

信用等级公告

联合〔2019〕995号

联合资信评估有限公司通过对中国化工橡胶有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国化工橡胶有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国化工橡胶有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月十七日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

中国化工橡胶有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行额度: 基础发行规模 5 亿元, 发行规模上限 10 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 偿还金融机构贷款

评级时间: 2019 年 5 月 17 日

财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	155.69	222.45	178.12	127.97
资产总额(亿元)	1213.02	1349.38	1310.89	1302.95
所有者权益(亿元)	193.85	413.56	380.76	375.42
短期债务(亿元)	97.40	112.27	195.79	174.39
长期债务(亿元)	577.08	456.57	390.19	415.79
全部债务(亿元)	674.49	568.84	585.99	590.18
营业收入(亿元)	532.03	579.36	552.80	134.77
利润总额(亿元)	11.30	14.39	34.74	7.65
EBITDA(亿元)	85.32	80.62	92.30	--
经营性净现金流(亿元)	79.09	60.51	55.14	-62.17
营业利润率(%)	34.66	33.02	35.59	36.65
净资产收益率(%)	1.14	2.38	7.78	--
资产负债率(%)	84.02	69.35	70.95	71.19
全部债务资本化比率(%)	77.68	57.90	60.61	61.12
流动比率(%)	126.70	137.32	107.65	120.95
经营现金流对负债比(%)	27.01	17.86	13.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.91	7.06	6.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	2.73	4.82	--

注: 2019 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘哲 刘然

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

评级观点

中国化工橡胶有限公司(以下简称“公司”或“橡胶公司”)是中国化工集团有限公司(以下简称“中国化工集团”)全资子公司,是中国最大的轮胎橡胶制造商,在产能规模、市场认可度以及技术水平等方面具备显著优势。2015 年 11 月,公司斥资 74.82 亿欧元完成对世界著名轮胎企业倍耐力集团的要约收购并私有化;2017 年 10 月,剥离工业胎业务后的倍耐力轮胎在米兰证券交易所重新上市并募集资金 23.98 亿欧元,公司资产及经营规模大幅提升,资本结构明显改善,盈利能力进一步增强。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到国内轮胎行业产能过剩及出口贸易壁垒较多、公司全球化布局管理难度大、存货及应收款项营运资金形成一定占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司以中国化工集团乘用车胎和工业胎差异化的经营理念和商业模式为指导对轮胎业务进行整合。未来,随着各项目陆续完工投产,公司轮胎生产工艺更加先进,在全球范围内的产能分配将更趋合理,公司整体竞争力和盈利能力有望得到进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据保护能力强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 公司控股股东中国化工集团为国务院国资委直属大型国有企业,业务多元,规模优势显著,为公司重大筹融资活动提供担保。
2. 公司是中国化工集团全资子公司,在全球

轮胎行业综合实力排名前五，是中国最大的轮胎橡胶制造商，在全球 14 个国家建有 25 个工厂，产品覆盖 160 多个国家和地区。

3. 公司下属倍耐力集团乘用车业务在高端轮胎市场占据领导地位，是全球主要高端豪华车独家轮胎供应商和 F1 大奖赛、超级摩托车锦标赛等全球众多赛事的独家轮胎供应商。
4. 2017 年 10 月，剥离工业胎业务后的倍耐力轮胎在意大利米兰交易所上市，募集资金 23.98 亿欧元，公司权益大幅增长，抗风险能力进一步提升。
5. 公司在财政、税收等方面享受一系列政策优惠措施。子公司风神轮胎股份有限公司于 2017 年 8 月 29 日再次被认定为高新技术企业，在有效期的 3 年内享受 15% 的所得税优惠税率。
6. 公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据保护能力强。

关注

1. 中国轮胎行业结构性产能过剩，行业竞争激烈；近年来，轮胎主要原材料价格波动剧烈，对轮胎生产企业的利润空间及成本控制形成较大冲击。
2. 公司轮胎生产业务遍布全球，不同区域市场间在监管政策、运营环境、客户需求等方面存在差异，加大了公司的管理难度。
3. 公司存货及应收款项规模大，对营运资金形成一定占用。
4. 公司收购倍耐力集团形成商誉 183.45 亿元，若其业绩出现大幅下滑，存在减值风险。
5. 受倍耐力业务全球化影响，各币种汇率波动对利润影响大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国化工橡胶有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国化工橡胶有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国化工橡胶有限公司（以下简称“公司”或“橡胶公司”）系 1988 年 3 月 19 日由国家科委以（88）国科发综字 155 号文件批准成立，2008 年 12 月 24 日更名为中国化工橡胶总公司，2013 年 1 月 17 日改制为中国化工橡胶有限公司。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 16.00 亿元，控股股东为中国化工集团有限公司（以下简称“中国化工集团”或“集团公司”），对公司持股比例为 100.00%。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司及子公司主要业务包括化工新材料及相关原材料（危险化学品除外）、轮胎、橡胶制品的研究、生产、销售；橡胶、化工设备开发、设计、生产、销售；进出口业务；工程建设监理；提供与上述业务有关的技术咨询、技术服务。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有直接控股和间接控股子公司 130 家、参股公司 25 家，总部设有办公室、企划部、生产经营办、安全环保部、人力资源部、财务部、规划发展部、科技部、商务部、管理信息部、监事部、党委工作部等 12 个职能部门。其中，生产经营办和安全环保部、规划发展部和科技部、商务部和管理信息部、办公室和企划部为合署办公。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1310.89 亿元，所有者权益 380.76 亿元（含少数股东权益 321.88 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 552.80 亿元，利润总额 34.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1302.95 亿元，所有者权益 375.42 亿元（含少数股东权益 313.71 亿元）。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 134.77 亿元，利润总额 7.65 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区北四环西路 62 号；法定代表人：白忻平。

二、本期中期票据概况

公司于 2019 年注册额度为 30 亿元的中期票据，本期计划发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模 5 亿元，发行规模上限 10 亿元，期限 3 年。本期中期票据所募集资金将用于偿还金融机构贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方

政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项

目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大

贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

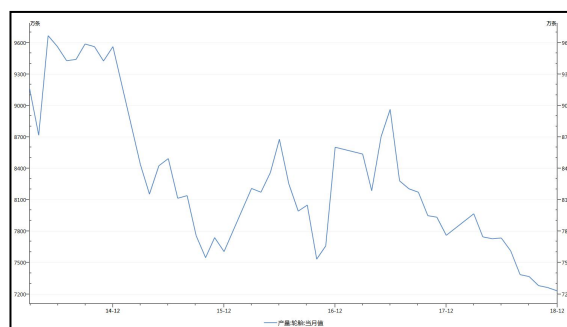
四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

轮胎作为汽车、工程机械等相关行业的主要配套产品之一，与宏观经济波动呈高度的正相关性，因此轮胎行业周期与宏观经济周期保持较高的一致性。近年来国内经济正处于结构性调整新常态阶段，经济增速下滑、基础设施建设放缓、传统行业去库存，由此引发了轮胎市场需求低迷，国内轮胎企业普遍开工率不足。同时，受美国等国际市场针对中国轮胎的贸易壁垒影响，国内轮胎出口亦受到不同程度的影响。中国是世界第一大轮胎生产国和出口国，轮胎产量约占世界轮胎总产量的三分之一。据国家统计局统计，2018年中国轮胎总产量8.16亿条，相比2017年下降1.1亿条，降幅达11.9%，主要受中国车市下滑、轮胎行业去产能、海外建厂分流国内市场，以及主要市场出口受阻等综合影响。

经历十多年的高速发展尤其是近两年投资“井喷”后，中国轮胎无论轿车胎还是载重卡车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，而高端及绿色轮胎仍有缺口。2017年以来，中国轮胎行业在兼并重组去落后产能、智能制造、绿色制造、国际化发展等方面加速转型，但受原材料价格大幅波动、轮胎产品结构性过剩、企业环保治理等问题影响，全行业利润空间有所下滑，轮胎制造企业成本控制压力加大，部分企业面临经营困难，企业间经营分化明显，行业集中度有所提升。

图1 近年来中国轮胎产量



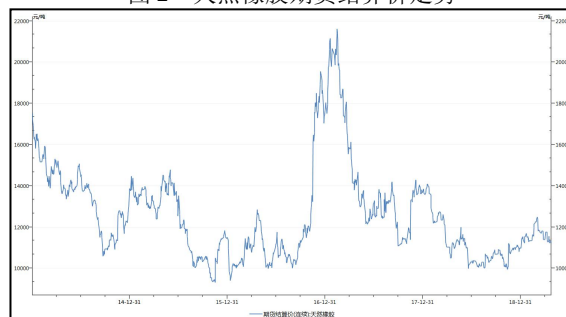
资料来源: Wind 资讯

2. 行业上下游

天然橡胶在轮胎产品成本中占比达40%左右，其价格对生产成本影响较大。中国天然橡胶自给率严重不足，80%的天然橡胶需要从东南亚国家进口。2017年全年，天然橡胶价格受资本炒作影响大幅波动，从2016年第四季度开始持续上涨，到2017年2月初达到峰值21890元/吨后开始大幅下跌，至6月底，天然橡胶期货结算价跌至13000元/吨附近，较2月初峰值价格跌幅接近40%；三季度天然橡胶价格出现一波反弹，主要由于主产国泰国、印尼和马来西亚等控制天然橡胶产量及出口量、泰国政府实施橡胶收储政策等原因使得供给侧有所收紧，国内天然橡胶价格有所上涨；9月开始，受国内房地产调控趋紧、汽车市场需求不旺、轮胎企业开工率同比偏低等影响，橡胶市场需求较低迷，天然橡胶价格持续下跌。2018年，全球贸易环境发生变化，中美、美欧间的贸易摩擦加剧，加之国内20号标胶被批准上市对国内期货市场影响深重，天然橡胶价格出现多次大跌，沪胶主力合约价格盘中多日触及跌停盘，现货价格一度跌破万元人民币大关，截至2018年底，天然橡胶期货结算价为10995元/吨。

