为给主机厂配套的直接销售（即配套市场）和与经销商签订代理服务合同的间接销售（即替换市场）两种销售模式。替换市场方面，公司销售网络遍布全国各省、市及自治区，在各地区分品牌指定省级经销商，并建立了严格的经销商开发制度，重点开发区域内排名靠前的经销商客户，大部分经销商具备完善的销售网点和服务能力。配套市场方面，近年来公司不断与配套整车厂商展开深入合作，开发定制化新产品，并直接与其签订销售合同，目前与公司合作的配套整车厂包括三一集团、临工集团、徐工集团、柳工集团、同力重工、大运汽车、振华重工、中国重汽、中国一汽、中国一拖、东风集团、爱科、纽荷兰、约翰迪尔、卡哥特科、沃尔沃、科尼等国内外知名卡客车、工程机械、农业机械制造商。结算模式方面，公司替换市场与各代理商主要采取电汇或银行承兑汇

票的结算方式，账期一般不超过 60 天；配套市场主要结算方式为银行承兑汇票，账期一般为 90~120 天。

近年来公司国内轮胎销量及销售收入保持增长态势。其中，2019 年受宏观经济增速放缓影响，国内市场供需矛盾突出，需求结构从增量进一步向存量转变，公司配套市场销量及销售收入有所下滑，通过重点拓展替换市场带动国内销售收入增长。2020 年上半年新冠疫情对国内配套及替换市场均造成较大冲击，下半年受益于国内疫情常态化防控、生产快速恢复，加之国 III 汽车淘汰、治超加严以及基建投资加大等因素共同影响，商用车配套市场需求增加带动公司内销收入同比增长。

海外销售方面，公司在国外的 100 多个国家和地区设有代理（或经销）机构，近年来出口收入比重约为 25%~30%。2019 年受北美、欧盟、巴西、印度和埃及等国针对中国轮胎的贸易壁垒和贸易摩擦影响，公司轮胎产品出口受阻，当年出口销售量和收入下滑。2020 年公司积极应对疫情对销售的不利影响，利用跨境电商、在线广交会（中国进出口商品交易会）、云上筑交会（贵阳进出口商品网络交易会）跨境直播等方式开发新客户，并与徐工集团、中国重汽等国内主机企业抱团出海，实现海外销售网络互补，当年出口销售额有所回升。未来随着越南基地产能的陆续释放，海外订单增加或将带动出口收入进一步提升。

表 9：公司产品分市场销售情况（万条、亿元）

销量	2018	2019	2020	2021.1~9
内销	408.62	488.48	518.49	390.57
替换市场	299.42	390.39	376.18	274.52
配套市场	109.20	98.09	142.31	116.05
出口	153.88	118.27	145.98	100.78
合计	562.50	606.75	664.47	491.35
销售收入	2018	2019	2020	2021.1~9
内销	43.75	52.00	53.58	40.31
替换市场	32.33	41.38	34.96	28.39
配套市场	11.42	10.62	18.62	11.92
出口	13.52	11.72	13.58	12.65
合计	57.27	63.72	67.16	52.96

资料来源：公司提供

从不同轮胎种类的销售情况看，公司坚持全钢胎和斜交胎“两手抓，两手硬”的销售方针策略，近年来销量均呈逐年增长态势，业务规模不断扩大。价格方面，公司产品品种较多且不同型号产品因重量不同而单条销售价格差距较大，近年来受原材料价格及产品结构变化影响，全钢胎和斜交胎销售均价有所波动。

表 10：公司分产品销售情况（单位：万条、元/条）

销量	2018	2019	2020	2021.1-9
全钢胎	377.37	403.64	441.13	327.10
斜交胎	185.13	203.11	223.44	194.10
合计	562.50	606.75	664.57	521.20
销售均价	2018	2019	2020	2021.1-9
全钢胎	1,076.63	1,148.51	1,106.21	1,157.26
斜交胎	899.16	855.06	821.59	778.14

注：公司将斜交胎和特种胎合并统计

资料来源：公司提供

表 11：截至 2021 年 9 月末公司在建和拟建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2021 年 10-12 月计划投资	2022 年投资计划
扎佐全钢三期工程	15.45	13.45	2.00	-
越南一期项目	14.76	8.42	0.60	5.74
高新区研发中心、办公大楼	1.50	0.53	0.05	0.92
合计	31.71	22.40	2.65	6.66
拟建项目名称	计划总投资	2021 年 10-12 月计划投资	2022 年计划投资	
炭黑研发项目	1.14	0.78	0.36	
再生胶项目	0.39	0.39	-	
中小型工程胎三期、四期	1.32	1.32	-	
合计	2.85	2.49	0.36	

