

贵州轮胎股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：李博伦 blli@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 yliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 21 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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，不存在因发行人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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0822 号

贵州轮胎股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“贵轮转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十一日

评级观点：中诚信国际维持贵州轮胎股份有限公司（以下简称“贵州轮胎”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“贵轮转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了产能规模不断提升、海外订单较为旺盛带动收入规模进一步增长、利润积累以及非公开发行使得公司资本实力不断增强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到轮胎行业市场竞争激烈、原材料价格上升大幅压缩产品利润空间、较大的资本支出压力、盈利与经营获现能力下滑、债务规模上升以及债务结构仍有待优化等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

贵州轮胎（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	105.21	115.16	128.76	133.95
所有者权益合计（亿元）	37.24	48.82	59.41	60.09
总负债（亿元）	67.97	66.34	69.35	73.86
总债务（亿元）	51.07	44.82	46.90	49.48
营业总收入（亿元）	64.58	68.09	73.39	18.63
净利润（亿元）	1.35	11.38	3.70	0.56
EBIT（亿元）	2.95	14.49	4.58	--
EBITDA（亿元）	6.57	17.63	7.63	--
经营活动净现金流（亿元）	17.52	16.59	2.86	-0.08
营业毛利率(%)	20.13	23.63	15.73	14.47
总资产收益率(%)	2.81	13.15	3.76	--
资产负债率(%)	64.61	57.61	53.86	55.14
总资本化比率(%)	57.83	47.86	44.12	45.16
总债务/EBITDA(X)	7.77	2.54	6.15	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.55	14.25	10.55	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **“双基地”建设持续推进，产能规模不断提升。**2021 年以来公司持续推进国内外“双基地”项目建设，产能规模不断提升，海外基地建设有利于抵消现阶段国外“双反”税率和中美贸易摩擦的不利影响。
- **海外订单较为旺盛带动收入规模进一步增长。**2021 年随着海外下游整车厂陆续复工，轮胎出口订单需求较为旺盛，带动公司轮胎出口销量大幅提升，全年收入规模亦同比增长。
- **利润积累以及非公开发行使得公司资本实力不断增强。**2021 年 3 月，公司通过非公开发行募集资金净额 9.84 亿元，加之当

同行业比较

2021 年（末）部分化工企业主要指标对比表				
公司名称	总资产（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
保利联合	162.26	69.42	60.28	1.61
贵州轮胎	128.76	53.86	73.39	3.70

注：“保利联合”为“保利联合化工控股集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
贵轮转债	AA	AA	2021/11/11	18.00	18.00	2022/04/22~2028/04/22	回售、赎回、特别向下修正

期利润积累使得权益规模进一步增加，年末财务杠杆比率亦有所下降。

关注

- **轮胎行业市场竞争激烈，原材料价格上升大幅压缩产品利润空间。**国内轮胎行业产品同质化严重，竞争较为激烈，面临结构性产能过剩的问题。同时，橡胶、炭黑等主要原材料占企业营业成本比重较高，2021 年以来主要原材料价格上涨，公司盈利和获现能力有所下滑。原材料价格波动对公司成本控制形成影响，产品盈利空间被挤压。
- **未来面临较大资本支出压力。**截至 2022 年 3 月末，公司在建项目计划总投资额 31.89 亿元，尚需投入 12.22 亿元；拟建项目计划总投资额 23.01 亿元，存在一定资本支出压力，需对公司资金筹措、建设进度、产能释放及收益情况保持关注
- **债务规模上升，债务结构仍有待优化。**由于项目建设及日常营运资金需求增加，2021 年以来公司总债务规模持续上升，截至 2022 年 3 月末，公司短期债务占总债务的比例为 85.19%，债务结构仍有待优化。

评级展望

- 中诚信国际认为，贵州轮胎股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，资本结构大幅优化，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。
 - **可能触发评级下调因素。**轮胎产品价格超预期下行、原材料采购价格超预期上涨、投资项目效益不及预期令利润持续出现大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，或其他导致信用水平显著下降的因素。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

贵州轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“贵轮转债”）发行规模为 18 亿元，募集资金扣除发行费用后用于“年产 300 万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目”和“1#智能分拣及转运中心项目”，鉴于“贵轮转债”于 2022 年 4 月 22 日完成公开发行，截至本评级报告出具日，公司募集资金已全部到账，尚未投入使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在

力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年化工¹行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，化工行业需求回升，主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；2022年，需关注海外地缘政治、经济摩擦、疫情反复、政策限制等不确定性因素对化工行业景气度的影响

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2021年初，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，各行业于疫情冲击后逐步复苏并推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦大幅回暖，对化工品需求持续回升。但下半年以来受疫情反复、政策调控、原材料价格波动等多重因素影响，下游整体需求增速呈逐步减缓趋势。出口方面，2021年以来海外疫情反复，供给端修复较慢，同时国内外疫情防控呈现明显分化，国内经济率先实现复苏，化工行

业出口在国内产能扩张及海外订单增加的双重影响下强势反弹。预计2022年化工行业国内需求增速将持续低位震荡，海外市场恢复或将拉升出口量，但变异毒株的出现一定程度上增加了其不确定性，疫情的后续走势及各国防控措施或将影响2022年需求端变化。

2021年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张。上半年，随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。下半年，受限电及能耗双控等政策影响，行业开工率有所下降，化工产品产量增速有所放缓。

表 1：我国化工行业部分产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2020		2021	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,492.0	1.6	19,897.6	2.4
天然气	1,888.5	9.8	2,052.6	8.2
原油加工量	67,440.8	3.0	70,355.4	4.3
硫酸(折100%)	8,332.3	-1.2	9,382.7	5.0
烧碱(折100%)	3,643.2	5.7	3,891.3	5.2
纯碱(碳酸钠)	2,812.4	-2.9	2,913.3	3.4
乙烯	2,160.0	4.9	2,825.7	18.3
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	5,395.8	-0.9	5,446.0	0.8
化学农药原药(折有效成分100%)	214.8	-1.1	249.8	7.8
初级形态塑料	10,355.3	7.0	11,039.1	5.8
合成橡胶	739.8	0.5	811.7	2.6
化学纤维	6,167.9	3.4	6,708.5	9.1
橡胶轮胎外胎	81,847.7	1.7	89,910.8	10.8
塑料制品	7,603.2	-6.4	8,004.0	5.9

