



信用等级通知书

信评委函字[2015] 326号

青岛双星股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“青岛双星股份有限公司2015年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

信用评级委员会

二零一五年十一月九日

青岛双星股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	青岛双星股份有限公司
发行规模	不超过人民币 6 亿元
债券期限	不超过 5 年
债券利率	票面利率将根据市场询价结果,由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定。
付息方式	按年付息,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

青岛双星	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益(亿元)	15.36	15.59	25.03	25.64
总资产(亿元)	48.39	49.01	50.51	63.22
总债务(亿元)	19.06	20.79	14.58	27.31
营业总收入(亿元)	59.09	52.72	39.78	21.60
营业毛利率(%)	8.57	9.63	14.08	16.45
EBITDA(亿元)	3.95	3.78	3.84	2.29
所有者权益收益率(%)	1.37	1.77	2.32	1.99
资产负债率(%)	68.26	68.19	50.45	59.45
总债务/EBITDA(X)	4.83	5.50	3.80	8.96
EBITDA 利息倍数(X)	3.63	4.01	4.40	4.21

注: 1、所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益。
2、2015 年前三季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“青岛双星股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA**, 该级别反映了本期债券的信用质量很高, 信用风险很低。

中诚信证评评定青岛双星股份有限公司(以下简称“青岛双星”或“公司”)主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定, 该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响较小, 违约风险很低。中诚信证评肯定了公司产品品牌知名度和认可度高; 研发设计能力突出; 自有资本不断增强等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时, 中诚信证评也关注到轮胎销售量价齐跌, 轮胎替换市场竞争加剧, 公司面临一定的产能释放压力; 原材料价格波动等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 品牌知名度和产品认可度高。双星品牌是全国驰名商标和著名民族品牌, 公司作为全球知名的轮胎制造企业之一, 在轮胎制造行业经验丰富, 核心产品技术水平领先, 在轮胎制造业中具有很高的认可度。同时较好的质量口碑也进一步加强了公司具有竞争力的品牌优势。
- 研发设计能力突出。公司多年的技术沉淀及完善的科技研发体系使得其研发设计能力处于行业领先水平, 公司不断推出了适合市场、领先行业水平的品牌, 其中公司研发了国内首款“双超”驱动胎—双星“超宽、超低断面 445/50R22.5 规格驱动胎, 通过美国环保署(EPA) SmartWay 认证, 为国内首款通过该认证的超宽驱动花纹轮胎, 使得双星轮胎技术已迈向国际先进水平。
- 自有资本实力不断增强, 刚性债务压力小。随着非公开发行募集资金的到位, 2014 年公司资

分 析 师

高玉薇 w.gao@ccxr.com.cn

邹超 ch.zou@ccxr.com.cn

赵敏 m.zhao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年11月9日

本结构得到改善，截至 2014 年 12 月 31 日，公司付息债务为 14.58 亿元，公司资产负债率和总资本化比率分别下降至 50.45% 和 36.80%。

关 注

- 轮胎销售量价齐跌，轮胎替换市场竞争加剧，面临一定的产能释放压力。2014 年轮胎内销市场需求萎缩，出口环境恶化，公司轮胎销售量价齐跌，销售量同比下滑 13.24%，营业收入同比下降 24.66。轮胎市场供大于求的局面短期难以改变，随着越来越多的厂商加入到轮胎替换市场的竞争，公司竞争状况将日趋激烈，新建项目投产后可能面临一定的产能释放压力。
- 原材料价格波动。橡胶价格变动对公司产品定价、成本控制和盈利均具有较大影响，天然橡胶和合成橡胶价格变动较为频繁，且影响因素较多，需关注原材料价格波动对公司经营造成的不利影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

青岛双星股份有限公司（以下简称“青岛双星”或“公司”）是经青岛市人民政府青政字[1995]64号文批准，由双星集团有限责任公司作为独家发起人，以募集方式设立的股份有限公司。

经中国证券监督管理委员会证监发审字[1996]22号文批准，公司于1996年4月10日首次向社会公众发行人民币普通股，并于1996年4月30日在深圳证券交易所挂牌上市交易。2001年度，经中国证券监督管理委员会证监公司字[2001]50号文批准，公司以定向发行普通股方式吸收合并青岛华青工业集团股份有限公司。经过多次送股、配股、转股、非公开发行等事项，截至2015年9月30日，公司总股本为67,458万股，双星集团有限责任公司持股22.71%，为公司第一大股东。公司的实际控制人为青岛市人民政府国有资产监督管理委员会。

公司主营业务为：橡胶轮胎、机械的制造、销售。公司的主要产品有轮胎、橡塑机械、铸造机械。2014年公司生产轮胎754万条，销售轮胎750万条。

截至2014年12月31日，公司总资产为50.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为25.03亿元，资产负债率为50.45%；2014年度，公司实现营业收入39.78亿元，净利润0.58亿元，经营活动净现金流5.55亿元。

截至2015年9月30日，公司总资产为63.22亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为25.64亿元，资产负债率为59.45%；2015年1~9月，公司实现营业收入21.60亿元，净利润0.38亿元。

本期债券概况

表 1：本次公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	青岛双星股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券
发行总额	不超过人民币 6 亿元
债券期限	不超过 5 年期
票面金额和发行价格	每张面值 100 元人民币，按面值发行
债券利率	票面利率将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定。
付息方式	按年付息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	拟用于调整公司债务结构、补充公司营运资金

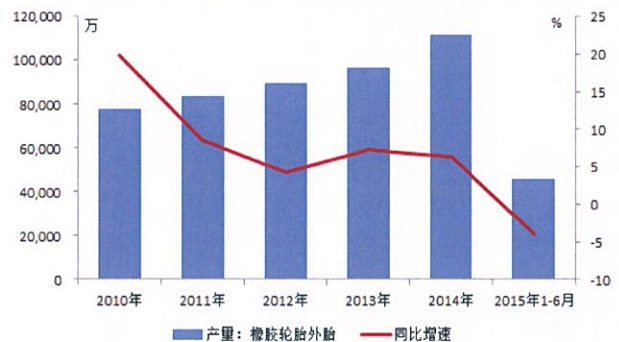
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

轮胎行业概况

2009~2010年，受益于中国经济快速增长、高速公路通车里程激增以及汽车工业、机械工业的发展，中国轮胎行业总体保持快速发展态势。2011年以来，因宏观经济政策调整影响显现，汽车行业产销增幅回落，轮胎配套市场需求下降，2012~2014年，我国橡胶轮胎外胎产量分别为8.92亿条、9.65亿条和11.14亿条，同比增速分别为4.25%、7.18%和6.25%，处于较低增速水平。2015年1~6月，我国橡胶轮胎外胎产量为4.55亿条，同比下降3.93%。

图 1：2010~2015.3 全国轮胎产量及增长率



资料来源：国家统计局、中诚信证评整理

中国的轮胎行业已完全对外资、民营企业放开，属于充分竞争的橡胶加工行业。从竞争格局来看，跨国大型轮胎企业凭借资金及技术优势，在轿车、轻卡子午胎及高档子午胎市场中占据了领先地位。目前国内轮胎企业分为三大梯队。第一梯队以米其林、普利司通、固特异等为代表，其优势在于高档轿车、轻卡等子午胎市场；第二梯队以韩泰、

锦湖、佳通等为代表，其优势在于中档的轿车、轻卡子午胎市场；第三梯队为国内企业，仅在载重子午胎及斜交胎市场占有率较高。与国外先进轮胎企业比，我国轮胎企业整体技术水平偏低、产品同质化严重，且产品主要集中于中低端市场。