资料来源：公司提供

法人治理结构完善，生产安全和财务管理体系较为健全

公司形成了以股东大会为权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构、经营管理层为执行机构，各司其职、各尽其责、相互协调、相互制衡的法人治理结构，并且设立了财务部、生产部、设备资产工程中心、安环处、技术改造部、战略发展研究室等职能部门，法人治理结构较为完善。

公司在资金管理、关联交易、重大投资、对外担保、安全环保和质量管理方面已建立起较为全面且基本契合公司运营和管理现状的管理体系，能够

战略规划及管理

未来公司将全面提升轮胎制造业务竞争力，加快扎佐、越南双基地建设，投资规模较大

公司未来将持续强化“一转一降一调一补一建”（即向海外转移产能、全方位降低成本、调整产销结构、全面补效率和管理短板、建设美丽贵轮）措施力度，加快扎佐三期和越南一期项目进度，积极、审慎规划后续新项目，持续、全面提升产品、成本和服务三大竞争力，推动转型升级并实现国际化、智能化、绿色化高质量发展。截至 2021 年 9 月末，公司在建项目计划总投资额 31.71 亿元，尚需投入 9.31 亿元；拟建项目计划总投资额 2.85 亿元，若考虑扎佐 4 期项目和越南 2 期项目，公司未来资本支出金额较大，中诚信国际将对相关项目资金筹措、建设进度、产能释放及收益情况保持关注。

保障业务运营效率、管理合法合规以及资产安全。公司实行资金集中管理，由资金管理处负责对各子公司资金进行归集，下属公司需每月向资金管理处上报资金使用计划。

财务分析

以下分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年财务报告以及未经审计的 2021 年三季度财务报表。财务数据均为财务报告期末数。中诚信国际在分析时将公司计入“长期应付款”的融资租赁款调整至长期债务。

盈利能力

公司营业毛利率随原材料价格波动而有所波动，2020 年获得资产处置收益对净利润形成有力补充

2019 年公司轮胎销售均价小幅上升，加之 2018~2020 年原材料采购价格整体呈下降趋势，上述因素导致轮胎业务毛利率逐年上升并带动营业毛利率提升；2021 年前三季度原材料采购价格由低位反弹导致营业毛利率有所回落。

表 12：近年来公司分板块毛利率构成（%）

毛利率	2018	2019	2020	2021.1-9
轮胎业务	17.61	19.83	23.40	15.60
混炼胶及其他	-3.76	11.94	7.89	-1.51
营业毛利率	15.17	20.13	23.63	15.96

资料来源：公司提供

近年来公司销售费用有所波动，其中 2020 年由于使用新收入准则，产品的运费调整至营业成本导致销售费用大幅下降；实施股权激励以及员工工资、奖金增加使得管理费用逐年增长；财务费用保持相对稳定。近年来期间费用率随收入变化而有所波动。

受益于轮胎业务毛利率的提升，公司经营性业务利润不断提高。投资收益来自于贵阳农村商业银行股份有限公司（以下简称“贵阳农商行”）、贵州银行股份有限公司（以下简称“贵州银行”）及贵阳银行股份有限公司（以下简称“贵阳银行”）⁷的分红。此外，由于房屋搬迁，2020 年公司获得资产处置收益 6.91 亿元，对净利润形成有力补充，EBITDA 利润率及总资产收益率亦明显提升。2021 年前三季度原材料价格上涨对公司利润水平产生一定影响，净利润同比下降 39.17%。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-9
销售费用	3.27	3.80	2.24	1.76
管理费用	4.37	5.03	5.98	3.98
财务费用	1.14	1.04	1.11	0.09
期间费用合计	8.79	9.87	9.33	5.83
期间费用率	12.88	15.28	13.70	10.81
经营性业务利润	1.38	2.37	6.41	2.65

⁷ 截至 2020 年末，公司分别持有贵阳农商行、贵州银行、贵阳银行

资产处置收益	0.0001	-	6.91	-
资产减值损失	0.57	0.59	-0.06	0.08
投资收益	0.23	0.02	0.15	0.13
利润总额	1.07	1.50	13.28	2.65
净利润	0.88	1.35	11.38	2.47
EBIT	2.70	2.95	14.49	--
EBITDA	6.22	6.57	17.63	--
EBITDA 利润率	9.11	10.18	25.89	--
总资产收益率	2.67	2.81	13.15	--

