

信用等级公告

联合[2011] 485 号

联合资信评估有限公司通过对三角轮胎股份有限公司及其拟发行的 2012 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

三角轮胎股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

三角轮胎股份有限公司

2012 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年九月六日



地址：北京市西城区金融大街19号北银大厦10层（中国工商银行大厦南侧）

电话：(010) 83670996

传真：(010) 83670628

邮编：100033

http: www.lhcredit.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与三角轮胎股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与三角轮胎股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因三角轮胎股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由三角轮胎股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、三角轮胎股份有限公司 2012 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。



三角轮胎股份有限公司

2012 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: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 5 亿元

期限: 3 年

评级时间: 2011 年 9 月 6 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
资产总额(亿元)	60.49	65.49	73.41	80.23
所有者权益(亿元)	19.31	23.53	25.00	25.34
长期债务(亿元)	9.53	11.63	8.01	8.51
全部债务(亿元)	26.81	20.43	26.39	29.87
营业收入(亿元)	74.37	78.05	94.12	52.36
利润总额(亿元)	0.51	4.50	5.21	4.44
EBITDA(亿元)	4.88	9.21	10.04	--
经营性净现金流(亿元)	3.94	11.06	3.34	6.73
营业利润率(%)	9.95	17.85	16.84	16.16
净资产收益率(%)	2.42	17.96	20.28	--
资产负债率(%)	68.09	64.07	65.94	68.42
全部债务资本化比率(%)	58.14	46.47	51.35	54.10
流动比率(%)	83.13	93.36	82.83	87.86
全部债务/EBITDA(倍)	5.50	2.22	2.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.79	8.77	11.43	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.98	1.84	2.01	--

注: 2011 年上半年财务数据未经审计。

分析师

于浩洋 周 旭

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)

Http: //www. lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(“联合资信”)对三角轮胎股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国内轮胎行业领先企业,在生产规模、市场地位、品牌价值、自主研发能力和运营管理等方面的综合优势。同时,联合资信也关注到国内轮胎行业产能过剩、天然橡胶价格波动等因素给公司经营及盈利能力带来一定的不利影响。

公司新建全钢载重子午胎和半钢子午胎产能逐步释放,收入规模有望持续增长;国家针对轮胎行业实行准入政策,有望缓解国内轮胎产能过剩状况;公司自主研发实力较强,产品性能较高,能耗水平不断降低,轮胎产品竞争力有望不断提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 公司全钢载重子午胎和半钢子午胎产能分别达到 430 万套和 1500 万套,在国内轮胎行业位居前列。
2. 公司轮胎销售收入位居国内前三位,产品性能较高,具有较强的品牌优势。
3. 公司自主研发实力较强,拥有巨型工程子午轮胎成套技术,产品整体性能较高;生产工艺不断提高,产品能耗水平不断降低。
4. 公司管理体系较完善,管理运行有效,整体管理水平较高。

关注

1. 国内轮胎产能过剩,集中于中低端产品,竞争激烈。

2. 天然橡胶对外依存度较高，进口天然橡胶价格波动较大，对轮胎企业生产成本造成较大压力，行业盈利能力波动较大。
3. 公司存货规模不断上升，具有一定的流动风险和减值风险。
4. 公司未来新增产能投资支出规模较大，筹资需求或将加重公司债务负担。

一、主体概况

三角轮胎股份有限公司(以下简称“公司”)是经山东省人民政府鲁政字[2001]5号文件批准由三角集团有限公司(以下简称“三角集团”)作为主发起人,联合威海中信贸易有限公司、山东世界贸易中心、桂林橡胶机械厂、中国化工建设青岛公司、威海橡胶化工进出口有限公司、北京橡胶工业研究设计院及自然人丁玉华、侯汝成、单国玲、宋军利、朱建设、王文浩共同发起设立的股份有限公司。公司发起设立时股本为2.4亿元,2004年5月,威海中信贸易有限公司将持有的三角轮胎的全部6.86%股份转让给丁玉华等四人。2007年6月29日、7月24日,朱建设将持有的三角轮胎的0.54%股份、宋军利将持有的三角轮胎的0.69%股份转让给丁玉华。2007年12月公司以资本公积和未分配利润转增股本3.6亿元,股本增至6亿股,2010年6月29日,经省国资委批复同意,山东世界贸易中心将所持有三角轮胎一半的股份(2.47%股份)转让给山东省商业集团有限公司。2010年12月30日,经省国资委批复同意,山东世界贸易中心和山东省商业集团有限公司分别将所持有的三角轮胎股份(2.47%股份)共4.94%转让给中国重汽集团济南投资有限公司。截至2011年6月底,公司注册资本为6亿元,其中三角集团有限公司持股82.00%,其他5家法人股东合计持股6.2%,4位自然人股东持股11.8%(股权结构见附表1)。

三角集团有限公司前身为成立于1976年的威海轮胎厂,1998年4月经威海市国有资产管理办公室批准为国有独资企业,2003年12月由威海市企业改革领导小组代表威海市人民政府批复同意,以平价买断净资产的方式,将企业改组为企业经营者持大股东、经营决策层控股、管理及技术骨干等全员职工自愿参股组成的有限责任公司。三角集团控股股东为威海新太投资有限公司(持股比例为55%,以下简称“威海新太”),威海新太4位自然人股东与公司相

同,威海新太和公司实际控制人均为丁玉华先生。

公司拥有4家控股子公司,包括三角(威海)华盛轮胎有限公司、三角(威海)华安物流有限公司、三角(威海)华达轮胎复新有限公司和三角美国轮胎技术中心有限公司。公司设有计划与生产管理中心、安全保障与环境保护管理中心、品质保证与发展中心、技术开发中心、设备改造与管理中心、低碳工程建设与发展中心、供应链发展与管理中心、国际贸易管理中心、销售与市场管理中心、信息化建设与管理中心、财务运营管理中心等17个职能部门。

公司经营范围:轮胎、橡胶、橡胶机械及仪器仪表、化工产品(不含化学危险品)、尼龙帘线、钢丝帘线轮胎原辅材料的研制、生产、销售及技术服务;备案范围进出口业务;化工工程设计、安装(须凭资质证书经营)、机械设备及房屋租赁,仓储装卸及物流服务,企业管理咨询服务;再生物资回收与批发(不含危险废物及须经许可的项目)。

截至2010年底,公司合并资产总额为73.41亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为25亿元;2010年度公司实现营业收入94.12亿元,利润总额5.21亿元。

截至2011年6月底,公司合并资产总额为80.23亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计25.34亿元;2011年1-6月,公司实现营业收入52.36亿元,利润总额4.44亿元。

公司注册地址:威海市青岛中路56号;法定代表人:丁玉华。

二、本期中期票据概况

本次中期票据募集资金5亿元,期限为3年。其中2亿元用于补充公司流动资金,3亿元主要用于归还公司银行贷款,优化债务结构。

1. 补充生产经营流动资金,约2亿元。由于华茂分公司工业园一期70万套全钢载重子

午胎 2011 年将全部达产，二期 130 万套全钢载重子午胎项目也将于 2011 年形成产能，产能的扩张将导致流动资金需求的增加。此外，由于 2010 年以来，以天然胶和合成胶为代表的原材料呈持续上涨状态，公司将利用此次募集资金通过集中采购、提前锁定价格等方式降低采购成本，弥补偿还部分银行融资后的经营周转资金缺口。

2. 调整债务结构，置换银行贷款，约 3 亿元。

三、行业分析

轮胎产业是汽车产业的主要配套产业之一，属于资本密集、技术密集和劳动密集型产业。轮胎的种类繁多，应用领域非常广泛，按用途可分为轿车轮胎、客车轮胎、载重轮胎、农业轮胎、工程轮胎、特种车辆轮胎、航空轮胎、摩托车轮胎和自行车轮胎等；按帘线材料可分为全钢丝轮胎、半钢丝轮胎、纤维轮胎等；按胎体帘线的排列方式可分为斜交轮胎与子午线轮胎。传统的斜交胎多用于农用车和部分载重车，全钢载重子午胎多用于重型卡车，而半钢子午胎多用于轿车和轻型卡车。子午线轮胎由于具有耐磨、高速、舒适、节油、安全等特点而受到广泛重视，是衡量一个国家轮胎工业技术现代化水平的标准，是轮胎工业发展的主流方向。

1. 国内轮胎行业概况

受益于中国宏观经济快速增长，下游汽车行业增长迅速带动了轮胎行业的发展。根据国家统计局数据，2010 年中国子午线轮胎产量为 3.64 亿套，同比增长 21.30%。中国轮胎子午化率不断提高，但仍低于国外发达国家水平。

从细分市场来看，国内轮胎企业在全钢载重子午线轮胎方面处于相对优势地位。由于中国路况与发达国家差异加大，载重卡车超载等因素一度长期存在，国外生产厂商未选择全钢载重子午胎细分市场发展，而是集中于适用于

轿车和轻型卡车方向的半钢子午轮胎市场。目前，中国全钢载重子午胎市场国内企业占据绝对的市场份额。随着中国乘用车产销量增长，国内轮胎企业扩大半钢子午胎投资力度，并与国外厂商展开竞争。