目前，国内轮胎生产企业达 400 家左右，行业集中度低于全球水平，存在产能结构性过剩的问题。近年来中国汽车工业的快速增长及其巨大容量使得全球各大轮胎制造厂商大力拓展在华业务，国内企业也加紧产能扩张。2011~2013 年，国内轮胎外胎新增产能分别为 9,744 万条/年、12,562 万条/年和 9,117.70 万条/年。未来新增产能的逐步释放将使得轮胎行业结构性产能过剩的问题更为突出，市场竞争将更趋激烈。目前，我国轮胎企业平均开机率在 80%左右，大多中小轮胎企业开机率在 70%以下。

针对轮胎产业落后产能较多，低水平重复建设现象严重等问题，国家出台了一系列政策，促进落后产能淘汰和产业结构升级。上述政策一方面提高了轮胎行业的准入门槛，对新建项目的规模提出明确要求；另一方面鼓励发展安全、节能、环保的高性能子午线轮胎，对轮胎子午化率提出了目标要求，并提倡发展绿色轮胎。

表 2：近年轮胎产业政策

时间	政策	主要内容
2009.5	《石化产业调整和振兴规划》	要求加快淘汰落后产能，支持合并重组
2010.10	《轮胎产业政策》	新建全钢胎、半钢胎项目产能应分别达到 120 万、600 万条以上，2009~2011 年不再新建、扩建轮胎项目
2011.7	《橡胶行业“十二五”发展规划指导意见》	建议制定落后产能的退出政策。在“十二五”末形成一两家进入世界前十的企业，国内前十的份额超过 50%
2014.2	《绿色轮胎技术规范》	为实施绿色轮胎标签化提供技术标准，对原材料、生产过程、产品性能进行明确规定
2014.9	《轮胎行业准入条件》	该准入条件涉及汽车轮胎（不含斜交胎）和工程机械轮胎，对企业布局，工艺、质量和装备，能源和资源消耗，环境保护，安全生产和职业卫生等方面提出了具体要求

资料来源：中诚信证评整理

出口方面，2011~2013 年我国轮胎出口数量分

别为 3.97 亿条、4.13 亿条和 4.40 亿条，主要出口国家为美国和欧盟等。我国轮胎行业对出口依赖度较大，但近年来面临的贸易摩擦不断，给国内轮胎企业出口带来一定负面影响。

贸易摩擦方面，2009 年 9 月，美国决定对中国轮胎特保案实施限制关税，对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征 55%、45%和 35%的从价特别关税。2014 年 6 月，美国钢铁工业联合会对中国出口的乘用车及轻卡轮胎启动“双反”调查。2015 年 1 月，美国商务部发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销初裁结果，认定中国输美有关轮胎存在倾销行为，同时美国商务部公布了倾销及补贴合并有效初裁税率。6 月 12 日美国商务部宣布终裁结果，认定从中国进口的乘用车和轻型卡车轮胎存在倾销和补贴行为。根据美国贸易救济政策程序，除美国商务部外，在正式征收“双反”关税之前还需美国国际贸易委员会作出终裁。7 月 14 日美国国际贸易委员会公布了对原产于中国的乘用车和轻型卡车轮胎反倾销反补贴调查损害终裁的结果，裁定中国输美产品对美国内产业造成实质性损害。美国国际贸易委员会于 7 月 27 日公布了裁决报告。美商务部于 8 月 5 日发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销及反补贴税令，以及修改后的倾销及补贴税率。

总体看，近年来我国轮胎行业持续发展，但增速有所趋缓。产能的快速扩张使得我国轮胎行业结构性产能过剩问题更为突出，市场竞争更趋激烈，而贸易摩擦不断亦向国内轮胎企业提出更大的挑战。

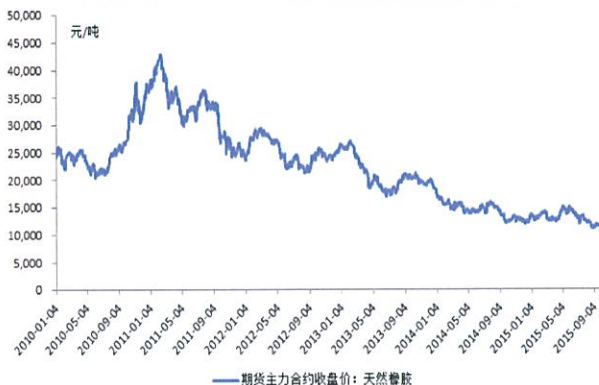
原材料供应

轮胎主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑、帘布等，原材料成本约占产品总成本的 80%，而原材料成本中天然橡胶与合成橡胶分别占比约 40%和 20%，因此天然橡胶与合成橡胶价格的波动对轮胎行业的生产经营会产生重大影响。

天然橡胶方面，近年来我国轮胎行业产能的急速扩张导致原材料需求大幅增长，而国内天然橡胶资源严重不足，对外依存度较高。2013 年我国天然橡胶产量为 86 万吨，消费量达 421 万吨，自给率仅为 20%左右。全球天然橡胶主要产区集中在东南

亚地区，其产量占世界的 93%，其中泰国、印尼、马来西亚、越南为天然橡胶的主要生产国，且 80% 以上用于出口。2005~2008 年，东南亚主要生产国大幅增加天然橡胶的种植面积，橡胶树一般成熟期为 6~7 年，从 2011 年开始相继进入开割期，而全球经济增速开始放缓，天然橡胶出现供应过剩，价格持续下滑。2012~2014 年底，我国天然橡胶期货收盘价（连续）分别为 2.58 万元/吨、1.75 万元/吨和 1.36 万元/吨；截至 2015 年 6 月底，我国天然橡胶价格为 1.25 万元/吨。

图 2：2010~2015.9 我国天然橡胶价格情况



资料来源：上海期货交易所，中诚信证评整理

合成橡胶方面，轮胎生产用的合成橡胶主要包括顺丁橡胶和丁苯橡胶等，其原材料是石化产品，成本受原油价格的影响较大；同时，作为天然橡胶同类产品，其价格走势基本和天然橡胶价格一致。我国合成橡胶自给率相对较高，主要由中石油和中石化的下属子公司供应。受天然橡胶价格持续下跌、国内合成橡胶产能供应相对过剩影响，我国合成橡胶价格呈下降趋势。以华南地区为例，2014 年底顺丁橡胶和丁苯橡胶的市场价分别为 0.975 万元/吨和 1.005 万元/吨。截至 2015 年 4 月底，顺丁橡胶和丁苯橡胶价格为 1.105 万元/吨和 1.093 万元/吨，仍处于较低水平。近期国际原油价格的持续低迷将使合成橡胶价格继续承压。

政策方面，2014 年 12 月，国务院关税税则委员会发布《关于 2015 年关税实施方案的通知》，自 2015 年 1 月 1 日起，将适当提高天然橡胶等商品的暂定税率水平，其中技术分类天然橡胶在 20% 从价税或 1500 元/吨从量税中从低计征关税（2014 年关税标准为 20% 从价税或 1200 元/吨从量税）。天然橡胶进口需缴纳关税，而复合橡胶于 2009 年开始实

现零关税，复合橡胶在替代天然橡胶方面有一定的价格优势，受到轮胎企业的青睐。目前进口复合橡胶生胶率高达 95% 以上。2014 年 12 月 31 日，国家质检总局、国家标准化管理委员会以 2014 年第 33 号公告正式发布了复合橡胶国家推荐性标准《复合橡胶通用技术规范》，该标准于 2015 年 7 月 1 日正式实施，规定复合橡胶中生橡胶含量不超过 88%。在新标准实施后，部分国内轮胎企业或将转而全部进口天然橡胶，关税成本将有所上升，中诚信证评关注复合橡胶新标准实施的进展。