注：1,113 立方米天然气折算 1 吨原油。

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2021年以来，在OPEC+执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势。具体来看，2021年原油价格波动

¹ 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等5个子行业。

与疫情的反复密切相关，2021年3月末，全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压。各国石油部长决定5月起逐步放松减产，但因增量仍无法覆盖全球石油产品需求增长幅度，原油供需处于紧平衡状态，美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货和布伦特原油期货价格维持高位震荡。受德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，原油价格暴跌；随后受美国飓风影响，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，原油价格快速回升；2021年10月26日，WTI期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至84.65美元/桶和86.40美元/桶，达到全年最高水平。但受奥密克戎毒株的快速传播影响，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021年全年WTI期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为68.11美元/桶和70.95美元/桶，同比分别大幅上涨28.53美元/桶和12.49美元/桶。近期随着俄乌冲突的不断演化，国际原油价格急速走高，2022年3月8日，WTI期货结算价和布伦特原油期货结算价分别攀升至123.7美元/桶和127.98美元/桶。俄罗斯作为国际原油第二大出口国，在OPEC+增产有限，伊朗核谈未有实质性进展的背景下，俄乌冲突使得未来国际原油价格走势存在较大不确定性。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升52.42%。2020~2021年煤炭新增产能明显减少，叠加从澳洲进口煤炭受限，从蒙古进口煤炭亦受疫情影响，煤炭供应较为紧缺；同时疫情后国内制造业景气度提升，电力等行业对煤炭的需求量加大，供需错配使得煤炭价格快速攀升。2021年10月末，国内无烟煤（2号洗中块）市场价格为2,678.6元/吨，较年初的900元/吨大幅上升197.62%。在国家强力的煤炭保供政策下，国内煤炭市场价格有所回落。总体来看，2021年化工行业主要原材料和产品价格整体上涨，且原油价格的大幅提高及需求增加等令主要化工产品全年均价同比

上升；在原油价格大幅上涨的背景下，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021年以来，随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产且出口需求修复改善，多数化工产品价格上涨并维持高位运行。从工业价格指数来看，自2021年以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均强于上年同期且分化较为明显。2022年一季度，地缘政治等因素导致国际能源价格剧烈波动，推动国内化工各子行业PPI大幅上涨；原材料价格持续高位运行，预计将对2022年全年各化工子行业PPI形成一定支撑。

图 2：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2020年9月，国家明确提出“碳中和”及“碳达峰”目标，并在2021年10月提出到2025年单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%，非化石能源消费比重达到20%左右。对业内企业来说，在工艺技术水平提升和改造、绿色生产方面固定资产等建设、以及碳捕集利用与封存技术创新等各环节将面临更大的资金投入压力，预计部分企业资本支出压力将有所加大。此外，《完善能耗消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹；坚决管控高能耗高排放项目；鼓励地方增加可再生能源消费；鼓励地方超额完成能耗强度降低指标；推行用能指标市场化交易。为积极响应“能耗双控”政策，全国多地实行限电限产政策，通过限制高耗能企业用电促进能耗减排。短期看，限电限产政策使得国内化工企业开工率快速下降，供给端明显收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，环保标准的持续提升和“双碳”政策的推行将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

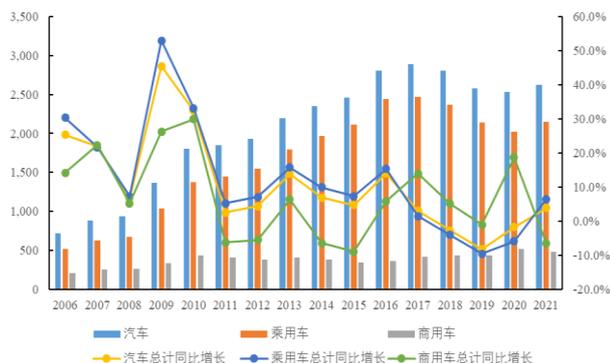
中诚信国际认为，2022年，国内宏观经济及海外地缘政治、经济摩擦仍存不确定性，加之变异毒株的出现令全球疫情不断反复，叠加“双碳”政策、限电限产等政策的限制，化工行业景气度的变化存在一定不确定性。

得益于国内持续的促进消费政策和出口市场向好，2021年我国汽车市场需求整体回升，扭转了过去三年持续下滑的趋势，预计2022年全年整体产销量或将进一步恢复，但芯片供应、局部疫情及商用车前期消费透支等因素将对其造成制约，预计全年汽车产销量仍难以恢复至前期很高水平

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列各类整车和零部件生产及配套体系。随着行业发展，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国，产量占全球比重亦由2005年的8.59%升至2020年的32.5%。