国内轮胎企业数量较多，行业集中度偏低。但国内企业在国际市场排名不断上升，根据美国《橡胶与塑料新闻周刊》公布的 2010 年度全球轮胎 75 强排行榜（以 2009 年轮胎销售收入排序），中国 27 家轮胎企业上榜（其中 5 家台湾企业），超过总数三分之一。10 亿美元销售额的国内轮胎企业包括：正新橡胶、杭州中策、三角集团、佳通轮胎、山东玲珑。企业多数轮胎企业产品趋于同质化，高附加值产品占比低，研发薄弱。产能方面，国内子午线轮胎产能建设项目较多，2009 年全钢载重子午胎产能达到 8000 万套，2010 年达到 9000 万套。整体产能处于过剩状态。2010 年 9 月国家出台《轮胎产业政策》，对进入轮胎行业 and 新增产能设置准入门槛，鼓励企业创新和开发高性能轮胎产品，准入政策意味着未来国内轮胎产能过剩情况有望得到缓解，研发实力和品牌优势强的企业有望获得更大发展空间。

2. 天然橡胶供应

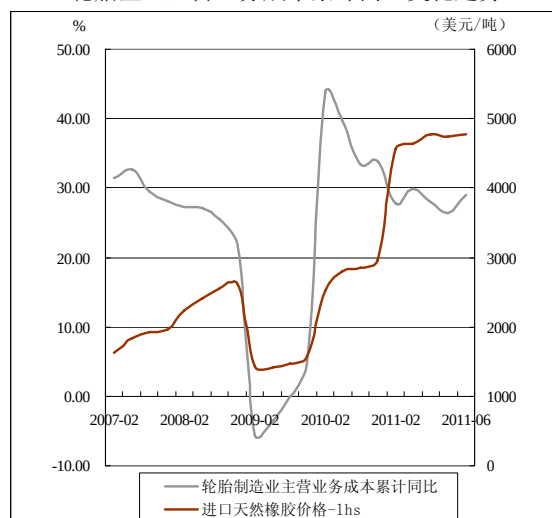
天然橡胶在轮胎产品成本中占比达到 40% 左右。天然橡胶价格对公司生产成本影响较大。

中国天然橡胶产量尚不能满足国内需求，2009 年中国天然橡胶产量约为 61.89 万吨，主要分布于海南、云南和广东三省。2010 年 1~11 月，中国天然橡胶消费量约为 302.5 万吨（包括富含天然橡胶的合成橡胶），进口天然橡胶约 160 万吨，预计国内产量仅为 64.7 万吨，天然橡胶对外依存度较高。

天然橡胶主要产自东南亚地区，11 个国家组成的天然橡胶生产国协会（ANRPC）产量占全球天然橡胶的 90% 以上，其中泰国、印度尼西亚和马来西亚是前三大天然橡胶生产国。2009 年以上三国天然橡胶产量合计 646.1 万吨，

占全球产量的 65%。近年来，全球天然橡胶总体供应基本平衡，2010 年受非季节性降雨带来的洪涝影响，泰国天然橡胶产量降低；国内天然橡胶产区受 2010 年上半年干旱影响，产量增长率较低。中国天然橡胶下游轮胎、汽车行业大幅增长带来的需求增长以及 60% 以上的对外依存度构成了国际天然橡胶价格上涨的基本面。同时，天然橡胶作为一种大宗商品和战略物资，价格会受到商品期货整体走势影响，2008 年下半年，受金融危机影响，天然橡胶价格大幅下滑，而 2009 年在全球各国刺激政策下逐步回升。进口天然橡胶价格方面，2010 年 9 月，中国进口天然橡胶价格已上涨至 3054.65 美元/吨，超过 2008 年金融危机前的高点。2010 年第四季度，在美国第二轮定量宽松政策预期下，大宗商品期货价格迅猛上涨。截至 2010 年底，进口天然橡胶价格已上涨至 3846 美元/吨，2011 年 2 月以来，进口天然橡胶价格增速有所放缓，2011 年 6 月底进口天然橡胶价格已涨至 4766.99 美元/吨。2011 年 2 月，国内天然橡胶价格上涨至 4 万元/吨以上，随后国际大宗商品期货价格出现大幅调整，截至 2011 年 6 月底，天然橡胶价格回落至 3 万元/吨左右。

图 1 2007 年~2011 年 4 月中国进口天然橡胶价格和轮胎企业主营业务成本累计同比变化趋势



资料来源：Wind 资讯

天然橡胶价格上涨对轮胎企业生产成本影

响较大，2010 年以来，国内外轮胎企业多次上调轮胎价格，以缓解成本压力。2011 年以来，外资轮胎企业如米其林、普利司通、固铂、韩泰、锦湖、横滨、住友等再次宣布在中国轮胎配套和替换市场提价 5%-8%。中国国内轮胎企业如双钱、三角、杭橡、贵轮、风神、玲珑、华南等轮胎公司再次上调内销轮胎价格 5%-8%、外销轮胎价格 6% 左右。轮胎企业仍将在一定时期内面临较高的天然橡胶价格，盈利能力可能面临一定程度下滑，自 2011 年 2 月份以来，天然橡胶价格有相当幅度回落，预计轮胎企业成本上涨压力有所减轻。

图 2 2007 年~2011 年 6 月上海期货交易所天然橡胶期货结算价走势



资料来源：Wind 资讯

总体看，轮胎企业仍将在一定时期内面临较高的天然橡胶价格，盈利能力可能面临一定程度下滑。

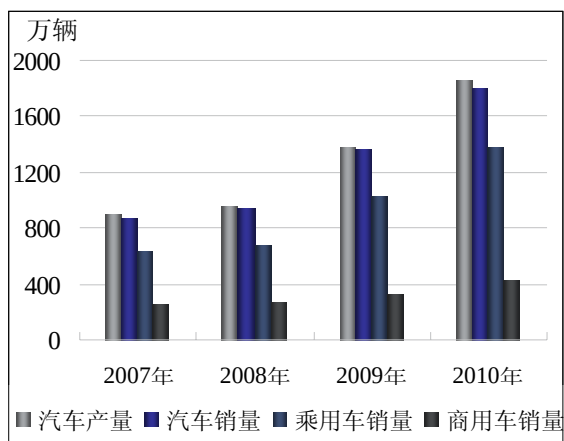
3. 下游行业需求

轮胎下游行业主要是汽车工业，近年来，中国汽车工业处于持续快速增长阶段，受金融危机影响，2008 年中国汽车产销量增速有所下降，2009 年中国出台降低小排量购置税、汽车下乡等一系列政策，带动汽车产销量超过千万辆。根据汽车工业协会统计，2009 年国内汽车产销分别完成 1379.10 万辆和 1364.48 万辆，同比分别增长 47.57% 和 45.46%，中国汽车产销量已超过美国成为全球第一。

2010 年以来, 中国汽车呈现“高开稳走”的产销局面, 2010 年全年汽车产销量分别达到 1865.14 万辆和 1806.19 万量, 分别同比增长 31.87% 和 32.37%。从结构来看, 随着收入水平提高和消费结构升级, 乘用车消费量高速增长; 商用车方面, 随着国内交通基础设施投资扩大, 公路里程已位居世界第二位, 国家高速公路网建设也拉动了中重型卡车需求增长。2009 年以来, 乘用车和商用车均较高增长态势, 2010 年中国乘用车销量 1374.89 万辆, 同比增长 33.29%; 商用车销量 429.29 万辆, 同比增长 29.85%。2010 年汽车产销量增速略有下降, 但整体汽车保有量将显著增长, 由此带来的维修市场替换需求也将支撑轮胎行业的需求。

2011 年上半年, 中国汽车产销量分别达到 915.60 万辆和 932.52 万辆, 分别同比增长 2.48% 和 3.35%; 乘用车产销量分别达到 704.49 万辆和 711.03 万辆, 同比增长 5.36% 和 5.75%; 商用车产销量分别达到 211.11 万辆和 221.49 万两, 同比下降 6.07% 和 3.67%。2011 年上半年汽车产销量增幅较去年同期有所下降, 主要是由于购置税优惠等产业政策变化、燃油价格不断上涨等因素共同影响。

图 3 2007 年~2010 年中国汽车产销量统计



资料来源: Wind 资讯

轮胎出口保持增长态势, 出口市场呈多元化局面。出口市场约占国内轮胎产量 40% 左右。2010 年下半年补库存基本结束, 主要轮胎产品出口增速较 2010 年上半年有所下滑。从出口市

场结构看, 受美国轮胎特保案影响, 出口美国市场半钢子午轮胎下降明显, 但欧洲、拉美和亚洲销量增长较快; 全钢载重子午胎出口美国、欧洲、亚洲等市场增长趋势良好。中国轮胎出口市场日趋多元化和均衡。

总体看, 下游汽车行业以及工程机械行业增长势头良好, 逐步扩大的汽车及工程机械保有量都将构成对轮胎行业需求基本面的支撑。

4. 行业关注

行业竞争格局、集中度

中国等新兴市场国家轮胎产能增长迅速, 国际轮胎生产企业集中度略有下降, 根据美国《橡胶与塑料新闻周刊》公布的 2010 年度全球轮胎 75 强排行榜 (以 2009 年轮胎销售收入排序), 排在前三位的普利司通、米其林、固特异合计销售额为 557.5 亿美元, 占全球轮胎销售总额的 44.1%, 较上年下降了 2.2 个百分点。前十大厂商合计销售额为 968.7 亿美元, 占比为 67.7%, 较上年下降 1.5 个百分点。全球轮胎行业集中度略有下降。