总体看，近年来天然橡胶和合成橡胶价格持续下滑，考虑到其供应仍相对过剩，未来天然橡胶和合成橡胶价格或将继续承压，有利于轮胎企业的成本控制。然而复合橡胶标准调整的实施、天然橡胶进口关税税率的提高，均将对轮胎企业的成本控制带来一定影响。中诚信证评将持续关注未来橡胶价格的走势对轮胎行业的盈利水平产生的影响。

市场需求

汽车是轮胎消费的主要来源，汽车行业的发展直接影响到轮胎行业。在经过 2011 年、2012 年连续两年的个位数增长后，2013 年我国汽车行业重新实现两位数增长，全年汽车产销量双双突破两千万辆。2014 年，我国汽车行业产销量分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.30% 和 6.90%，增速有所下滑。

重卡行业作为汽车行业的子行业之一，广泛服务于公路货运、工程建设、能源、矿山、林业和建筑等行业及国防事业。我国重卡销量在最近几年出现了较大的波动。2013 年，我国重卡市场出现恢复性增长，全年共实现销量 77.41 万辆，同比增长 21.70%。2014 年，随着重卡提前购买需求释放殆尽以及经济增长的放缓，重卡销量增长逐月趋弱，全年销量同比下滑 3.9%，累计销售 74.26 万辆。

图 3：近年来我国汽车产量及增速



资料来源：中国汽车工业信息网，中证评整理

工程机械行业是专用设备制造业的重要组成部分，我国目前已基本形成包括挖掘机械、混凝土机械、路面机械、桩工机械等产品在内的完整体系。2014年，受国内需求增长放缓、存量设备利用率不足的影响，主要工程机械产品销量同比有所下滑：我国液压挖掘机累计销量 90,507 台，同比下降 19.48%；起重机累计销量 14,096 台，同比下降 21.201%；装载机累计销量 150,614 台，同比下降 17.02%。2015 年 1~3 月，主要工程机械产品销量继续下滑，且下降幅度有所扩大，部分企业出现亏损，经营压力增大。

总体看，汽车行业、工程机械行业的发展为轮胎行业的发展提供了需求支撑，为汽车轮胎的产销奠定了基础。但中诚信证评也注意到，2014 年以来，我国汽车行业增速下滑，工程机械行业下行幅度较大，将对轮胎的需求造成一定不利影响，轮胎行业将面临更大的产能消化压力。

行业关注

我国轮胎行业面临结构性产能过剩、贸易摩擦加剧等问题。

我国轮胎行业经历 10 多年的高速发展尤其是近两年投资井喷后，无论是轿车胎还是载重胎都出现较为严重的结构性过剩，即中低档同质化轮胎过剩，而高低端及绿色轮胎仍有缺口。据中国橡胶工业协会预测，2015 年轮胎领域内仅新增产能达 1.2 亿条，产能过剩率达 10%-15%。

轮胎行业面对的贸易壁垒问题增多，美商务部于 8 月 5 日发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销及反补贴税令，以及修改后的倾销及补贴税率。在世界经济增长乏力、贸易保护主义抬头的情况下，中国

轮胎业在海外市场也面临着日趋激烈的市场竞争，美国、欧盟、巴西、印度等国家和地区先后向中国轮胎行业发起多次反补贴、反倾销调查。这些因素将给国内轮胎企业出口带来一定负面影响。

近年来橡胶价格呈波动下滑态势

天然橡胶和合成橡胶是轮胎生产的主要原材料，橡胶价格的波动与公司的生产成本呈较强的正相关性，且轮胎产品价格的波动一般滞后于橡胶价格的波动。天然橡胶是重要的战略物资和工业原料，作为大宗商品，其价格受宏观经济、供需状况、天气变化等诸多因素影响。至 2015 年 6 月底，我国天然橡胶价格为 1.25 万元/吨，已接近 2008 年金融危机时的低位，如今后随着国内外经济发展环境的改善等因素影响，天然橡胶价格快速上涨，会对轮胎行业的盈利产生不利影响。

竞争优势

悠久的历史，较好的品牌影响力

双星是著名的民族品牌，公司作为全球知名的轮胎制造企业之一，在坚持双星品牌已有的良好形象的同时，通过对符合轮胎发展规律的技术升级和产品结构调整，开发高品质的差异化产品，满足客户需求，不断提升公司与品牌价值。公司不断完善全方位销售网络，健全质量管理体系，使双星成为服务的代名词，通过服务，提升公司品牌价值。同时，强化以具体产品与企业形象为主要推广内容的新品牌推广思路，努力以较小成本，最大化的实现公司品牌内在价值。

领先的技术优势，突出的行业地位

2013 年 12 月份，公司投资 35 亿元，启动位于青岛市董家口经济区建设集绿色轮胎智能化生产、自动化轮胎生产设备制造于一体的绿色轮胎智能化生产示范基地，实现绿色、环保、效率、能耗等方面的全球领先。绿色轮胎运用特殊的硅土混合技术、结构设计技术和生产技术，在不损失轮胎基本安全性能的情况下，可以使滚动阻力比普通轮胎下降 20%，减少油耗 5% 以上，有效降低汽车燃油消耗，增强燃料使用效率，降低二氧化碳排放的环保型轮胎。另外，公司拥有国家级质量检测中心，是

中国一汽、中国重汽等十几家国内著名汽车厂家的主要供应商；产品出口欧美、非洲、东南亚、中东等 140 多个国家，是中国同行业获准进入国际市场范围最大的企业之一。

业务运营

公司 1996 年上市之初主要从事冷粘鞋类业务的生产经营。2000 年 2 月，公司利用 1997 年第一次配股募集资金 5,936 万元增资华青轮胎，增资完成后，公司持有华青轮胎 70% 的股权，由此进入轮胎生产领域。2001 年 8 月，公司通过定向发行股票吸收合并华青股份，公司由此开展橡胶轮胎、铸造机械、橡塑机械及绣品的生产经营等。2007 年，为集中精力发展轮胎业务，公司将鞋类业务生产资产全部转让给青岛双星名人实业股份有限公司，公司

不再经营鞋类业务。2014 年 3 月，双星绿色轮胎智能化生产示范基地和绿色轮胎智能设备生产基地在董家口奠基建设，项目总投资 35 亿元，预计到 2017 年底项目竣工，项目建设规模为年产绿色全钢子午胎 500 万套、绿色半钢子午胎 1,000 万套、自动化橡塑机械 1,300 台、自动化铸造机械 600 台。项目建成达产后，公司主营业务生产规模及效益将有较大幅度增长和提高。

目前，公司的主营业务为轮胎、机械等产品的生产及销售。2012~2015 年 9 月，公司分别实现主营业务收入 58.41 亿元、51.72 亿元、39.14 亿元和 21.08 亿元，其中轮胎业务为公司最主要的收入来源，2012~2015 年 9 月占主营业务收入比重分别达 92.41%、92.22%、91.81% 和 92.36%。

表 3：2012~2015 年 9 月公司主营业务收入构成情况

单位：万元

业务名称	2012		2013		2014		2015.Q3	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
轮胎	539,808.82	92.41%	476,961.49	92.22%	359,351.04	91.81%	194,728.32	92.36%
橡塑机械	24,407.98	4.18%	23,972.39	4.63%	22,253.58	5.69%	11,800.00	5.60%
铸造机械	19,253.60	3.30%	16,246.14	3.14%	9,790.46	2.50%	4,300.00	2.04%
其他	645.51	0.11%	25.86	0.01%	-	-	-	-
合计	584,115.91	100.00%	517,205.87	100.00%	391,395.08	100.00%	210,828.32	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