注：中诚信国际分析时将“研发费用”记入“管理费用”，将“信用减值损失”记入“资产减值损失”。因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司总资产随双基地持续建设而提升，所有者权益随利润积累以及 2021 年非公开发行募集资金不断增长，偿债力度加大令财务杠杆水平逐年下降，但以短期债务为主的债务结构有待优化

公司流动资产与非流动资产较为均衡，其中 2019 年以来随着双基地的持续建设，在建工程增加带动总资产不断提升。2019 年公司依据新金融工具准则将其持有的贵阳银行、贵阳农商行及贵州银行股份有限公司按公允价值重新计量并重分类至其他权益工具投资科目，受益于贵州银行在港交所上市令其公允价值上升，当年末该科目有所提升。同期末固定资产有所下降，主要系老厂搬迁所致。流动资产方面，公司货币资金较为充裕，主要为银行存款，但部分因作为承兑汇票及信用证保证金而受到限制，2021 年 9 月末受限部分比例为 16.34%。2019 年缩减转口贸易业务及轮胎业务销售回款催收工作加强令年末应收票据与应收账款规模同比下降。近年来存货保持相对稳定，主要为库存商品。

公司总负债主要为有息债务和应付账款，近年来随着债务偿还力度加大而有所下降。债务结构方面，2020 年公司增加长期项目贷款以改善债务结构，但截至 2021 年 9 月末短期债务占比仍较高，债务结构有待进一步改善。应付账款主要为应付原材料采购款，随着业务规模扩大而逐年提升。

近年来受益于各期利润积累以及 2021 年非公

8.82%、0.38%、2.06%的股份。

开发行募集资金 9.84 亿元，公司所有者权益不断提升，财务杠杆水平逐年下降。2018 年公司未分红，2019~2020 年分别现金分红 0.32 亿元和 1.43 亿元。

表 14：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-9
货币资金	16.89	21.69	19.05	19.09
应收票据	17.74	13.77	13.38	14.18
应收账款	8.90	7.53	7.29	9.59
存货	7.98	6.89	6.28	7.74
可供出售金融资产	5.73	-	-	-
其他权益工具投资	-	7.87	8.65	7.65
在建工程	1.74	2.08	9.15	12.87
固定资产	38.12	33.05	37.63	38.14
总资产	104.81	105.21	115.16	125.47
应付票据	18.20	16.11	19.54	20.96
短期债务	50.67	50.79	37.12	37.44
总债务	58.55	51.07	44.82	44.97
短期债务/总债务	86.54	99.47	82.83	83.27
应付账款	9.23	10.16	13.25	14.12
总负债	70.66	67.97	66.34	66.67
实收资本	7.75	7.75	7.98	9.56
资本公积	18.35	18.35	18.82	27.14
所有者权益合计	34.15	37.24	48.82	58.79
资产负债率	67.42	64.61	57.61	53.14

注：中诚信国际分析时将“合同资产”记入“存货”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2018~2020 年经营获现能力较强，加大偿债力度令偿债指标不断优化；2021 年前三季度经营获现水平随原材料价格回升而有所下降，需关注投融资匹配情况对总债务规模及偿债压力的影响

2019 年公司停止转口贸易业务并加强轮胎业务应收账款催收，加之原材料采购价格下降以及部分应付原材料采购款尚未到期支付，经营获现水平大幅提升；2020 年收入规模扩大及原材料价格进一步下降使得经营获现保持在较好水平；2021 年前三季度原材料价格回升令经营活动净现金流同比下降 71.53%。2019 年公司收回结构性存款使得当年投资活动现金净流入，2020 年以来在建项目持续投入令投资活动现金呈净流出状态。2019~2020 年公司加大偿债力度使得筹资活动现金净流出，2021 年前三季度非公开发行令筹资活动现金转为净流入状态。

受益于债务负担的减轻、盈利及获现水平的提升，近年来公司各项偿债指标不断优化。不过根据公司投资计划，未来其仍有较大规模的资本支出，需关注投融资匹配情况对总债务规模及偿债压力的影响。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.9
经营活动净现金流	7.33	17.52	16.59	4.13
投资活动净现金流	-6.54	0.65	-3.54	-10.57
筹资活动净现金流	-0.56	-13.04	-10.77	6.22
总债务/EBITDA	9.42	7.77	2.54	--
EBITDA 利息保障倍数	3.80	4.55	14.25	--
经营活动净现金流/总债务	0.13	0.34	0.37	0.12*
经营活动现金利息保障倍数	4.49	12.14	13.41	