2021年以来，中国国民经济稳定恢复，在持续的促进消费政策的带动下，国内汽车市场需求不断释放，同时疫情及国际市场恢复背景下国内完整的汽车工业产业链及产品综合水平的提升令汽车出口快速增长，当年我国汽车产量、销量和出口量分别同比增长3.4%、3.8%和101.1%至2,608.2万辆、2,627.5万辆和201.5万辆，均超过疫情前2019年同期水平，扭转了过去三年持续下滑的趋势。不过，近年来全球半导体行业产能投资相对保守且汽车芯片领域的投资更加不足；疫情导致消费电子芯片市场增长抢占了部分汽车芯片产能；2020年中境外疫情爆发、2021年以来日本地震及美国暴风雪和马来西亚局部疫情加剧等不可抗力因素使得半导体生产企业出现减产、停产。上述因素造成汽车芯片供应不足且芯片短缺矛盾在2021年凸显。受此影响，我国汽车产销量在4~8月连续5个月环比下降；9月以来芯片短缺的情况虽不断好转，但订单仍无法满足。据预测机构AutoForecast Solutions的数据，截至2021年12月19日，全球汽车市场累计减产约1,023.2万辆，其中中国汽车市场累计减产198.2万辆。AutoForecast Solutions预计受制于芯片短缺，2021年全球汽车累计减产1,131万辆。此外，9月份以来全国多个省份实行的有序用电政策亦对国内汽车生产带来一定影响。由于生产不足，我国汽车企业库存大幅下降，截至2021年末，乘用车和商用车库存分别较2020年末下降12.56%和24.17%至55万辆和29.5万辆；根据中国汽车流通协会披露的汽车经销商库存预警指数，2021年各月值均低于2019及2020年同期值，亦表明2021年汽车市场需求回升，汽车供应较前期趋紧。

图 3：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

乘用车方面，近年来，我国乘用车市场增速受优惠政策逐步退出、前期销量透支及消费信心不足等因素影响持续下降，且 2020 年乘用车市场受新冠肺炎疫情疫情影响呈前低后高态势。2021 年一季度，受上年同期疫情爆发、刺激消费政策效果显现及疫情控制后积累的需求释放等影响，乘用车各月销量同比大幅增长；但芯片短缺逐步对行业生产造成明显影响，5~11 月国内乘用车各月销量同比均有所下滑，随着芯片问题逐步缓解等，12 月国内乘用车销量同比上升。综合影响下，2021 年乘用车累计销售 2,148.2 万辆，同比增长 6.5%，亦较疫情前 2019 年销量增加 3.80 万辆。

商用车方面，虽然 2020 年 3 月以后随着疫情逐步得以控制、电商物流等企业复工复产、重大工程项目陆续开工加速扩张运力需求，卡车市场持续升温，同时国三车辆淘汰、治超罚超趋严及“大吨小标”治理等政策加快实施，进一步刺激商用车更新需求的释放；但 2021 年以来，受排放法规切换及前期消费透支等影响，商用车销量同比下降 6.6% 至 479.3 万辆，其中货车为主要拉降因素，同期销量同比下降 8.5% 至 428.8 万辆。但好于疫情前各年水平。

重卡方面，受周期性复苏、市场需求回暖及治超罚超导致单车运力下降等因素影响，我国重卡市场整体保持增长态势。2020 年尽管疫情对一季度重卡销量造成较大负面影响，但受益于国三加速淘汰、高速公路收费标准改变、治超常态化及基建项目陆续开工等多重因素，4 月以来重卡市场连续刷

新当月销量的历史记录，全年重卡市场累计销售 162.3 万辆，同比增长达 38.25%。2021 年上半年重卡市场延续上年的高景气行情；但受重型柴油货车国六排放法规于 2021 年 7 月 1 日正式实施令前期消费透支及油气价持续高位影响，下半年销量大幅收窄，全年重卡累计销售 139.5 万辆，预计上述因素仍将持续影响 2022 年内重卡市场。

新能源汽车方面，我国先后出台了新能源补贴及双积分等政策促进行业持续发展。在国家的大力扶持下，2019 年以前我国新能源汽车保持了高速发展态势。2019 年 7 月以来，受补贴退坡及排放标准切换带来的燃油车打折促销挤占市场等因素影响，新能源汽车市场月销量持续大幅下降，市场进入调整期。为促进新能源汽车消费、支持新能源汽车产业发展，2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，原则上 2020~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20% 和 30%，加大对公共交通及特定领域电动化支持，2020 年补贴标准不退坡，2021~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10% 和 20%，补贴退坡力度和节奏有所放缓。2021 年工信部、商务部、农业部和国家能源局综合司发布《关于开展 2021 年新能源汽车下乡活动的通知》，在政策利好和自主消费意愿驱动下，全年新能源汽车产销分别达到 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比增长 159.5% 和 157.5%。短期看，2022 年为新能源汽车补贴和免征购置税政策实行的最后一年，有望推动新能源车购置需求的提前释放，加之自主消费意愿的提升，预计 2022 年新能源汽车销售仍将保持较快增长。

总体来看，我国乘用车和商用车市场景气度持续分化。受益于汽车扶持政策和刺激消费举措等，乘用车市场逐步恢复，2021 年车企销量及盈利水平整体上行，其中新能源汽车市场增长明显；商用车市场则存在较大波动，2020 年至 2021 年上半年市场恢复明显，2021 年下半年以来需求下滑，盈利水

平亦随之波动。预计 2022 年汽车行业销量仍将呈增长态势，盈利亦将进一步修复，但芯片短缺、局部性疫情短期内仍将对汽车行业造成不利影响。

产权结构稳定，法人治理结构与内控制度较为健全

公司产权结构稳定，截至 2022 年 3 月末，公司股本为 9.56 亿元，控股股东贵阳市工商产业投资集团有限公司（以下简称“贵阳工商投”）持有公司 27.76% 股权（其中累计质押股数占公司总股本比例为 13.06%，占其所持公司股份比例的 47.06%），贵阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵阳市国资委”）为公司实际控制人。

公司已形成以股东大会为权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构、经营管理层为执行机构，各司其职、各尽其责、相互协调、相互制衡的法人治理结构，并在资金管理、关联交易、重大投资、对外担保、安全环保和质量管理方面已建立起较为全面且基本契合公司运营和管理现状的管理体系，法人治理结构与内控制度较为健全。跟踪期内，公司仍实行资金集中管理，由资金管理处负责对各子公司资金进行归集，下属公司需每月向资金管理处上报资金使用计划；公司作为上市公司，资金不向股东方进行归集。人事变动方面，2021 年 6 月增选一位外部董事，其余董事、监事和高级管理人员无离任情况。