轮胎业务

公司的轮胎产品主要为全钢子午胎和半钢子午胎，其中以全钢子午胎产品为主。2014 年，公司实现主营业务收入 39.14 亿元，其中轮胎业务实现

收入 35.94 亿元，占公司主营业务收入的 91.81%；2015 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 21.08 亿元，其中轮胎业务实现收入 19.47 亿元，占主营业务收入的 92.36%。

表 4：2012~2014 年公司轮胎业务收入及毛利率情况

单位：万元

产品	2012		2013		2014		2015.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
子午胎	531,969.92	7.45%	468,551.08	9.08%	354,833.58	13.96%	191,432.85	16.51%
其中：全钢子午胎	445,786.69	7.09%	369,932.41	8.03%	281,768.13	14.62%	144,017.09	16.44%
半钢子午胎	86,183.23	9.88%	98,618.67	13.05%	73,065.45	11.40%	47,415.76	16.72%
斜交胎	7,838.90	11.98%	8,410.41	11.22%	4,517.46	10.00%	3,295.47	11.74%
合计	539,808.82	7.61%	476,961.49	9.12%	359,351.04	13.93%	194,728.32	16.43%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料采购

公司生产所需的原材料主要为天然橡胶、合成橡胶、钢丝绳线、纤维帘布、炭黑、助剂等。2014年公司采购天然橡胶 53,871.12 吨，合成橡胶 35,016.23 吨，炭黑 47,770.64 吨，钢丝绳线 35,930.39 吨。近年来因成本占比较高的橡胶等主要原材料价格持续走低，2014 年原材料单位成本同比下降 24.37%。

表 5：2012~2015.Q3 公司主要原材料采购量

主要原材料	2012年采购量(吨)	2013年采购量(吨)	2014年采购量(吨)	2015.Q3采购量(吨)
天然橡胶	57,609.08	72,150.76	53,871.12	64,217.16
合成橡胶	35,495.87	24,028.15	35,016.23	19,589.68
炭黑	55,648.60	56,761.35	47,770.64	38,206.05
钢丝绳线	29,982.17	27,569.70	35,930.39	26,287.31
合计	178,735.72	180,509.96	172,588.38	148,300.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2012~2015.Q3 公司主要原材料单位成本情况

主要原材料	2012年单位成本(万元/吨)	2013年单位成本(万元/吨)	2014年单位成本(万元/吨)	2015.Q3单位成本(万元/吨)
天然橡胶	2.13	1.65	1.14	1.02
合成橡胶	2.07	1.58	1.10	0.86
炭黑	0.53	0.51	0.40	0.39
钢丝绳线	1.14	1.02	1.01	1.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司主要原材料采购的基本流程为：销售部门和技术部门分别对产成品需求和新产品物料需求进行预测，通过分解得出直接物料需求量；公司本部各生产部门计划员负责对全公司的物料采购量进行平衡、确认，并报采购及物流中心；采购及物流中心负责对市场行情进行分析判断、制定准入价格，并与采购部共同遴选具有竞争力的供应商；招标部负责组织招标，并对招标定价过程进行监督监管；招标定价单经多部门联合签字确认后，由采购部执行下单；采购物资到达后，由采购及物流中心进行核对验收，并由质量部进行入厂检验，对于质量不合格的物料严格执行退货。

采购模式方面，为了达到采购过程高效、采购价格透明、采购流程规范、库存控制最低、资金占用合理、物资有效运转等目标，通过小样、打样、小批和批量四个阶段，公司每一季度组织一次招标。公司通过评审选定合格供应商，以询价、招标、

长期供方优惠协议价等方式来达到采购最优价，有效控制采购成本。

采购策略方面，公司设立战略采购小组对原材料价格走势进行分析，然后根据收集到的市场信息及时调整采购策略，以减少价格波动对公司盈利产生的影响。另外，公司的采购量是根据生产需求来决定，原材料的成本控制方面，也会通过囤货来降低价格波动所产生的风险。

天然橡胶的采购方面，公司天然橡胶的采购成本占主要原材料成本的 50%左右。公司的天然橡胶全部来源于国外进口，国外供应商也是通过公开招标的方式确立，采购价格也通常会在招标的过程中确立；公司其他主要原材料均为国内采购，采用一季度一次的招标方式，根据原材料市场价格浮动情况确定供应商。2014 年，公司原材料前五大供应商采购金额占比为 18.99%，采购较为分散，公司与供应商之间没有建立长期合作关系。

表 7：2014 年公司原材料前五大供应商采购情况

供应商	采购金额(万元)	金额占比(%)
EVERBEST GROUP CO.,LTD	17,241.66	4.60
湖北福星新材料科技有限公司	16,411.61	4.38
江西黑猫炭黑股份有限公司	19,125.59	5.11
江苏兴达帘线股份有限公司	9,294.78	2.48
武汉欣宏申橡胶有限公司	9,043.46	2.41
合计	71,117.10	18.99

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司原材料采购较为分散，供应商选择采取三月一招标形式，一定程度上减少了公司易受单一供应商变化的风险。

产品生产

公司轮胎业务的主营产品包括全钢子午胎、半钢子午胎和斜交胎，其中以全钢子午胎和半钢子午胎的生产为主，斜交胎产量占比较小，属于淘汰性产品。截至 2014 年末，公司各轮胎产能达到 1,080 万条，其中全钢子午胎年生产能力达到 475 万条；半钢子午胎年生产能力达 605 万条。2014 年，公司共生产轮胎 754 万套，产能利用率达 69.81%，其中全钢子午胎 311 万条，半钢子午胎 443 万条，斜交

胎已停止生产，收入体现为斜交胎库存产品的销售收入。

生产模式方面，近年来公司逐渐由“以生产为中心”转变为“以订单为中心”，从2013年起引入“准时制生产”（just-in-time）管理理念，采用“以销定产”的生产模式。公司在工艺、设备、标准化管理等方面不断完善，形成批量化、多品种同时生产的灵活生产体系，不断提升生产能力和生产效率，在确保产品质量的前提下持续提升订单响应的及时性。近年来，公司产品的合规率高达99.80%以上，产品退赔率一直维持在较低水平。

表 8：2014 年公司轮胎产能及产量情况

单位：万条		
产品	产能	产量
全钢子午胎	475	311
半钢子午胎	605	443
合计	1080	754

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的三种轮胎产品采用三种不同机械生产，其中全钢子午胎的生产主体为青岛双星轮胎工业有限公司；半钢子午胎的生产主体为双星东风轮胎有限公司；斜交胎目前已基本停止生产，生产设备已开始加速计提折旧。2013年12月份，为进行产业升级改造，公司于青岛市黄岛区董家口经济区建设绿色轮胎智能化生产示范基地，2014年初开始项目前期工作，目前公司位于青岛市黄岛区的6家子公司正在实施搬迁工作，因此轮胎产量近年来有所下降。此项目建设规模为年产绿色全钢子午胎500万套、绿色半钢子午胎1,000万套，项目建设期为48个月，预计2017年底竣工。预计项目建成达产后，公司轮胎生产产能及产量将会大幅提升。

从生产能耗来看，近年来公司通过改进生产工艺、加强日常运营管理等措施提高能源综合利用效率，能耗指标呈逐年下降趋势。2014年公司用于生产每条轮胎的煤、电、水消耗量分别为0.02吨、23.94度和0.22立方米，其中电和水的消耗量同比分别下降了2.80%和12.00%。

