

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1359 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持三角轮胎股份有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12三角MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十五日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

三角轮胎股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 三角 MTN1	5 亿元	2012/1/20-2015/1/20	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.33	11.71	22.60	15.02
资产总额(亿元)	73.14	71.16	77.25	70.33
所有者权益(亿元)	26.30	27.12	30.15	20.73
长期债务(亿元)	11.89	11.17	12.92	14.92
全部债务(亿元)	25.62	22.16	23.05	24.80
营业收入(亿元)	102.70	100.27	100.63	20.21
利润总额(亿元)	5.49	6.87	10.57	3.05
EBITDA(亿元)	10.93	12.79	16.15	--
经营性净现金流(亿元)	12.55	10.72	15.51	3.54
营业利润率(%)	10.59	14.42	19.36	23.61
净资产收益率(%)	18.93	22.94	29.96	--
资产负债率(%)	64.05	61.89	60.96	70.53
全部债务资本化比率(%)	49.34	44.97	43.32	54.47
流动比率(%)	92.51	99.27	122.97	99.79
全部债务/EBITDA(倍)	2.34	1.73	1.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.47	10.47	17.73	--
经营现金流流动负债比(%)	36.21	33.11	46.92	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

周一鹤 董征

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

跟踪期内, 三角轮胎股份有限公司(以下简称“公司”)作为国内轮胎行业领先企业, 保持了在生产规模、市场地位、产品结构和运营管理等方面的综合优势, 经营业绩稳定, 盈利能力保持较好水平。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 国内轮胎行业产能快速增长, 竞争激烈等因素对公司的经营及发展带来的不利影响。

华茂工业园一、二、三期项目正在建设中, 公司未来全钢子午胎产能将得到大幅提升; 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。

综合分析, 联合资信维持公司AA的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12三角MTN1”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 随着橡胶、骨架材料和炭黑的价格持续下降, 公司盈利能力有所提升。
2. 公司轮胎生产规模、技术水平、销售收入位居行业前列, 产品子午化率高, 综合实力较强。
3. 跟踪期内, 公司继续提高轮胎子午化率, 主业盈利能力较强。

关注

1. 轮胎行业结构性产能过剩, 中低端轮胎市场竞争激烈。
2. 跟踪期内, 公司存货规模占比较大, 具有一定的减值风险。
3. 公司所有者权益稳定性较弱。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于三角轮胎股份有限公司主体长期信用及存续期内“12 三角 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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股字[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、山东威海橡胶化工进出口公司、化工部北京橡胶工业研究设计院以及自然人丁玉华、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。

截至 2014 年 3 月底，公司注册资本为 6.00 亿元，其中三角集团有限公司持股 75.79%，其他 7 家法人股东合计持股 12.96%，23 位自然人股东持股 11.25%（股权结构见附表 1-1）。

控股股东三角集团前身为成立于 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、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。目前，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”），威海新太和公司实际控制人均为丁玉华先生。

截至 2013 年底，公司拥有 6 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、三角美国轮胎技术中心有限公司、三角轮胎（香港）有限公司和三角华太（上海）国际贸易有限公司。

跟踪期内公司经营范围未发生变化，仍为轮胎、橡胶制品、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（不含化学危险品）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 2013 年底，公司（合并）资产总额 77.25 亿元，所有者权益合计 30.15 亿元；2013 年公司实现营业收入 100.63 亿元，实现利润总额 10.57 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 70.33 亿元，所有者权益合计 20.73 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 20.21 亿元，实现利润总额 3.05 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，

同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三大产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3

万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决

遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业状况

轮胎制造业

跟踪期内，轮胎行业呈现以下几大特点：

销量增长但价格下跌，行业收入微降但利润持续向好

跟据中国橡胶工业协会轮胎分会对 48 家会员单位统计，2013 年，中国轮胎产量 3.91 亿条，较上年增长 9.0%；销售收入 2112.6 亿元，下降 0.9%，呈现量增价跌态势，主要原因是轮胎销售价格下降幅度大于产量增幅。

2011 年 2 月以后全球天然橡胶价格处于快速下行通道。2013 年，橡胶价格处于低位，价格从 2011 年 4 季度国际市场的每吨 4616 美元下滑到 2013 年 4 季度的 2574 美元，2013 年 10 月天然橡胶中国市场价格 21500 人民币每吨，2014 年 3 月进一步下跌到 14380 人民币每吨，暴跌 33%。预计 2014 年下半年天然橡胶仍然维持地位，价格还可能小幅下跌。由于原材料价格透明度高，加上市场竞争激烈，跟踪期内中国轮胎价格总体下跌。半钢胎价格指数下跌 10.95%，载重胎价格指数下跌 13.83%。由于轮胎属于消费品，其价格弹性相对较小，企业利润情况持续向好。2013 年 46 家主要企业统计利润达到 100.7 亿元，同比增长达 12.3%。2013 年中国轮胎销售平均利润率创近年新高，达到 4.5%。

