

信用等级公告

联合〔2020〕2306号

联合资信评估有限公司通过对中国化工橡胶有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国化工橡胶有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 中化橡胶 CP001”的信用等级为 A-1，“20 中化橡胶 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月二十一日



中国化工橡胶有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次 级别	评级展 望	上次 级别	评级展 望
中国化工橡胶有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化橡胶 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 中化橡胶 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期兑付日
20 中化橡胶 CP001	10亿元	10亿元	2021/03/24
20 中化橡胶 MTN001	5亿元	5亿元	2023/04/13

评级时间：2020 年 7 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

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。跟踪期内，公司轮胎主业经营稳健，规模优势显著，乘用车业务在高端市场保持领先的市场地位，具备良好的盈利能力和经营获现能力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司全球化布局管理难度大、受新冠肺炎疫情影响商誉可能存在减值风险、公司对核心子公司持股比例偏低导致所有者权益稳定性弱、有息债务负担重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力极强；EBITDA 对“20 中化橡胶 MTN001”保障能力极强。

未来，随着各项目陆续完工投产，公司轮胎生产工艺将更加先进，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“20 中化橡胶 CP001”的信用等级为 A-1，“20 中化橡胶 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 股东支持力度大。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，跟踪期内持续为公司重大筹融资活动提供担保。
2. 公司是中国最大的轮胎橡胶制造商，规模优势显著，产品市场占有率领先。公司在全球 14 个国家建有 25 个工厂，产品覆盖 160 多个国家和地区。公司下属倍耐力轮胎乘用车业务在高端轮胎市场继续占据领导地位，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。

分析师：刘 哲 黄冠嘉
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

3. **主业盈利能力强，经营获现能力稳健。**跟踪期内，公司主业经营稳健，盈利能力和经营活动获现能力维持良好水平。
4. **公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力极强；EBITDA 对“20 中化橡胶 MTN001”保障能力极强。**截至 2019 年底，公司剔除使用受限的现金类资产对“20 中化橡胶 CP001”保障倍数为 19.19 倍；2019 年，公司 EBITDA 对“20 中化橡胶 MTN001”的保障倍数为 23.18 倍。

关注

1. **新冠肺炎疫情的爆发对公司全球化经营产生一定影响，公司商誉金额较大，存在一定减值风险。**公司轮胎生产业务遍布全球，2020 年以来新冠肺炎疫情对全球化布局的倍耐力轮胎及 PTG 产生一定影响，公司一季度业绩有所下滑；若全年业绩不达预期，商誉或存在减值风险。
2. **公司对下属重要子公司持股比例偏低，导致所有者权益稳定性偏弱；部分重要子公司为境外企业，加大了管理难度。**截至 2019 年底，公司对倍耐力轮胎和 PTG 持股比例偏低，导致少数股东权益占所有者权益比重为 83.79%；倍耐力轮胎和 PTG 均为境外公司，不同区域市场间在监管政策、运营环境等方面存在差异，加大了公司管理难度。
3. **外汇市场波动可能增加公司的汇兑风险。**受倍耐力轮胎及 PTG 业务全球化影响，各币种汇率波动对公司利润影响大。
4. **公司债务负担持续加重，存货及应收款项对营运资金形成一定占用。**跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，债务负担持续加重，截至 2020 年 3 月底全部债务资本化比率为 62.37%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	219.99	172.54	191.94	145.97
资产总额(亿元)	1349.38	1310.89	1385.74	1360.24
所有者权益(亿元)	413.56	380.76	403.27	399.07
短期债务(亿元)	112.27	195.79	191.68	195.63
长期债务(亿元)	456.57	390.19	449.58	465.71
全部债务(亿元)	568.84	585.99	641.26	661.34
营业收入(亿元)	579.36	552.80	559.39	116.99
利润总额(亿元)	14.39	34.74	46.26	1.57
EBITDA(亿元)	80.62	92.30	115.89	--
经营性净现金流(亿元)	60.51	55.14	89.20	-59.81
营业利润率(%)	33.02	35.59	38.58	33.97
净资产收益率(%)	2.38	7.78	7.85	--
资产负债率(%)	69.35	70.95	70.90	70.66
全部债务资本化比率(%)	57.90	60.61	61.39	62.37
流动比率(%)	137.32	107.65	116.14	121.30
经营现金流负债比(%)	17.86	13.40	21.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.73	4.82	5.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.06	6.35	5.53	--

