



信用等级通知书

信评委函字[2011] 017号

贵州轮胎股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“2011年贵州轮胎股份有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一一年五月二十三日

2011 年贵州轮胎股份有限公司公司债券信用评级报告

债券信用等级 AA

主体信用等级 AA

评级展望 稳定

发行主体 贵州轮胎股份有限公司

申请规模 不超过人民币 8 亿元

债券期限 不超过 10 年

债券利率 由公司与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后在利率询价区间内确定。

还本付息 本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

黔轮胎	2008	2009	2010	2011.Q1
所有者权益（亿元）	12.16	15.51	16.09	20.89
总资产（亿元）	40.18	43.35	54.79	64.65
总债务（亿元）	20.54	19.78	29.65	33.68
营业总收入（亿元）	43.74	47.37	62.27	16.81
营业毛利率（%）	13.60	24.06	14.76	12.54
EBITDA（亿元）	3.37	7.69	4.82	--
所有者权益收益率	4.02	23.45	7.76	3.80
资产负债率（%）	69.74	64.22	70.63	67.68
总债务/EBITDA（X）	6.10	2.57	6.15	--
EBITDA 利息倍数	2.72	6.90	4.21	--

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2011 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

李敏 mli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090 (010) 57602227

Fax: (021) 51019030 (010) 57602299

www.ccxr.com.cn

2011 年 5 月 23 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2011 年贵州轮胎股份有限公司（以下简称“黔轮胎”或“公司”）公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定黔轮胎主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了公司区域市场竞争优势、细分市场的领先地位以及产品质量和技术优势等正面评级因素。同时，我们也关注到轮胎行业市场竞争激烈、天然橡胶等原材料价格高企挤压公司盈利空间以及公司未来资本支出规模较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 区域市场竞争优势明显。公司是全国十大轮胎生产企业之一，西部地区最大的轮胎供应商，2010 年西南地区市场占有率为 15%~20%。从 2010 年开始，我国西部开发进入加速发展阶段，云贵川等地区未来经济规模的迅速提升、地区产业化的持续升级将为公司的发展提供动力。
- 细分市场处于行业领先地位。据公司资料显示，公司载重子午线轮胎销量目前居全国替换市场第一，未来随着高性能载重子午胎技改项目在本厂区和异地陆续投产，公司优势产品的生产能力将进一步提升；同时，公司还是国内最大的工程机械轮胎生产及出口基地。
- 产品质量和技术优势。公司先后通过了国内、国际多项质量认证，并凭借在特种军用轮胎领域拥有的多项国内独有技术和稳定的质量保障体系，被选为国防重点装备及杀手锏系统的配套产品。

关 注

- 轮胎行业市场竞争加剧。国内轮胎行业产能持续扩张，市场竞争加剧；同时，国际市场对中国轮胎设置的贸易壁垒和技术壁垒使得国内产品

出口成本提高，市场竞争形势更显严峻。

- 原材料价格高涨，成本压力增大。天然橡胶、合成橡胶在轮胎生产成本中占比较高，高企的橡胶价格使得轮胎生产成本大幅增加，压缩了公司的盈利空间。未来橡胶价格的走势成为影响公司盈利能力的重要因素。
- 资金压力大。未来几年，公司需要 70 亿元左右的资本支出用于高性能子午线轮胎生产线异地技术改造项目，债务规模可能会继续攀升，资金压力较大。

概 况

发债主体概况

贵州轮胎股份有限公司是经贵州省人民政府函[1995]148号文批准，由原贵州轮胎厂进行资产重组，以其主要生产线和供销系统为主体设立的股份有限公司。公司股票于1995年12月22日经中国证券监督管理委员会批准，由贵州轮胎厂作为独家发起人，以募集方式向境内社会公开发行，并于1996年3月8日在深圳证券交易所挂牌上市。2006年4月6日，公司股权分置改革方案正式实施完毕。2011年初公司完成了配股，此次配股实际配售71,609,138股，配股价格为每股6.86元。扣除发行费用后，实际募集资金为4.6亿元。截至2011年3月31日，公司总股本3.26亿股，其中贵阳市国有资产投资管理公司为公司控股股东，持股比例为33.84%。贵阳市国有资产投资管理公司成立于1998年11月20日，原名为贵阳市综合投资公司，是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”）下属的国有独资有限责任公司。公司的实际控制人为贵阳市国资委。