产能继续扩张，政策面收紧

2013 年，中国轮胎投资继续保持较大规模，初步统计中国新增全钢胎年生产能力 1500 万条、半钢胎生产能力 1 亿条。从 2014 年设备招标投标情况看，新上项目和产能依然较多，全年轮胎行业开工率不高，半钢胎平均在 85%左右，全钢胎在 80%以下。轮胎行业竞争将更加激烈。

轮胎行业结构性产能过剩正引起相关方面的注意，政策面有收紧趋势。2014 年 1 月，山东省原则通过了《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》，不再核准、备案包括轮胎在内的产能严重过剩行业的新增产能项目。这将对以山东为中心的全国性轮胎投资起到降温作用。同时，为有效遏制轮胎行业盲目、低水平重复建设，

引导行业健康有序的产业结构转型升级，中国橡胶协会轮胎分会和部分企业受国家工信部委托，正在制定“轮胎行业准入条件”，将从产品范围、产业规模、工艺装备、产品质量、能源资源、安全环保和监督管理等方面提高轮胎行业门槛。

轮胎产能海外转移，产品结构调整趋势明显

在扩充面临更加激烈的市场竞争和政策面风险的情况下，轮胎行业出现了明显的产能海外转移及产品结构调整趋势。产能转移方面，2014年，国家发改委批复山东省转移轮胎产能2120万套。玲珑轮胎在泰国投资建设的年产1120万套高性能子午线轮胎项目、山东奥戈瑞轮胎公司在印度尼西亚投资建设的年产800万套半钢子午线轮胎和200万套全钢子午线轮胎项目陆续获得国家发展改革委批复，总投资近9亿美元，年获取天然橡胶9万吨，转移产能2120万套。这将进一步促进轮胎企业提高产能利用率，规避贸易壁垒，同时获取价格低廉、供应充足的橡胶资源。

产品结构调整方面，随着市场竞争的日趋激烈以及欧洲标签法等国外市场相关政策的实施，跟踪期内轮胎行业绿色升级趋势明显，子午化率持续提高。风神轮胎股份有限公司实现了子午胎系列产品100%绿色制造，双钱、杭橡、三角、玲珑、贵轮和赛轮等企业生产的全钢胎先后被美国环保署评为绿色轮胎；从主要轮胎品种来看，2013年，中国轮胎子午胎比例已接近90%。半钢胎产量增速超过全钢胎，这与国内乘用车、商用车产销增长形势匹配；产品竞争力较低的斜交胎产量进一步萎缩。

兼并重组，同业协作趋势明显

为应对轮胎行业企业众多、产业集中度低、资源利用率低、低水平重复建设等问题，部分轮胎企业集团逐步进行兼并重组。中国化工橡胶公司旗下的风神、黄海、桂林、双喜4块轮胎业务改为由风神公司进行统一领导，实

行协同战略；中策橡胶集团收购富阳公牛载重子午胎；赛轮股份有限公司与金宇集团轿车胎和沈阳和平子午胎实行战略合作；双钱集团已正式与新疆昆仑和辽宁朝阳浪马轮胎签订战略合作协议。通过行业内企业的兼并重组、战略合作、整合技术和品牌等资源，将有效提高行业产业集中度，增强企业抗风险能力。

汽车行业

在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自2000年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段。2013年，在经历两年5%以下的低速增长后，市场新增购车和换购需求的释放，汽车行业迎来恢复性增长，中国汽车产销分别达2211.68万辆和2198.41万辆，同比增长14.76%和13.87%，增速同比提升10.2和9.6个百分点；其中，乘用车产销增速分别上升9.52和8.84个百分点（以MPV和SUV销量增幅最高，分别为145.0%和49.4%），商用车分别上升12.25和12.30个百分点，新能源汽车同比增长39.7个百分点。

2014年1~3月，汽车产销分别为589.17万辆和592.23万辆，同比分别增长9.16%和9.18%，增幅较上年同期略有减缓。其中，乘用车产销分别为479.87万辆和486.95万辆，同比增长9.48%和10.09%；商用车产销分别为109.30万辆和105.28万辆，同比增长7.80%和5.13%。