公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	120.30	113.43	104.77	94.16
所有者权益（亿元）	69.27	70.62	70.23	70.03
全部债务(亿元)	48.57	40.57	32.32	21.95
营业收入(亿元)	0.56	0.02	--	--
利润总额(亿元)	-0.04	1.37	-0.33	-0.20
资产负债率(%)	42.42	37.74	32.97	25.63
全部债务资本化比率(%)	41.22	36.49	31.52	23.87
流动比率(%)	661.39	207.40	219.65	270.41
经营现金流负债比(%)	-15.38	-1.42	-1.69	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；合并口径现金类资产已扣除受限货币资金；合并口径其他流动负债中的有息债务计入短期债务；合并口径其他非流动负债中的有息债务计入长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中化橡胶 MTN 001	AAA	AAA	稳定	2019/5/17	刘哲 刘然	制造业企业信用评级方法（2016 年） 制造业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
20 中化橡胶 CP001	A-1	AAA	稳定	2019/5/17	刘哲 刘然	制造业企业信用评级方法（2016 年） 制造业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国化工橡胶有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2020 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 2020 年 3 月底，公司拥有直接控股和间接控股子公司 135 家、参股公司 25 家。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、纪委办公室、党委工作部、审计合规部及巡察办公室等 14 个职能部门。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1385.74 亿元，所有者权益 403.27 亿元（含少数股东权益 337.90 亿元）。2019 年，公司实现营业收入

559.39 亿元，利润总额 46.26 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1360.24 亿元，所有者权益 399.07 亿元（含少数股东权益 330.07 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 116.99 亿元，利润总额 1.57 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金均已按用途使用完毕。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
20 中化橡胶 CP001	10.00	10.00	2020/03/24	2021/03/24
20 中化橡胶 MTN001	5.00	5.00	2020/04/13	2023/04/13

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

1. 国内宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长 -6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

(单位: 万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况; 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价; 3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP为不变价规模; 4. 城镇失业率统计中, 2016-2017年为城镇登记失业率, 2018年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数

数据来源: 联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态, 对外贸易总额同比减少, 2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年, 社会消费品零售总额同比增长8.0%, 较上年下滑1.0%, 其中网上零售额10.6万亿元, 同比增长16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长5.4%, 比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看, 制造业投资增速为3.1%, 比上年低6.4个百分点; 基础设施投资增速为3.8%, 与上年持平; 房地产投资增速为9.9%, 比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%, 比上年低4.0个百分点; 国有投资增速为6.8%, 比上年高4.9个百分点。2019年, 货物进出口总额31.54万亿元, 同比增长3.4%, 增速比上年回落6.3个百分点。其中, 出口增长5.0%, 进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元, 同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%, 对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元, 增长10.8%。2020年一季度, 社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农

户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%, 三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落, 服务业较快发展, 2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%, 占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%, 增速较上年同期回落0.5个百分点; 2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%, 工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%, 服务业增长势头较好。2020年一季度, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%, 全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%, 工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%(1—2月数据), 工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升, 生产价格同比下降。2019年, 居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.9%, 涨幅比上年扩大0.8个百分点, 其中食品价格全年上涨9.2%, 涨幅比上年提高7.4个百分点; 非食品价格上涨1.4%, 涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%, 涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年, 工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降0.3%, 比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比下降0.7%, 涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度, CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%, 居民消费价格较年初有所回落, 生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓, 支出保持较快增长, 2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年, 全国一般公共预算收入190382亿元, 同比增长3.8%, 增速比上年回落2.4个百

分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 国内宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎

疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 国内宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时

生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低

融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

2019年中国橡胶轮胎产销量保持平稳，原材料价格低位波动；同期，汽车产销量同比下降，配套胎需求处于低位，而汽车保有量的持续增长有望为替换胎市场需求提供一定支撑。

2019年，全国汽车轮胎总产量6.52亿条，同比微增0.61%，其中子午线轮胎6.16亿条，同比增长1.1%，斜交胎0.36亿条，同比下降7.7%，子午化率达94%，子午线轮胎产量中，全钢胎1.32亿条，同比微降1%，半钢胎4.84亿条，同比微增1.7%。

从下游需求来看，轮胎需求主要来源于配套胎以及替换胎两个市场，中国乘用车替换胎、配套胎和商用车替换胎、配套胎的占比分别为60%、29%、8%和3%，替换胎仍是轮胎需求的主要市场。根据中汽协数据，2019年，中国汽车产销分别完成2572.1万辆和2576.9万辆，同比分别下降7.5%和8.2%，其中，乘用车产销分别完成2136万辆和2144.4万辆，同比分别下降9.2%和9.6%，商用车产销分别完成436万辆和432.4万辆，产量同比增长1.9%，销量下降1.1%。中国汽车产销量均同比下降，配套胎市场需求仍处低位；同时，据公安部统计，截至2019年底，全国汽车保有量达2.6亿辆，同比增长8.83%，私家车保有量首次突破2亿辆。随着汽车保有量逐步增加，轮胎替换需求超过配套需求成为影响轮胎行业的主要因