表 9：2012~2014 公司每条轮胎生产能耗情况

指标	2012	2013	2014
煤（吨）	0.02	0.02	0.02
电（度）	27.44	24.63	23.94
水（立方米）	0.26	0.25	0.22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着公司生产工艺的不断改进及轮胎产能的持续扩张，公司产品质量保持稳定，能耗水平持续降低，但由于公司正在实施搬迁，公司近年来的轮胎产量逐年下降，预计搬迁完成后公司产量和产能均能得到一定程度的提升。

产品销售

公司的轮胎销售主要分为国内销售和国外销售两个部分。国内销售方面，公司建立了覆盖全国的营销网路，确立了“二车”（车厂、车队）、“二代”（省级经销商、地级经销商）的渠道模式；国外销售方面，公司采用区域经销商为主、直销为辅的销售模式，产品出口美洲、欧洲、亚洲、非洲等100多个国家，是中国同行业中国际市场销售范围最广的企业之一。近年来，公司部署转型升级，积极加速产品结构的调整，对部分现有设备进行了大修改改造，并淘汰了部分落后低端产能和落后产品，2014年公司销售轮胎750万套，同比减少13.29%；实现轮胎销售收入35.94亿元，同比减少24.66%。

表 10：2012~2015.Q3 公司轮胎生产和销售情况

单位：万套				
项目	2012	2013	2014	2015.Q3
生产量	838	828	754	537
销售量	810	865	750	513
产销率	96.7%	104.5%	99.5%	95.5%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司轮胎产品绝大部分在配套市场销售，2014年公司在配套市场的轮胎销量达623万套，销售收入为29.83亿元，占整体轮胎收入的83.00%。针对配套胎市场，公司派出专门的销售人员覆盖车厂、车队客户，甚至向一些重点客户长期派驻团队，与客户协作完成产品研发；针对替换胎市场，对于大众化的轮胎产品采用省级或地级经销商模式，而一些满足细分市场需求的轮胎产品（如矿区轮胎）则采用直营模式。为了对经销商进行规范化的管理，

同时进一步调动经销商的积极性，公司将经销商折扣的确定机制由“一户一议”调整为统一的“以量定价”，销售量越大，经销商获得的折扣率越高。2014年公司全钢子午胎实现销售收入28.18亿元；半钢子午胎实现销售收入7.31亿元。另外，为了提升客户的满意度和忠诚度，发行人在行业内首推“0延误”救援服务，开通了24小时服务热线，并在全国范围内通过协议合作方式设立了2,000余个服务网点，接到用户救援服务请求后半小时内到达用户所在位置开展救援。这一创新的服务举措获得了良好的市场反响。

销售价格方面，公司轮胎销售定价采取随行就市原则，并根据原材料价格的浮动情况积极调整销售单价。近年来由于原材料橡胶价格不断下降，公司也逐步下调轮胎销售价格，但小于同期原材料价格降幅。2012-2014年公司全钢子午胎销售单价同比变化幅度分别为-13.03%、-19.37%和-18.51%；半钢子午胎销售单价变化幅度分别为-9.88%、4.37%和-8.01%。

出口方面，2014年，公司共出口轮胎256万套，共实现出口收入17.64亿元，同比下降24.00%，占主营业务收入的比重为49%。公司在非洲、中东市场具有较强的竞争优势和市场地位，未来将在深耕优势市场的同时大力开拓欧盟和美国市场。

表 11: 2012~2015.Q3 公司轮胎生产和销售情况

单位：万套

	2012	2013	2014	2015.Q3
出口量（万套）	150	167	256	204
出口收入（亿元）	24.06	23.35	17.64	9.74
主营业务收入占比（%）	44.56	48.96	49.00	46.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 12: 2014 年公司前五大客户情况

客户名称	销售额（万元）	金额占比（%）
北京福田戴姆勒汽车有限公司	14,813.49	3.72
中国重汽集团济南卡车股份有限公司	14,184.73	3.57
一汽解放青岛汽车有限公司	13,168.97	3.31
重庆长安汽车股份有限公司	9,741.86	2.45
东风商用车有限公司	8,869.42	2.23
合计	60,778.47	15.28

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，由于逐步淘汰落后产能和落后产品的影响，近年来公司主要产品销量及销售额均有所下降；公司轮胎销售区域分布较为均衡，国内外市场对收入的贡献度大致相当，但公司出口收入占比逐年增加，未来将继续轮胎业务国外市场的扩张；公司销售渠道较为分散，对单一客户的依赖程度较小。

橡塑机械和铸造机械业务

公司的橡塑机械和铸造机械主体分别为公司下属子公司青岛双星橡塑机械有限公司（以下简称“双星橡塑”）和青岛双星铸造机械有限公司（以下简称“双星铸造”）。2014年，公司橡塑机械和铸造机械分别实现收入2.22亿元和0.98亿元占主营业务收入比重分别为5.69%和2.50%

2014年，双星橡塑与世界橡胶机械行业排名第1的德国HF集团签署了“液压卡车轮胎硫化机”合作协议，是HF集团在亚洲独家合作研发生产和销售该装备的战略伙伴。德国HF集团成立于1855年，是一家主要从事橡胶、轮胎工业的专用机器开发、制造、销售的公司，是多种橡胶加工机械包括挤出机、轮胎成型机和液压硫化机的全球领先且最知名的制造商和供应商之一。

生产和销售方面，近年来公司的机械生产产量和销售量均呈现波动上升趋势，2012~2014年机械总产量分别为529.60台、504.35台和577.60台；销售量分别为555.60台、506.95台和593.95台，2014年生产量和销售量均有所上升主要系与德国HF公司建立合作关系，在一定程度上提高了公司的知名度及综合经营能力。2014年，公司的机械产销率达103%，整体销售情况良好。

表 13：2012~2015.Q3 公司机械生产和销售情况

单位：台

项目	2012	2013	2014	2015.Q3
生产量	529.60	504.35	577.60	440
销售量	555.6	506.95	593.95	445
产销率	105%	101%	103%	101%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司的机械制造业务板块占主营业务比例较低，对公司经营影响不大。此外，双星橡塑与德国 HF 公司进行合作，一定程度上扩大了双星橡塑的综合实力。

研发技术

公司通过自主研发和引进国内外先进技术，取得了多项具有自主知识产权的轮胎专利，掌握了一系列轮胎设计、开发的关键核心技术。公司自主开发的超宽低断面载重子午胎、抗刺扎矿山轮胎、彩色轮胎和子午胎保压节能硫化等新技术均达到了国际先进水平。公司下属公司双星轮胎设有中央研究院，负责轮胎技术、产品、工艺的研发。研发团队从产品类别上分为全钢研发部和半钢研发部，同时从研发内容上分为结构处和配方处。其中，结构处重点负责轮胎新产品的轮廓、花纹、施工、模具和工装设计；配方处重点负责轮胎新配方以及炼胶工艺改进的设计。同时，公司下属各生产基地设有技术质量部，负责本生产基地的技术研发和质量控制工作，并负责中央研究院移交产品的批量测试和设备验收等工作。2012~2014 年，公司用于研发方面的投入分别为 0.34 亿元、0.37 亿元和 1.08 亿元，占营业收入比重分别为 0.58%、0.69%和 2.76%。

总体来看，公司核心技术来源于自助研发技术，多款产品技术已经达到国际先进水平，且近年来公司不断加大研发力度，一定程度上提升了公司产品质量，优化产品结构，进而提高了公司市场竞争力。

管理

治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》等法律法规和证券监管部门有关规范性文件及公司章程的要求，规范运作，不断健全和完善公司的法人治理