2013年，受到伊拉克、伊朗等国家政策和发展环境的严重影响，中国汽车出口未能延续上年的良好增长态势，汽车整车累计出口87.24万辆，同比下降6.4%，其中乘用车出口48.60万辆，同比下降7.7%；商用车出口38.64万辆，同比下降4.7%。同期，汽车整车累计进口107.34万辆，同比增长1.8%，其中乘用车进口104.14万辆，同比增长3.8%；商用车进口3.20万辆，同比下降37.5%。2014年一季度，汽车整车出口和进口分别为20.34万辆和30.84万辆，出口同比下降9.3%，进口同比增长42.5%，汽车进口市场高速增长。

总体看,跟踪期内,受益于美国经济增长、欧洲经济缓慢复苏、国内汽车工业快速增长、汽车保有量增加以及产能的扩大等因素,中国轮胎行业在轮胎销量、利润等指标均保持两位数增长,创近3年来最好水平。由于轮胎价格下滑幅度大于销量增长幅度,全行业销售收入略有下滑。山东各轮胎企业产能继续扩大,开工率仍然不足。轮胎行业产能政策面逐渐收紧,产能海外转移,产品结构调整以及行业内兼并重组、协同合作等趋势有助于提升中国轮胎企业整体竞争力。

2. 区域经济环境

公司所在地威海市,是山东省下属地级市,地处山东半岛东部,地理位置优越,交通四通八达。威海市是全国投资硬环境40优城市,也是全国综合经济实力50强城市。

2013年,全市实现地区生产总值2549.69亿元,按可比价格计算,比上年增长10.8%。其中,第一产业实现增加值203.47亿元,增长4.3%;第二产业实现增加值1312.93亿元,增长10.5%;第三产业实现增加值1033.29亿元,增长12.5%。规模以上工业企业达到1609家,实现增加值增长11.7%。固定资产投资保持较高增长,全年完成固定资产投资1923.71亿元,增长20.5%;全年实现社会消费品零售总额1047.29亿元,增长13.5%;全年实现对外贸易进出口总额171.50亿美元,增长0.2%,其中,出口总额106.62亿美元,下降0.2%;进口总额64.47亿美元,下降0.4%。威海市2013年全年实现公共财政预算收入195.22亿元,增长13.4%,其中税收收入166.53亿元,增长18.2%。

总体看,公司所在的威海市区位优势显著,腹地内整个山东地区经济保持快速增长,为公司发展提供了良好的外部经济环境。

五、基础素质分析

公司是以生产各种橡胶轮胎为主的生产企

业。跟踪期内,公司着力调整产品结构,优化产业升级,大力发展全钢子午胎和15吋以上半钢子午胎,逐步提升总体子午化率,产品结构符合国家产业政策的要求以及全球轮胎行业发展的主流趋势。目前,公司总体子午化率已达到99%,提前实现了中国橡胶工业协会《轮胎行业“十二五”发展规划指导纲要》提出的“十二五”期间将轮胎总体子午化率提高至85%以上的发展目标。未来随着子午线轮胎产能的扩充,子午化率会进一步提升。截至到2013年底,公司已具有2278.10万套轮胎产能规模,其中全钢子午胎为600.10万套、斜交胎28万套、半钢子午胎(轿车及轻卡子午胎)1650万套。

根据中国橡胶工业协会轮胎分会统计数据,2008~2013年,公司轮胎综合产量、销售收入均排名全国前5位;根据美国《橡胶与塑料新闻》周刊,2013年公司在世界轮胎75强排名第16位。

截止2014年3月底公司拥有员工总数4799人,按照职能划分,生产人员占比74.20%,管理人员占比5.69%,财务人员占比1.60%,研发人员占比13.61%,销售人员占比4.90%;按照年龄划分,30岁以下占比35.90%,31至40岁占比35.72%,40岁以上占比28.38%。作为生产制造型公司,人员结构符合其行业经营特点。

总体看,跟踪期内,公司生产经营情况良好,产品结构持续优化,人员构成稳定,经营业绩在行业内依然保持领先地位。

六、管理分析

跟踪期内,公司管理体制和管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内,公司主营业务板块未发生重大变动,主要涉及轮胎、橡胶及其原辅材料的研制、生产、销售及技术服务。

2013 年，公司实现营业收入 100.00 亿元，较 2012 年小幅上涨 0.49%。跟踪期内，销售收入构成较 2012 年无明显变化。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.21 亿元。

2012 年以来，橡胶、骨架材料和炭黑的价格持续下降。2013 年，随着公司各产品毛利率

的上升，公司主营业务毛利率同比增长 5.04 个百分点至 19.62%。全钢子午胎、斜交胎及半钢子午胎毛利率分别为 18.66%、17.89% 和 22.22%，同比增长 4.31、7.32 和 6.09 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入规模保持稳定，盈利能力有所增强。