素。

从上游原材料来看，2019 年，受国内外产胶区遭遇旱灾、暴雨真菌病等事件影响，天然橡胶价格波动频繁，但总体看仍然在低价位区域长期徘徊；橡胶助剂和炭黑等轮胎辅材类产品价格整体有所回落，特别是炭黑受市场供需和环保政策的影响，议价能力明显转弱。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 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. 企业规模与竞争力

公司是中国最大的轮胎橡胶制造商，拥有“倍耐力”、“风神”等多个知名轮胎品牌，产品覆盖 160 多个国家和地区。此外，控股股东中国化工集团为公司重大筹融资活动提供担保。

公司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轮胎、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”）。倍耐力轮胎是世界顶级轮胎品牌企业，跟踪期内在全球高端轮胎市场排名保持领先，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，所属实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。2019 年，风神股份技术中心荣获河南省工业设计中心称号，多款产品和技术获奖，其中全钢载重子午线轮胎获国家工信部绿色产品称号、“中长途宽基轮胎研发及应用”项目获河南省科技进步二等奖。

公司控股股东中国化工集团实力强，跟踪期内持续为公司重大筹融资活动提供担保。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告显示（统一社会信用代码：91110000100008069M），截至 2020 年 6 月 10 日，公司本部无未结清和已结清的不良及关注类信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

跟踪期内，公司在经营模式、资产布局等方面未发生重大变化。轮胎业务是公司收入及利润的最主要来源，主业经营稳健。2020 年初，新冠肺炎疫情对全球化布局的倍耐力轮胎及 PTG 产生一定影响，公司一季度业绩有所下滑。

公司主业为轮胎、橡胶制品等产品的研发、生产和销售。其中，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 两家公司负责运营。

表 3 公司主要经营子公司 2019 年财务数据 (单位: 亿元)

业 务	主要子公司	持股比例	质押率	2019 年			
				总资产	净资产	营业收入	利润总额
乘用车	倍耐力轮胎	37.02%	--	1084.53	377.23	432.44	48.05
工业胎	风神股份	44.58%	--	72.32	20.97	59.14	2.53
	PTG	29.80%	--	145.95	45.00	83.25	1.99

资料来源: 联合资信整理

2019 年, 公司实现营业收入 559.39 亿元, 同比保持稳定。其中, 乘用车业务是公司最主要收入来源, 2019 年该业务实现收入 414.92 亿元; 工业胎业务实现收入 142.48 亿元; 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, 2019 年, 公司综合毛利率为 37.64%, 同比变化不大。乘用车业务仍维持

高毛利率水平, 2019 年为 42.10%; 工业胎业务毛利率有所上升, 2019 年为 24.98%。

2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 116.99 亿元, 同比下降 13.19%。同期, 公司综合毛利率为 34.58%, 同比减少 2.68 个百分点, 主要系新冠肺炎疫情对公司经营活动造成一定影响所致。

表 4 公司营业收入及毛利率状况 (单位: 亿元、%)

业务	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	154.72	26.71	15.61	141.76	25.64	22.37	142.48	33.68	24.98	32.31	27.62	22.53
乘用车	417.23	72.02	40.53	407.65	73.74	41.28	414.92	74.17	42.10	84.31	72.06	39.27
橡塑制品	7.41	1.27	23.08	3.39	0.61	14.75	1.99	0.36	15.08	0.37	0.32	17.05
合计	579.36	100.00	33.65	552.80	100.00	36.27	559.39	100.00	37.64	116.99	100.00	34.58

资料来源: 公司提供

1. 轮胎业务

原材料采购

跟踪期内, 公司采购政策及模式未发生重大变化。

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。

从原材料采购量来看, 2019年, 天然橡胶采购量为36.71万吨, 同比小幅下降; 合成橡胶采购量30.81万吨, 同比下降13.84%; 钢帘线采购量基本持平, 2019年完成采购19.98万吨; 炭黑采购量有所增长, 2019年采购33.64万吨。价格方面, 2019年, 受市场因素及提升采购质量的影响, 公司天然橡胶及合成橡胶采购价小幅上升, 采购均价分别为11658.84元/吨和13906.30元/吨。钢帘线采购价有所上升, 2019年为14162.04元/吨; 炭黑采购均价同比上涨10.46%至7943.42元/吨, 主要系环保及限产政策影响。