此外，轮胎生产的另一主要原材料炭黑2017年下半年开始价格持续上涨，主要由于国内环保政策趋严，国内大部分炭黑生产企业处于低位开工，部分企业处于停产状态，同时受冬季取暖影响，多地发布采暖错峰生产通知，要求炭黑生产企业限产50%以上。落脚到轮胎层面，短期内原材料价格的大幅波动使得轮胎生产企业在成本控制方面遭受较大压力，尤其是面临下游主机厂在产业链上的强势地位，轮胎企业通过调整产品价格转移成本压力有一定难度；同时由于国内轮胎主要通过经销模式配套替换胎市场，供应链条较长，相比原配胎直供整车厂，涨价较为滞后。因此，短期内原材料涨价对国内轮胎企业盈利影响较大。

图2 天然橡胶期货结算价走势



资料来源：Wind 资讯

橡胶轮胎行业下游客户主要为汽车行业，汽车产量决定汽车轮胎配套市场容量，汽车保有量则决定汽车轮胎替换市场容量。根据中汽协公布数据，2018年中国汽车产销量分别为2780.9万辆和2808.1万辆，同比分别下降4.2%和2.8%。2018年汽车产销增速低于年初预期，原因一方面是购置税优惠政策的全面退出；另一方面则是受宏观经济增速回落、中美贸易战以及消费信心等因素的影响，短期内仍面临较大的压力。据公安部交通管理局公布的最新数据显示，2018年全国新注册登记机动车3172万辆，国内机动车保有量达3.27亿辆，其中汽车2.4亿辆，较2017年增加2285万辆，增长10.51%，小型载客汽车首次突破2亿辆。新能源汽车保有量连续五年来也呈现出了持续增长的良好势头。2018年全国新能源汽车保有量增长了70.00%，达261万辆，其中211万辆为纯电动汽车，占新能源汽车总量的81.06%。整体来看，新能源汽车销量在2018年有了爆发性的增长。随着中国经济主动“调结构，促转型”，未来汽车保有量将不断增加，公路货运量、客运量以及公路货物周转量都会大大上升，这些因素都将拉动轮胎需求。

出口方面，一直以来美国都是中国轮胎企业最大的出口国，2017年，中国轮胎出口量和出口额均有所提升，在面对美国对华轮胎“双反”的情况下，中国轮胎对北美洲轮胎出口量下滑较多，而对非洲、亚洲、大洋洲、欧洲等地区的出口量显著提升，根据海关总署的数据统计，2017年，中国橡胶轮胎出口量和出口额

分别同比增长3.21%和9.85%至4.84亿条和141.63亿美元，出口价格较上年有较大增幅。2018年1~10月，中国橡胶轮胎出口量为4.01亿条。同时，中国也已连续多年成为全球遭遇反倾销和反补贴调查最多的国家，2017年7月18日，印度商工部反倾销调查局发布了对华新充气子午线卡客车轮胎反倾销调查案的终裁前披露：印度将对中国进口的卡客车轮胎征收0~40%的反倾销税。2018年，美国宣布依据“301调查”结果，对从中国进口的商品大规模征收关税，其中包括在飞机上使用的新的充气轮胎、在飞机上使用的橡胶充气轮胎、翻新的橡胶充气轮胎。轮胎属于第一批征税产品，需要缴纳25%的关税，自2018年7月6日起执行。欧盟委员会于2018年5月8日正式开始对特定的产自中国的卡客车轮胎征收反倾销税，暂定反倾销关税每条轮胎在52.85欧元~82.17欧元之间，主要针对承载指数超过121的新的或翻新的卡客车轮胎。综上，在欧美双反及中美贸易战的背景下，中国轮胎行业出口困难重重。

3. 行业政策及发展

新政方面，为促进“一带一路”和自由贸易区建设，自2018年1月1日起，中国将对原产于26个国家或地区的部分进口商品实施协定税率，其中包括27项与橡胶工业有关的产品；涉及降低进口关税的商品有橡胶及橡胶制品、炭黑、橡胶助剂等，但天然橡胶并不在本次降税商品名单中。

2018年10月22日，国家财政部联合税务总局发布了“关于调整部分产品出口退税率的通知”，轮胎、管带等橡胶产品的出口退税率提高到13%（增加4%），天然橡胶及合成胶等原材料该项提高到10%（增加5%）；新的政策从2018年11月1日起正式实施，此前的9月15日，国家已率先对航空轮胎等执行了13%出口退税率政策。

《中华人民共和国环境保护税法》于2018年1月1日起执行，意味着中国执行了近40年

的排污收费制度将被环保税取代；同时，自2018年3月1日起，京津冀“2+26”城市全面实行大气污染特别排放限制，在规定时期不达标企业将面临停产整治，并处以罚款。轮胎及其上游原料生产企业作为污染较为严重的企业类型，需要在环保、减排等方面加以重视，倒逼轮胎企业产业升级，淘汰环保不达标的落后企业，进一步提升行业集中度。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本为16.00亿元，控股股东为中国化工集团，对公司持股比例为100.00%。公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是中国化工集团旗下全资子公司，在全球轮胎行业综合实力排名前五，是中国最大的轮胎橡胶制造商，在全球14个国家建有25个工厂，产品覆盖160多个国家和地区。公司产品有乘用车轮胎、卡客车轮胎、工程机械轮胎、摩托车轮胎、农用车轮胎及橡胶软管、输送带等橡胶制品。

其中，轮胎业务经营实体主要包括倍耐力集团、Prometeon Tyre Group S.r.l.（以下简称“PTG”）、风神轮胎股份有限公司（以下简称“风神股份”）和桂林倍利轮胎有限公司（以下简称“桂林轮胎”）。倍耐力集团是世界顶级轮胎品牌企业，在全球高端轮胎市场排名第一，是F1赛车的独家供应商。风神股份是中国最大的工程机械轮胎制造商，是国内最大的全钢载重子午胎生产企业之一；“风神”牌全钢子午线轮胎、“橡六”牌高强度输送带为中国名牌产品。

子公司风神股份是国家高新技术企业，拥有博士后科研工作站和国家级企业技术中心，拥有国内先进水平的检测仪器和试验设备，与多家高校及科研院所联合建立技术研发机构，

所属试验室具备河南省橡胶产品质量监督检验站和商检认可试验室资质。风神股份技术中心近几年共主持、参与国家标准制定 66 项，行业标准 19 项，开发规格品种 50 多个，被鉴定为国际先进水平的科研成果 2 项、国内领先水平成果 10 项，通过了国家级企业技术中心创新能力平台建设验收，并获得国家财政资金支持。自 2016 年开始，风神股份通过与倍耐力集团的技术合作，数十名国际轮胎与橡胶工业专家加入风神股份研发团队，多个新技术与新产品研发项目正全面展开，风神股份技术研发能力实现了跨越式提升。

3. 人员素质

公司现有董事长、董事、监事及高级管理人员共 10 人。

公司董事长白忻平先生，香港公开大学 MBA，1991 年参加工作，2010 年 3 月进入中国化工集团，历任生产经营办主任/安全环保部主任、安全总监，公司党委副书记、总经理，现任中国化工集团副总经理、橡胶公司董事长。

截至 2019 年 3 月底，公司在职员工（除倍耐力轮胎、PTG 外）合计 8376 人。按文化程度划分，本科及以上学历 947 人，占 11.31%，大专学历 1485 人，占 17.73%，高中及中专学历 4983 人，占 59.49%，初中及以下 961 人，占 11.47%。按岗位构成划分，生产人员 6597 人，占 78.76%，管理人员 856 人，占 10.22%，研发人员 362 人，占 4.32%，销售及其他人员 562 人，占 6.71%。

截至 2019 年 3 月底，倍耐力轮胎、PTG 在职员工合计 38764 人。其中，管理人员 2555 人，占 6.59%；生产人员 34076 人，占 87.91%；研发人员 2133 人，占 5.50%。

总体看，公司主要高级管理人员拥有丰富的行业工作背景和管理经验；公司员工结构以生产人员为主，符合行业特征。

4. 外部支持

公司为中国化工集团全资子公司，实际控

制人为国务院国资委。中国化工集团指导监督公司经营及管理，需股东批准的重大事项按照公司章程及国资管理相关法律法规，经公司内部决策后，上报中国化工集团审批。同时，中国化工集团为公司重大筹融资活动提供担保。

此外，公司在财政、税收等方面享受一系列政策优惠措施。公司每年均可获得多项项目技改补助、科学技术奖励以及贷款贴息等政策性补助资金，2016 年以来公司收到的各项补贴资金年均维持在 1.30 亿元左右。子公司风神股份于 2017 年 8 月 29 日再次被认定为高新技术企业，在有效期的 3 年内享受 15% 的所得税优惠税率。

中国化工集团为国务院国资委直属大型国有企业，是中国大型综合化工企业集团之一，经过近年的兼并、重组、整合，中国化工集团已经形成了以化工新材料为首的六大业务板块，产业布局逐渐清晰，在多项细分领域已经形成了明显的规模和技术优势，核心竞争力强。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司为国有独资公司，不设股东会。公司董事会成员 5 人，其中职工董事 1 人。董事会审议事项或重大决策表决前要经过合法性审查，总法律顾问应列席会议并提出法律意见。董事会成员中的非职工代表董事由股东委派产生，职工代表担任的董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司监事会成员 3 人，其中职工监事 1 人，任期三年，可连选连任。监事会成员中的非职工代表监事由股东委派产生，由职工代表担任的监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司管理层由董事会提名，报请股东批准同意后聘用。

按照决策事项的权限，实际工作中主要以党委会、董事会和总经理办公会等会议形式履行决策程序。日常生产经营事项由总经理办公会决策。根据会议议题，可请相关部门负责人

列席会议。

按照公司章程的规定，属总经理办公会决策以外的事项须提请董事会审议。董事会决策事项如下：执行股东的决定，并向股东报告工作；决定经营计划和投资方案；制订年度财务预算方案、决算方案；制订利润分配方案和弥补亏损方案；制订增加或减少注册资本的方案；拟定公司合并、变更公司形式、解散的方案；决定内部管理机构设置；聘任或解聘公司（副）经理、财务负责人，决定其报酬事项；制订公司的基本管理制度；法律、行政法规和公司章程规定的其他决策事项。