表 1 2011 年~2013 年公司主营业务收入和毛利情况（单位：万元、%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
全钢子午胎	610204.08	59.94	9.22	661380.65	66.46	14.35	665371.78	66.54	18.66
斜交胎	146606.62	14.40	11.14	65816.10	6.61	10.57	53114.37	5.31	17.89
半钢子午胎	261216.34	25.66	13.58	267950.09	26.93	16.13	281503.02	28.15	22.22
合计	1018027.04	100.00	10.62	995146.84	100.00	14.58	999989.17	100.00	19.62

资料来源：公司提供

原材料采购情况

橡胶轮胎制造业原材料主要有橡胶、骨架材料、炭黑、粉剂等。其中天然橡胶和合成橡胶采购成本在原材料总成本中占比最大（占 50%以上），其次为骨架材料、炭黑。橡胶的价格波动，对公司采购成本和盈利带来的影响较大。

随着市场上原材料价格的持续下降，2013 年公司产品采购均价继续下降，橡胶的采购成本同比下降 15.96%，骨架材料和炭黑的采购成本分别同比增长 4.76%和 9.20%。

2013 年公司前五大供应商采购款占全年采购款的 31.91%，为对钢丝帘线、合成橡胶和天然橡胶的采购，集中度较低。

表 2 2011 年~2013 年公司采购成本及均价情况（单位：万元、万元/吨）

项目	2011 年		2012 年		2013 年	
	采购成本	均价	采购成本	均价	采购成本	均价
橡胶	531945.86	2.79	405955.18	1.98	341182.75	1.50
骨架材料	99318.89	1.25	100721.78	1.11	105519.93	1.03
炭黑	56510.14	0.59	55588.62	0.54	60704.44	0.52

资料来源：公司提供

表 3 2013 年公司前五大供应商（单位：万元、%）

客户名称	供应材料	采购金额	占采购总额比例
江苏兴达钢帘线股份有限公司	钢丝帘线	65219.45	10.58
中国石化化工销售有限公司华北分公司	合成橡胶	46651.37	7.57
青岛闽嘉国际贸易有限公司	天然橡胶	29307.78	4.76
青岛劲时通国际贸易有限公司	天然橡胶	28226.58	4.58
CUC INTERNATIONAL TRADING (HK) LIMITED	天然橡胶	27266.40	4.42
合 计		196671.58	31.91

资料来源：公司提供

生产经营

跟踪期内，公司全钢胎和半钢胎的产能有所提高。

2013 年，公司继续优化产品结构，逐步淘汰斜交胎的销售和生产，全年共生产全钢子午胎 582.11 万套，同比增长 10.90%；半钢子午胎 1335.13 万套，同比增长 12.34%；斜交胎 13.93 万套，同比下降 50.25%。总体看，跟踪期内公司子午线轮胎产品产能稳步提高，产能规模位于行业前列，产品结构不断优化，子午化率高。未来随着子午线轮胎产能的扩充，公司子午化率会进一步提升。

表 4 近年公司轮胎产能及产量情况（单位：万套、%）

	产品类别	产能	产量	产能利用率
2011 年	全钢胎	450.10	417.83	92.83
	半钢胎	1550.00	1172.53	75.65
	斜交胎	195.00	87.11	44.67
	合计	2195.10	1677.47	76.42
2012 年	全钢胎	580.10	524.89	90.48
	半钢胎	1430.00	1188.42	83.11
	斜交胎	28.00	15.51	55.39
	合计	2038.10	1728.82	84.83
2013 年	全钢胎	600.10	582.11	97.00
	半钢胎	1650.00	1335.13	80.92
	斜交胎	28.00	13.93	49.75
	合计	2278.10	1931.17	84.77

资料来源：公司提供

产品销售

跟踪期内，公司轮胎销量稳中有升，2013 年全年销量 1984.86 万套，同比增长 14.51%；其中全钢子午胎 589.88 万套、半钢子午胎 1380.63 万套，分别同比增长 15.02% 和 14.75%，斜交胎 14.35 万套，同比下降 16.96%。2013 年，公司销售收入为 100.00 亿元，同比

增长 0.47%，

从销售价格上看，随着原材料价格的下降，公司产品销售价格均有不同程度的下降。下降幅度最大的是全钢子午胎，2013 年销售均价同比下降 12.25%。同期，公司主要产品全钢子午胎和半钢子午胎的国外销售均价下降幅度均大于国内的下降幅度。