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

股权融资渠道畅通，具备一定的备用流动性，能够对整体偿债能力提供支持

截至 2021 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 101.13 亿元，其中未使用额度为 57.57 亿元，具备一定的备用流动性；同时，公司为 A 股上市企业，融资渠道通畅。

截至 2021 年 9 月末，公司受限资产合计为 21.41 亿元，占当期末总资产的 17.06%，包括受限货币资金 3.12 亿元、应收票据 8.61 亿元和固定资产 9.68 亿元，降低了该部分资产的流动性。

截至 2021 年 9 月末，公司无对外担保情况。未决诉讼方面，进出口公司因支付货款事项起诉普惠国际贸易（香港）有限公司（以下简称“第一被告”）、重庆化工有限公司（以下简称“第二被告”），重庆市第一中级人民法院已判决第一被告向进出口公司支付货款 0.52 亿元及相应利息，第二被告承担连带清偿责任。

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，2018~2021 年 10 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

控股股东为国有独资企业及贵阳市重要的工业投融资平台之一，作为其旗下实体经济重要载体，公司在资源调配、业务拓展等方面可获得一定外部支持

贵阳工商投为贵阳市国资委下属独资企业及贵阳市重要的投融资平台之一。截至 2021 年 9 月末，贵阳工商投总资产为 373.03 亿元，2020 年实现营业收入 79.31 亿元，净利润 2.34 亿元。公司为贵阳工商投实体经济的重要载体之一，亦是其重要的营收规模支撑和利润支撑，贵阳工商投对公司的支持意愿很强，2021 年公司非公开发行股票其认购比例为 43.50%。此外，实际控制人贵阳市国资委在协调政府、调配资源及业务拓展等方面能够给予公司较大支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定贵州轮胎股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“贵州轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于贵州轮胎股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