董事会、总经理办公会在研究“三重一大”事项时，应事先与党委沟通，听取党委的意见。进入董事会、管理层的党委成员，应当贯彻党组织的意见或决定。根据会议议题，可请相关部门负责人列席会议。

按公司章程及国资管理相关法律法规，须上报股东批准的事项，经公司内部决策后，上报中国化工集团审批。

总体看，公司拥有较为完善的法人治理结构，整体运行情况较好。

2. 管理体制

公司总部设有办公室、企划部、生产经营办、安全环保部、人力资源部、财务部、规划发展部、科技部、商务部、管理信息部、监事部、党委工作部等 12 个职能部门，组织结构体系健全、完整。公司根据国务院国资委和集团公司的法规要求，制定了各项规章制度，明确了各部门、层级的职责与权限，建立了监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证了董事会与管理层决策的顺利贯彻执行。

财务管理方面，公司严格按照根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布《企业会计准则—基本准则》和陆续颁布的各项具体会计准则、企业应用指南解释及其他相关规定作为编制财务报表的基础，并制定了统一的会计政

策。公司及子公司财务部门负责编制中期报表、决算报表及预算报表，由董事会批准报出。公司与各子公司财务部门建立了定期汇报沟通机制。同时，公司财务部门定期对财务报表数据及公司经营情况进行分析，关注两金周转情况、资金状况、债务风险及其他重大异常情况，及时与各子公司进行沟通，并向管理层汇报。

融资担保方面，公司对所有担保实行“融资担保专题审核会议”（简称“专审会”）审批制度，专审会应坚持从严审核、科学决策的原则，尤其是对新增融资的担保。公司对担保实行“总量控制、分级管理、内部担保、有偿服务”的原则，原则上所有项目资金贷款和 5000 万元以上的流动资金贷款由中国化工集团提供担保，5000 万元（含）以下的流动资金贷款由公司提供担保。财务部负责担保申请资料的合规性审查，并及时提交橡胶公司专审会审核。公司提供的担保方式只限于信用保证，不提供抵押、质押、留置和定金形式的担保。

外汇管理方面，公司主要的外汇风险来自于倍耐力轮胎及风神股份进出口业务结算产生的汇率风险，公司整体政策要求利用金融工具最大程度对冲外汇风险，同时授权各企业管理层实务管理。为了保证稳定现金流，除经特批项目，倍耐力轮胎所有外币交易都要进行衍生交易对冲汇率风险。

战略管理方面，公司的发展战略与规划由规划发展部负责组织研究和编制，发展战略与规划中涉及体制改革、资产重组、信息企划、人力资源及国际化经营等方面的有关内容，由公司相关职能部门负责按具体要求编写，交规划发展部统一汇总，最终形成公司的发展战略与规划草案，报公司发展战略与规划决策委员会审定。

绩效考核方面，公司内职能部门综合评价内容分为工作业绩和满意度两方面。工作业绩以职能部门工作职责和年度工作重点为基础，确立各职能部门的若干项工作业绩指标，作为季度考核评价的内容之一。满意度主要考

核对业务相关联单位的支撑与协作情况，包括职能部门间满意度和集团对口部门满意度。考核评价结果由公司考核小组审定后并指定相关人员进行结果反馈，指出被考核职能部门优缺点、提出改进建议，并协助被考核职能部门制定改进计划及措施，以促进职能部门成长和业绩提升。

固定资产投资管理方面，根据集团公司规定，项目投资决策权集中在中国化工集团公司和本公司，公司下属各企业未经授权不得决策投资。政府核准项目由集团公司上报政府有关部门核准；重大项目由集团公司批复；中小项目由公司审批，并报集团公司审核备案。公司设立投资决策委员会，作为投资项目决策机构，规划发展部是公司项目投资管理职能部门，负责制定中长期投资项目的前期工作计划；安排投资决策审议委员会的审议工作；负责对拟投资项目报告出具评审意见等。

总体来看，公司组织架构体系健全，内部管理制度完善，但全球化的业务布局加大了公司管理难度。

七、重大事项

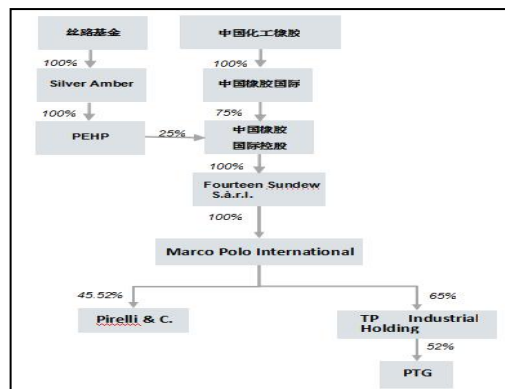
74.82 亿欧元收购世界著名轮胎企业倍耐力集团¹

2015 年 3 月，中国化工集团、公司与 Camfin、Long-Term Investments（以下简称“LTI”）签署股权收购及共同投资协议，中国化工集团出资收购 Camfin、LTI 持有的倍耐力集团 26.2% 股权，同时约定三方成立合资公司 Marco Polo International Italy S.p.A.（以下简称“MPI”），由 MPI 下设的 Marco Polo Industrial Holding S.P.A 发起对上市公司倍耐力集团的要约收购。11 月 6 日，MPI 完成对倍耐力集团全部普通股的要约收购。

¹ 倍耐力集团系 2015 年公司收购标的。完成收购后，公司对其乘用车和工业胎业务进行拆分，乘用车业务由倍耐力轮胎负责，并于 2017 年 10 月在意大利米兰交易所重新上市，而工业胎业务由 PTG 公司运营。

本次收购资金共计 74.82 亿欧元，其中公司自有资金 8 亿欧元，国内银团贷款 8 亿欧元，丝路基金股权投资 5.33 亿欧元，Camfin 和 LTI 出资 11.49 亿欧元，境外银团并购贷款 42 亿欧元。

图 3 公司对倍耐力轮胎和 PTG 股权结构图（2019 年 3 月底）



资料来源：公司提供

2016 年 1 月，倍耐力集团按照乘用车和工业胎业务板块进行了重整，将工业胎板块从倍耐力集团剥离，成立了倍耐力工业胎公司 Prometeon Tyre Group S.r.l.（以下简称“PTG”）。

2017 年 10 月，剥离工业胎业务后的倍耐力轮胎在意大利米兰证券交易所重新上市，上市总股本为 10 亿股，每股价格 6.50 欧元，其中的 3.689 亿股公开转让给社会公众股东，共募集资金 23.98 亿欧元。

截至 2019 年 3 月底，公司间接持有上市公司倍耐力轮胎 36.50% 股权，为倍耐力轮胎实际控制人。公司秉持专业化管控原则，对倍耐力轮胎的管理主要通过董事会进行战略管控。倍耐力轮胎的公司章程对董事会职权、董事长权限、副董事长及首席执行官的权限做出了具体规定。

倍耐力轮胎董事会由 15 位董事构成，其中包括 8 位独立董事。中国化工集团有权提名任命 15 位董事中的 8 位（包括董事长和 3 位非独立董事、4 位独立董事），其他少数股东及流通股东有权提名其余 7 位董事。中国化工集团或公司对倍耐力轮胎保持实际控制权和财务并

表权。倍耐力轮胎管理团队被授予倍耐力轮胎和倍耐力集团日常管理的专有权力和权限。所有倍耐力轮胎重大事项由倍耐力轮胎董事会和/或倍耐力轮胎股东大会（视情况而定）决定，如中期财务报表的批准、重大投融资决策，特别是商业计划和年度预算的批准。商业计划和年度预算需涵盖倍耐力运营和财务事项，包括但不限于所有上述商业计划和年度预算的资金，以及有关商业计划和年度预算的经营性资产商业计划的决定。

倍耐力轮胎的实际运行严格按照章程规定执行，在董事会召开之前，董事会各专门委员会就拟提议董事会审议的事项进行审议，专门委员会通过后再提交董事会表决。根据意大利法律，倍耐力轮胎还专门设有法定审计师会。法定审计师会的成员均由具有职业资格的外部审计师担任，对公司的财务、法务等情况进行合规审查，出具年度审计报告，重大事项须经过该法定审计师会通过，方具有法律效力。

此外，公司通过董事会批准财务报表，并定期从倍耐力轮胎收集财务报表数据，对财务报表数据及公司经营情况进行分析，关注存货及应收账款周转情况、资金状况、债务风险及其他重大异常情况，及时与倍耐力轮胎管理团队进行沟通，必要情况下要求召开董事会，就重大事项进行决策，实现对倍耐力轮胎的有效管控。

根据倍耐力轮胎公司章程，倍耐力轮胎每

年净利润的 40%将用于现金分红。倍耐力集团成立于 1872 年，是世界最大的轮胎制造商之一，业务遍及全球 160 多个国家，拥有 19 家工厂。倍耐力轮胎在高端轮胎市场占据领导地位，是全球主要高端豪华车独家轮胎供应商和 F1 大奖赛、超级摩托车锦标赛等全球众多赛事的独家轮胎供应商。截至 2018 年底，倍耐力轮胎总资产 1022.64 亿元，负债总额 665.51 亿元；2018 年，倍耐力轮胎实现营业收入 433.37 亿元，归母净利润 33.68 亿元。

2018 年 8 月 7 日，根据倍耐力轮胎上市股东协议，MPI 进行分立，少数股东不再通过 MPI 间接持有上市公司股权，转而直接持有倍耐力轮胎上市公司股权，该事项对合并范围内资金及权益有所影响。

八、经营分析

公司的主要业务为轮胎、橡胶制品等产品的研发、生产和销售。2015 年 11 月，公司完成收购倍耐力集团后，以中国化工集团乘用车和工业胎差异化的经营理念和商业模式为指导对轮胎业务进行整合。目前，公司乘用车业务全部由倍耐力轮胎经营，工业胎业务以风神股份和 PTG 两家子公司负责运营。公司在管理上授权各子公司进行经营决策（目前 PTG 与倍耐力轮胎由同一高管团队负责决策），确保公司整体经营业绩稳步增长。