按销售区域划分，2013 年公司全钢子午胎国内及国外销量分别为 266.78 万套和 323.10 万套，同比增长 18.81% 和 12.07%；销售收入分别为 29.62 亿元和 36.91 亿元，同比增长 10.01% 和下降 5.86%。2013 年公司半钢子午胎国内及国外销量分别为 635.17 万套和 745.46 万套，同比增长 5.39% 和 24.14%；销售收入分别为 11.46 亿元和 16.69 亿元，同比下降 0.77% 和增长 9.47%。公司销售额的增速低于销量的增速主要因为随着成本的下降，公司也相应下调了产品销售单价。

2013 年公司内销前五名客户销售收入合计 17.05 亿元，占全年收入的 16.94%；外销前五名销售收入合计 23.91 亿元，占全年收入的 23.76%。公司客户集中度较低。

跟踪期内，公司国内主要市场销售额保持稳定，结构无明显变化，2013 年为 45.40 亿元，同比增长 3.33%，其中华东区、华南区、华北区、华中区和华西区分别占比 37.32%、20.90%、18.64%、17.42% 和 5.72%。2013 年，公司出口收入 54.72 亿元，同比下降 1.78%，出口地区主要包括非洲、中南美、欧洲和北美，分别占比 24.06%、18.78%、17.77% 和 17.72%。

表 5 2012-2013 年公司轮胎销量、销售额及价格统计 (单位: 万套、亿元、%)

		2012 年			2013 年			
		销量	销售额	销售均价	销量	销售额	销售均价	均价同比变化
全钢子午胎	国内	224.54	26.93	1199.24	266.78	29.62	1110.45	-7.40
	国外	288.31	39.21	1360.01	323.10	36.91	1142.47	-16.00
	合计	512.85	66.14	1289.66	589.88	66.53	1128.03	-12.53
半钢子午胎	国内	602.67	11.55	191.64	635.17	11.46	180.44	-5.84
	国外	600.48	15.25	253.89	745.46	16.69	223.88	-11.82
	合计	1203.15	26.80	222.75	1380.63	28.15	203.89	-8.47
斜交胎	国内	14.20	5.32	3748.04	11.55	4.19	3628.81	-3.18
	国外	3.09	1.26	4082.45	2.80	1.12	4006.26	-1.87
	合计	17.29	6.58	3805.67	14.35	5.31	3700.35	-2.77
合计		1733.28	99.52	574.17	1984.86	100.00	503.81	-12.25

资料来源: 公司提供

按用途划分, 轮胎市场销售渠道主要分为替换市场和原配市场, 公司更侧重替换市场。2013 年公司在替换市场销售额为 74.72 亿元, 同比下降 2.06%, 主要因为产品销售价格的下降; 原配胎市场销售额 25.19 亿元, 同比增长 8.48%, 主要由于在半钢胎销售额同比下降 12.42% 的情况下, 占比低但附加值高的全钢胎销售额同比增长 38.74%, 提高了合计销售额。

表 6 2011~2013 年公司轮胎销售额统计 (单位: 亿元)

市场	2011 年	2012 年	2013 年
替换市场	71.55	76.29	74.72
原配市场	30.25	23.22	25.19
其他	0.14	0.14	0.12
合计	101.94	99.65	100.03

资料来源: 公司提供

总体来看, 跟踪期内。公司产品结构不断优化, 子午化率持续提高, 国内外销售保持较好水平。

在建项目

公司主要在建项目包括华茂工业园一期、二期及三期项目, 建设完成后年产能将分别为 70 万条、130 万条及 200 万条全钢子午胎, 公司全钢子午胎产能将得到大幅提升。

八、募集资金使用情况

“12 三角 MTN1” 所募集资金共 5 亿元已全部使用, 其中 3 亿元用于归还借款, 2 亿元用于补充公司流动资金。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年三年连审的审计报告已经瑞华会计事务所审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。2014 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围上看, 2013 年新增子公司为三角华太(上海)国际贸易有限公司, 注册资本 1000 万元, 对合并报表影响较小。

截至 2013 年底, 公司(合并)资产总额 77.25 亿元, 所有者权益合计 30.15 亿元; 2013 年公司实现营业收入 100.63 亿元, 实现利润总额 10.57 亿元。

截至 2014 年 3 月底, 公司(合并)资产总额 70.33 亿元, 所有者权益合计 20.73 亿元; 2014 年 1~3 月公司实现营业收入 20.21 亿元, 实现利润总额 3.05 亿元。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司继续调整轮胎产品结构，子午线轮胎产销小幅增加，部分低端半钢子午胎和斜交胎的产销小幅降低。2013 年公司实现营业收入 100.63 亿元，同比上涨 0.35%；同期，由于主要原材料价格持续下跌，公司营业成本同比下降 5.45%至 80.52 亿元；利润总额 10.57 亿元，同比增长 53.99%。