结构，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的治理结构、治理制度。

股东大会是公司的最高权力和决策机构，按照《公司章程》、《股东大会议事规则》等制度规定履行职责，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使企业经营方针、筹资、投资、利润分配等重大事项的表决权。董事会对股东大会负责，其成员由股东大会选举产生，按照《公司章程》、《董事会议事规则》等制度规定履行职责，在职权范围内行使经营决策权，并负责内部控制的建立健全和有效实施。公司的董事会共有 9 名成员，其中独立董事 3 名。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专业委员会，公司的各项治理制度和安排为独立董事、各专业委员会发挥作用提供了充分的保障；监事会由 7 名监事组成，设监事会主席 1 人，监事会按照《公司章程》、《监事会议事规则》等规定监督公司董事、经理和其他高级管理人员按规定履行职责，并对董事会建立与实施内部控制进行监督；经理层负责组织实施股东大会、董事会的决议事项，主持公司的生产经营管理工作，负责组织领导公司内部控制的日常运作。

内控制度

为确保内部控制规范体系建设工作的顺利开展，公司确定总经理为内部控制规范建设的第一责任人，成立了以公司总经理为组长的内部控制规范实施领导小组，公司内控部为内控规范的牵头部门、是内控规范建设的具体办事机构。公司内控规范建设工作能够按照内控规范建设工作计划要求积极推进、认真落实。

业务控制方面，公司制定了《固定资产管理制度》、《无形资产管理制度》、《原材料管理与核算制度》、《质量管理制度》、《采购流程管理规定》、《制造中心安全管理制度》、《发展战略规划管理制度》。各类业务循环过程和其中的控制标准、控制措施，包括授权与审批、复核与查证、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工、相互独立与制衡、应急与预防等措施有效，并且均得到严格执行。

财务管理方面，公司的会计管理制度包括：《财

务报告管理制度》、《全面预算管理制度》、《反舞弊管理制度》、《内部审计管理办法》等制度；公司实行统一的会计核算与财务管理制度，财务会计机构能够独立并有效运行，授权、签章等内部控制环节有效执行。

总体而言，自上市以来，公司已经按照相关法律法规的要求，逐步建立起规范的法人治理结构和内部控制体系，总体上保证了公司的规范运作和业务发展。

战略规划

公司将继续坚持加大研发投入，确保技术领先，秉承“以高差异化为客户创造高附加值，以高性价比产品扩大市场销量”的技术产品开发思路，坚持技术创新，继续在国内轮胎行业引领市场需求，不断扩大产品领先优势，提升品牌价值，同时利用公司的技术优势，积极参与国际高端轮胎市场竞争，以实现创世界顶级品牌的目标。

公司将通过募集资金的投入建设绿色环保智能化示范基地，打造信息化、智能化、自动化的世界级轮胎生产基地，从而推动公司研发技术的进一步提升，实现产品的“三高一低”：第一，加大高差异化、自有知识产权专利技术的研发和生产应用；第二，以高附加值产品扩大市场份额，逐步确立公司在国内轮胎行业的龙头地位，使高附加值产品成为公司利润主要贡献；第三，敢于参与国际轮胎高端市场的竞争，推动公司产品成为世界高端产品；第四，通过生产和管理的信息化、智能化、自动化，提升生产效率和产品质量，降低产品退赔率。另外，公司将进一步以开放的态度，加强技术合作，加快国际化进程，实现海外建厂，输出技术和标准，提升双星品牌的国际影响力。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年审计报告和未经审计的 2015 年前三季度财务报告。

资本结构

2012~2014 年，公司总资产规模分别为 48.39

亿元、49.01 亿元和 50.51 亿元，近三年总资产规模较为稳定。2015 年 1~9 月，公司资产规模进一步扩张，截至 2015 年 9 月 30 日，公司总资产增加至 63.22 亿元。

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主。2014 年末，公司流动资产为 27.90 亿元，主要由应收账款、货币资金和存货构成，分别占流动资产的 26.50%、25.19%和 23.47%。其中，应收账款 7.39 亿元主要为应收下游汽车生产厂商和轮胎销售公司的货款，账龄大部分在一年以内，回收风险不大；2014 年末货币资金为 7.03 亿元，其中使用受限的其他货币资金为 1.33 亿元，主要为存出投资款和银行承兑汇票保证金；2014 年末公司存货主要是 3.71 亿元的库存商品、1.53 亿元的在产品和 1.41 亿元的原材料。由于轮胎价格持续下降，公司已经按照会计准则要求，对原材料和库存商品成本高于可变现净值的部分计提了相应的存货跌价准备。由于公司主要采取订单式生产模式，库存商品跌价和滞销风险可控。

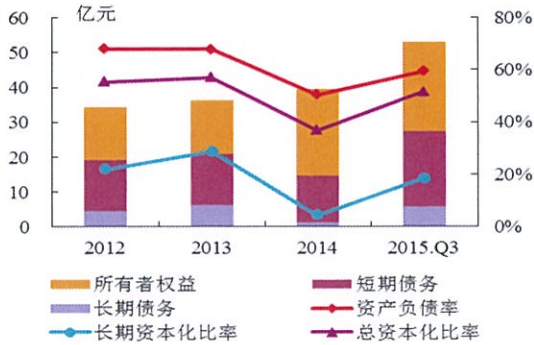
2014 年末公司非流动资产为 22.61 亿元，主要由固定资产和无形资产构成，分别占非流动资产的 82.09%和 11.58%。其中，固定资产 18.56 亿元，主要包括 13.53 亿元的机器设备和 4.85 亿元的房屋建筑物；无形资产主要为 2.48 亿元的土地使用权，其中 1.91 亿元的土地使用权为 2014 年购置，为公司董家口整体搬迁项目建设用地。

2012~2014 年及 2015 年 9 月末，公司负债总额分别为 33.03 亿元、33.42 亿元、25.48 亿元和 37.59 亿元。负债结构方面，公司负债以流动负债为主。2014 年末流动负债为 23.90 亿元，占总负债的 93.77%。流动负债构成方面，2014 年末公司流动负债主要为短期借款、应付账款和应付票据。其中公司短期借款是来自银行的流动贷款，以保证借款为主，借款用途主要是购买原材料以及企业经营周转。应付账款 7.69 亿元为应付上游原材料供应商的采购款；应付票据 1.91 亿元，其中银行承兑汇票 1.14 亿元，商业承兑汇票 0.77 亿元。

所有者权益方面，2012~2014 年公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 15.36 亿元、15.59 亿元和 25.03 亿元。由于 2014 年公司非公开发行 A

股股票，当年公司所有者权益增长较大。截至 2015 年 9 月末，公司所有者权益（含少数股东权益）达到 25.64 亿元。

图 4：2012~2015.Q3 公司资本结构分析



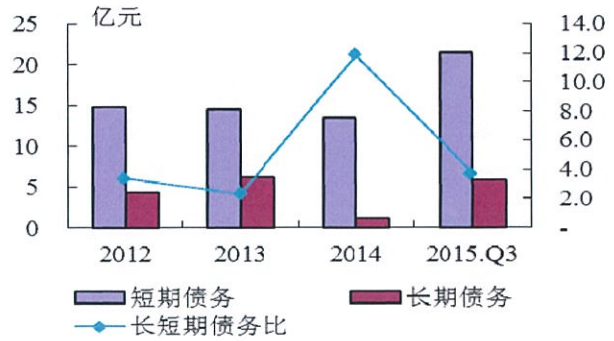
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，2012~2014 年公司资产负债率分别为 68.26%、68.19%和 50.45%；总资本化比率分别为 55.38%、57.14%和 36.80%，处于适中水平。由于 2014 年非公开增发股票，当年公司财务杠杆比率下降较多。截至 2015 年 9 月 30 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 59.45%和 51.58%，较 2014 年末均有所上升。