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

公司是国内商用轮胎规格品种较为齐全的轮胎制造企业之一，在中国橡胶工业协会《中国橡胶》杂志社 2021 年 9 月发布的“2021 年度中国轮胎企业排行榜”中列第 8 位，拥有“前进”、“大力士”、

“多力通”、“劲虎”、“金刚”等品牌卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎和特种轮胎，与国内众多知名企业建立了配套关系，跟踪期内仍保持较强的市场竞争力与竞争地位。

2021 年以来公司持续推进国内外“双基地”建设，即全钢子午线轮胎 300 万条异地搬迁项目（以下简称“扎佐三期项目”）和越南年产 120 万条全钢子午线轮胎项目（以下简称“越南一期项目”）。随着扎佐三期项目达产²及越南一期项目逐渐投产，截至 2022 年 3 月末，公司全钢胎与斜交胎年产能分别增至 595 万条和 279 万条。受越南疫情影响，越南一期项目设备安装调试和批量试产进度受到影响，越南一期项目首条轮胎已于 2021 年 4 月 1 日成功下线，但由于当地疫情因素，项目设备安装调试和批量试产进度受到一定影响，公司预计越南一期项目将于 2022 年 6 月底前达到预定可使用状态，目前日均生产量 2,500~3,000 条。此外，2021 年 7 月公司董事会审议通过了实施年产 300 万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目（以下简称“扎佐四期项目”）和越南公司年产 95 万条高性能全钢子午线轮胎项目（以下简称“越南二期项目”）的议案，项目总投资分别为 23.01 亿元（其中通过“贵轮转债”募集资金 16.00 亿元）和 11.76 亿元。**中诚信国际认为**，未来随着公司国内外规划产能的建设及投产，其产能及收入规模将进一步提升，且采取双基地布局的形式有利于抵消现阶段国外“双反”税率³和中美贸易摩擦的不利影响。不过，海外建厂亦使其面临投资环境和法律环境等不确定性因素，政治风险和管理难度有所增加，需对贸易政策变动及公司海外基地收益情况加以关注。

表 2：截至 2022 年 3 月末公司各工厂产能分布情况

国内工厂	产能情况（吨/年）	投产时间
扎佐一期	全钢胎 178,596	2014.7
扎佐二期	斜交胎 126,000	2015.1

² 2019 年 10 月，公司及子公司贵州大力士轮胎有限责任公司（以下简称“大力士公司”）就被征收的生产用房与云岩区征收局签署了《房屋征收货币补偿协议》（共 3 份），补偿金额合计 24.86 亿元，其中一期《房屋征收货币补偿协议》已于 2020 年履行完毕，合计收款 9.91 亿元；根据公司 2022 年 1 月 1 日公告，公司收到两笔大力士公司房屋征收补偿款合计 2.70 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司就本次房屋征收货币补偿

事项已累计收到补偿款 12.61 亿元，尚有 12.24 亿元未收到，公司仍在与云岩区征收局就剩余补偿款支付事宜进行沟通中。

³ 2021 年 5 月，美国商务部做出最终裁定，对来自韩国、中国台湾、泰国和越南的乘用车和轻卡轮胎征收不同程度的反倾销税，并对来自越南的乘用车和轻卡轮胎征收反补贴税，暂不涉及公司越南基地生产的产品。

扎佐三期	全钢胎 170,000	2020.11
越南工厂	产能情况 (吨/年)	投产时间
越南一期	全钢胎 57,000	2021.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年以来公司整体产品产销保持良好增长，销售均价有所提升

跟踪期内，公司仍采取以销定产的生产模式，根据市场需求及库存情况制定生产计划，受益于全球轮胎市场回暖及下游需求恢复，加之公司扎佐三期陆续投产带来的产能增加，2021 年公司主要产品产量均保持同比上升态势，整体产销率仍维持较高水平，但国内市场受疫情影响，全钢公路运输轮胎订单下降，导致全钢胎产销率下滑，库存量有所增加，需关注公司上述产品的下游市场拓展及去库存进展；斜交胎订单持续增加，带动其产销率整体呈现上升态势。价格方面，受原材料价格上涨推动影响，2021 年以来全钢胎与斜交胎产品价格均有不同程度上涨。

表 3：近年来公司分产品产销量情况（万条、%、元/条）

产量	2019	2020	2021	2022.1~3
全钢胎	405.57	432.36	450.80	99.62
斜交胎	192.62	226.27	266.76	70.80
合计	598.19	658.63	717.56	170.42
销量	2019	2020	2021	2022.1~3
全钢胎	403.64	441.13	435.80	65.03
斜交胎	203.11	223.44	262.36	96.84
合计	606.75	664.57	698.16	161.86
产销率	2019	2020	2021	2022.1~3
全钢胎	99.52	102.03	96.67	65.28
斜交胎	105.45	98.75	98.35	136.78
销售均价	2019	2020	2021	2022.1~3
全钢胎	1,148.51	1,106.21	1,161.95	1,385.32
斜交胎	855.06	821.59	826.58	977.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售模式方面，公司主要采取为主机厂配套的直接销售（即配套市场）和与经销商签订代理服务合同的间接销售（即替换市场）两种销售模式，同时积极开发拓展港口、矿山等对替换轮胎需求较大的集团客户，目前与公司合作的配套整车厂包括三一集团、临工集团、徐工集团、柳工集团、约翰迪尔、卡哥特科、沃尔沃、科尼等国内外知名卡客车、

工程机械、农业机械制造商。结算模式方面，公司替换市场与各代理商主要采取电汇或银行承兑汇票的结算方式，账期一般不超过 60 天；配套市场主要结算方式为银行承兑汇票，账期一般为 90~120 天。

分市场来看，公司产品销售仍以国内市场为主。国内销售方面，2021 年以来国内轮胎市场竞争趋于激烈，公司在国内市场销量增速亦有所放缓，受全钢胎销量下降影响，2021 年公司内销收入同比有所下降。此外，2022 年 4 月以来国内疫情防控趋严，导致部分地区物流运输受阻，或将对公司上半年产品销售造成一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