期间费用上看，由于管理费用的增加，2013 年公司期间费用同比增长 13.27%，期间费用占营业收入的比重由 2012 年的 7.87%上升至 8.89%，期间费用控制能力尚可。

从盈利指标上看，跟踪期内，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所上升，2013 年分别为 19.36%、18.69%和 29.96%，同比分别上升 4.94、3.58 和 7.02 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司总体收入规模保持稳定，期间费用控制能力尚可；受益于原材料价格下降，公司整体盈利能力有所增长。

3. 现金流及保障

从经营活动看，2013 年公司经营活动现金流入 72.31 亿元，同比上涨 1.25%；公司经营活动现金流出 56.80 亿元，同比下降 5.81%；经营活动现金流量净额为 15.51 亿元，较上年大幅增长 44.71%。从收入实现质量看，2013 年，公司现金收入比为 70.96%，公司现金实现质量一般主要由于每年销售额的 30%左右为票据结算。

从投资活动看，2013 年公司投资活动现金流出全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.10 亿元。2013 年公司投资活动现金流入为 0.05 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -1.05 亿元。

从筹资活动看，2013 年公司取得借款收到的现金为 7.60 亿元，偿还债务支付的现金为 8.38 亿元，分配股利、利润或偿还利息支付的现金为 4.80 亿元，筹资活动产生的现金流量净

额为 -5.59 亿元。

总体看，跟踪期内，公司现金收入质量一般，经营活动产生的现金流能够满足投资支出的需要，筹资压力较小。

4. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司合并资产总额 77.25 亿元，较 2012 年上升 8.56%。其中流动资产占 52.63%，非流动资产占 47.37%，公司资产转为以流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产 40.65 亿元，同比增长 28.09%，主要为货币资金和应付票据的增长所致；流动资产主要由货币资金（占 42.35%）、应收票据（占 13.24%）、应收账款（占 11.89%）和存货（占 27.15%）构成。

截至 2013 年底，公司货币资金 17.22 亿元，同比增长 98.24%，主要为人民币和美元存款大幅增加所致；应收票据为 5.38 亿元，同比增长 77.90%，全部为银行承兑汇票，变现能力强；应收账款余额为 4.83 亿元，同比增长 17.84%，主要由于公司对原配市场客户给予了一定的信用额度支持；存货余额为 11.56 亿元，其中原材料占 22.89%、在产品占 16.00%、产成品占 61.11%；共计提跌价准备 0.53 亿元，存货账面价值 11.04 亿元，同比下降 22.16%。

截至 2013 年底，公司非流动资产 36.59 亿元，主要由固定资产（占 78.00%）、在建工程（占 11.88%）和无形资产（占 9.36%）构成。

截至 2013 年底，公司固定资产原值为 66.24 亿元，其中机器设备占 80.74%、房屋及建筑物占 17.63%；累计折旧合计 37.31 亿元，减值准备 0.39 亿元，账面价值 28.54 亿元，同比下降 17.67%；在建工程为 4.35 亿元，同比增长 26.68%，主要为工业园建设项目；无形资产为 3.42 亿元，同比增长 17.67%，主要由土地使用权的增加所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 70.33 亿元，较 2013 年底下降 8.37%，主要来自货币资金和应收票据的下降。资产中流动资产占

47.64%、非流动资产占比 52.36%。

总体看，公司资产以货币资金、存货和固定资产为主，流动资产波动较大，整体质量较好。

截至 2013 年底，公司所有者权益 30.15 亿元，同比增长 11.18%，主要由实收资本（占 19.90%）、盈余公积（占 16.59%）和未分配利润（占 62.23%）构成。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 20.73 亿元，较 2013 年底下降 31.26%，主要由于公司 2014 年的股东分红造成。公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2013 年底，公司负债合计 47.09 亿元，同比增长 6.94%，其中流动负债占比 70.20%，非流动负债占比 29.80%。

截至 2013 年底，公司流动负债为 33.06 亿元，同比增长 2.10%，以应付票据（占 16.83%）、应付账款（占 54.27%）和一年内到期的非流动负债（占 13.81%）为主。