表 5 近年来公司原材料采购情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
天然橡胶 采购量 (吨)	394842.29	386257.41	367084.73	85643.30

	采购均价（元/吨）	13536.85	11118.25	11658.84	11297.25
	采购金额（万元）	534492.14	429450.46	427978.29	96753.40
合成橡胶	采购量（吨）	322869.83	357630.91	308095.83	72764.52
	采购均价（元/吨）	15349.35	13654.98	13906.30	12598.73
	采购金额（万元）	495584.28	488344.32	428447.42	91674.04
钢帘线	采购量（吨）	207570.22	203577.02	199757.55	42337.91
	采购均价（元/吨）	13540.85	13384.52	14162.04	13813.63
	采购金额（万元）	281067.66	272478.04	282897.49	58484.02
炭黑	采购量（吨）	341321.31	296584.56	336411.16	68602.51
	采购均价（元/吨）	6369.31	7191.22	7943.42	6994.28
	采购金额（万元）	217398.15	213280.34	267225.67	47982.52

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。2019年，公司前五大原材料供应商采购额占总采购额的22.27%，同比保持稳定，采购集中度较低。

生产经营

跟踪期内，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和工业胎。截至2019年底，公司轮胎产能略有下降，为10178.93万套/年，主要系转让子公司青岛黄海橡胶有限公司，使得TBR（全钢载重子午胎）产能下降所致。产量方面，2019年共生产轮胎8227.82万套，同比下降7.33%，主要系倍耐力为消化上年末巴西部分积压的库存主动减产所致。同期，公司产能利用率为80.84%，其中乘用车产能利用率比工业胎平均高出15~20个百分点。

表6 近年来公司轮胎业务生产情况

产品名称	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
轮胎（含乘用车、工业胎）	产能（万套/年）	10482.60	10230.05	10178.93	2545.78
	产量（万套）	9387.20	8878.23	8227.82	1610.84
	产能利用率（%）	89.55	86.79	80.84	63.28

资料来源：公司提供

产品销售

2019年，公司轮胎销量小幅下滑，全年销量为8546.71万套，主要系倍耐力削减标准胎销量所致。价格方面，受下属各经营子公司持续调整产品结构，高毛利率产品占比提升影响，公司轮胎均价同比有所上升，2019年销售均价

为624.20元/套。产销率方面，2019年轮胎产销率为103.88%，同比增加6.07个百分点。

2019年，公司乘用车业务下游前五大客户销售额60.22亿元，占当年乘用车业务收入的14.51%，客户集中度低。

表7 近年来公司轮胎业务销售情况

产品名称	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
轮胎（含乘用车、工业胎）	销量（万套）	9098.68	8683.52	8546.71	1809.15
	单价（元/套）	595.95	606.34	624.20	610.77
	产销率（%）	96.93	97.81	103.88	112.31

资料来源：公司提供

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。

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。

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，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。

2. 在建及拟建工程

跟踪期内，公司项目建设稳步推进，经营性净现金流基本可满足其投资性支出，公司筹资压力不大。

截至2020年3月底，公司有4个在建项目和2个拟建项目，项目总投资额68.96亿元。截至2020年3月底，公司在建项目已投资48.15亿元，未来尚需投资20.81亿元。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，公司对外筹资压力不大。

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8 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2020年3月底 已投资金额	未来三年预计 投资支出
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	289407.45	33034.92
倍耐力轮胎墨西哥Silao基地扩产	304229.26	自有资金及政府补助	173164.59	131064.67
工程子午胎技术改造项目	23813.00	自筹	16887.10	6925.90
全球轮胎研发中心项目	21381.00	自筹	2022.60	19358.40
合计	671865.63	--	481481.74	190383.89

资料来源：公司提供

表9 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	
倍耐力Bollate自行车胎项目	16478.35	16478.35		建设周期2020年至2023年，将Bollate的一般轿车胎产能转换为自行车胎产能
PTG巴西研发中心项目	1230.04	1230.04		建设周期2021年至2023年，建成独立于倍耐力的巴西PTG研发中心，含物理实验室及化学实验室
合计	17708.39	17708.39	--	--

资料来源：公司提供

3. 经营效率

从经营效率指标来看，2019 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有所下降，分别为 6.73 次、3.22 次和 0.41 次。总体看，公司经营效率尚可。