海外销售方面，2021 年随着海外下游整车厂陆续复工，轮胎出口订单需求亦较为旺盛，加之公司积极从多渠道获取海运仓位，全年轮胎出口销量大幅提升，出口收入占比亦由 2020 年的 19.28% 增至 27.32%，未来随着公司越南基地产能释放，海外销售规模有望进一步上升。

表 4：公司产品分市场销售情况（万条、亿元）

销量	2019	2020	2021	2022.1~3
内销	488.48	518.49	520.79	124.68
出口	118.27	145.98	177.37	42.31
合计	606.75	664.47	698.16	166.99
销售收入	2019	2020	2021	2022.1~3
内销	52.00	53.58	52.26	11.50
出口	11.72	13.58	20.05	6.98
合计	63.72	67.16	72.31	18.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

主要原材料价格持续上行对公司成本控制形成影响，产品盈利空间被挤压

公司生产所需原材料主要包括天然橡胶、助剂、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，2021 年原材料成本占营业成本的比重为 78.41%，原材料价格对公司产品盈利空间存在较大影响。公司天然橡胶主要从东南亚地区进口，主要供应商为诗董橡胶股份有限公司、中化国际(控股)股份有限公司，结算方式以电汇为主，平均账期约为 45 天；合成橡胶主要供应商为中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工股

份有限公司等。公司通过长约的方式采购橡胶以保障供应稳定，并根据市场价格波动情况通过现货、期货采购进行适时调整。其余原材料主要以国内采购为主，主要结算方式为银行承兑汇票。

公司生产所需主要原材料多数为石油产业链相关化工原料，其价格表现与石油价格呈现较大关联性，2021年以来，国际原油价格与煤焦油价格持续上行且处于高位，加之天然橡胶受天气影响供给下降、价格上升，公司原材料采购价格整体呈现较大幅度上涨。**中诚信国际认为**，公司原材料价格占生产成本比重较高，且原材料价格上涨影响并不能及时完全传导至下游客户，对公司成本控制形成影响，加之国内轮胎行业产品同质化严重，竞争较为激烈，面临结构性产能过剩的问题，公司产品盈利空间被挤压，未来需持续关注主要原材料采购价格及轮胎市场行情变化对公司盈利稳定性的影响。

表 5：近年来公司采购情况（单位：万吨、万元/吨）

		2019	2020	2021	2022.1~3
天然橡胶	采购量	12.89	13.32	13.58	3.36
	均价	1.01	0.98	1.12	1.16
合成橡胶	采购量	4.92	5.50	6.34	1.66
	均价	1.15	0.95	1.23	1.16
炭黑	采购量	9.39	10.31	11.22	2.89
	均价	0.59	0.48	0.75	0.79
助剂	采购量	4.34	4.53	4.99	1.26
	均价	1.40	1.26	1.59	1.78
钢帘线	采购量	6.40	6.78	7.18	1.78
	均价	0.89	0.80	0.93	0.98
帘子布	采购量	0.74	0.84	0.92	0.23
	均价	2.29	1.96	2.76	2.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来公司将继续加快双基地建设，全面提升轮胎制造业务竞争力，较大规模的项目投资或将使公司面临一定资本支出压力；跟踪期内，公司保持较好的产品研发能力和技术实力

公司未来将持续强化“一转一降一调一补一建”（即向海外转移产能、全方位降低成本、调整产销结构、全面补效率和管理短板、建设美丽贵轮）措施力度，加快扎佐、越南双基地产能扩张项目建设进度，持续、全面提升产品、成本和服务三大竞争力，推动转型升级并实现国际化、智能化、绿色化高质量发展。

截至 2022 年 3 月末，公司在建项目计划总投资额 31.89 亿元，尚需投入 12.22 亿元；拟建项目计划总投资额 23.01 亿元，存在一定资本支出压力，**中诚信国际**将对相关项目资金筹措、建设进度、产能释放及收益情况保持关注。

产品研发及技术方面，公司建有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，省级绿色轮胎工程技术研究中心及省级高性能轮胎工程研究中心，目前已掌握处于国内先进水平的轮胎研发、设计和生产关键技术，主导产品的关键技术掌握率达到 100%，完全使用自主研发技术生产。近三年公司主持和参与制定国家标准 19 项，自主研发并处于有效期的技术专利共 136 项（其中发明专利 8 项、实用新型专利 46 项、外观设计专利 82 项），主要产品在同行业处于领先地位，部分产品主要性能指标达到国际先进水平，具备一定研发优势。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司在建和拟建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2022 年 4~12 月计划投资	2023 年计划投资
扎佐全钢三期工程	15.45	12.24	3.21	--
越南一期项目	14.34	7.43	6.91	--
高新区研发中心、办公大楼	2.10	--	0.70	1.40
合计	31.89	19.67	10.82	1.40
拟建项目名称	计划总投资	2022 年 4~12 月计划投资		2023 年计划投资
扎佐四期项目	23.01	8.00		15.01

注：公司越南二期项目暂无明确投资计划。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年财务报告以及公司披露的未经审计的 2022 年一季度财务报表。财务数据均为财务报告期末数或当期数。中诚信国际在分析时将公司计入“长期应付款”的融资租赁款调整至长期债务。

2021 年轮胎产销量及销售价格上涨带动收入规模同比增长，但受原材料价格大幅上涨影响，经营性盈利能力同比下降，未来仍需持续关注原材料价格波动对盈利稳定性的影响及成本管控情况

2021 年，受益于轮胎产销量增加及销售价格上涨，公司营业总收入保持增长态势，但受橡胶、炭黑、钢帘等主要原材料价格及动力成本等大幅上涨、国内市场竞争加剧等不利因素影响，公司轮胎业务毛利率及整体毛利率水平有所下滑；同年，混炼胶及其他业务毛利率同比提升，但由于收入规模较小，对公司整体毛利率影响不大。2022 年一季度，销售量价齐升带动公司营业总收入同比增长 4.57%，但毛利率呈现下滑态势，未来仍需关注原材料成本波动对公司盈利稳定性的影响及公司成本管控情况。