有息债务方面，2012~2014 年末其总债务分别 19.06 亿元、20.79 亿元和 14.58 亿元。2014 年总债务下降主要是由于公司进行了非公开增发股票增资，减少了长期债务的规模。从债务结构来看，2014 年公司短期债务和长期债务分别为 13.45 亿元和 1.13 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 11.90 倍。公司长期债务规模较小，短期债务规模

较大，存在一定的短期偿债压力。

图 5：2012~2015.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

整体上看，公司自有资本实力不断增强，财务杠杆比率呈下降趋势，且刚性债务偿付压力较小，其财务结构较为稳健。

盈利能力

2012~2014 年，公司实现营业收入分别为 59.09 亿元、52.72 亿元和 39.78 亿元。2014 年公司营业收入同比减少 24.54%，一方面由于轮胎外胎价格不断下降，另一方面由于公司为了优化产品结构，主动淘汰了部分落后产能和落后产品。

2012~2014 年，公司主营业务毛利率分别为 8.68%、9.54%和 13.89%，毛利水平逐年上升，一方面由于公司不断加速产品和市场转型升级，淘汰部分低毛利率的落后产品；另一方面，公司轮胎销售价格和原材料价格齐跌，但轮胎销售价格降幅低于原材料价格跌幅。

表 14：2012 年~2015.Q3 年公司主营业务收入结构及毛利率情况

单位：万元、%

业务名称	2012		2013		2014		2015.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
轮胎	539,808.82	7.61%	476,961.49	9.12%	359,351.04	13.91%	194,728.32	16.43%
橡塑机械	24,407.98	18.21%	23,972.39	12.86%	22,253.58	13.72%	11,800.00	11.20%
铸造机械	19,253.60	27.01%	16,246.14	16.86%	9,790.46	13.75%	4,300.00	10.20%
其他	645.51	-0.39%	25.86	1.59%	-	-	-	-
合计	584,115.91	8.68%	517,205.87	9.54%	391,395.08	13.89%	210,828.32	16.01%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

三费方面，2012~2014 年公司的三费合计金额分别为 5.00 亿元、4.67 亿元和 5.10 亿元，占营业收入的比例分别为 8.46%、8.85%和 12.83%，2012 年和 2013 年占比较为稳定，公司费用控制较好，2014 年主要由于公司搬迁改造，管理费用上升较

多。由于公司长期债务减少，财务费用也相应逐年下降。

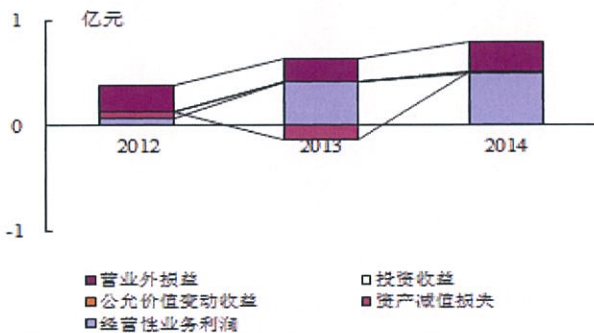
表 15: 2012 年~2015.Q3 公司期间费用分析

项目	2012	2013	2014	2015.Q3
销售费用	2.26	1.96	1.87	1.28
管理费用	1.64	1.70	2.44	1.61
财务费用	1.10	1.01	0.79	0.45
三费合计	5.00	4.67	5.10	3.34
营业收入	59.09	52.7	39.78	21.60
三费收入占比	8.46%	8.85	12.83	15.47%

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成, 2012~2014 年, 公司利润总额分别为 0.38 亿元、0.50 亿元和 0.79 亿元; 同期经营性业务利润分别为 0.06 亿元、0.41 亿元和 0.50 亿元。2012~2014 年, 公司营业外损益分别为 0.24 亿元、0.23 亿元和 0.28 亿元, 主要为政府补助。

图 6: 2012 年~2014 年公司利润总额构成



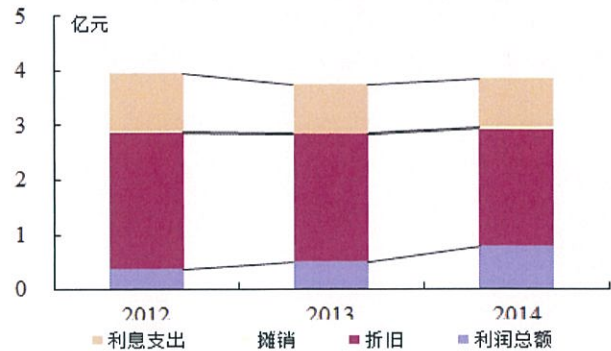
资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总的来看, 公司不断加速产品和市场转型升级, 虽然公司收入规模有所下降, 但盈利能力显著增强。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由折旧、利润总额和利息支出构成。近年其折旧规模较为稳定, 利润总额则随着公司产品转型逐年增加。2012~2014 年, 公司 EBITDA 分别为 3.95 亿元、3.78 亿元和 3.84 亿元, EBITDA 规模一直比较平稳。

图 7: 2012 年~2014 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

经营活动现金流方面, 2012~2014 年, 公司经营活动净现金流分别为 2.74 亿元、4.76 亿元和 5.55 亿元。近三年均为净流入且呈逐年增加的趋势, 主要是由于主要原材料的价格持续下降, 采购支出减少, 同时公司继续加强资金管理, 公司经营活动现金流不断改善。

2012~2014 年末, 公司总债务规模分别为 19.06 亿元、20.79 亿元和 14.58 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看, 2012~2014 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 4.83、5.50 和 3.80 倍, 同期 EBITDA 利息倍数分别为 3.63 倍、4.01 倍和 4.40 倍, 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度尚可。从经营活动净现金流对债务本息的保障程度来看, 2012~2014 年公司经营活动净现金/总债务分别为 0.14 倍、0.23 倍和 0.38 倍, 同期经营活动净现金流/利息支出分别为 2.52 倍、5.28 倍和 6.35 倍, 经营活动净现金流对债务本息的保障程度较好。

表 16: 2012~2014 年公司主要偿债指标

指标	2012	2013	2014
总债务 (亿元)	19.06	20.79	14.58
经营活动净现金流 (亿元)	2.74	4.76	5.55
经营活动净现金/总债务 (X)	0.14	0.23	0.38
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.52	5.28	6.35
EBITDA (亿元)	3.95	3.78	3.84
总债务/EBITDA (X)	4.83	5.50	3.80
EBITDA 利息倍数 (X)	3.63	4.01	4.40

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2015 年 9 月末, 公司担保余额为 0.80 亿元, 占公司所有者权益的 5.23%。

银行授信方面, 公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系, 融资渠道较为畅通。截至 2015 年 9 月 30 日, 公司及下属子公司在各家银行授信

总额为 50.00 亿元，贷款余额 19.16 亿元，未使用额度 30.84 亿元，具备较充沛的备用流动性。

整体而言，公司资本实力不断增强，财务结构较为稳健，随着公司不断加速产品和市场转型升级，盈利能力不断增强。但中诚信证评也将谨慎关注轮胎竞争及需求变化以及原材料价格波动等相关风险可能对公司运营产生的影响。

结 论

综上，中诚信证评评定青岛双星主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“青岛双星股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA**。