截至 2013 年底，公司无短期借款；应付票据为 5.56 亿元，同比增长 42.49%；应付账款为 17.94 亿元，同比增长 12.30%。

截至 2013 年底，公司非流动负债为 14.03 亿元，同比增长 20.36%，主要来自信用借款和其他流动负债的增长。

截至 2013 年底，公司全部债务总额为 23.05 亿元，其中短期债务 10.13 亿元，同比下降 7.83%，长期债务 12.92 亿元，同比增长 15.66%。截至 2013 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同比保持稳定，分别为 60.96%、43.32%和 29.99%。截至 2014 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较 2013 年底均有所增长，三项指标分别为 70.53%、54.47%和 41.86%。公司债务负担适中。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 123.31%和 89.43%。2013 年，随着公司经营活动产生的现金流量净

额的较大增长，公司经营现金流动负债比同比上升 13.69 个百分点至 47.63%。2013 年底公司现金类资产为 22.60 亿元，为同期短期债务的 2.23 倍，对短期债务覆盖能力有所提高，覆盖程度较好。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 为 16.15 亿元，EBITDA 利息倍数为 17.73 倍，同比增长 7.26 倍；全部债务/EBITDA 为 1.43 倍，公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力较强。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额为 82.80 亿元，尚未使用额度为 52.33 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201406006074223），截至 2014 年 6 月 24 日，公司无“未结清”和“已结清”的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

跟踪期内，中国轮胎行业子午化率不断提高，产业结构不断优化。但联合资信也注意到，上游橡胶价格波动、下游需求减弱不稳定因素对整个行业产生了一定的不利影响。公司目前产能规模较大，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，整体竞争实力较强。公司资产质量较高，债务规模有所下降，盈利能力较强，公司整体抗风险能力强。

8. 存续期内债券保护能力

公司于 2012 年 1 月 19 日发行 5 亿元的中期票据“12 三角 MTN1”。截至目前，公司存续期内待偿还债券为“12 三角 MTN1”，额度为 5 亿元。此债券将于 2015 年 1 月 20 日到期，属一年内待偿还债券。

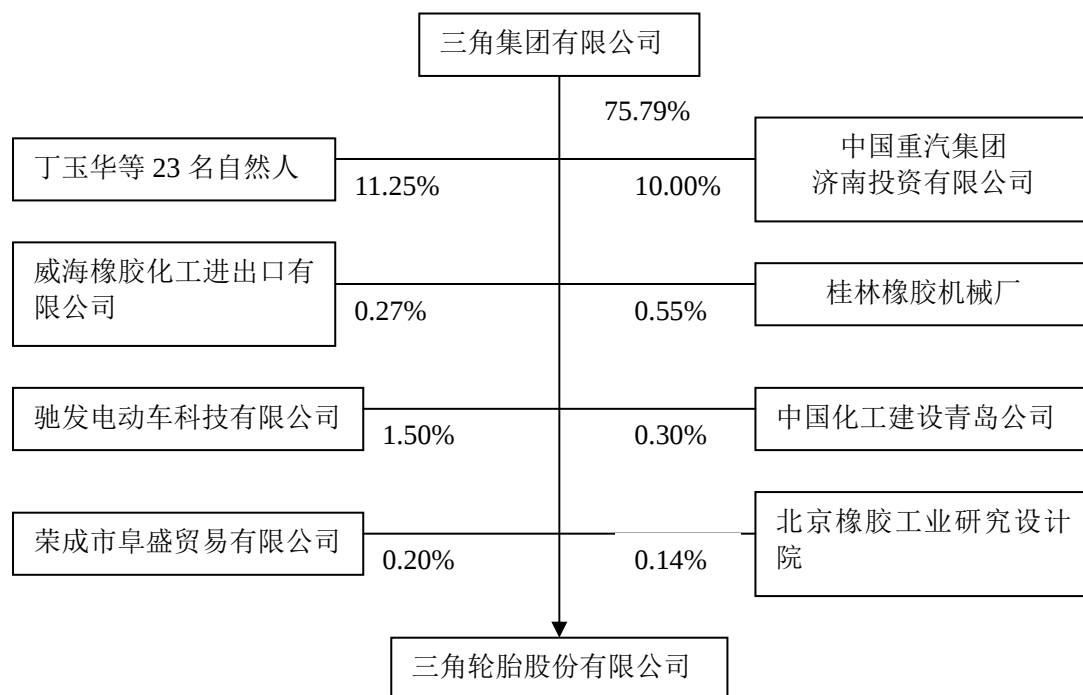
2013 年，公司 EBITDA 为 16.15 亿元，为存续期债券的 3.23 倍；经营活动现金流入量 72.31