轮胎产业政策

2010 年 10 月, 工信部公布了《轮胎行业政策》, 全钢载重子午胎和半钢子午胎产能建设一次形成生产能力门槛分别提高至 120 万套和 600 万套以上。同时, 鼓励发展高性能子午线轮胎, 巨型工程子午胎, 宽断面、扁平化的乘用车子午线轮胎以及无内胎载重子午线轮胎。准入政策拟在 2015 年实现乘用车胎子午化率 100%、轻型载重车胎子午化率 85% 和载重车胎子午化率 90%。子午化率提高一定程度上缓解了国内轮胎产能过剩的现状。在天然橡胶供应方面, 准入政策鼓励企业参与天然橡胶种植加工, 引导企业建立境外天然橡胶种植和加工基地, 减轻天然橡胶较高对外依存度的现状。

贸易壁垒情况

轮胎企业面对贸易壁垒情况增多。2009 年 9 月, 美国政策批准美国国际贸易委员会裁定, 针对中国输美乘用车子午胎和轻型载重子午轮

胎征收 3 年附加关税，征收税率分别为 35%、30% 和 25%。2010 年 9 月，欧盟宣布计划对中国出口轮胎征收 22.3% 的关税，期限 5 年。2010 年 1 月欧盟实施新的轮胎环保法案，限制轮胎多环芳烃含量。绿色壁垒反映了中国出口轮胎集中于中低端的现状，也促使轮胎企业加大科研投入，提高产品性能。轮胎出口遭遇贸易壁垒有利于提高技术领先企业的竞争力和生存空间，一定程度上控制了国内轮胎产能盲目扩张，有利于轮胎行业提高集中度。

轮胎企业应加强轮胎质量管理

2011 年，部分轮胎企业在生产中不按工艺标准要求比例掺用返回胶导致出现的质量问题被曝光，中国橡胶工业协会指出：返回胶是指在轮胎制造的开机初期由于设备的压力、温度等波动因素，导致开始时生产的部分半成品尺寸出现误差，或者表面出现气孔等现象，不能满足下一步工序使用要求的胶料，需进行返回加工处理；另外，开机初期因调整半成品的尺寸及规格替换时产生的部分余量的橡胶也作为返回胶。返回胶的使用在轮胎生产中是普遍的工艺过程，但是必须严格按照工艺标准使用。原中国石化部橡胶司 1991 年 5 月制定的《子午线轮胎工艺技术若干规定》（第二版）中规定了返回胶均匀掺用比例不能大于 20%。第三部分胎侧胶、胎肩垫胶、三角胶压出工艺中第十四项第 27 款规定：返回胶应按胶种不同分开回炼，出片后掺用，掺用比例不大于 20%。轮胎质量问题反映了部分轮胎企业亟须对生产工艺进行提高，并加强产品质量检测力度。同时也反映了轮胎质量监管机构和轮胎召回制度建立的迫切性，并发挥监管机构其在制度建设、质量监管监督执行方面的职责，规范行业健康发展。

四、基础素质分析

1. 企业规模

目前，公司已具有 2280 万套轮胎产能规

模，其中全钢载重子午胎 2011 年初即达到 430 万套（包括 10 万套工程子午胎产能）、斜交胎 350 万套、轿车及轻卡子午胎（半钢子午胎）1500 万套，产能主要分布于公司本部、三角（威海）华盛轮胎有限公司（以下简称“华盛公司”）和三角轮胎股份有限公司威海华茂橡胶科学技术分公司（以下简称“华茂分公司”）。公司生产基地共有建筑面积 74 万平方米，各种轮胎生产设备 1280 台，其中成型设备 233 台/套，硫化设备 704 台/套；检测设备 110 余台/套。主要生产设备来自德国 FISHER、天津赛象、益阳橡机等设备厂商，公司对购进的部分设备进行自主研发改造，公司本部原有的生产线已完成 25 项技术改造项目，140 多项小型改造项目，生产效能得到提升。

根据美国《橡胶与塑料新闻》2010 年度全球轮胎 75 强排名，三角集团位居前 15 名，中国轮胎 10 亿美元收入生产企业包括杭州中策、正新轮胎（台湾）、三角集团、佳通轮胎和山东玲珑。根据中国橡胶工业协会轮胎分会统计数据，三角集团销售收入排名位居国内第二位，综合产量位居国内第五名。2010 年中国企业 500 强中，三角集团排名 430 位，中国制造业 500 强排名 232 位，分别提高 30 位和 31 位。

总体看，公司产能规模较大，处于行业领先地位；子午胎占比较高，产能结构较为合理。

2. 人员素质

公司董事长丁玉华先生，62 岁，硕士研究生，高级经济师，工程技术应用研究员、全国劳动模范和第十届、十一届全国人大代表，历任荣成县橡胶厂党委书记、荣成县经委主任、山东轮胎厂厂长、三角集团董事长、总裁，2001 年 3 月起任三角集团董事长、党委书记，同时任公司董事长、总裁，为全国五一劳动奖章获得者。威海新太投资有限公司和威海新阳投资有限公司未有将三角集团及公司股权质押的情况，也无尚未结清借款。

截至 2011 年 6 月底，公司拥有员工总数

9177 人,按照职能划分,生产人员占比 80.09%,管理人员占比 6.55%,研发人员占比 10.79%,销售人员占比 2.57%;按照年龄划分,25 岁以下占比 42.66%,25 至 30 岁占比 15.45%,30 岁以上占比 41.89%。作为制造业公司,公司人员结构符合行业经营特点。

总体看,公司管理层拥有丰富行业经验和背景,管理经验丰富;技术工人储备较为充足,在行业内具备较强优势。

3. 技术水平

公司设有计划与生产管理中心,拥有研发人员 990 人,其中 3 名工程技术人员享受国务院特殊津贴,1 名泰山学者,58 名高级工程师。技术中心设有产品开发部(分别覆盖卡客车、轿卡、工程机械及斜交胎产品)、材料应用及开发部、力学研究技术部(下设噪声、中心研究室)和技术法规及标准部。在产学研方面,公司与清华大学、北京大学、天津大学、山东大学、北京橡胶工业研究设计院、美国亚利桑那大学等高等院校和科研院所开展长期合作;引进并投用国际先进的研发、中试、生产、检测技术和装备,提升了公司研发水平。

公司自主研发水平较高,拥有国家授权专利 100 多项。在炼胶工艺方面,公司研发的一步法开炼式连续自动低温混炼工艺技术,实现轮胎生产提高效率 200%以上;胶料综合性能提升 15%以上;节约设备和占地 1/2 以上;促进炼胶工序能耗降低 27%以上,并在华盛公司、华茂分公司中全面应用。2008 年公司自主研发的“巨型工程子午胎成套生产技术与设备开发”项目获国家科技进步一等奖,打破了国际三大轮胎公司的技术垄断,成为国内唯一拥有巨型工程子午胎成套技术的厂家(其中包括 4 项发明专利和 16 项软件著作权),并成功为卡特彼勒、沃尔沃进行配套。

未来,公司将继续完善研发技术体系,加强材料、配方等方面的基础研究,建设“国际化、知识化、专业化”的核心技术团队,推动

技术与产品创新。总体看,公司研发实力较强,在国内轮胎企业中具备较大的技术优势。

五、管理分析

1. 公司治理

公司设立以来按照《公司法》、《证券法》等法律法规要求建立法人治理结构,设有股东大会、董事会和监事会。各机构以《上市公司治理准则》为目标完善治理机制、内控制度和激励机制。公司董事会由 7 名董事组成,其中董事长 1 人,董事 5 人,独立董事 1 人。公司设经理一名,由董事会聘任。公司监事会由 3 名监事组成,其中 1 名监事会主席,1 名职工代表担任的监事。

2. 管理运行

公司管理制度与职能部门设置较完善,在生产经营、资金管理、投融资管理等方面运营良好,管理效率较高。

公司设有资金运营与管理中心,隶属于财务运营管理中心,负责整体资金使用、调度与管理。资金收支实行预算制度,通过年度收支计划和月度收支计划分解实施,确保资金链安全,根据月度销售回款计划制定资金支付计划,确保资金收支平衡。公司设有专门的审计及价格管理部,行使内部审计职能,对董事会负责,进行子公司审计、干部任期经济责任审计及其他专项审计等。

公司设有生产部,对下属生产基地生产活动进行计划、调度。在质量管理方面,公司制定了 6 年的 6SIGMA 战略推进计划,成立战略推进小组落实进展、跟踪评价。公司建立了内部质量体系审核,对人、机、料、法、环、测等过程因素进行全面的检查测量,确保质量体系的有效性。公司对轮胎产品建立追溯机制,轮胎内侧贴有装配工工号,以加强质量管理。在能源管理方面,公司设有能源管理部和低碳办公室,在总部、分厂和车间建立三级管理体

系，通过电机变频改造、低温混炼等技术与工艺改造不断降低生产能耗水平，加强水循环利用，提高了公司成本控制能力。

在安全管理方面，公司董事长任安全委员会主席，下设安全办公室，在各生产基地事业部设立安全环境保护区，在车间设有安全管理员，与安全管理员签订安全责任状。公司注意员工安全培训，车间设有自动喷淋系统、烟感、油感系统。总体看，公司安全管理体系运行有效，近年来公司无重大安全事故。