关于青岛双星股份有限公司 2015年面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

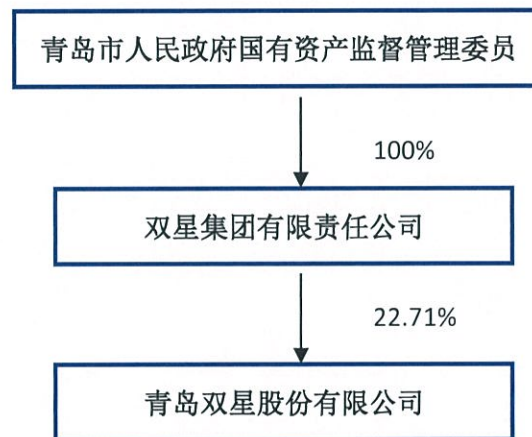
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。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、担保主体（如有）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。

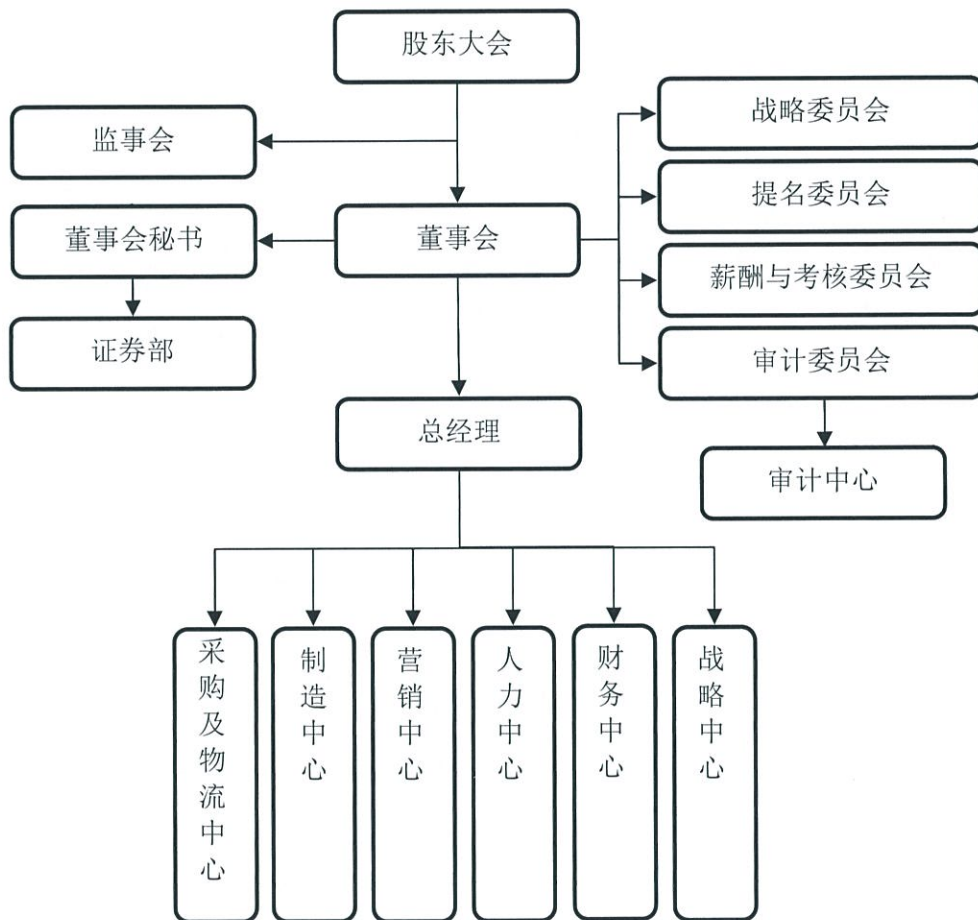
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）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：青岛双星股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：青岛双星股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：青岛双星股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	30,794.99	53,938.61	70,284.59	132,156.79
应收账款净额	85,876.75	83,944.41	73,936.02	77,340.66
存货净额	107,907.96	80,961.09	65,493.54	83,257.61
流动资产	253,959.33	272,550.97	279,024.83	369,660.87
长期投资	100.00	100.00	1,100.00	1,100.00
固定资产合计	220,368.13	208,491.05	194,751.23	227,427.49
总资产	483,892.30	490,129.65	505,144.63	632,249.07
短期债务	147,331.93	144,925.34	134,459.41	215,133.25
长期债务	43,300.00	63,000.00	11,300.00	58,000.00
总债务(短期债务+长期债务)	190,631.93	207,925.34	145,759.41	273,133.25
总负债	330,305.31	334,197.65	254,841.13	375,875.26
所有者权益(含少数股东权益)	153,586.99	155,932.00	250,303.50	256,373.81
营业总收入	590,851.07	527,177.30	397,799.07	216,024.04
三费前利润	50,648.59	50,744.93	56,003.68	34,739.07
投资收益	15.00	0.00	42.74	1,308.33
净利润	2,099.79	2,766.01	5,816.99	3,829.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	39,470.15	37,794.25	38,400.18	22,863.33
经营活动产生现金净流量	27,367.16	47,596.68	55,470.23	16,849.10
投资活动产生现金净流量	-10,173.44	-14,326.68	-60,280.08	-62,076.96
筹资活动产生现金净流量	-18,154.45	-7,544.15	19,731.06	93,627.64
现金及现金等价物净增加额	-1,084.00	25,915.98	14,923.48	48,448.46
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率(%)	8.57	9.63	14.08	16.45
所有者权益收益率(%)	1.37	1.77	2.32	1.99
EBITDA/营业总收入(%)	6.68	7.17	9.65	10.58
速动比率(X)	0.51	0.72	0.89	0.91
经营活动净现金/总债务(X)	0.14	0.23	0.38	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.19	0.33	0.41	0.10
经营活动净现金/利息支出(X)	2.52	5.28	6.35	3.10
EBITDA 利息倍数(X)	3.63	4.01	4.40	4.21
总债务/EBITDA(X)	4.83	5.50	3.80	8.96
资产负债率(%)	68.26	68.19	50.45	59.45
总资本化比率(%)	55.38	57.14	36.80	51.58
长期资本化比率(%)	22.19	28.78	4.32	18.45

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2、2015年前三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

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

主体信用评级等级符号及定义

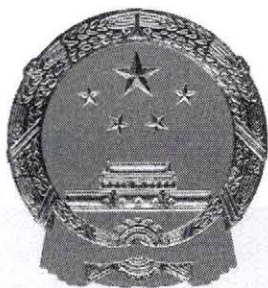
等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



营业执照

注册号 310229000312932
证照编号 29000000201407221360

名称 中诚信证券评估有限公司
 类型 一人有限责任公司（法人独资）
 住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室

法定代表人 关敬如

注册资本 人民币 5000.0000 万元整

成立日期 1997 年 8 月 20 日

营业期限 1997 年 8 月 20 日 至 2017 年 8 月 19 日

经营范围 证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，实业投资，资产管理，金融咨询，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一分支。
 【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



年 月 日



中华人民共和国
证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证券评估有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：关敬如
注册地址：上海市青浦区新业路599号1幢968室
编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



高玉薇，证件号码:330623197105120021，于2015年03月29日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201504311692433031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



高玉薇，证件号码:330623197105120021，于2015年03月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201504311625208031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



赵敏, 证件号码:421081199209040045, 于2015年06月07日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201506312288474031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



赵敏, 证件号码:421081199209040045, 于2015年06月07日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201506312181992031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邹超, 证件号码:612401198710121174, 于2009年05月24日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2009053104569304



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邹超, 证件号码:612401198710121174, 于2009年03月15日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2009033102348101