公司业务范围涵盖轮胎制造和销售、轮胎翻修；橡胶制品、化工产品（不含化学危险品）、机械设备、仪器仪表及技术进出口等。2010年公司生产轮胎 558.59 万条，同比增长 7.98%，销售轮胎 565.71 万条，同比增加 8.12%。

截至 2010 年底，公司总资产 54.79 亿元，所有者权益为 16.09 亿元（含少数股东权益）。2010 年，公司实现营业总收入 62.27 亿元，净利润 1.25 亿元（含少数股东损益），经营活动净现金流-3.31 亿元。截至 2011 年 3 月 31 日，公司总资产和所有者权益分别为 64.65 亿元和 20.89 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 67.68%和 61.72%，2011 年一季度，公司实现营业总收入 16.18 亿元，净利润 0.2 亿元，经营活动净现金流-1.57 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券品种	公司债券
申请规模	不超过人民币 8 亿元
债券期限	本期债券的期限不超过 10 年，可以为单一品种或数个不同的品种。本期债券的具体品种、各品种的期限、发行规模、是否设置发行人赎回权或者投资者回售权等将由公司和保荐人（主承销商）根据市场情况确定。
债券利率及其确定方式	本期债券采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由公司与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后在利率询价区间内确定。
还本付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	拟安排 3 亿元用于偿还短期银行贷款，优化债务结构；剩余 5 亿元用于补充公司流动资金，改善公司资金状况。

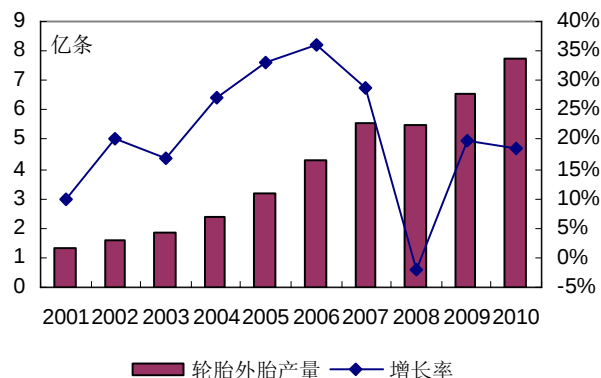
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业概况

近几年，随着中国经济的高速发展，汽车、工程机械等整车制造业保持了较快的增长速度，拉动了轮胎市场的配套需求。此外，随着车辆、工程机械社会保有量的上升，轮胎替换市场也产生了巨大的需求。在配套市场和替换市场双轮驱动下，中国轮胎产量实现了快速增长。2001~2010 年全国轮胎产量年均增长率达到了 21.55%。2008 年受金融危机影响，全国轮胎产量为 5.46 亿条，同比降低了 1.97%。2009 年开始，在国家 4 万亿投资、促进汽车消费等刺激政策的推动下，轮胎行业出现了反弹，2010 年轮胎行业延续了这一增长趋势，全国轮胎产量达到了 7.76 亿条，同比增长了 18.47%。

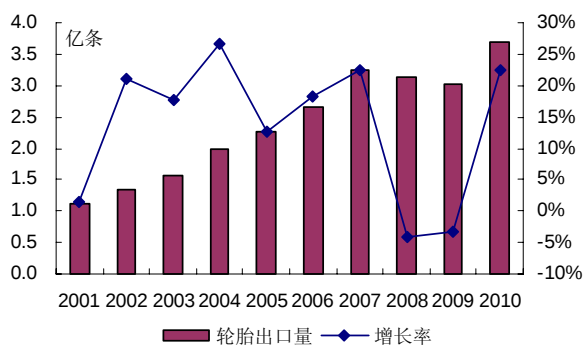
图 1：2001 年以来全国轮胎产量及增长率



资料来源：国家信息中心，中诚信证评整理

近几年，随着中国轮胎行业的发展和世界轮胎需求量的提升，中国轮胎出口量也不断增加。2007年以前，我国轮胎出口量保持了较快的增长速度。但是2007年以后，美国和欧盟开始对进口轮胎提高技术标准。随着2008年金融危机爆发，外部需求市场萎缩，发达国家针对进口轮胎设置的贸易壁垒逐渐增多，对中国轮胎企业产生了较大的负面影响。2008和2009年中国轮胎出口量分别较上年减少了4.29%和3.21%。2010年在石化产业调整和振兴规划等一系列政策措施推动下，轮胎出口出现了恢复性增长，2010年中国轮胎出口量为3.7亿条，同比增加了22.35%，占中国轮胎总产量的47.64%。