4. 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。

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情，扰乱了世界经济的正常节奏，也给我国经济社会发展带来了巨大的冲击。这场疫情对橡胶轮胎行业及上下游产业链发展也带来了巨大的挑战。受到销量下降的影响，橡胶公司整体盈利能力有所下降，为降低疫情影响，境内外企业积极开展降本增效举措。倍耐力轮胎 2020 年上半年继续开展产品规格优化、采购物流优化、原材料去复杂化、质量强化等成本竞争力计划，并针对新冠疫情采取了额外的费用压降措施以降低疫情影响，如与供应商重新谈判合同、削减管理人员薪酬、精简组织优化流程、重新审查营销活动、提升分销渠道效率、按照优先等级安排研发投资等。全年计划通过上述两项行动压降成本费用约 2.8 亿欧元。PTG 积极争取各国政府补助、与供应商重新谈判合同、削减中介代理等费用开支、提升效率等措施。风神积极开展降本举措，围绕“三大去复杂化及 N+5 优化”，优化市场、客户和产品结构调整，加强费用管控，降低疫情对销量及成本的冲击。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2019 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司

2020 年一季度财务数据未经审计。

合并范围调整方面，2019 年底，公司合并范围内二级子公司较 2018 年底无变化。2020 年 1—3 月，公司合并范围内二级子公司较 2019 年底无变化。跟踪期内，公司合并范围变化较小，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1385.74 亿元，所有者权益 403.27 亿元（含少数股东权益 337.90 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 559.39 亿元，利润总额 46.26 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1360.24 亿元，所有者权益 399.07 亿元（含少数股东权益 330.07 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 116.99 亿元，利润总额 1.57 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模及构成均保持稳定，现金类资金充足，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。倍耐力轮胎业绩表现稳定，但 2020 年以来新冠肺炎疫情的爆发对其全球化经营产生一定影响，仍存在商誉减值风险。公司整体资产质量较好。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1385.74 亿元，较上年底增长 1.34%。其中，流动资产占 34.29%，非流动资产占 65.71%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 475.23 亿元，主要以货币资金（占 40.34%）、应收账款（占 16.29%）和存货（占 22.51%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金为 191.69 亿元，较上年底增长 15.42%，主要由银行存款（占 98.35%）构成；使用受限货币资金为 2.75 亿元，基本为银行承兑汇票保证金，受限比例很低。

截至 2019 年底，公司应收账款保持相对稳定，账面价值为 77.39 亿元，累计计提坏账准备 9.94 亿元，计提比例 11.38%。账龄方面，1

年以内的占 97.28%，账龄较短。期末前五名应收账款合计规模 10.62 亿元，占应收账款总金额的 12.16%，集中度低。

截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）25.78 亿元，较上年底下降 26.62%，主要系中国化工集团内部关联方往来款；其他流动资产 49.76 亿元，系待抵扣及预缴税金和关联方带息借款。

截至 2019 年底，公司存货 106.99 亿元，较上年底下降 2.63%，主要由原材料（占 14.22%）和库存商品（占 79.27%）构成；公司计提存货跌价准备 3.74 亿元，计提比例 3.38%。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 910.51 亿元，较上年底增长 4.89%，主要以固定资产（占 34.18%）、无形资产（占 33.08%）和商誉（占 20.27%）为主。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 311.23 亿元，较上年底增长 1.98%，主要系新增机器设备所致。

截至 2019 年底，公司无形资产 301.18 亿元，较上年底下降 3.07%，主要以商标权（占 60.49%）和非专利技术（占 29.12%）为主。

截至 2019 年底，公司商誉为 184.52 亿元，较上年底保持稳定。公司商誉主要由收购原倍耐力集团产生。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产 32.65 亿元，较上年底增长 33.94%，主要包括担保存款、税收抵免等。

截至 2019 年底，公司受限资产规模合计 9.45 亿元，主要为货币资金 2.75 亿元和应收账款 6.66 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1360.24 亿元，较 2019 年底变化不大。其中，货币资金较 2019 年底下降 24.94%至 143.88 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；应收账款较 2019 年底增长 37.34%至 106.29 亿元，主要与轮胎生产的经营活

动性有关，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在第四季度；其他财务科目变动不大。

3. 所有者权益及负债

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模有所波动，少数股东权益及永续债券占比较高，权益稳定性弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 403.27 亿元，较上年底增长 5.91%，主要系利润积累带动未分配利润及少数股东权益增长所致。归属于母公司所有者权益中，股本占 24.47%、资本公积占 43.22%、其他权益工具占 72.65%；公司其他权益工具 47.50 亿元，系公司发行的永续债（债权人为控股股东中国化工集团）；其他综合收益-20.56 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。截至 2019 年底，所有者权益中归属于少数股东权益占 83.79%，公司所有者权益稳定性弱。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 399.07 亿元，较 2019 年底小幅下降。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，期限以长期债务为主，债务负担有所加重。