总体看，公司法人治理结构和管理体系较为完善，管理制度运行有效。

六、经营分析

1. 经营现状

近年来，公司加大产品结构调整，全钢载重子午胎以及半钢子午胎产能逐步释放，轮胎产销量稳步增长，营业收入规模不断提升。

2008~2010 年，公司分别实现营业收入 74.37 亿元、78.05 亿元和 94.11 亿元。从销售收入构成来看，近三年全钢载重子午胎销售收入占比在 50%以上，预计华茂工业园一期 70 万套产能释放后，占比有望回升；受益于 2009 年以来的国内乘用车市场高速增长，半钢子午胎产销量大幅提升，销售占比由 2008 年的 19%提高至 2010 年的 24%；斜交胎市场销售变动不大，销售占比基本维持在 22%左右。随着全钢载重子午胎以及半钢子午胎产能持续释放，以上产品销售占比将持续上升，产品结构有望得到优化。从毛利润贡献来看，2008 年以来全钢载重子午胎贡献率在 50%左右，2009 年以来半钢子午胎和斜交胎贡献分别为 25%左右。2008 年上半年天然橡胶价格上涨、下半年轮胎销售价格下降降低了公司轮胎产品毛利率水平，毛利润规模下降较大。2010 年第四季度以来，天然橡胶价格上涨幅度较大，对公司盈利能力产生一定程度不利影响。

表 1 2008 年~2011 年上半年公司主营业务收入和毛利构成（万元）

项目		2008 年度		2009 年度		2010 年度		2011 年 1~6 月	
		金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
营业收入	全钢子午胎	411854	56	404548	52	501061	54	292115	56.28
	斜交胎	182490	25	168202	22	205393	22	91547	17.64
	半钢子午胎	141674	19	200941	26	228312	24	132704	25.57
	其他							2637	0.51
	合计	736018	100	773691	100	934766	100	519003	100
营业毛利	全钢子午胎	35106	47	73736	51	75959	47	49739	59.67
	斜交胎	25922	34	42568	30	39930	25	16493	19.79
	半钢子午胎	14260	19	27790	19	45765	28	17228	20.67
	其他							-99	-0.12
	合计	75288	100	144094	100	161654	100	83361	100

注：斜交胎毛利润贡献较高，主要是斜交胎生产线已提足折旧。资料来源：公司提供

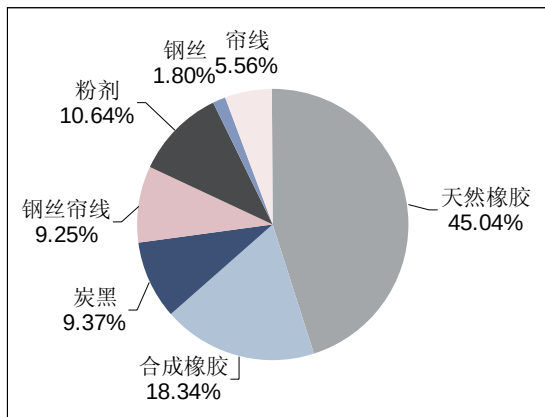
2. 原材料采购

公司轮胎产品生产主要原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、粉剂等。其中天然橡胶和合成橡胶在公司采购成本中占比合计达到 51%左右，对产品成本影响较大。

公司天然橡胶主要向国外天然橡胶供应商（包括泰国、马来西亚、印度尼西亚等国的天

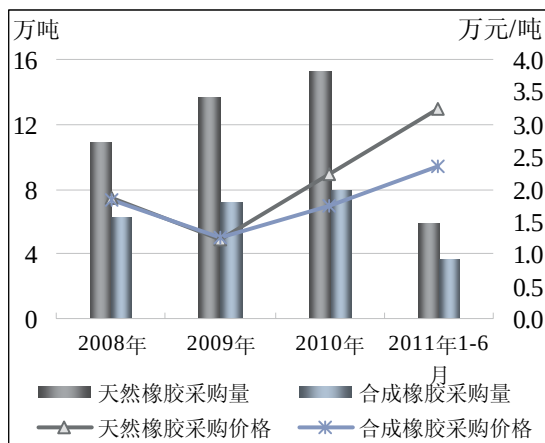
然橡胶生产商和贸易商）采购，部分渠道通过进出口贸易公司进行，以确保材料供应；2008~2010 年平均采购量为 13.29 万吨。付款方式为信用证或者电汇，计划采购周期较短，根据生产计划每周下单。合成橡胶采购量逐年上升，2010 年为 7.88 万吨，合成橡胶主要向中石化及中石油下属公司采购。

图4 2010年公司原材料采购成本构成



资料来源：公司提供

图5 2008-2011年6月公司天然橡胶及合成橡胶采购量及采购均价



资料来源：公司提供

从采购价格来看，2008~2011年6月天然橡胶和合成橡胶波动幅度较大，对生产成本产生较大影响。公司正在研究应用期货等风险管理工具对天然橡胶采购价格进行套期保值。

表2 2010年公司天然橡胶前五大供应商

客户名称	采购金额 (万元)	占采购总额比例
A1 橡胶有限公司	28340	9%
青岛世平投资有限公司	26082	8%
青岛鼎泰美国际贸易有限公司	24546	8%
青岛中凯化工有限公司	22520	7%
KOCO GROUP LIMITED	19516	6%
合计	121004	37%

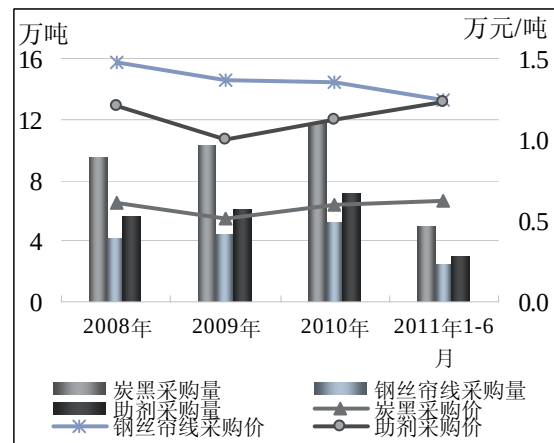
资料来源：公司提供

表3 2010年公司合成橡胶前五大供应商

客户名称	采购金额：万元	占采购总额比例
中国石油化工股份有限公司化工销售华北分公司	67593	46%
美克森贸易有限公司	21955	15%
中国石油天然气股份有限公司华北化工销售分公司	9130	6%
大宇国际株式会社	5283	4%
合计	103961	71%

资料来源：公司提供

图6 2008-2011年6月公司炭黑、钢丝帘线及助剂采购量与采购均价



资料来源：公司提供

公司其他原材料主要包括钢丝帘线、炭黑及助剂，在原材料采购成本中三者合计 37%左右。随着公司轮胎产品产销量扩大，以上原材料采购量基本呈小幅增长趋势，采购价格呈现 V 形波动情况，2010 年以来助剂、炭黑采购价格逐渐上升，逐步接近 2008 年高点时的价格水平。

表4 2010年炭黑前五大供应商

客户名称	采购金额 (万元)	占比(%)
河南东信轮胎有限公司	10293	17%
山东贝斯特化工有限公司	8312	14%
太原市伸华化工有限公司	7240	12%
抚顺佰世炭黑有限责任公司	5890	10%
河南新大轻化有限公司	4251	7%
合计	35986	60%

资料来源：公司提供

钢丝帘线主要向江苏兴达钢帘线股份有限公司和山东胜通钢帘线有限公司采购；炭黑主要向山东、河南、上海的供应商采购。

总体看，公司主要原材料采购价格波动较大，对公司生产成本构成一定的压力；原材料供应较为稳定。

3. 生产经营

截至 2011 年 6 月底，公司已具有 2280 万套轮胎产能规模，其中全钢载重子午胎 430 万套、斜交胎 350 万套、轿车及轻卡子午胎（半钢子午胎）1500 万套，产能主要分布于公司本部、华盛公司以及华茂分公司。全钢载重子午胎产能方面，华茂分公司一期 70 万套于 2011

年形成产能，其余 130 万套产能正处于设备安装阶段，预计 2011 年底具备生产条件；半钢子午胎方面，华盛公司二期 500 万套于 2009 年末具备生产条件，受轿车子午胎大规格比例上升、新建厂区工人操作熟练程度正处于培养和提高阶段因素影响，华盛公司产能于 2010 年开始逐步释放。进入 2011 年之后，公司加快产品结构调整步伐，斜交胎方面，压缩低利润的农用轮胎、载重轮胎等，加大斜交工程胎的生产和销售；半钢胎方面，压缩低附加值的小规模轮胎的生产，加大中大规格产品的产销量，导致 2011 年公司整体轮胎产量同比有所下降，但保持良好经济效益。

表 5 2008-2011 年上半年公司轮胎产能及产量变化情况（单位：万套）

轮胎产能及产量		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
全钢载重子午胎	本部	350	350	350	350
	华盛公司	--	10	10	10
	华茂分公司	--	--	--	70
	产能合计	350	360	360	430
	产量	325	340	389	196
斜交胎	本部	340	340	340	340
	华盛公司	--	10	10	10
	产能合计	340	350	350	350
	产量	297	337	326	68
半钢子午胎	本部	500	500	500	500
	华盛公司	500	500	1000	1000
	产能合计	1000	1000	1500	1500
	产量	897	1249	1432	593
产能合计		1690	1710	2210	2280
产量合计		1519	1926	2147	857

资料来源：公司提供

公司根据国家轮胎产业政策，逐步扩大全钢载重子午胎和半钢子午胎产能，斜交胎产能则维持现有水平。

在节能减排方面，2008 年至 2010 年，公司对轮胎生产过程中电机系统谐波电流较高的损耗进行治理（2008 年列入国家节能示范工程），改造后年节电 2905 万千瓦时，折合标煤 10458 吨，2010 年 7 月获得国家验收；公司通过使用新型保温材料对硫化机进行保温，年节省蒸汽 5.7 万吨；通过硫化余热综合利用工程