表 7：近年来公司分板块收入与毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
轮胎业务	63.72	67.16	72.31	18.48
混炼胶及其他	0.44	0.48	0.42	0.08
其他业务	0.42	0.45	0.66	0.07
营业总收入	64.58	68.09	73.39	18.63
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
轮胎业务	19.83	23.40	15.56	15.73
混炼胶及其他	11.94	7.89	13.65	7.51
营业毛利率	20.13	23.63	15.73	14.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于降费增效的持续推进，2021 年公司期间费用规模实现进一步压降，具体来看，销售费用随业务规模的增加小幅增加；人员薪资负担减轻带动管理费用实现压降；随着公司非公开发行股票募集资金到账产生一定利息收入以及融资成本的下降，

财务费用亦有所减少。综合以上因素，2021 年以来公司期间费用率进一步降低，费用控制能力持续提升。

在原材料成本大幅上升带来的毛利率下滑等影响下，2021 年公司经营性业务利润同比减少，加之 2020 年房屋搬迁资产处置收益的补充不具备可持续性，以坏账损失、存货跌价损失为主的资产减值损失亦对利润造成侵蚀，上述因素使得 2021 年公司利润总额同比下滑 70.67%，EBITDA 利润率和总资产收益率亦分别降至 10.39% 和 3.76%。2022 年一季度，公司仍面临原材料价格高位运行、国内疫情多点频发等不利因素影响，导致当期利润总额同比减少 46.96%，盈利能力有所弱化。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	3.80	2.24	2.51	0.61
管理费用	5.03	5.98	5.66	1.26
财务费用	1.04	1.11	0.33	0.05
期间费用合计	9.87	9.33	8.50	1.92
期间费用率	15.28	13.70	11.58	10.32
经营性业务利润	2.37	6.41	2.98	0.68
资产处置收益	0.00	6.91	0.97	0.00
资产减值损失	0.59	-0.06	0.14	0.03
利润总额	1.50	13.28	3.90	0.65
EBITDA	6.57	17.63	7.63	--
EBITDA 利润率	10.18	25.89	10.39	--
总资产收益率	2.81	13.15	3.76	--

注：将“研发费用”记入“管理费用”，将“信用减值损失”记入“资产减值损失”；由于缺乏相关数据，2022 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来，总资产随双基地建设推进及经营规模扩张而进一步增长，非公开发行股票及利润积累进一步推升权益规模，使得财务杠杆水平整体有所下降；但债务规模有所增长且以短期债务为主的债务结构仍有待优化

随着双基地建设推进及经营规模扩张，2021 年以来公司总资产规模进一步增长。具体来看，公司账面货币资金较为充裕，其规模随业务运营资金收支、对外投资融资等呈现小幅波动，截至 2022 年 3 月末受限货币资金为 3.56 亿元，主要作为承兑汇票及信用保证金等受限；2021 年以来公司出口业务实现

良好增长，但出口船期与付款期相对较长导致应收账款规模上升，截至 2021 年末累计已计提坏账准备 0.81 亿元，回收风险较小，其中账龄在 1 年以内的应收账款占比在 90% 以上，前五大欠款方占比为 24.56%，集中度尚可；同期末，应收票据随使用票据结算比例下降而持续下降；公司账面存货以库存商品为主，2021 年以来随卡客车轮胎等产品销售速度放缓等有所增加。**中诚信国际关注到**，2021 年以来公司账面应收账款与存货规模的持续上升及周转速度下降对营运资金造成一定占用，需持续关注未来账款回收及去库存进度。非流动资产方面，其他权益工具为公司对贵阳银行股份有限公司、贵州银行股份有限公司和贵阳农村商业银行股份有限公司的投资，2021 年上述投资公允价值均有所下降，导致其账面金额亦有所减少；随着双基地建设的逐步推进，2021 年以来扎佐三期项目与越南基地项目逐步转固令在建工程与固定资产呈现一降一升态势。

公司总负债主要为有息债务和应付账款，2021 年以来持续增长。其中，应付账款主要为应付原材料采购款，2021 年以来随着业务规模扩大及原材料价格上升而有所增加，账龄以 1 年以内为主。总债务规模受银行借款和应付票据增加影响而持续增加，截至 2022 年 3 月末公司短期债务占比增至 85.19%，债务结构有待优化。

2021 年公司现金分红 0.96 亿元，通过非公开发行股票募集资金净额 9.84 亿元用于建设越南基地项目⁴，加之全年利润积累，年末所有者权益规模升至 59.41 亿元，带动财务杠杆比率有所下降，2022 年一季度债务融资规模增加令资产负债率和总资本化比率有所回升。

此外，2022 年 4 月公司完成“贵轮转债”发行，募集资金总额 18 亿元用于扎佐四期等项目建设，总债务规模进一步增加，但未来随着“贵轮转债”逐步转股，公司总债务规模和财务杠杆有望实现压

降。

表 9：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	21.69	19.05	21.13	19.55
应收票据	13.77	13.38	12.47	10.49
应收账款	7.53	7.29	9.73	12.26
存货	6.89	6.28	9.68	12.45
其他权益工具投资	7.87	8.65	6.66	6.58
在建工程	2.08	9.15	7.43	5.47
固定资产	33.05	37.63	46.19	49.44
总资产	105.21	115.16	128.76	133.95
短期债务	50.79	37.12	39.55	42.16
总债务	51.07	44.82	46.90	49.48
短期债务/总债务	99.47	82.83	84.34	85.19
应付账款	10.16	13.25	14.81	16.96
总负债	67.97	66.34	69.35	73.86
实收资本	7.75	7.98	9.56	9.56
资本公积	18.35	18.82	27.17	27.19
未分配利润	6.44	16.34	18.29	18.85
所有者权益合计	37.24	48.82	59.41	60.09
资产负债率	64.61	57.61	53.86	55.14
总资本化比率	57.83	47.86	44.12	45.16
应收账款周转率	7.86	9.19	8.62	6.78*
存货周转率	6.94	7.90	7.75	5.76*