表 1 公司主要经营子公司 2018 年财务数据（单位：亿元）

业 务	主要子公司	持股比例	质押率	2018 年			
				总资产	净资产	营业收入	利润总额
乘用车	倍耐力轮胎	36.50%	--	1022.64	357.12	433.37	38.48
工业胎	风神股份	44.58%	--	71.75	20.17	62.19	0.60
	PTG	29.80%	--	136.89	44.59	80.65	0.82

资料来源：联合资信整理

2016~2018 年，公司营业收入波动增长，2018 年实现营业收入 552.80 亿元，同比下降 4.58%，公司三大业务板块收入均有不同程度下

滑。其中，乘用车业务是公司最主要收入来源，近三年该业务收入波动增长，收入占比稳步提升，2018 年实现收入 407.65 亿元；工业胎业务

收入波动下降，2018 年实现收入 141.76 亿元，主要受全球经济下行、公司产品结构调整以及部分地区贸易壁垒的影响；橡塑制品主要为输送带等产品，该业务收入规模小。

从毛利率来看，2016~2018 年，受天然橡胶、钢帘线、炭黑等原材料价格波动较大影响，近三年公司综合毛利率有所波动，2018 年为 36.27%。分板块看，受益于倍耐力轮胎深耕“超高端”和“高端”乘用车市场的发展战略，公司乘用车业务毛利率处于行业内较高水平，近

三年毛利率始终维持在 40%以上，2018 年为 41.28%；近三年工业胎业务毛利率波动上升，2018 年增长较快主要系天然橡胶等采购价格有所降低以及风神股份调整产品结构所致。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 134.77 亿元，占去年全年营业收入的 24.50%，同比下降 2.88%。毛利率方面，公司同期综合毛利率为 37.26%，较上年增加 1.11 个百分点，主要系公司轮胎业务聚焦高端产品战略，持续调整产品结构所致。

表 2 公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工业胎	145.33	27.32	18.32	154.72	26.71	15.61	141.76	25.64	22.37	33.80	25.08	23.79
乘用车	380.03	71.43	41.72	417.23	72.02	40.53	407.65	73.74	41.28	100.41	74.51	41.93
橡塑制品	6.67	1.25	26.54	7.41	1.27	23.08	3.39	0.61	14.75	0.56	0.42	12.79
合计	532.03	100.00	35.14	579.36	100.00	33.65	552.80	100.00	36.27	134.77	100.00	37.26

资料来源：公司提供

1. 原材料采购

轮胎生产原材料主要由天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑及橡胶助剂组成，原材料采购成本占生产成本的65%左右，其他成本包括水、电、蒸汽等能耗及人工成本等，占比相对较小。其中，天然橡胶和合成橡胶约占采购成本的50%、炭黑和钢帘线约占25%。原材料采购工作由各子公司采购部门根据自身生产计划制定相应的采购计划。

倍耐力集团根据原材料种类不同采取两个层级的采购模式：①对于天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢帘线等主要原材料，倍耐力轮胎采取集中采购模式；②对于当地服务、能源及运营维护，则由各地采购部门自行采购。

倍耐力集团采购程序由多个部门共同协作，以控制原材料采购的数量、质量及成本。生产部门与技术研发部门负责原材料采购标准的制订并将采购标准报送采购部门，由采购部门对供应商进行甄选评估并实施采购。为满足倍耐力轮胎和 PTG 的生产计划，倍耐力集团对原材料库存水平、消耗量、供应商供应方式和

时间以及所需原材料的种类进行定期监控和管理，以便控制流程。

天然橡胶供应商通常位于马来西亚、泰国和印度尼西亚，而合成橡胶、炭黑和化学助剂则由领先的化学公司生产。纺织和金属增强材料，特别是在钢丝绳和胎圈钢丝领域，由纤维生产商和加工商以及在钢铁工业中运营的大型集团提供。倍耐力集团的原材料合同通常按年度签订并确定最大供应量，购买价格和购买量通常按月或按季度进行审核。通过签订部分期货合约的方式部分对冲天然橡胶价格波动风险，期限最长 6 个月。

2016年1月，倍耐力集团将其工业胎业务与乘用车业务分拆，并将工业胎业务更名为PTG。分拆之前，倍耐力集团对其工业胎业务与乘用车业务实施全面的一体化经营，其中重要的举措即为对大宗商品和重要原材料实施集中采购。Pirelli International plc为倍耐力轮胎100%持股的资金结算和采购公司，分拆前为倍耐力轮胎和PTG从事采购天然橡胶的业务。

得益于倍耐力轮胎合计采购量所赋予的谈

判优势，Pirelli International plc可以在采购中争取较优惠的采购价格和支付条款，与上游供应商结算周期一般为90天，主要采用银行电汇和转账。

自2018年起，PTG已开始自行采购原材料，不再通过Pirelli International plc进行采购。风神股份与天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑等重点材料供应商建立了战略合作关系，在议价能力方面具备一定的优势，供应渠道较为稳定。风神股份原材料采购价格以市场价格为指导，一般在每月月初参考市场价格与供应商签订月度定价协议，极少数为季度定价。风神股份通常会对3家左右的供应商报价进行比价，并参考相应原材料上下游产品的价格及变化趋势进行价格分析从而确定最终采购价格。在协议期间，价格一般不浮动。由于除橡胶外，其他主要原材料产地大都在中国，风神股份的供应渠道与

PTG业务的结合，可以极大发挥两家采购业务的协同效应。

从原材料采购量来看，2016~2018年，天然橡胶采购量保持相对稳定，2018年采购量为38.63万吨；合成橡胶采购量波动增长，主要系产品结构调整所致；钢帘线采购量有所下降，2018年完成采购20.36万吨；炭黑采购量不断下降，主要系公司致力于节能环保的改善，产品工艺持续改进，炭黑用量减少所致。价格方面，2016~2018年，受市场因素影响，公司天然橡胶及合成橡胶近三年采购价波动较大，2018年采购均价分别为11118.25元/吨和13654.98元/吨。钢帘线采购价波动上升，主要系自2017年起供给侧改革，行业集中度提升致使当期钢材价格上涨；炭黑价格持续上涨，2018年采购均价同比上涨12.90%，主要系环保及限产政策影响。

表3 近年来公司原材料采购情况

项目		2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
天然橡胶	采购量（吨）	382775.23	394842.29	386257.41	94308.81
	采购均价（元/吨）	11094.66	13536.85	11118.25	10284.45
	采购金额（万元）	424675.99	534492.14	429450.46	96991.38
合成橡胶	采购量（吨）	344432.11	322869.83	357630.91	87567.95
	采购均价（元）	11747.67	15349.35	13654.98	13425.17
	采购金额（万元）	404627.33	495584.28	488344.32	117561.42
钢帘线	采购量（吨）	232845.61	207570.22	203577.02	49534.58
	采购均价（元）	11735.96	13540.85	13384.52	13868.11
	采购金额（万元）	273266.75	281067.66	272478.04	68695.08
炭黑	采购量（吨）	394336.22	341321.31	296584.56	69213.34
	采购均价（元）	4071.28	6369.31	7191.22	6662.46
	采购金额（万元）	160545.35	217398.15	213280.34	46113.11

资料来源：公司提供

公司主要原材料供应商由下属各经营子公司自主选择。倍耐力轮胎的主要原材料供应商由位于意大利米兰的倍耐力集团总部进行选择和管理。PTG从倍耐力集团剥离后，在采购方面继承了倍耐力与供应商长期合作的业务关系，同时共用风神股份的供应渠道。国内风神股份原材料供应商方面，天然橡胶供应商为国

内外进口贸易代理商，包括重庆商社集团有限公司、青岛云橡国际贸易有限公司等；合成橡胶供应商主要为中国石化、中国石油；钢帘线供应商主要包括江苏兴达钢帘线股份有限公司、湖北福星新材料科技有限公司等国内企业；炭黑供应商主要包括龙星化工股份有限公司、江西黑猫炭黑股份有限公司等国内企业。2018

年，公司前五大原材料供应商采购额占总采购额的22.63%，采购集中度较低。

2019年1~3月，公司天然橡胶、合成橡胶、钢帘线和炭黑的采购量分别为9.43万吨、8.76万吨、4.95万吨和6.92万吨，从采购价格来看，除钢帘线采购价格小幅上涨外，其他主要原材料采购价格较2018年均不同程度下降。

总体看，公司原材料采购议价能力具备一定优势，近三年主要原材料价格波动较大，加大了公司成本管控难度。

2. 生产经营

公司轮胎生产业务由下属各子公司负责经营，产品主要分为乘用车胎和工业胎。2016~2018年，公司轮胎产能有所下降，2018年为10230.05万套/年，主要系公司处置了部分摩托车内胎业务所致。产量方面，近三年公司轮胎产量波动中有所下滑，分别为9115.80万套、9387.20万套和8878.23万套，主要系轿车胎、摩托车胎产量波动所致。同期，公司产能利用率始终维持在85%以上，乘用车胎比工业胎产能利用率平均高出15~20个百分点。

表4 近年来公司轮胎业务生产情况

产品名称	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
轮胎（含乘用车胎、工业胎）	产能（万套/年）	10674.00	10482.60	10230.05	2513.49
	产量（万套）	9115.80	9387.20	8878.23	2140.44
	产能利用率（%）	85.40	89.55	86.79	85.16

资料来源：公司提供

乘用车胎业务

公司乘用车胎业务由倍耐力轮胎负责运营，产品主要为轿车胎和摩托车胎，是世界领先的轮胎制造商和配套服务供应商之一，拥有着140年历史，自2011年以来，一直是F1世界一级方程式赛车锦标赛的独家供应商。长期以来，倍耐力轮胎始终坚持高附加值产品发展战略，在“超高端”乘用车胎细分市场占有率维持在36%左右。