（2007 年列入国家环境保护资源节约综合利用项目），年节省蒸汽 6 万吨，节电 344 万千瓦，节约水 4 万吨以上。公司通过对生产过程中节能减排技术改造，产品综合能耗持续降低，2006 年-2010 年千克标煤/吨三胶指标分别为 998.45、945.19、923.97、906.64 和 892.75，较 2005 年产品能耗 1021.36 千克标煤/吨三胶分别下降了 2.24%、7.46%、9.53%、11.23%和 12.6%。

总体看，公司产能不断释放，稳步提高，产能规模位于行业前列；产品结构得到优化，

能耗持续降低，竞争实力较强。

4. 产品销售

随着公司半钢子午胎产能释放，下游乘用车市场需求旺盛，2010 年公司实现轮胎销量 2011 万套，主要来自全钢子午胎销量增长，全钢载重子午胎收益于下游商用车、工程机械市场带动，销量有较大幅度上升。

表 6 2008-2011 年 6 月公司轮胎销量统计（万套）

产品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~6 月
全钢胎	313	347	375	185
斜交胎	285	344	307	98
半钢胎	818	1324	1329	627
合计	1416	2015	2011	910

资料来源：公司提供

公司轮胎产品在国内市场销量呈增长趋势，全钢载重子午胎和半钢子午胎销量稳步增长，斜交胎销量有一定波动。2010 年国内市场轮胎销量 1177 万套，实现销售收入 57 亿元。2009 年以来，中国汽车行业产销量快速增长，公司产品国内市场销量占比不断提高，进入 2011 年汽车产销量增速下降，公司轮胎销量增速也有所减缓。2011 年上半年，公司国内市场销量 530 万套，为 2010 年的 45.03%，2011 年上半年，公司国内市场实现销售收入 31 亿元，为 2010 年的 56.14%。

由于天然橡胶价格上涨，2010 年以来公司全钢子午胎累计提价 6 次，半钢子午胎国内市场累计提价 4 次，提价幅度在 20%左右，斜交胎累计提价 8 次，提价幅度 30%左右；出口方面，公司累计提价 10 次，全钢子午胎、半钢子午胎、工程子午胎和斜交胎提价幅度分别为 32%、37%、53%和 30%左右，缓解了原材料价格上涨带来的成本压力。

公司国内市场销售渠道主要分为维修市场和配套市场，基本保持 1:1 的比例，较为均衡。2010 年维修市场前五大客户占比合计 6.57%，配套市场前五大客户占比合计 21.57%，客户集

中度较高，其中半钢子午胎主要配套上海通用五菱汽车股份有限公司，其他配套厂家有重庆长安汽车股份有限公司、重庆/河北长安铃木汽车有限公司等。华盛公司二期 500 万套半钢子午胎产能释放后将主要配套上海通用汽车、奇瑞汽车等汽车厂商。

表 7 2008-2011 年 6 月国内市场销量及销售额统计（万套、亿元）

产品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~6 月
全钢胎销量	149	187	215	107
全钢胎销售额	21	23	29	17
斜交胎销量	202	219	186	49
斜交胎销售额	15	13	17	7
半钢胎销量	401	714	776	374
半钢胎销售额	5	9	11	7
销量合计	753	1120	1177	530
销售额合计	41	46	57	32

资料来源：公司提供

表 8 2010 年国内配套市场前五大客户（亿元）

客户	金额	占比 (%)
中国重汽集团济南卡车股份有限公司	8.74	9.35
山东临工工程机械有限公司	4.03	4.31
上汽通用五菱汽车股份有限公司	2.82	3.02
中国重汽集团济南商用车有限公司	2.35	2.51
一汽解放汽车有限公司	2.22	2.38
合计	20.16	21.57

资料来源：公司提供

表 9 2010 年国内维修市场前五大客户（亿元）

客户	金额	占比 (%)
荣成市阜盛贸易有限公司	1.78	1.91
山东临沂汽车工业贸易有限公司	1.32	1.41
河南东信轮胎有限公司	1.21	1.29
杭州黄河轮胎集团有限公司	0.98	1.05
南京回双轮胎销售有限公司	0.85	0.91
合计	6.14	6.57

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2010 年国内市场主要集中在华南、华东、华中、西南和华北地区，以上地区销量和销售额占比合计位于 80%以上，

东北和西北地区销售占比提高，各区域销售均衡性提高。

公司外贸客户包括固特异、卡特彼勒等战略合作伙伴，为固特异提供部分贴牌产品，公司工程子午胎为卡特彼勒工程机械配套；通过多年的考察和合作，公司与北美、南美、澳大利亚等地的公司建立了合作伙伴关系，比如美国 GPX 公司、美国地平线公司、巴西东方公司等，充分利用其市场网络扩大出口市场份额。公司在全球 160 多个国家地区有经销商网络。

公司国外市场销量呈稳步增长趋势，但销售额近年来呈下降趋势，主要是 2009 年受金融危机持续影响，欧洲、北美等传统出口市场需求下滑，价格下降，但 2010 年以来，上游原材料价格上涨幅度较大，公司出口产品价格逐步回升，基本接近金融危机前水平；美国等发达国家贸易壁垒对公司部分产品出口造成一定影响，2009 年 9 月，美国针对中国输美轮胎采取特保措施，轿车以及轻型卡车等半钢子午胎特别关税 2009 年起分别为 35%、30%和 25%。在北美市场，公司调整产品结构，加大载重子午胎以及工程子午胎对美出口力度；通过国外出口市场布局调整，北美、欧洲传统市场占比有所下降，非洲、东南亚等市场占比上升，总体出口量呈上升趋势。2010 年公司出口轮胎 833 万套，同比减少 62 万套。2011 年上半年，轮胎出口 379 万套，为 2010 年全年的 45.50%，受益于出口价格回升，实现销售收入 20 亿元，为 2010 年全年的 55.56%。

2010 年以来，欧元债务危机和美国量化宽松政策下欧元与美元出现贬值趋势，公司面临一定的外汇风险，由于进口天然橡胶需要支付美元等外币，公司通过平衡出口收汇与进口付汇，尽量避免美元以及欧元等外币结余；同时，公司也通过签订人民币计价合同、使用远期结售汇等工具规避汇率波动风险。政策方面，中国逐步扩大跨境贸易人民币结算试点，总体看，公司出口销售收入外汇风险可得到一定程度的控制。

表 10 出口市场销量及销售额统计（万套、亿元）

产品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-6 月
全钢胎销量	164	160	159	78
全钢胎销售额	20	17	21	12
斜交胎销量	83	125	121	48
斜交胎销售额	3	3	4	2
半钢胎销量	417	610	553	253
半钢胎销售额	9	11	12	6
销量合计	663	895	833	379
销售额合计	32	32	36	20

资料来源：公司提供

总体看，公司产品结构不断优化，国内市场受下游汽车行业拉动稳步增长，出口市场方面，发达国家贸易壁垒对公司造成一定不利影响，但通过市场结构和产品结构调整没有对公司出口造成明显影响。

5. 经营效率

公司票据结算方式增加，应收票据规模增长较快，销售债权周转次数呈下降趋势，2008～2010 年分别为 7.64 次、7.52 次和 8.23 次。2008 年至 2009 年，国内汽车产销量增长迅速，公司存货规模下降，存货周转次数上升，但 2010 年以来存货规模呈上升趋势，2008～2010 年分别为 5.66 次、6.11 次和 6.40 次。公司总资产周转率逐步上升，2008～2010 年分别为 1.24 次、1.28 次和 1.36 次。总体看，公司经营效率正常。

6. 在建项目

公司在建项目主要是华茂分公司工业园二期 130 万套高性能全钢载重子午胎产能建设。工业园 200 万套全钢载重子午胎项目总投资额度 23 亿元，截至 2011 年 6 月底，该项目已投入 13 亿元，以上资金是公司自筹取得。根据计划进度，至 2011 年末将再投入资金 7 亿元，其余质保金部分于项目投用一年后支付。为确保项目顺利完工，公司已申请工商银行 3 亿元项目贷款。预计 2011 年底形成产能。项目完工后公司全钢载重子午胎产能将增至 560 万套，有望进一步提升公司全钢胎市场竞争实力。

7. 未来发展

公司未来将在基础研究和应用研究两个方面加大研发投入力度，提升公司创新能力，提高轮胎产品性能和品牌价值；在节能减排方面，公司将不断提高生产工艺优化与改造投入，降低产品能耗水平；在市场方面，加强与国内领先的汽车厂商战略合作，在国外市场注重新兴市场开发和资源整合，扩大公司业绩增长空间。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008 年~2010 年年度三年财务报告已经国富浩华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2011 年 1 季度财务数据未经审计。

截至 2010 年底，公司合并资产总额为 73.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）25 亿元；2010 年度公司实现营业收入 94.12 亿元，利润总额 5.21 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司合并资产总额为 80.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 25.34 亿元；2011 年 1-6 月，公司实现营业收入 52.36 亿元，利润总额 4.44 亿元。