注：将“合同资产”记入“存货”；将“应收款项融资”中的“银行承兑汇票”调回“应收票据”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营获现水平大幅下降，投资活动现金流随项目建设呈现较大规模净流出；偿债指标有所弱化，存在一定短期偿债压力，需持续关注项目投融资匹配情况

2021 年，受原材料成本大幅上升导致采购支出大幅增加等影响，公司经营活动净现金流同比大幅下降；同时，公司继续保持较大规模的“双基地”建设资本投入，加之上年收到较大规模补偿款，当期投资活动现金流呈现较大规模净流出；为匹配项目建设及日常营运逐渐增加的资金需求，公司通过银行借款及非公开发行等方式筹措资金，2021 年筹资活动现金流转为大幅净流入状态。2022 年一季度，原材料价格进一步上行加之海运费用上涨等导致公司经营活动现金流转为净流出状态，同期公司仍保持一定规模的项目资金投入及债务净融资规模。

⁴ 2021 年 3 月，公司以 6.30 元/股向贵阳工商投等 12 名对象非公开发行人民币普通股 158,730,158 股，其中贵阳工商投获得配售金额 4.35

模。

2021 年公司盈利与经营获现水平下滑，加之债务融资规模继续扩张，EBITDA 与经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所减弱，相关偿债指标有所弱化，加之总债务以短期债务为主，使得公司面临一定短期偿债压力。此外，公司账面保有较大规模货币资金，能够对其偿债能力形成一定补充，但考虑到未来公司扎佐四期项目、越南二期项目等仍将有较大规模的资本支出，未来仍需持续关注项目投融资匹配情况对其总债务规模及偿债压力的影响。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	17.52	16.59	2.86	-0.08
投资活动净现金流	0.65	-3.54	-7.86	-4.48
筹资活动净现金流	-13.04	-10.77	6.46	3.23
总债务/EBITDA	7.77	2.54	6.15	--
EBITDA 利息保障倍数	4.55	14.25	10.55	--
经营活动净现金流/总债务	0.34	0.37	0.06	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出	12.14	13.41	3.95	--
货币等价物/短期债务	0.70	0.91	0.85	0.71

注：带“*”指标经过年化处理；由于缺乏相关数据，2022 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

股权融资渠道畅通，具备一定的备用流动性，能够对整体偿债能力提供支持

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 88.72 亿元，其中未使用额度为 40.60 亿元，具备一定的备用流动性；同时，公司为 A 股上市企业，融资渠道通畅。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计为 18.89 亿元，占当期末总资产的 14.10%，包括受限货币资金 3.56 亿元、应收票据 6.76 亿元、固定资产 7.31 亿元和无形资产 1.26 亿元，降低了该部分资产的流动性。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保及重大未决诉讼情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 5 月 12 日，公

司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

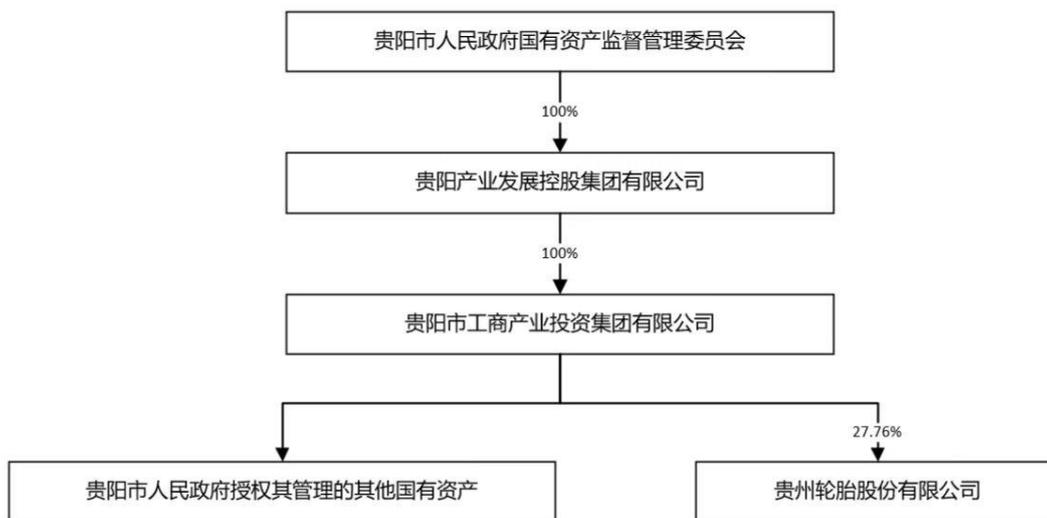
控股股东为国有独资企业及贵阳市重要的工业投融资平台之一，作为其旗下实体经济重要载体，公司在资源调配、业务拓展等方面可获得一定外部支持

贵阳工商投为贵阳市国资委下属独资企业及贵阳市重要的投融资平台之一。截至 2022 年 3 月末，贵阳工商投总资产为 381.72 亿元，2021 年实现营业总收入 111.09 亿元，净利润 3.00 亿元。公司为贵阳工商投实体经济的重要载体之一，亦是其重要的营收规模支撑和利润支撑，贵阳工商投对公司的支持意愿很强，2021 年贵阳工商投参与公司非公开发行股票，认购金额为 4.35 亿元，2022 年 4 月，贵阳工商投参与公司发行“贵轮转债”的原股东配售认购，认购金额为 4.9974 亿元。此外，实际控制人贵阳市国资委在协调政府、调配资源及业务拓展等方面能够给予公司较大支持。