亿元，为存续期内待偿还债券的14.46倍；经营活动现金流量净额15.51亿元，为存续期内待偿还债券的3.10倍。截至2014年3月底，公司现金类资产合计15.02亿元，为存续期内待偿还债券的3.00倍。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和现金类资产对存续期内待偿还债券的保障能力强。

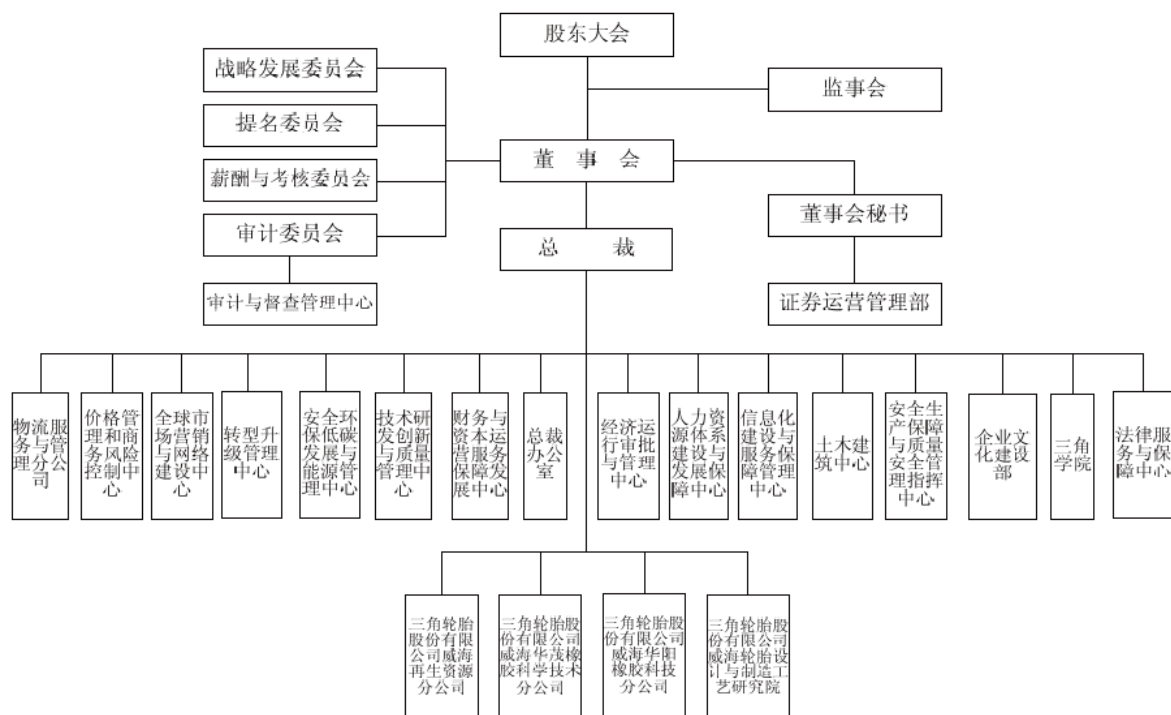
十、结论

综合考虑，联合资信维持三角轮胎股份有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12三角MTN1”AA的信用等级。

附件 1-1 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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.33	11.71	22.60	15.02
资产总额(亿元)	73.14	71.16	77.25	70.33
所有者权益(亿元)	26.30	27.12	30.15	20.73
短期债务(亿元)	13.72	10.99	10.13	9.88
长期债务(亿元)	11.89	11.17	12.92	14.92
全部债务(亿元)	25.62	22.16	23.05	24.80
营业收入(亿元)	102.70	100.27	100.63	20.21
利润总额(亿元)	5.49	6.87	10.57	3.05
EBITDA(亿元)	10.93	12.79	16.15	--
经营性净现金流(亿元)	12.55	10.72	15.51	3.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.94	12.58	11.60	--
存货周转次数(次)	5.69	5.52	6.39	--
总资产周转次数(次)	1.39	1.39	1.36	--
现金收入比(%)	72.79	70.33	70.96	76.40
营业利润率(%)	10.59	14.42	19.36	23.61
总资本收益率(%)	11.60	15.11	18.69	--
净资产收益率(%)	18.93	22.94	29.96	--
长期债务资本化比率(%)	31.14	29.17	29.99	41.86
全部债务资本化比率(%)	49.34	44.97	43.32	54.47
资产负债率(%)	64.05	61.89	60.96	70.53
流动比率(%)	92.51	99.27	122.97	99.79
速动比率(%)	44.37	55.49	89.58	61.55
经营现金流动负债比(%)	36.21	33.11	46.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.47	10.47	17.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.34	1.73	1.43	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务)
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率	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

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 4 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》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。