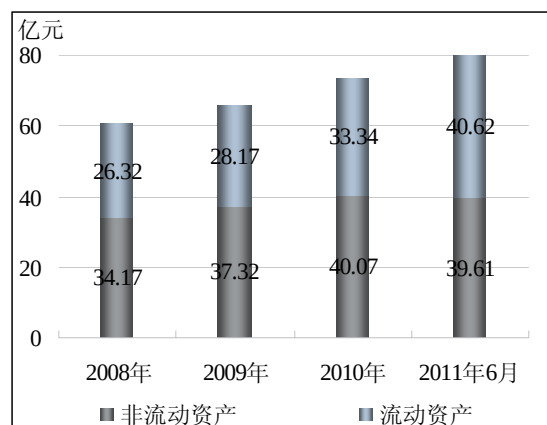
2. 资产质量

2008 年~2010 年，公司资产规模稳步增长，年复合增长率为 10.16%；近三年资产结构较为稳定，截至 2010 年底，公司资产总额为 73.41 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 45.41% 和 54.59%。

流动资产

2008 年~2010 年，公司流动资产规模整体呈增长趋势，年复合增长率为 12.54%，主要来自货币资金、应收票据和预付账款增加。从流动资产结构来看，2010 年底，存货、应收票据、货币资金占比较高。

图7 2008~2011年6月底公司资产构成



资料来源：公司审计报告

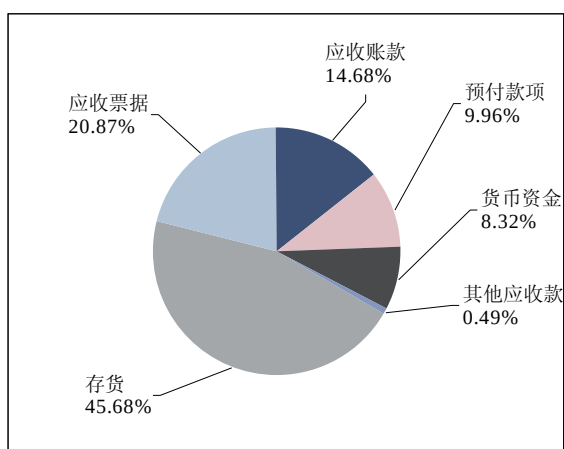
2008 年~2010 年，货币资金规模波动较大。截至 2010 年底，公司货币资金为 2.77 亿元。较 2009 年底减少 45.05%，主要是华茂工业园投入增加，同时票据结算方式增加所致。2010 年底，应收票据为 6.96 亿元，较 2009 年底增长 10.2%。2011 年 6 月底，公司现金类资产为 11.18 亿元，较 2010 年底增长 14.90%。

2008 年~2010 年，公司应收账款规模增长幅度较小，2010 年底为 4.89 亿元，年复合增长率为 20.77%，在流动资产中占比为 11.81%。2011 年 6 月底，应收账款净额为 4.62 亿元，较 2010 年底减少 18.70%。从账龄分布看，1 年以内应收占比 97.65%，1-2 年占比 1.94%。公司计提坏账准备 0.27 亿元，计提比例为 5.22%。2010 年底公司前五大欠款客户为上汽通用五菱汽车股份有限公司青岛分公司、中国重汽集团济南商用车有限公司、厦门厦工机械股份有限公司、上海通用东岳汽车有限公司和一汽吉林汽车有限公司，合计占比为 25.78%。

2008~2010 年，公司存货规模有所波动，2010 年底，公司存货净值为 15.23 亿元，较 2009 年底增长 68.94%。存货在流动资产中占比由 2009 年底的 32.00% 提高至 2010 年底的 45.69%。2011 年 6 月底进一步上升至 52.98%。2011 年第上半年天然橡胶价格处于历史高位，最高到达 5500 美元/吨，材料成本上升使得 2011 年 6 月底存货规模增加。从存货结构来看，2010

年底，存货中原材料、产成品和在产品分别占比 25.31%、55.49%和 19.19%。分别同比增长 87.67%、66.74%和 54.69%。2010 年底公司共计提存货跌价准备 0.57 亿元。根据测算，2010 年底存货占 2010 年当期营业成本比重为 19.63%，考虑到营业成本仍需剔除能源及人工成本，公司存货规模偏大，若原材料价格和下游需求增速出现回落，存货可能会面临一定的减值风险。

图8 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

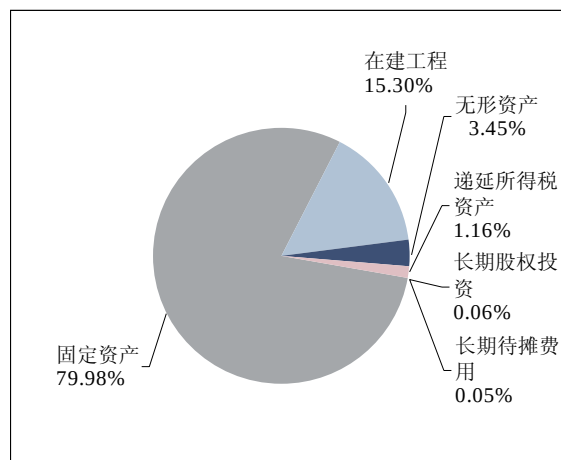
截至 2011 年 6 月底，公司流动资产为 40.68 亿元，较 2010 年底增长了 22.04%，增长主要来自于存货规模的增长，其他科目变化幅度不大。

总体看，公司流动资产比重持续提高，但应收账款和存货比重偏大，对资产流动性产生一定影响。

非流动资产

2008 年~2010 年，公司非流动资产规模整体呈增长趋势，年复合增长率为 8.29%，主要是公司固定资产、在建工程和无形资产增长。截至 2010 年底，公司非流动资产合计 40.07 亿元，其中以固定资产、在建工程和无形资产为主。

图9 2010年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

随着华盛公司、华茂公司产能建设不断完工，公司固定资产规模不断增长。2010 年底，公司固定资产总额为 55.75 亿元，累计折旧为 23.67 亿元，固定资产余额为 32.05 亿元，其中房屋与建筑物、机器设备、运输设备及其他分别占比 25.49%、73.41%、0.32%和 0.79%。2010 年 在建工程转入固定资产原值为 4.47 亿元，当年计提折旧为 3.92 亿元。2010 年底，公司在建工程余额为 6.13 亿元，主要在建工程项目为车间改造和华茂分公司工业园，2011 年 6 月底，在建工程期末金额为 5.22 亿元，主要在建项目为华茂分公司工业园。

公司无形资产主要是土地使用权。2010 年底无形资产合计 1.38 亿元，其中土地使用权为 1.37 亿元，占比为 98.94%。2011 年 6 月底，无形资产合计 1.54 亿元。

总体看，公司资产稳步增长，结构稳定，资产质量较高，但需关注存货规模变化。

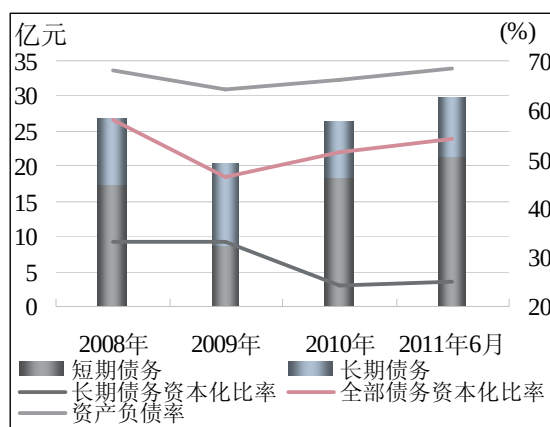
3. 负债及所有者权益

2008 年~2010 年，随着公司盈利积累，公司所有者权益年均增长 13.80%。2010 年底，所有者权益合计 25.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 24.52 亿元，少数股东权益为 0.48 亿元，归属于母公司所有者权益中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别

占比 24.27%、1.02%、11.99%和 62.45%。公司所有者权益稳定性一般。

2008 年~2010 年,公司负债总额呈上升趋势,年复合增长率为 8.41%,2010 年底,公司负债合计 48.41 亿元,其中流动负债 40.25 亿元,非流动负债为 8.16 亿元。流动负债中短期债务、应付账款和预收账款分别占比 45.66%、42.92%和 6.93%。随着公司产销量扩大,应付账款及预收账款年复合增长率分别为 32.45%和 48.92%。2010 年底,公司短期债务同比增加 9.58 亿元,短期债务增长较快。2011 年 6 月底,公司全部债务规模 29.87 亿元,其中短期债务和长期债务占比分别为 71.51%和 28.49%,短期债务比重由上升趋势。

图10 2008年~2011年6月底公司债务结构



资料来源：公司审计报告

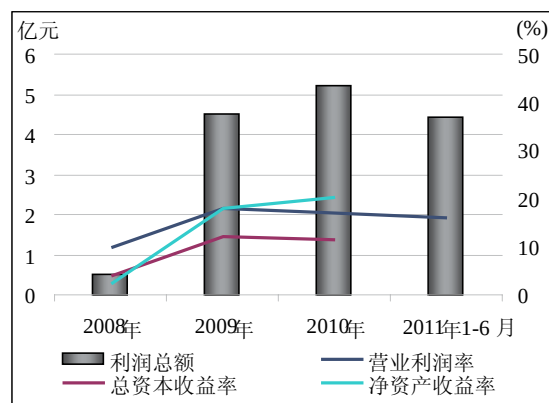
从债务指标分析,2010年底,公司资产负债率和全部债务资本化率分别为65.94%和51.35%,较2009年底分别上升1.87和4.88个百分点。2011年6月底,由于短期借款和应付票据有所增加,短期债务占比升至71.51%。资产负债率和全部债务资本化率指标值为66.73%和54.10%。总体看,公司债务结构良好,债务负担有加重趋势,但仍处于合理范围内。