倍耐力轮胎实行覆盖从汽车制造商到终端消费者全流程的商业模式。从轮胎研发开始，倍耐力轮胎就与奢华、豪华品牌汽车制造商展开合作，以满足终端用户的需求，并通过加强研发力度、增加高附加值产品产能以及优化调整销售渠道等一系列举措进一步提升并巩固其在高附加值产品领域的竞争优势。

倍耐力轮胎采用“以销定产”的生产模式。生产计划由米兰总部集中管理，主要根据汽车

制造商及其商业网络的需求制定生产计划，并将其分配到各个生产基地。由于倍耐力轮胎产品销售情况良好，生产计划的制定除考虑订单量外，还会预留一部分库存用以缓解供货高峰压力，倍耐力轮胎每天产品出货量平均在18.5万套左右，库存量一般控制在60天左右，利用数据分析模型形成预测并进行调整。

目前，倍耐力轮胎在全球13个国家拥有19个生产基地，集中分布在高增长率和低劳动力成本的国家和地区，轿车胎业务是倍耐力轮胎收入和利润的主要来源。截至2018年底，倍耐力轮胎79%的产能集中在生产成本较低的国家，如墨西哥、巴西、阿根廷、罗马尼亚、俄罗斯和中国。2016~2018年，倍耐力轮胎乘用车胎产能有所下滑，主要系倍耐力轮胎处置了部分摩托车内胎业务所致，2018年乘用车胎产能为2016年产能的96.15%。

表5 近年来公司乘用车胎业务生产情况（单位：%）

产品名称	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
乘用车胎	产能	100.00	98.15	96.15	24.04
	产量	100.00	104.10	98.85	24.02

资料来源：公司提供

注：以2016年数据为基准，其后年份数据为当年数据与2016年数据比值。

产量方面，近三年公司乘用车产量有所波动，2018年产量为2016年产量的98.85%，主要系轿车胎和摩托车胎产量波动所致。

工业胎业务

公司工业胎业务主要由PTG和风神股份负责运营。

PTG 从倍耐力集团剥离后主要从事工业胎研发、测试、生产和销售，其产品主要适用于重卡车、道路拖拉机、重型拖车、货运汽车、公共汽车、农业拖拉机、林业拖拉机、推土机、工业机车等重型机车的轮胎及内胎。截至 2018 年底，PTG 总产能约 794 万套，其中全钢子午及斜交卡客车胎产能约 500 万套，农用车胎及工程机械胎产能约 47.7 万套，乘用车产能 246 万套。

PTG 目前在全球 3 个国家拥有 4 个生产基地，其中位于土耳其的伊兹密特和埃及的亚历山大生产基地主要生产全钢子午卡客车胎，位于巴西圣安德烈和格拉瓦塔伊的生产基地主要生产全钢子午卡客车胎、斜交卡客车胎和农用车胎。巴西的两家工厂产能约占 PTG 总产能的 66%，其兼具地缘优势和成本优势，不仅享有较低的人工成本，而且靠近北美大型汽车市场，便于配合客户进行产品配套开发。

风神股份结合生产规模、产品工艺流程和

产品结构的特点，根据轮胎市场下游客户的需求和对市场的预测判断，采取“以销定产、以产促销、产销平衡”的生产模式。风神股份河南焦作、山西太原、山东青岛拥有三家生产基地，拥有先进的工业轮胎制造和生产设备，采用精益生产和信息化管理手段对生产资源进行动态调配与协同运行，实现生产过程的柔性化，以满足客户多样化和个性化需求，提高生产运营效率。此外，风神股份实施持续改进和世界等级制造项目，对标倍耐力轮胎制造工艺技术，对生产流程进行价值流分析，改善核心设备运行效率，全面推进企业精益管理和工业工程优化再造，同时引入倍耐力先进的 PCS、PDM 等运营管理和生产控制系统，形成了完善的工业胎高端生产线。

产能方面，2016~2018 年，公司工业胎产能小幅下滑，2018 年产能较 2016 年下降 94.24%。产量方面，近三年公司工业胎产量不断下滑，主要系公司调整品牌和产品发展战略，结合倍耐力技术落地契机，对旗下品牌进行了深度整合，大幅削减不盈利产品产销量。同时，受美国“双反”和京津冀及周边地区（2+26 城市）大气污染防治影响，2018 年产量较 2016 年下降 84.96%。

表 6 近年来公司工业胎业务生产情况（单位：%）

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
工业胎	产能	100.00	98.50	94.24	21.01
	产量	100.00	95.87	88.20	20.06

资料来源：公司提供

注：以 2016 年数据为基准，其后年份数据为当年数据与 2016 年数据比值。

总体看，公司轮胎按订单生产，产能规模小幅下滑，生产工艺设备先进，生产及质量管理严格，产品种类齐全，质量较高。

3. 产品销售

2016~2018 年，公司轮胎销量有所下降，2018 年轮胎实现销量 8683.52 万套，主要系轿车

胎销量持续下降以及美国“双反”调查等因素影响。销售价格方面，受部分原材料价格上涨以及倍耐力轮胎聚焦高端产品，减少标准产品销量等因素影响，公司轮胎均价呈现逐年上升趋势，三年复合增长率为 6.76%，2018 年销售均价为 606.34 元/套。产销率方面，近三年公司轮胎产销率小幅波动，2018 年为 97.81%。

表 7 近年来公司轮胎业务销售情况

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
轮胎（含乘用车胎、工业胎）	销量（万套）	9218.95	9098.68	8683.52	2142.44
	单价（元/套）	532.03	595.95	606.34	602.79
	产销率（%）	101.13	96.93	97.81	100.09

资料来源：公司提供

乘用车业务

倍耐力轮胎产品销售分为配套和替换两个市场，其中替换市场占据主导地位，近三年替换市场占销售收入比重在74%左右。

配套市场方面，在获得汽车制造商认证后，倍耐力轮胎明确各个销售区域汇总形成的全球总销量，以及在各区域之间产能分配的机制。倍耐力轮胎与汽车制造商按年签订轮胎供应合同，确定倍耐力轮胎所供应的汽车制造商生产车辆的百分比，然后根据汽车制造商给出的车辆的实际产量，按季度确定供应的确切数量。配套市场产品定价一般通过与汽车制造商谈判来完成，其中汽车制造商的议价能力相对较高。除特定情况外，合同通常包括因原材料价格变动形成的自动调整机制，平均时间约为六个月（最少三个月至最多九个月）。70%的销售额按季度或年度成本矩阵协议覆盖，而剩余30%的情况下，按年度贸易谈判期间讨论的原材料趋势管理。

替换市场方面，主要客户类型分为零售商、专业分销商和汽车经销商。2016~2018年，零售商作为授权独立运营的零售网点，从大约12600个增加至15900个，主要集中在欧洲、亚太地区和北美自由贸易区（2018年约占零售店

总数的75%），零售商不仅促进上述地区销售额的增长，还提升了高附加值产品在各市场的覆盖率和渗透率。替换市场定价方面，倍耐力轮胎会基于不同产品定位定期更新产品价格，并与原材料价格变动趋势保持一致。原材料成本变化受库存水平和生产时间等因素影响，反映在生产成本中通常会有六个月左右的延迟，使倍耐力轮胎有能力调整销售价格，减少成本变动对利润率的影响。

倍耐力轮胎对配套市场的销售结算方式以电汇为主，电汇结算约占60%左右，其余以银行承兑汇票结算，小规模客户一般采取先款后货的方式，规模较大、信用良好的客户一般会给予1~2个月账期。对替换市场客户的销售结算方式同样以电汇为主，结算货币均为美元，对于信用良好、合作时间较长的客户会在一定额度内给予2~3个月账期。

2016~2018年，公司乘用车销量波动中有所下降，主要系轿车胎销量持续下降所致。销售价格方面，受部分原材料价格上涨以及倍耐力轮胎聚焦高端产品，减少标准产品销量等因素影响，公司乘用车均价呈现逐年上升趋势，2018年销售均价为2016年均价的116.40%。

表 8 近年来公司乘用车业务销售情况（单位：%）

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
乘用车	销量	100.00	99.38	95.76	23.70
	单价	100.00	112.96	116.40	116.58

资料来源：公司提供

注：以 2016 年数据为基准，其后年份数据为当年数据与 2016 年数据比值。

2016~2018年，公司乘用车业务下游前五大客户销售额分别为54.44亿元、58.77亿元和60.38亿元，分别占当年乘用车业务收入的14.48%、14.40%和14.79%，客户集中度低。替

换市场方面，倍耐力轮胎拥有高度多元化的客户群体。2018年，替换市场中前十大客户销售收入仅占替换市场业务收入的14.50%。

表9 2018年公司乘用车业务下游前五名集中度
(单位: 万元、%)

客户名称	销售收入	占乘用车收入比重
TOP 1	158040.00	3.88
TOP 2	145883.08	3.55
TOP 3~5	299870.78	7.36
合计	603793.86	14.79

资料来源: 公司提供

工业胎业务

PTG 依托倍耐力集团长期稳健经营、严谨的市场调研以及多年累积的良好声誉, 与不同国家的客户和供应商建立了稳固的战略合作关系, 能有效满足其对经营成本和产品稳定性的需求。PTG 在全球范围内服务的大型车队超过 700 家 (其中 300 家拥有超过 200 辆车)、轮胎批发商及轮胎经销商数量约 2600 家。与此同时, 凭借丰富的产品组合、完善的销售平台和强大的技术支持团队, PTG 已获得众多全球车企的认证, 客户包括奔驰、福特、大众、三菱等全球知名企业。

PTG 销售网络广泛, 覆盖南美、欧洲、中东、非洲及北美地区。2018 年, PTG 在南美及中东、非洲市场的销售额分别约占其总销售额的 48.90% 和 25.00%。PTG 在中东和非洲地区的主要销售市场为埃及和土耳其, 在埃及市场表现尤为突出。PTG 在南美地区的销售网络覆盖 13 个国家, 主要市场为巴西和阿根廷。