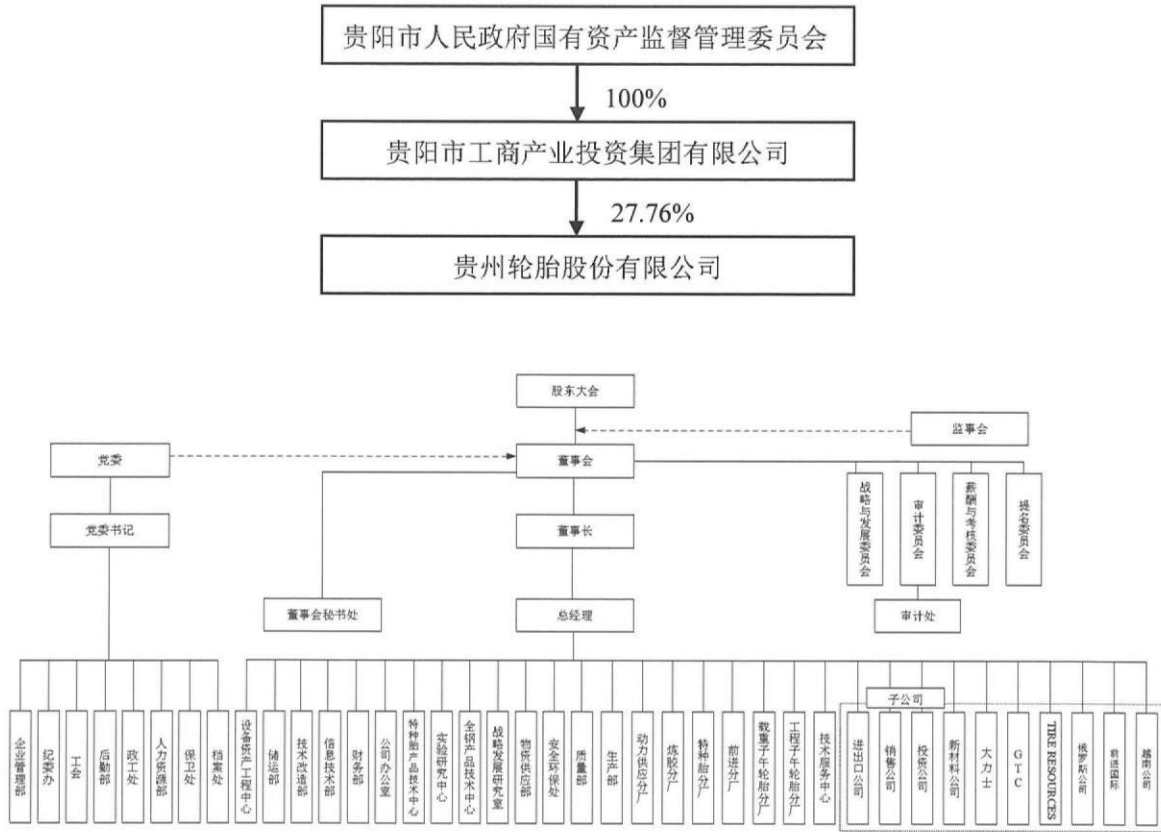
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可转换公司债券的特殊发行事项，包括但不限于是否触发发行人赎回选择权及其是否行使赎回选择权，是否触发可转债持有人回售选择权及其是否行使回售选择权，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：贵州轮胎股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：贵州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）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	168,931.07	216,851.76	190,476.96	190,867.59
应收账款净额	89,007.16	75,315.67	72,894.66	95,866.17
其他应收款	8,005.78	5,717.70	7,972.62	5,247.92
存货净额	79,779.47	68,911.94	62,756.07	77,430.93
长期投资	57,340.74	78,725.43	86,533.88	76,470.89
固定资产	381,245.37	330,502.85	376,278.97	381,383.01
在建工程	17,384.41	20,817.50	91,499.98	128,652.85
无形资产	28,962.28	22,366.07	23,735.30	25,854.55
总资产	1,048,130.54	1,052,102.92	1,151,622.80	1,254,675.55
其他应付款	3,784.26	4,161.77	8,484.30	7,001.22
短期债务	506,719.75	507,931.75	371,241.31	374,445.24
长期债务	78,801.77	2,721.02	76,980.55	75,220.41
总债务	585,521.51	510,652.76	448,221.86	449,665.65
净债务	416,590.45	293,801.01	257,744.90	258,798.06
总负债	706,605.05	679,743.75	663,410.24	666,740.79
费用化利息支出	16,343.05	14,430.00	12,068.70	--
资本化利息支出	-	-	301.33	--
所有者权益合计	341,525.49	372,359.17	488,212.56	587,934.76
营业总收入	682,532.49	645,833.79	680,872.95	539,385.69
经营性业务利润	13,771.35	23,709.94	64,074.85	26,509.87
投资收益	2,278.42	234.00	1,453.00	1,260.33
净利润	8,817.31	13,544.25	113,846.92	24,699.97
EBIT	27,000.84	29,461.85	144,914.17	--
EBITDA	62,181.17	65,716.84	176,291.73	--
经营活动产生现金净流量	73,320.38	175,189.19	165,935.77	41,311.00
投资活动产生现金净流量	-65,372.80	6,464.22	-35,350.16	-105,674.30
筹资活动产生现金净流量	-5,598.48	-130,375.11	-107,705.46	62,206.57
资本支出	30,792.38	40,670.51	83,524.97	108,025.61

财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	15.17	20.13	23.63	15.96
期间费用率(%)	12.88	15.28	13.70	10.81
EBITDA 利润率(%)	9.11	10.18	25.89	--
总资产收益率(%)	2.67	2.81	13.15	--
净资产收益率(%)	2.61	3.79	26.46	6.12
流动比率(X)	0.85	0.83	0.89	1.00
速动比率(X)	0.72	0.73	0.78	0.87
存货周转率(X)	7.89	6.94	7.90	8.62*
应收账款周转率(X)	6.71	7.86	9.19	8.52*
资产负债率(%)	67.42	64.61	57.61	53.14
总资本化比率(%)	63.16	57.83	47.86	43.34
短期债务/总债务(%)	86.54	99.47	82.83	83.27
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.34	0.37	0.12*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	0.34	0.45	0.15*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.49	12.14	13.41	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	9.87	31.14	33.51	--
总债务/EBITDA(X)	9.42	7.77	2.54	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.13	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.80	4.55	14.25	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.65	2.04	11.71	--

注：1、2021 年三季度未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”的融资租赁款调整至长期债务；3、将研发费用计入管理费用；4、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/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
	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+租赁负债+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
现金流	EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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）
	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：信用等级的符号及定义

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。