4. 盈利能力

2008年~2010年,公司分别实现营业收入74.37亿元、78.05亿元和94.12亿元。2011年上半年为52.36亿元,同比增长24.43%。2008年~

2011年上半年公司营业利润率分别为9.95%、17.85%、16.84%和16.16%。波动原因主要是受天然橡胶价格以及下游市场需求波动引起。2008年上半年天然橡胶价格上涨幅度较快,下半年金融危机对下游市场需求产生较大影响,价格下降,公司产品毛利率下降;2009年大宗商品价格大幅下跌,下游市场在经济刺激政策带动下复苏强劲,公司产品毛利率回升明显。2010年天然橡胶价格不断上升,公司轮胎产品价格多次上调,但产品毛利率仍有所下降。公司正在考虑应用期货等金融工具进行套期保值,以规避原材料价格波动风险。

图11 2008年~2011年1-6月公司利润总额与盈利指标



资料来源：公司审计报告

从期间费用来看,销售费用呈逐年上升趋势,年复合增长率为12.74%;管理费用年均增长43.54%,主要来自公司投入的研发费用,2008年~2010年公司管理费用分别为3.44亿元、5.82亿元、7.09亿元,其中研发费用支出分别为2.35亿元、4.32亿元、5.19亿元,2010年期间费用占比由2009年的12.96%降至11.54%。2010年营业外收入为0.39亿元,主要包括政府补助和采购折扣。

从盈利指标看,2009年以后公司营业利润率呈小幅下降趋势、近两年总资产收益率稳定在12%左右,净资产收益率不断上升,2010年以上指标分别为16.84%、11.58%和20.28%。2011年上半年公司实现利润总额4.44亿元,同比增长181.74%。

总体看,原材料价格波动对产品毛利率具

有一定不利影响，公司通过提高售价部分转移了成本上涨压力，保证了相对稳定的盈利规模。

5. 现金流

经营活动方面，2008 年~2011 年上半年，经营活动现金流入量分别为 86.37 亿元、80.75 亿元、92.24 亿元和 53.68 亿元；现金收入比分别 115.80%、103.37%、97.91%和 99.52%，总体看，公司现金获取能力正常。受原材料价格波动以及结算方式变化影响，近三年一期公司的经营活动净现金流量为 3.94 亿元、11.06 亿元、3.34 亿元和 6.79 亿元，表现波动。

投资活动方面，公司投资活动现金流出量主要是购置固定资产、无形资产和其他长期资产支出的现金，资本支出主要投向车间改造以及工业园产能建设。近三年一期分别为 6.16 亿元、3.90 亿元、6.00 亿元和 2.67 亿元。根据公司投资项目资金安排，至 2011 年末华茂工业园 200 万套二期产能建设需投入 7 亿元。2008 年~2010 年投资活动净现金流平均值为 6.11 亿元，由于公司部分投资支出使用票据支付，使投资活动现金支出规模较小。公司已为该项目申请专项贷款 3 亿元已获工行批复，2010 年 12 月起公司已使用 0.7 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流主要是取得借款以及偿还借款。2008 年~2010 年筹资活动净现金流分别为 2.81 亿元、-5.24 亿元和 0.40 亿元，2011 年上半年为-2.79 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量稳步增长，经营活动净现金流对投资活动覆盖程度有待提高；投资项目仍具有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，近年来，公司流动比率和速动比率有一定波动，存货呈上升趋势，且在流动资产中占比高，2010 年流动比率和速动比率为 82.83%和 44.99%，2011 年 6 月底，流动比率升至 87.86%，由于存货比例的增加，速动比率降至 41.45%。公司经营现金流动负债

比三年平均值为 19.12%，处于较高水平。2011 年 6 月底公司现金类资产为 11.18 亿元，对短期债务覆盖程度偏低，短期具有一定偿付压力。

受原材料价格波动影响，公司盈利受到一定程度影响，EBITDA 有所波动，2010 年为 10.04 亿元，近三年平均值为 8.04 亿元。全部债务/EBITDA 三年平均值为 3.45 倍，EBITDA 利息倍数三年平均值为 8.00 倍。2009 年以上指标为 2.63 倍和 11.43 倍，EBITDA 对利息支出覆盖程度较高。随着公司新建产能的逐步释放，公司盈利规模有望进一步提高。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2011 年 6 月末，公司无对外担保。

截至 2011 年 6 月末，公司共获得商业银行综合授信额度总量为 73.16 亿元，尚未使用的额度为 42.66 亿元。公司主要授信银行包括中国工商银行、中国银行、交通银行、中国进出口银行、中信银行，上述 5 家银行给予公司授信额度共计 58.43 亿元，占同期发行人银行授信总额的 79.87%。公司间接融资渠道畅通。

八、本期中期票据偿债能力分析

公司计划发行中期票据 5 亿元，是公司 2011 年 6 月底全部债务和长期债务的 0.17 倍和 0.59 倍，对现有债务规模具有一定的影响。以 2011 年 6 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将升至 70.27%和 57.91%，由于公司部分募集资金将用于置换银行贷款，实际债务规模可能低于指标值。

2008 年~2010 年公司经营活动现金流入量偿债倍数平均值、经营活动现金流量净额偿债倍数平均值分别为 17.26 倍和 1.22 倍，经营活动现金流对计划发行的中期票据覆盖程度一般；2008 年~2010 年 EBITDA/本期发债额度分别为 0.98 倍、1.84 倍和 2.01 倍，平均值为 1.61 倍，EBITDA 对本期计划发行的集合票据保障程度逐步增强。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

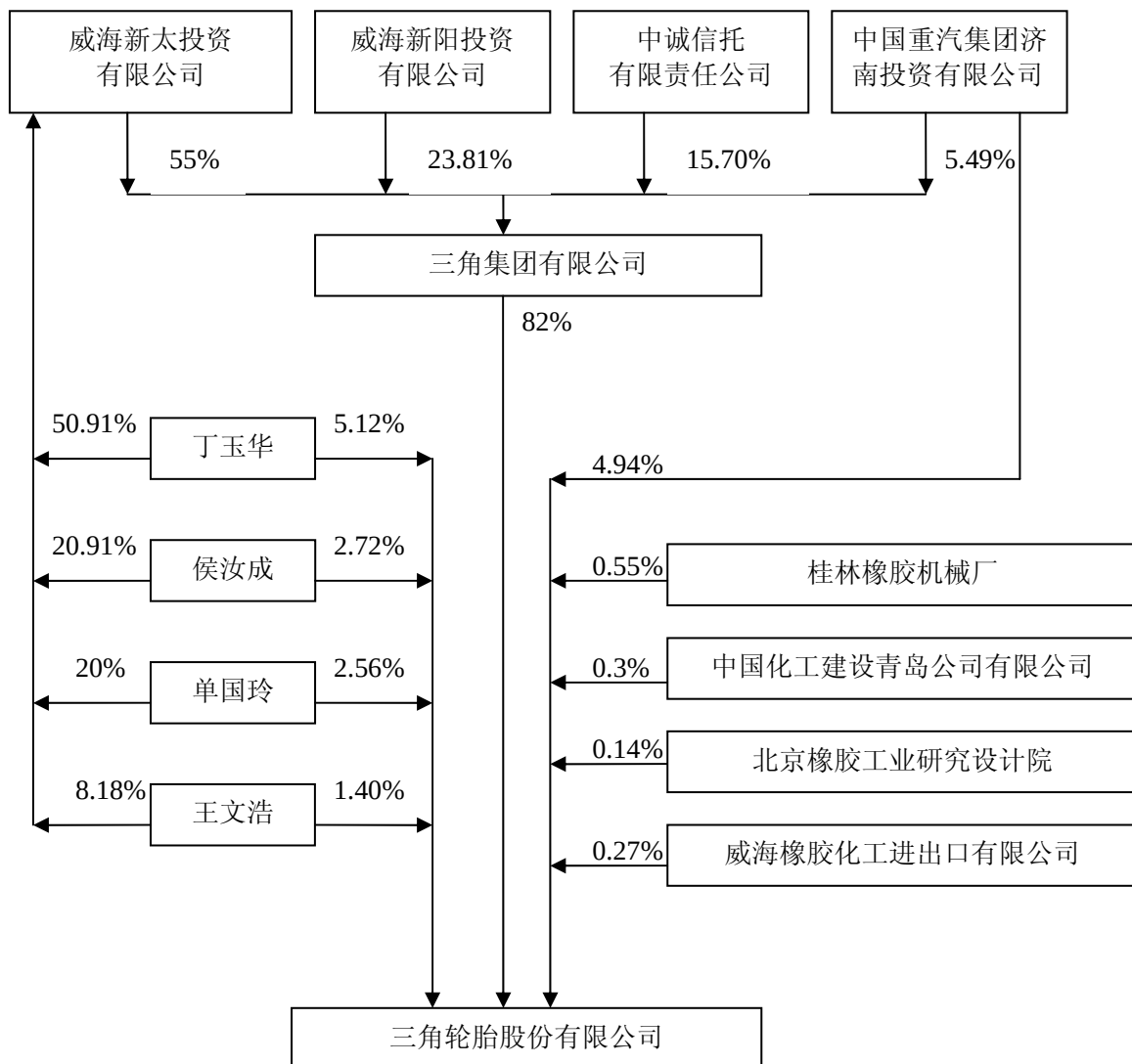
九、综合评价

受益于下游汽车行业带动，近两年中国轮胎行业产销量增长趋势良好，同时子午化率不断提高，产业结构不断优化。天然橡胶对外依存度较高，进口价格波动较大，对轮胎企业盈利能力影响较大。轮胎产业政策有利于缓解国内轮胎产能过剩状况，拥有品牌优势、技术优势的企业市场空间有望扩大。