PTG 在各个市场主要以电汇、银行转账等结算方式为主, 信用期约为 1-3 个月不等, 欧洲、北美等成熟市场约为 3 个月, 南美、中东等约为 1-2 个月。

风神股份建立了出口市场、配套市场和替换市场“三位一体”的市场渠道和销售网络, 实现优势互补和业务协同。2018 年, 上述三大市场营收占比分别为 40.09%、33.53% 和 26.38%。配套市场直接为东风汽车、中国一汽、中国重汽、徐州工程机械、柳州工程机械等 20 多家领先汽车制造商提供配套服务。替换市场

方面, 风神股份打造以产品线为主导的营销网络模式, 组建专业营销团队, 形成了以经销商批发、挂牌店零售为主的营销体系, 营销网络覆盖全国。

风神股份稳步推进营销体系整合, 不断优化市场和客户结构, 充分利用传统市场优势, 巩固和扩大高盈利产品的市场销量。卡客车轮胎产品市场销量显著增强, 与东风商用车、中国重汽等重点配套市场客户紧密合作, 新客户开发取得成效。风神股份与 PTG 通过开展贴牌加工和商业合作, 让公司工业胎业务可以更好应对原材料价格波动、国际贸易壁垒等经营风险, 在全球范围内优化配置产能, 提高在全球市场竞争力。同时, 风神股份加快与倍耐力营销团队、全球化渠道整合融合, 巩固销售网络基础, 加大协同销售力度, 在意大利、英国等欧洲市场与倍耐力实现协同销售, 全球范围销售协同效益逐步显现。

风神股份出口市场主要通过信用证结算, 以即期信用证居多, 部分采用电汇 (款到发货) 方式, 账期以 2 个月为主, 最长不超过 6 个月。国内配套市场大客户 (如东风、龙工、徐工等) 主要以汇票方式结算, 账期为 3 个月左右, 其他中小客户结算以现汇为主, 汇票为辅, 账期为 3 个月。替换市场账期一般为 3 个月, 汇票和现汇结算比例大致为 1: 1。

2016~2018 年, 公司工业胎销量持续下降, 2018 年销量为 2016 年销量的 84.52%, 销量下滑主要系风神股份利用倍耐力技术落地契机, 梳理调整产品结构, 削减低毛利产品产销量。此外, 受美国“双反”调查的影响, 因担心“双反”追溯补征关税, 从 2016 年下半年起出口市场出现一定幅度下滑。

销售价格方面, 近三年公司工业胎销售价格呈不断上涨态势, 主要系产品结构调整及部分原材料成本上涨影响所致, 2018 年公司工业胎销售均价为 2016 年销售均价的 115.32%。

表 10 近年来公司工业胎业务销售情况（单位：%）

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
工业胎	销量	100.00	94.45	84.52	20.39
	单价	100.00	112.71	115.32	113.84

资料来源：公司提供

注：以 2016 年数据为基准，其后年份数据为当年数据与 2016 年数据比值。

4. 在建及拟建工程

截至 2019 年 3 月底，公司有 3 个在建项目和 2 个拟建项目，项目总投资额 73.01 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目已投资 43.84 亿元，未来尚需投资 29.17 亿元。考虑到公司系中国化工集团在轮胎制造业务方面的核心子公司，中国化工集团对公司支持力度大，且公

司经营活动获现能力很强，基本可以覆盖其投资性支出，公司有一定筹资需求但筹资压力不大。

未来，随着各项目陆续完工投产，公司轮胎生产工艺更加先进，在全球范围内的产能分配将更趋合理，进一步提升公司整体竞争力和盈利能力。

表 11 公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目计划总投资	资金来源	截至 2019 年 3 月底 已投资金额	未来三年预计 投资支出
PTG 土耳其扩产	58219.12	PTG 自有资金	53361.64	4857.48
倍耐力轮胎罗马尼亚 Slatina 基地扩产	322442.37	自有资金及政府补助	250341.49	72100.89
倍耐力轮胎墨西哥 Silao 基地扩产	304229.26	自有资金及政府补助	134668.59	169560.67
合计	684890.75	--	438371.72	246519.04

资料来源：公司提供

表 12 公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计投资规模	资金来源		项目建设周期及简介
		自筹	贷款	
风神 ROTR 工程机械子午胎	23813.00	100.00%	--	项目主要对风神轮胎现有全钢工程子午胎生产线实行产能替代，削减现有小规格全钢工程子午胎 5 万条/年，其余现有大规格产品生产能力增加 1.51 万条/年。同时新增 14.00R25、24.00R20.5、29.50R25、40.00R57 和 59/80R63 等 5 种大规格全钢工程子午胎产品，该 5 种大规格全钢工程子午胎新增产能 1.49 万条/年。技改项目完成后，大规格全钢工程子午胎生产规模合计新增 3 万条/年，同时替代风神轮胎现有小规格全钢工程子午胎生产规模 5 万条/年，预计 2019 年完成。
风神全球工业胎研发中心	21381.00	50.00%	50.00%	项目建筑面积约 20000 平米，主要建设物性实验室、化性实验室、驻波测试试验中心、振动噪音测试试验中心、里程及高速耐久试验室、静特性试验室、单体轮胎噪音试验室等试验室，利用公司原有试验及检验检测设备，新增实验室用开炼机、实验室用小密炼机、实验室用平板硫化机、钢帘线疲劳试验机、熔点测定仪、高效液相色谱仪、全钢载重子午胎综合刚性试验机、压力分布系统、轮胎磨耗试验机、轮胎外轮廓扫描仪、两

				工位轮胎滚阻试验机、全钢载重子午胎耐久试验机先进的试验检验仪器和设备。项目建设周期24个月，预计2020年初步建成。
合计	45194.00	--	--	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率

从经营效率指标来看，2016~2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均不断下降，三年加权均值为8.14次、4.15次和0.50次，2018年分别为6.90次、3.39次和0.42次。总体看，公司总体经营效率尚可。

6. 未来发展

公司将继续工业胎和乘用车胎独立发展的方向，乘用车胎继续聚焦高端业务产品及消费者领域相关产品，提高生产效率；工业胎方面，将持续推进全球工业胎业务的整合，充分发挥协同作用，择机重启工业胎业务的资产重组。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016~2018年的合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司2019年1~3月财务数据未经审计。从合并范围来看，2016年，公司将中国化工青岛橡胶公司100%股权无偿划出；2017年，公司新设桂林倍力轮胎；2018年，公司处置南京利德东方橡塑科技有限公司；2019年1~3月，公司合并范围较2018年底无变化；截至2019年3月底，公司拥有二级子公司8家。总体看，合并范围的调整对公司财务数据可比性影响很小。

截至2018年底，公司合并资产总额1310.89亿元，所有者权益380.76亿元（含少数股东权益321.88亿元）。2018年，公司合并营业收入552.80亿元，利润总额34.74亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1302.95亿元，所有者权益375.42亿元（含少数股东权益313.71亿元）。2019年1~3月，公司实现营业收入134.77亿元，利润总额7.65亿元。

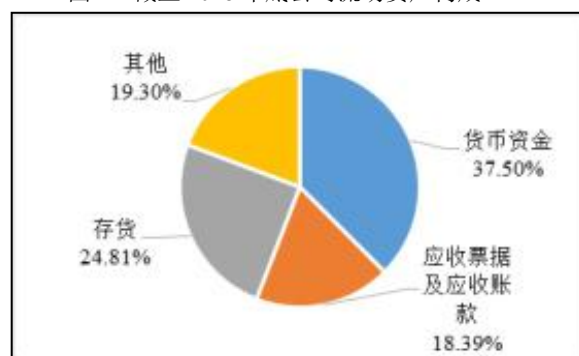
2. 资产质量

2016~2018年，公司资产规模波动增长，截至2018年底，公司资产总额为1310.89亿元，同比变动不大，其中流动资产占33.78%，非流动资产占66.22%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2016~2018年，公司流动资产波动增长，截至2018年底，公司流动资产合计442.84亿元，主要以货币资金（占37.50%）、应收票据及应收账款（占18.39%）和存货（占24.81%）为主。

图4 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司货币资金波动增长，截至2018年底，公司货币资金为166.09亿元，同比下降21.67%，系2018年境外合资公司MPI（原倍耐力轮胎母公司）进行分立，分立后将其持有倍耐力上市时处置倍耐力轮胎股权的现金和部分其他应收款相应分别划转至少数股东下属的全资子公司，不再纳入合并范围，导致

银行存款减少约 6.69 亿欧元（约人民币 52.20 亿元）；主要由银行存款（占 99.84%）构成，外币资金占 85.89%；使用受限货币资金为 0.04 亿元，基本为银行承兑汇票保证金，受限比例很低。

截至 2018 年底，公司衍生金融资产 9.87 亿元，较 2017 年底增加 7.41 亿元，主要是由于远期外汇以及货币利率掉期工具因汇率波动等导致的公允价值变化。

2016~2018 年，公司应收票据及应收账款有所增长，构成以应收账款为主（占 94.73%）；截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 77.13 亿元，较去年增长 6.41%，主要是海外子公司为降低财务成本，下调应收账款的保理规模，此外，考虑到 2019 年巴西经济形势的变化，公司适当延长了巴西客户的信用期所致；应收账款中受限金额为 9.43 亿元，主要系提供借款质押担保。截至 2018 年底，公司应收账款余额前五名应收账款合计 10.26 亿元，占应收账款年末余额的 12.02%，集中度较低。账龄方面，1 年以内的占比 95.91%，账龄较短；截至 2018 年底，公司共计提坏账准备 3.10 亿元，计提比例为 4.35%，由于应收账款主要为公司长期客户，回款风险较小，总体计提较为合理。整体看，公司应收账款规模较大，对营运资金形成一定占用。

截至 2018 年底，公司其他应收款 35.13 亿元，主要系中国化工集团内部关联方往来款（占 90%以上，一年期贷款基准利率）；其他流动资产 31.46 亿元，系待抵扣及预缴税金。