截至 2019 年底，公司负债合计 982.46 亿元，较上年底增长 5.63%。其中，流动负债占 41.65%，非流动负债占 58.35%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 409.19 亿元，较上年底变化不大，主要由短期借款（占 23.65%）、应付账款（占 38.18%）和一年内到期的非流动负债（占 18.84%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 96.77 亿元，较上年底下降 39.44%；其中，信用借款占 77.15%、保证借款占 21.19%，外币借款比重高。

截至 2019 年底，公司应付账款 156.23 亿

元，较上年底变化不大，一年以内的应付账款占 97.66%。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 77.11 亿元，较上年底增长 240.58%。

截至 2019 年底，公司非流动负债 573.27 亿元，较上年底增长 10.51%。非流动负债主要由长期借款（占 47.42%）、应付债券（占 24.14%）和递延所得税负债（占 15.31%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 271.87 亿元，较上年底增长 17.17%；长期借款主要由信用借款（占 71.05%）、保证借款（占 14.51%）和质押借款（占 14.36%）构成。

截至 2019 年底，公司应付债券 138.36 亿元，较上年底下降 10.40%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 961.18 亿元，较 2019 年底略有下降。其中，应付账款较 2019 年底下降 28.09%至 112.35 亿元，主要系应付供应商款存在季节性波动所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务合计 641.26 亿元，较上年底增长 9.43%。其中，短期债务占 29.89%，长期债务占 70.11%，公司债务结构以长期债务为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 661.34 亿元，较 2019 年底增长 3.13%。

债务指标方面，截至 2019 年底，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 70.90%、61.39%和 52.71%，较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，上述三项指标分别为 70.66%、62.37%和 53.85%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司主业保持良性发展态势，受汇兑损失规模减少影响，公司利润同比提升明显，主业盈利能力强。

2019 年，公司实现营业收入 559.39 亿元，营业成本 348.84 亿元，同比均变化不大；2019 年，公司营业利润率增至 38.58%，同比增加 2.99 个百分点。

2019 年，公司期间费用 172.00 亿元，同比

下降 6.43%，主要系财务费用减少所致。公司期间费用率为 30.75%，同比减少 2.50 个百分点，公司费用控制能力有所改善，但期间费用对利润侵蚀大。

非经常性损益方面，2019 年，公司公允价值变动收益为-1.77 亿元，净敞口套期收益 3.78 亿元，投资收益 1.68 亿元，上述三项均主要与公司使用的衍生金融工具相关；其他收益 5.39 亿元，主要为政府补助；资产减值损失及信用减值损失合计 7.12 亿元，同比增长明显，主要由固定资产减值损失、坏账损失和存货跌价损失构成。

2019 年，公司利润总额 46.26 亿元，同比增长 33.15%，构成以经营性利润为主。

盈利指标方面，2019 年，公司总资产收益率及净资产收益率均有所上升，分别为 5.16%和 7.85%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 116.99 亿元，同比下降 13.20%，主要系受新冠肺炎疫情影响；营业利润率 33.97%，同比减少 2.68 个百分点；利润总额为 1.57 亿元，同比下降 84.64%

5. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动现金流继续维持大规模净流入状态，经营获现能力良好，经营活动净现金流可覆盖当期投资支出需求，公司对外融资压力不大。

从经营活动现金流看，2019 年公司经营活动现金流入 557.34 亿元，同比增长 4.07%，主要为公司销售轮胎产品取得的收入；其中公司收到其他与经营活动有关的现金为 10.27 亿元，主要为政府补助及往来款。2019 年，公司经营活动现金流出 468.13 亿元，同比下降 2.55%；其中公司支付其他与经营活动有关的现金为 67.44 亿元，主要系付现期间费用及往来款等。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额增至 89.20 亿元，经营获现能力良好。从收入实现质量来看，2019 年公司的现金收入比为 96.93%，同比增加 2.44 个百分点。

从投资活动现金流看，2019 年，公司投资活动现金流入 6.09 亿元，规模较小。投资活动现金流出 40.54 亿元，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。公司投资活动现金流量净额为-34.44 亿元。