评级结论

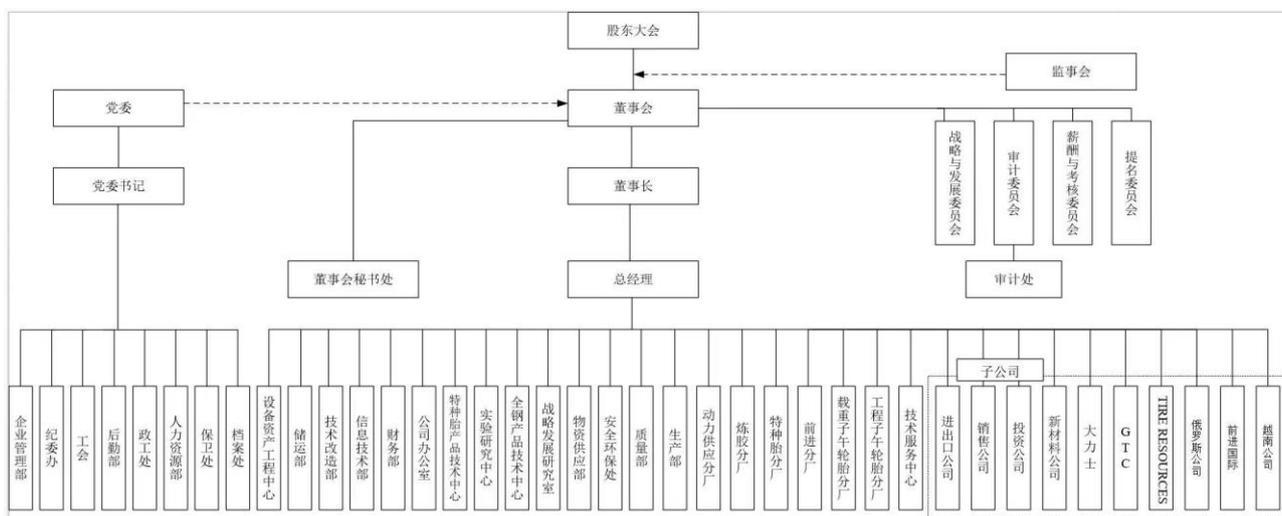
综上所述，中诚信国际维持贵州轮胎股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“贵轮转债”的债项信用等级为 **AA**。

附一：贵州轮胎股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



公司主要子公司

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例(%)
贵州轮胎进出口有限责任公司	进出口公司	2,000 万元	100
贵州前进轮胎销售有限公司	前进轮胎销售公司	2,000 万元	100
贵州大力士轮胎有限责任公司	大力士轮胎	24,000 万元	100
贵州前进轮胎投资有限责任公司	前进轮胎投资公司	50,000 万元	100



资料来源：公司提供

附二：贵州轮胎股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	216,851.76	190,476.96	211,287.84	195,539.28
应收账款净额	75,315.67	72,894.66	97,297.02	122,612.62
其他应收款	5,717.70	7,972.62	4,000.23	4,138.37
存货净额	68,911.94	62,756.07	96,799.82	124,477.18
长期投资	78,725.43	86,533.88	66,559.31	65,836.46
固定资产	330,502.85	376,278.97	461,908.41	494,350.45
在建工程	20,817.50	91,499.98	74,347.27	54,668.88
无形资产	22,366.07	23,735.30	36,561.34	35,475.20
总资产	1,052,102.92	1,151,622.80	1,287,573.16	1,339,469.73
其他应付款	4,161.77	8,484.30	7,213.87	5,444.20
短期债务	507,931.75	371,241.31	395,532.21	421,575.78
长期债务	2,721.02	76,980.55	73,458.17	73,271.06
总债务	510,652.76	448,221.86	468,990.38	494,846.84
净债务	293,801.01	257,744.90	257,702.54	299,307.56
总负债	679,743.75	663,410.24	693,478.01	738,576.73
费用化利息支出	14,430.00	12,068.70	6,829.32	--
资本化利息支出	-	301.33	404.76	--
所有者权益合计	372,359.17	488,212.56	594,095.15	600,893.01
营业总收入	645,833.79	680,872.95	733,927.92	186,305.04
经营性业务利润	23,709.94	64,074.85	29,758.14	6,795.20
投资收益	234.00	1,453.00	1,282.66	0.00
净利润	13,544.25	113,846.92	36,979.84	5,591.30
EBIT	29,461.85	144,914.17	45,797.04	--
EBITDA	65,716.84	176,291.73	76,290.93	--
经营活动产生现金净流量	175,189.19	165,935.77	28,581.30	-778.18
投资活动产生现金净流量	6,464.22	-35,350.16	-78,629.04	-44,757.70
筹资活动产生现金净流量	-130,375.11	-107,705.46	64,603.35	32,304.43
资本支出	40,670.51	83,524.97	119,709.76	45,347.67
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	20.13	23.63	15.73	14.47
期间费用率(%)	15.28	13.70	11.58	10.32
EBITDA 利润率(%)	10.18	25.89	10.39	--
总资产收益率(%)	2.81	13.15	3.76	--
净资产收益率(%)	3.79	26.46	6.83	3.74*
流动比率(X)	0.83	0.89	0.98	0.94
速动比率(X)	0.73	0.78	0.82	0.75
存货周转率(X)	6.94	7.90	7.75	5.76*
应收账款周转率(X)	7.86	9.19	8.62	6.78*
资产负债率(%)	64.61	57.61	53.86	55.14
总资本化比率(%)	57.83	47.86	44.12	45.16
短期债务/总债务(%)	99.47	82.83	84.34	85.19
经营活动净现金流/总债务(X)	0.34	0.37	0.06	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.34	0.45	0.07	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	12.14	13.41	3.95	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	31.14	33.51	1.52	--
总债务/EBITDA(X)	7.77	2.54	6.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.47	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.55	14.25	10.55	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.04	11.71	6.33	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”的融资租赁款调整至长期债务；3、将“合同资产”计入“存货”，“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”；4、带“*”指标已经年化处理；5、由于缺乏相关数据，2022 年一季度部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。