2016~2018 年，公司存货不断增长，年均复合增长 10.18%。截至 2018 年底，公司存货 109.88 亿元，较去年增长 11.92%，主要系 2018 年下半年巴西轮胎市场销售萎缩，倍耐力轮胎销售不如预期，造成存货部分积压所致。截至 2018 年底，公司存货主要由原材料（占 17.56%）、库存商品（占 76.45%）和半成品及在产品（占 5.45%）构成；公司计提存货跌价准备 3.46 亿元，计提比例 3.00%。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产波动增长，截至 2018 年底为 868.05 亿元。截至 2018 年底，公司非流动资产主要以固定资产（占 35.16%）、无形资产（占 35.79%）和商誉（占 21.34%）为主。

2016~2018 年，公司固定资产规模保持稳定，截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 419.88 亿元，同比增加 12.35 亿元，主要系新增机器设备所致；构成主要系房屋及建筑物（占 32.56%）和机器设备（占 66.21%）等。公司固定资产计提减值准备 4.64 亿元，计提比例较低。

2016~2018 年，公司无形资产波动增长，截至 2018 年底为 310.70 亿元；从无形资产构成看，截至 2018 年底，非专利技术占 30.29%，商标权占 58.96%，其他占比较小。

2016~2018 年，公司商誉保持稳定，截至 2018 年底，公司商誉为 185.26 亿元，同比小幅增长，主要系外币折算差额所致。公司商誉主要由收购倍耐力集团产生。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 24.37 亿元，主要包括其他应收款、担保存款、应收所得税及税收抵免等。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额合计 1302.95 亿元，较 2018 年底变化不大。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 32.08%和 67.92%，较上年保持稳定。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金较 2018 年底下降 31.22%至 114.23 亿元，主要系倍耐力轮胎销售回款季节性波动，存在年底集中回款，年初对供应商进行大规模偿付情况；应收票据及应收账款较 2018 年增长 25.64%至 102.29 亿元，主要系轮胎生产的经营特性有关，应收账款和应付账款呈周期性波动，春季、夏季轮胎产品的销售回款主要在第三季度，而冬季产品的销售回款基本都在第四季度；公司商誉较 2018 年底小幅下降 3.65%，主要系汇率波动所致。

总体看，公司资产规模波动增长，以非流

流动资产为主，现金类资金充裕，流动资产中存货和应收账款占比较高，对资金形成一定占用；非流动资产中固定资产、无形资产及商誉占比较高，倍耐力轮胎虽业绩表现稳定，但仍存在商誉减值风险，公司整体资产质量好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016~2018年，公司所有者权益波动增长，三年分别为193.85亿元、413.56亿元和380.76亿元。截至2017年底，公司所有者权益同比增长113.34%，主要系倍耐力轮胎2017年在米兰上市，少数股东权益增长所致；截至2018年底，公司所有者权益同比下降7.93%，主要系境外合资公司MPI分立，银行存款等不再纳入合并范围，导致所有者权益及少数股东权益下降；其中，归属于母公司所有者权益中，股本占27.17%、资本公积占47.92%、其他权益工具占80.67%；公司其他权益工具47.50亿元，系公司发行的永续债（债权人母公司中国化工集团）；其他综合收益-19.91亿元，主要系欧元报表折算为人民币报表的外币报表折算差额导致；未分配利润-12.93亿元，主要系2015年应国资委评价[2016]191号文件要求，公司以2014年12月31日为基准日进行清产核查，计提资产减值共12.36亿元所致。2018年底，所有者权益中归属于少数股东权益占84.53%，公司所有者权益稳定性弱。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计375.42亿元，与上年底相比保持稳定。

总体看，受倍耐力轮胎上市影响，公司所有者权益快速增长，其中少数股东权益及永续债券占比较高，权益稳定性弱。

负债

2016~2018年，公司负债规模不断下降，截至2018年底，公司负债合计930.13亿元，同比变化不大；其中流动负债占44.23%，非流动负债占55.77%，公司负债以非流动负债为主。

2016~2018年，公司流动负债不断增长；截至2018年底，公司流动负债合计411.36亿元，同比增长21.39%，主要系短期借款的增长；主要由短期借款（占38.84%）、应付票据及应付账款（占38.22%）构成。

2016~2018年，公司短期借款大幅增长，年复合增长60.04%，截至2018年底，公司短期借款159.78亿元，同比增长75.07%，主要系PTG公司一笔贷款将于2020年3月到期，转至短期借款所致（后于2019年4月该笔贷款已展期至2021年3月）；其中，信用借款占54.65%、抵质押借款占27.55%、保证借款占17.80%，外币借款比重高。

2016~2018年，随着公司业务规模增长，公司应付票据及应付账款有所增长，截至2018年底，公司应付票据及应付账款157.20亿元，同比变化不大。

2016~2018年，公司非流动负债不断下降，年复合下降15.49%，截至2018年底，公司非流动负债合计518.77亿元，同比下降13.10%，主要系长期借款下降所致；公司非流动负债主要由长期借款（占44.73%）、应付债券（占29.77%）和递延所得税负债（占17.20%）构成。

2016~2018年，公司长期借款大幅下降，年复合下降30.40%，截至2018年底，公司长期借款232.04亿元，同比下降34.08%；长期借款主要由信用借款（占91.83%）和质押借款（占6.21%）构成。

截至2018年底，公司应付债券154.42亿元，系欧元中期票据三期，分别为Euro Medium Term Note New (Issue notes January 2018)（2018年发行、5.53亿欧元、5年期、票面利率1.375%）、Euro Medium Term Note New (Issue notes March 2018)（2018年发行、2亿欧元、2.5年期、票面利率EURIBOR +0.70%）Shuldschein (Tranche 2)（2018年发行、5.25亿欧元、3-7年期、票面利率EURIBOR +1.25%）及扬帆项目欧元高级债券（CNRC CAPITAL LIMITED于2016年发行、7亿欧元、5年期、票面利率

1.87%)。

有息债务方面，2016~2018 年，公司全部债务波动下降，截至 2018 年底，公司全部债务合计 585.99 亿元，其中短期债务占 33.41%、长期债务占 66.59%，公司债务结构以长期债务为主。

2016~2018 年，公司资产负债率及全部债务资本化比率均呈波动下降趋势，长期债务资本化比率不断下降，截至 2018 年底分别为 70.95%、60.61%和 50.61%。受子公司倍耐力轮胎上市募集资金偿还存续债务影响，公司债务负担波动下降。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 927.53 亿元，较 2018 年底保持稳定，主要由非流动负债（占 62.74%）构成。截至 2019 年 3 月底，公司应付票据及应付账款较 2018 年底下降 29.51%，主要系应付供应商款存在季节性所致；同时，资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率均有所增长，分别为 71.19%、61.12%和 52.55%。

总体看，近三年公司整体债务负担波动下降，整体处于适中水平。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入波动增长；2018 年，公司实现营业收入 552.80 亿元，同比略降 4.59%。2016~2018 年，公司营业成本亦同趋势变动；2018 年，公司营业利润率增至 35.59%。2017 年，公司公允价值变动收益-2.52 亿元、投资收益-11.30 亿元²，主要系对冲汇率风险进行远期外汇及掉期交易的衍生品结算的损失，本期波动较大，主要系卢布、英镑等货币汇率波动较大所致，对利润有较大影响；2018 年，公司公允价值变动收益 1.74 亿元、投资收益 7.96 亿元，主要系衍生品产生的结算损益约 6.50 亿元及处置南京利德东方橡塑科技有限公

司的投资收益约 1.60 亿元，对利润有较大影响。2016~2018 年，公司利润总额不断增长，2018 年为 34.74 亿元。

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用波动增长，2018 年为 183.83 亿元，同比增长 7.35%，主要系财务费用的增长。2018 年，公司财务费用同比增长 56.71%至 35.58 亿元，主要包括利息支出 19.15 亿元及汇兑损失 17.20 亿元，当期利息支出节约 10.29 亿元，汇兑损失较上年相比增长 22.52 亿元，主要是美元负债受美元升值的影响，以及阿根廷、巴西、土耳其等地货币贬值所致。2016~2018 年，公司费用收入比分别为 33.31%、29.56%和 33.25%，公司费用对利润侵蚀大，控制能力待提升。

2018 年，公司营业外收入及其他收益合计 10.04 亿元，较 2017 年变动不大；构成主要系税收返还及各类补助款，稳定性较强。

从主要盈利指标看，2016~2018 年，公司总资产收益率及净资产收益率均值分别为 4.57%和 4.83%，2018 年分别为 5.07%和 7.78%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 134.77 亿元，较上年同期下降 2.88%，主要系公司持续减少标准胎产品的产销量及汇率的影响；营业利润率 36.65%，较上年略有增长；利润总额为 7.65 亿元，较上年同期增长 18.45%，主要系公司聚焦高端胎，产品结构调整所致。

总体看，近三年，公司营业收入波动增长，受倍耐力轮胎业务全球化影响，各币种汇率波动对公司利润影响较大，公司汇兑损益及投资收益波动较大，营业外收入对公司利润产生较大影响，但稳定性较强，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流及保障

从经营活动现金流看，2018 年公司经营活动现金流入 535.52 亿元，同比下降 5.10%，公司在经营活动方面的现金流入主要为公司销售轮胎产品取得的收入；公司收到其他与经营活动有关的现金为 6.74 亿元，主要为往来款。2018

² 投资收益及公允价值变动损益是倍耐力轮胎报表转换成国内报表将公允价值变动损益的进一步划分，将已交割期货实际利率差及期货成本计入投资收益，未交割期货的利率变动计入公允价值变动损益科目。

年，公司经营活动现金流出 480.39 亿元，同比下降 4.64%；2018 年公司支付其他与经营活动有关的现金为 81.24 亿元，主要系付现期间费用及往来款等。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额下降至 55.14 亿元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 101.95%、95.14%和 94.49%，公司经营获现能力较好。

从投资活动现金流看，2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 46.29 亿元、-35.39 亿元和-29.46 亿元，流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金等资本性支出为主。2016 年，公司处置子公司收到的现金净额 19.54 亿元，主要系转让倍耐力工业胎 38%股权所致；2017 年，公司收到其它与投资活动有关现金 59.00 亿元，支付其他与投资活动有关的现金 60.17 亿元，主要系两笔掉期交易所致。