从筹资活动现金流看，2019 年，公司筹资活动现金流入 189.78 亿元，同比下降 25.63%，以取得借款收到的现金为主；公司筹资活动现金流出 219.82 亿元，主要为偿还债务支付的现金 181.04 亿元和分配股利及偿付利息支出的现金 28.82 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-59.81 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-4.12 亿元；筹资活动现金流量净额为 17.86 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标均有不同程度改善，考虑到控股股东中国化工集团为公司重大筹融资活动提供担保，可用授信余额充足，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019 年，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为 116.14% 和 89.99%。截至 2020 年 3 月底，流动比率和速动比率进一步上升至 121.30% 和 92.69%。2019 年，公司经营现金流动负债比升至 21.80%。考虑到公司现金类资产规模较大且经营获现能力很强，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 115.89 亿元，EBITDA 利息倍数为 5.22 倍，全部债务/EBITDA 为 5.53 倍。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径不存在对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司获得境内银行人民币授信额度 99.50 亿元，未使用人民币授信额度 55.79 亿元；境外银行授信总额度（折合成人民币）约 453 亿元，尚未使用额度（折合成人民币）约 104 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。

7. 母公司财务分析

母公司作为国内产业布局的控股型平台，资产构成以对子公司的应收往来款项和对子公司投资为主，自身并无实际经营业务，偿债资金主要来源于下属各经营子公司。

截至 2019 年底，母公司资产总额 104.77 亿元，主要为其他应收款 22.85 亿元（主要为子公司资金拆借）、其他流动资产 36.27 亿元（主要为关联方带息借款）和长期股权投资 28.63 亿元。负债总额 34.54 亿元，主要为短期借款 20.95 亿元和一年内到期的非流动负债 11.37 亿元。所有者权益 70.23 亿元，主要为实收资本 16.00 亿元和其他权益工具 47.50 亿元。2019 年，母公司实现收入 20.94 万元，利润总额-0.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.58 亿元，投资活动产生的现金流量净额 9.18 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-9.66 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司本部存续期内债券有 2 支，分别为 10 亿元短期融资券“20 中化橡胶 CP001”和 5 亿元中期票据“20 中化橡胶 MTN001”。

截至 2019 年底，公司剔除使用受限的现金类资产和经营活动现金净流量对“20 中化橡胶 CP001”保障倍数分别为 19.19 倍和 8.92 倍，对“20 中化橡胶 CP001”保障能力极强。

2019 年，公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对“20 中化橡胶 MTN001”的保障倍数分别为 23.18 倍和 17.84 倍，对“20 中化橡胶 MTN001”保障能力极强。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	12.80

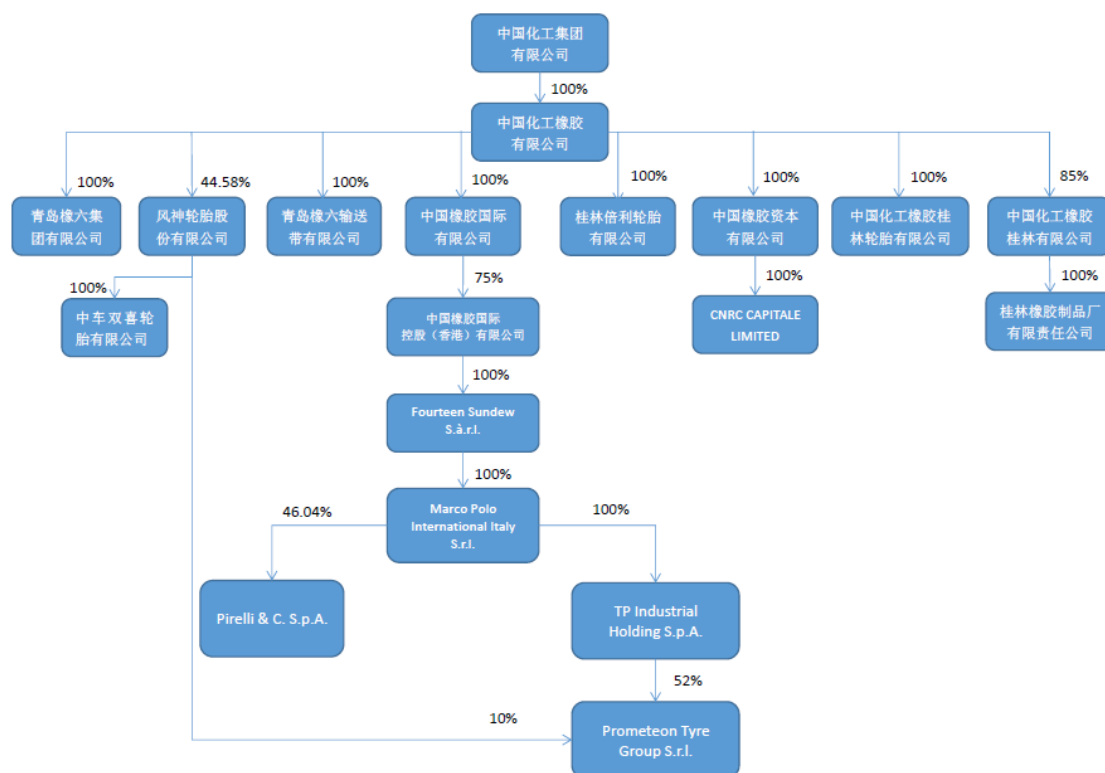
经营活动现金流入量/应付债券余额	37.16
经营活动现金流净额/应付债券余额	5.95
EBITDA/应付债券余额	7.73