公司产能规模较大，产销量位居国内轮胎企业前列；自主研发实力较强，产品性能较高，生产工艺较为先进，能耗水平低，整体竞争实力较强。公司资产质量较高，债务结构较为合理，整体债务负担一般。随着公司产能建设等投资项目推进，仍存在一定的筹资需求，债务规模或将增加。公司整体盈利能力受原材料价格影响较大，长期偿债能力有待提高。

总体看，公司主体信用风险低，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 6 月
流动资产：					
货币资金	31281.72	50476.48	27739.27	-5.83	41325.51
交易性金融资产					
应收票据	63815.64	62504.39	69573.24	4.41	71163.98
应收账款	33562.54	47731.89	48948.36	20.77	41202.32
预付款项	16066.54	27871.11	33189.86	43.73	36458.62
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1339.40	2958.51	1632.19	10.39	1406.31
存货	117129.31	90135.51	152278.70	14.02	215186.70
其他流动资产					97.05
流动资产合计	263195.14	281677.88	333361.63	12.54	406840.50
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	230.01	230.01	230.01		
投资性房地产					
固定资产	253804.06	306112.67	320483.01	12.37	322381.11
在建工程	76998.33	49719.80	61303.56	-10.77	52227.78
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	6759.37	12809.31	13842.07	43.10	15444.62
开发支出					648.97
商誉					
长期待摊费用	323.08	271.72	220.37	-17.41	194.69
递延所得税资产	3622.22	4051.25	4644.23	13.23	4610.55
其他非流动资产					
非流动资产合计	341737.07	373194.77	400723.24	8.29	395507.71
资产总计	604932.21	654872.65	734084.87	10.16	802348.21

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2008 年	2009 年	2010 年	变动率（%）	2011 年 6 月
流动负债：					
短期借款	96990.13	26079.30	41920.73	-34.26	65072.72
交易性金融负债					
应付票据	29849.52	7037.00	49913.81	29.31	67621.23
应付短期债券				15.17	
应付账款	98457.66	158273.30	172715.28	32.45	204819.48
预收款项	12573.30	36010.93	27885.59	48.92	32694.12
应付职工薪酬	680.66	493.94	335.08	-29.84	1249.86
应交税费	10241.41	-999.40	-4847.07		-8903.07
应付利息					
应付股利	3216.79	1971.07	3061.07	-2.45	7115.70
其他应付款	18609.78	18007.75	19542.34	2.47	11732.19
递延收益					
一年内到期的非流动负债	46000.00	54829.20	91925.25	41.36	80925.25
其他流动负债					
流动负债合计	316619.25	301703.08	402452.08	12.74	462327.28
非流动负债：					
长期借款	95251.90	116342.45	80100.00	-8.30	85100.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					50.00
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债		1500.00	1500.00		1500.00
非流动负债合计	95251.90	117842.45	81600.00	-7.44	86650.00
负债合计	411871.15	419545.53	484052.08	8.41	548977.48
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	60000.00	60000.00	60000.00		60000.00
资本公积	2524.10	2524.10	2524.10		1869.41
盈余公积	23040.29	26056.59	29392.44	12.95	33989.49
未分配利润	105759.32	143889.12	153286.06	20.39	156993.62
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	191323.71	232469.81	245202.61	13.21	252852.53
少数股东权益	1737.34	2857.31	4830.18	66.74	518.21
所有者权益（或股东权益）合计	193061.05	235327.12	250032.79	13.80	253370.74
负债和所有者权益（或股东权益）总计	604932.21	654872.65	734084.87	10.16	802348.21

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1-6 月
一、营业收入	743720.35	780500.23	941184.63	12.49	523584.39
减: 营业成本	663133.65	633271.61	775634.44	8.15	436241.94
营业税金及附加	6573.66	7873.51	7029.20	3.41	2750.54
销售费用	22713.27	28648.15	28868.13	12.74	12007.28
管理费用	34418.41	58229.88	70910.25	43.54	26326.99
财务费用	12663.36	9625.61	8807.24	-16.60	3710.13
资产减值损失	2274.30	-2922.14	1546.99	-17.53	1.72
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填列)					-44.78
其中: 对联营企业和合营企业 的投资收益					
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	1943.70	45773.60	48388.38	398.95	42501.01
加: 营业外收入	3388.74	2490.59	3930.24	7.69	1890.23
减: 营业外支出	216.08	3226.93	215.63	-0.10	5.82
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	5116.36	45037.27	52102.99	219.12	44385.42
减: 所得税费用	438.35	2771.20	1397.31	78.54	2585.52
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	4678.01	42266.06	50705.67	229.23	41799.90
其中: 归属于母公司所有者的净利润	4686.34	41146.10	48732.80	222.47	41182.27
少数股东损益	-8.33	1119.96	1972.88		617.63

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-6 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	861195.77	806776.18	921510.36	3.44	521047.67
收到的税费返还	195.11		99.67	-28.53	
收到其他与经营活动有关的现金	2279.37	758.91	828.87	-39.70	15737.03
经营活动现金流入小计	863670.26	807535.10	922438.89	3.35	536784.69
购买商品、接受劳务支付的现金	739024.31	620987.68	811421.64	4.78	416800.67
支付给职工以及为职工支付的现金	20620.90	21185.41	26480.39	13.32	14006.78
支付的各项税费	37470.70	46871.06	30309.05	-10.06	12386.52
支付其他与经营活动有关的现金	27183.11	7913.21	20869.26	-12.38	25687.81
经营活动现金流出小计	824299.02	696957.36	889080.34	3.86	468881.78
经营活动产生的现金流量净额	39371.23	110577.74	33358.55	-7.95	67902.91
二、投资活动产生的现金流量:					
购入子公司流入的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.02				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	0.02				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	61626.89	38990.82	60014.74	-1.32	19992.33
投资支付的现金					6687.69
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	61626.89	38990.82	60014.74	-1.32	26680.02
投资活动产生的现金流量净额	-61626.87	-38990.82	-60014.74	-1.32	-26680.02
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金	219032.33	101100.00	136250.60	-21.13	114096.20
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	219032.33	101100.00	136250.60	-21.13	114096.20
偿还债务支付的现金	176787.11	142347.83	120567.31	-17.42	96944.21
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14145.21	11117.52	11644.92	-9.27	45058.24
偿还短期债券支付的现金					
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	190932.32	153465.35	132212.23	-16.79	142002.45
筹资活动产生的现金流量净额	28100.01	-52365.35	4038.37	-62.09	-27906.25
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1480.92	-26.80	-119.39		
五、现金及现金等价物净增加额	7325.29	19194.76	-22737.21		13316.64
加: 期初现金及现金等价物余额	23956.43	31281.72	50476.48	45.16	28008.87
六、期末现金及现金等价物余额	31281.72	50476.48	27739.27	-5.83	41325.51

附件 4-2 公司合并现金流量补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	4678.01	42266.06	50705.67	229.23
加: 资产减值准备	2274.30	-2922.14	1546.99	-17.53
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	30604.34	35533.46	39167.80	13.13
无形资产摊销	145.71	1009.67	336.16	51.89
长期待摊费用摊销	39.06	51.36	51.36	14.67
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	16.95	-183.06	16.38	-1.70
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	12859.14	10500.12	8784.39	-17.35
投资损失(收益以“-”号填列)				
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-859.01	-429.03	-592.97	-16.92
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	-14797.87	30604.14	-64271.52	108.41
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-2106.87	-16456.44	-3895.72	35.98
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	6517.46	10603.58	1510.01	-51.87
经营活动产生的现金流量净额	39371.23	110577.74	33358.55	-7.95
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	31281.72	50476.48	27739.27	-5.83
减: 现金的期初余额	23956.43	31281.72	50476.48	45.16
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	7325.29	19194.76	-22737.21	

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	7.64	7.52	8.23	--
存货周转次数(次)	5.66	6.11	6.40	--
总资产周转次数(次)	1.23	1.24	1.36	--
现金收入比(%)	115.80	103.37	97.91	99.52
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率)(%)	9.95	17.85	16.84	16.16
总资本收益率(%)	3.80	12.00	11.58	--
净资产收益率(%)	2.42	17.96	20.28	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	33.04	33.08	24.26	25.14
全部债务资本化比率(%)	58.14	46.47	51.35	54.10
资产负债率(%)	68.09	64.07	65.94	68.42
偿债能力				
流动比率(%)	83.13	93.36	82.83	87.86
速动比率(%)	46.13	63.49	44.99	41.45
经营现金流动负债比(%)	12.43	36.65	8.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.79	8.77	11.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.50	2.22	2.63	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.08	0.35	-0.10	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.73	6.82	-3.03	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.98	1.84	2.01	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	17.27	16.15	18.45	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.79	2.21	0.67	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.45	1.43	-0.53	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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+一年内到期的长期负债+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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 三角轮胎股份有限公司 2012 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

三角轮胎股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。三角轮胎股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，三角轮胎股份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三角轮胎股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现三角轮胎股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如三角轮胎股份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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送三角轮胎股份有限公司、主管部门、交易机构等。