从筹资活动现金流看，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，三年分别为 -76.29 亿元、38.07 亿元和-65.37 亿元。2016 年，公司取得借款收到的现金 119.78 亿元，主要系中国橡胶资本有限公司发行 50.96 亿元债券及法巴银团贷款提取 9.97 亿欧元额度用于偿还并购贷款本息所致；偿还债务支付的现金 158.01 亿元，主要系公司本部偿还 22.50 亿元，风神股份偿还 16.24 亿元，中国化工橡胶桂林有限公司偿还 10.50 亿元，倍耐力轮胎偿还 21.92 亿元，境外 SPV 偿还 49.57 亿元。2017 年，公司吸收投资收到的现金 223.61 亿元，主要系倍耐力轮胎上市，募集 23.98 亿欧元资金（182.84 亿元人民币）及发行境外永续债 6 亿美元（40.76 亿元人民币）；取得借款收到的现金 588.01 亿元，偿还债务支付的现金 734.27 亿元，主要系公司寻求低成本进行贷款置换。2018 年，公司取得借款收到的现金 254.83 亿元，主要系倍耐力轮胎 2018 年新发三期欧元债；偿还债务支付的现金 243.04 亿元，主要系短期借款置换等。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-62.17 亿元，主要受营运资金季节性波动的影响；投资活动现金流量净额为-7.51 亿元；筹资活动现金流量净额为 17.85 亿元。

总体看，公司经营活动近三年均呈净流入状态，经营获现能力稳定；近年来，公司资本支出规模大，经营活动净现金流可覆盖投资支出需求；筹资活动现金流波动较大。

6. 公司本部财务分析

截至 2018 年底，公司本部（母公司）资产总额 113.43 亿元，主要为其他应收款 51.11 亿元、长期应收款 25.82 亿元（主要为子公司资金拆借）和长期股权投资 28.63 亿元。负债总额 42.81 亿元，主要为短期借款 14.75 亿元、一年内到期的非流动负债 11.42 亿元和长期借款 14.41 亿元。所有者权益 70.62 亿元，主要为实收资本 16.00 亿元和其他权益工具 47.50 亿元。2018 年，公司本部实现收入 166.94 万元，利润总额 1.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.40 亿元，投资活动产生的现金流量净额 10.57 亿元和筹资活动产生的现金流量净额-9.66 亿元。

总体看，公司本部经营规模小，利润来源以子公司现金分红为主，考虑到控股股东在筹融资活动为公司提供的支持，公司偿债能力较强。

7. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，其中流动比率近三年分别为 126.70%、137.32%和 107.65%；速动比率近三年分别为 95.78%、108.35%和 80.94%。截至 2019 年 3 月底，流动比率和速动比率上升至 120.95%和 90.43%。近三年，公司经营现金流动负债比不断下降，三年分别为 27.01%、17.86%和 13.40%。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2016~2018 年, 公司 EBITDA 波动增长, 三年分别为 85.32 亿元、80.62 亿元和 92.30 亿元。2016~2018 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.49 倍、2.73 倍和 4.82 倍, 呈逐年增长态势; 全部债务/EBITDA 分别为 7.91 倍、7.06 倍和 6.35 倍, 逐年下降。整体看, 公司长期债务偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底, 公司合并口径不存在对外担保。

截至 2019 年 3 月底, 公司获得银行人民币授信额度 104.06 亿元, 未使用人民币授信额度 60.98 亿元。此外, 公司拥有 2 家境内外上市公司, 直接、间接融资渠道畅通。

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告显示(报告编号: G10110108001938006), 截至 2019 年 4 月 25 日, 公司无未结清的不良信贷信息记录; 已结清的信贷信息记录中有两笔欠息, 主要系兴业银行两笔贷款按月结息, 因工作疏忽, 结息日账户未留存足够资金所致, 公司已于 2017 年 5 月 22 日结清。公司过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点, 以及轮胎行业现状和未来发展的综合判断, 公司整体抗风险能力强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

以公司本期拟发行的中期票据发行额度上限计算, 分别为 2019 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 2.41%和 1.69%, 对公司现有债务影响小。

截至 2019 年 3 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.19%、61.12%和 52.55%。考虑到本期中期票

据募集资金将全部用于偿还金融机构贷款, 公司实际债务负担无变化。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016~2018 年, 公司 EBITDA 分别为 85.32 亿元、80.62 亿元和 92.30 亿元, 分别为本期中期票据发行额度上限的 8.53 倍、8.06 倍和 9.23 倍; 公司经营活动现金净流量分别为 79.09 亿元、60.51 亿元和 55.14 亿元, 分别为本期中期票据发行额度上限的 7.91 倍、6.05 倍和 5.51 倍。公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据保护能力强。

十一、结论

公司作为中国化工集团旗下全资子公司, 在全球轮胎行业综合实力排名前五, 是中国最大的轮胎橡胶制造商, 产品种类丰富, 在全球 14 个国家建有 25 个工厂, 产品覆盖 160 多个国家和地区。其中, “倍耐力”乘用车胎在全球高端轮胎市场排名第一, “风神”牌全钢子午线轮胎、“橡六”牌高强度输送带为中国名牌产品。

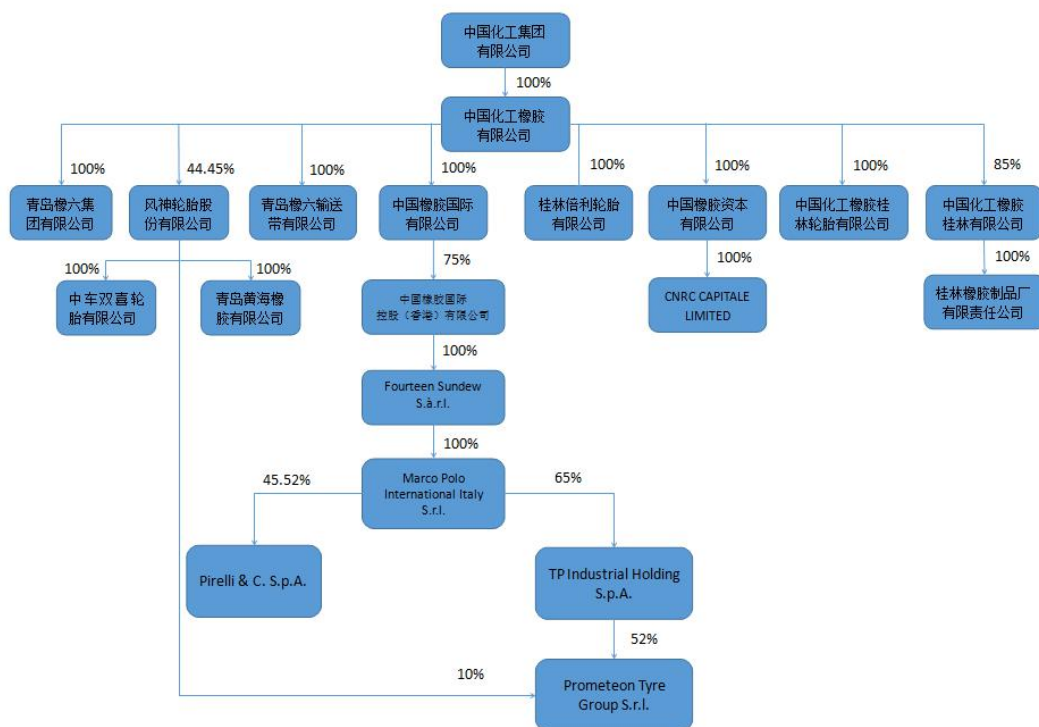
近年来, 公司资产规模波动增长, 现金类资金充裕; 流动资产中存货和应收账款占比较高, 对资金形成一定的占用。随着对倍耐力集团整合工作的推进, 公司债务规模波动下降, 债务负担适中; 主业盈利规模受各币种汇率波动影响较大, 营业外收入对公司利润产生较大影响, 但稳定性较强。

公司在完成收购倍耐力集团后, 以中国化工集团乘用车胎和工业胎差异化的经营理念和商业模式为指导对轮胎业务进行整合。未来, 随着各项目陆续完工投产, 公司轮胎生产工艺更加先进, 在全球范围内的产能分配将更趋合理, 公司整体竞争力和盈利能力有望得到进一步提升。公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据保护能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为,

公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，
安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	155.69	222.45	178.12	127.97
资产总额(亿元)	1213.02	1349.38	1310.89	1302.95
所有者权益(亿元)	193.85	413.56	380.76	375.42
短期债务(亿元)	97.40	112.27	195.79	174.39
长期债务(亿元)	577.08	456.57	390.19	415.79
全部债务(亿元)	674.49	568.84	585.99	590.18
营业收入(亿元)	532.03	579.36	552.80	134.77
利润总额(亿元)	11.30	14.39	34.74	7.65
EBITDA(亿元)	85.32	80.62	92.30	--
经营性净现金流(亿元)	79.09	60.51	55.14	-62.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.77	7.79	6.90	--
存货周转次数(次)	6.19	4.07	3.39	--
总资产周转次数(次)	0.78	0.45	0.42	--
现金收入比(%)	101.95	95.14	94.49	80.17
营业利润率(%)	34.66	33.02	35.59	36.65
总资本收益率(%)	4.20	4.00	5.07	--
净资产收益率(%)	1.14	2.38	7.78	--
长期债务资本化比率(%)	74.86	52.47	50.61	52.55
全部债务资本化比率(%)	77.68	57.90	60.61	61.12
资产负债率(%)	84.02	69.35	70.95	71.19
流动比率(%)	126.70	137.32	107.65	120.95
速动比率(%)	95.78	108.35	80.94	90.43
经营现金流动负债比(%)	27.01	17.86	13.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	2.73	4.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.91	7.06	6.35	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
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	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 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%

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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	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其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 中国化工橡胶有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等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。

中国化工橡胶有限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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国化工橡胶有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国化工橡胶有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国化工橡胶有限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中国化工橡胶有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国化工橡胶有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国化工橡胶有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国化工橡胶有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国化工橡胶有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国化工橡胶有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。