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“20中化橡胶CP001”的信用等级为A-1，“20中化橡胶MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	219.99	172.54	191.94	145.97
资产总额(亿元)	1349.38	1310.89	1385.74	1360.24
所有者权益(亿元)	413.56	380.76	403.27	399.07
短期债务(亿元)	112.27	195.79	191.68	195.63
长期债务(亿元)	456.57	390.19	449.58	465.71
全部债务(亿元)	568.84	585.99	641.26	661.34
营业收入(亿元)	579.36	552.80	559.39	116.99
利润总额(亿元)	14.39	34.74	46.26	1.57
EBITDA(亿元)	80.62	92.30	115.89	--
经营性净现金流(亿元)	60.51	55.14	89.20	-59.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.79	6.90	6.73	--
存货周转次数(次)	4.07	3.39	3.22	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.42	0.41	--
现金收入比(%)	95.14	94.49	96.93	72.67
营业利润率(%)	33.02	35.59	38.58	33.97
总资本收益率(%)	4.00	5.05	5.16	--
净资产收益率(%)	2.38	7.78	7.85	--
长期债务资本化比率(%)	52.47	50.61	52.71	53.85
全部债务资本化比率(%)	57.90	60.61	61.39	62.37
资产负债率(%)	69.35	70.95	70.90	70.66
流动比率(%)	137.32	107.65	116.14	121.30
速动比率(%)	108.35	80.94	89.99	92.69
经营现金流动负债比(%)	17.86	13.40	21.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.73	4.82	5.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.06	6.35	5.53	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限货币资金；其他流动负债中的有息债务计入短期债务；其他非流动负债中的有息债务计入长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.57	2.09	1.02	1.48
资产总额(亿元)	120.30	113.43	104.77	94.16
所有者权益(亿元)	69.27	70.62	70.23	70.03
短期债务(亿元)	11.10	26.16	32.32	21.95
长期债务(亿元)	37.47	14.41	--	--
全部债务(亿元)	48.57	40.57	32.32	21.95
营业收入(亿元)	0.56	0.02	--	--
利润总额(亿元)	-0.04	1.37	-0.33	-0.20
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-2.09	-0.40	-0.58	-0.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	30.47	111.60	106.00	--
营业利润率(%)	5.23	-3.75	35.56	--
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	-0.06	1.94	-0.48	--
长期债务资本化比率(%)	35.10	16.95	--	--
全部债务资本化比率(%)	41.22	36.49	31.52	23.87
资产负债率(%)	42.42	37.74	32.97	25.63
流动比率(%)	661.39	207.40	219.65	270.41
速动比率(%)	661.39	207.40	219.65	270.41
经营现金流动负债比(%)	-15.38	-1.42	-1.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务计入短期债务

附件 3 同行业企业对比数据

企业名称	广州万力集团有限公司	山东玲珑轮胎股份有限公司	中国化工橡胶有限公司
主体信用等级	AA	AA ⁺	AAA
企业性质	地方国企	民营企业	央企子公司
综合毛利率（%）	11.56	26.51	37.64
销售债权周转次数（次）	8.22	6.10	6.73
财务数据时点	2019 年	2019 年	2019 年
资产总额（亿元）	341.52	265.81	1385.74
所有者权益（亿元）	91.64	110.32	403.27
营业收入（亿元）	160.17	171.64	559.39
利润总额（亿元）	-1.41	16.65	46.26
经营活动现金流净额（亿元）	3.12	28.00	89.20
资产负债率（%）	73.17	58.50	70.90

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (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-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+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 5-1 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 5-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-3 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 5-4 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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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