图2：2001年以来中国轮胎出口量



资料来源：国家信息中心，中诚信证评整理

从轮胎的分类看，轮胎按照胎体结构的不同可以划分为斜交线轮胎和子午线轮胎两大类。斜交线轮胎胎体由斜线交叉的帘布层构成，属早期轮胎品种，存在耗油量大、耐磨性低、寿命短等缺点，在欧美已基本被淘汰。子午线轮胎胎体是聚合物多层交叉材质，胎体顶层为数层由钢丝编成的钢丝帘布。由于具备节能、高速行驶时安全性和舒适性好及耐用等优点，子午线轮胎已成为世界轮胎市场上的主流产品。

表2：主要轮胎品种及用途

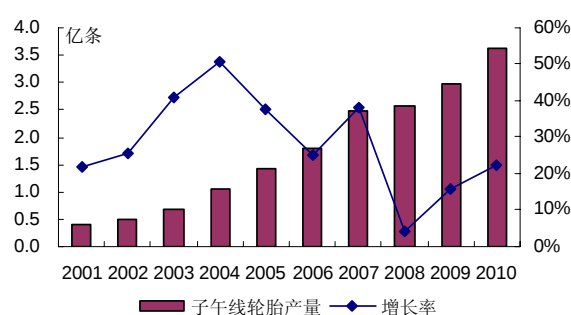
主要轮胎品种	细分	适用车种
子午胎	全钢 载重子午胎	载重卡车、大型客车、工程机械
	半钢 轻载子午胎、轿车子午胎	轻型卡车、轻型客车、轿车
斜交胎	工程斜交胎、特种胎	工程机械、农用车、摩托车

资料来源：中诚信证评整理

从轮胎行业未来发展看，由于子午线轮胎与斜交轮胎相比具有负荷能力大、使用寿命长、油耗低

等优点，代表着轮胎行业的发展趋势，因此目前子午化率成为了衡量一国轮胎产业先进水平的关键指标。目前欧美、日本等发达国家轿车轮胎的子午化率已达100%，载重轮胎的子午化率超过90%，工程轮胎的子午化率约达70%。中国也自2001年起取消了子午胎的消费税及外资投资子午胎行业的限制，使得国内轮胎的子午化率得到快速提升。2009年中国轮胎子午化率为78.95%，2010年轮胎工业协会43家会员企业子午化率达到83.3%，但与发达国家相比仍有一定差距。未来随着子午化技术对斜交胎技术的替代以及国家政策对子午胎的扶持，中国轮胎子午化率还将持续提高。

图3：2001年以来中国子午线轮胎产量及增长率



资料来源：国家信息中心，中诚信证评整理

经过多年发展，我国轮胎行业已经成为各种规格、系列、产品齐全完整工业体系，目前国内轮胎生产企业达440多家。虽然近年中国轮胎行业生产集中度有所提升，全国排名前10的轮胎企业已占有整个市场份额的50%以上，但是轮胎行业依然面临着生产企业众多，品种结构矛盾突出等问题，行业集中度较全球水平还有较大差距。此外，由于近几年投资过于集中，国内轮胎产能已出现一定程度的过剩，特别是斜交胎，行业经营风险有所加大。

整体来看，受国民经济持续发展和汽车行业需求增多的影响，近年来中国轮胎行业发展较快，产销量均呈增长态势。其中，受益于国家政策的倾斜和市场需求的不断增长，子午胎产能扩张迅速，轮胎子午化率稳步提升。但是，中国轮胎行业也面临的产业集中度低、品种结构不合理等问题，未来随着经济的不断发展和《轮胎产业政策》的实施，将推动中国轮胎行业产品结构调整，加快轮胎产业的集中整合。

竞争格局

中国的轮胎行业已完全对外资、民营放开，属于充分竞争的橡胶加工业。在中国加入世贸组织后，国外轮胎生产厂商纷纷进入中国市场，打破了国内轮胎行业原有的竞争格局。而当前中国汽车市场的快速增长势头及其巨大容量使得全球各大轮胎制造厂商大力拓展在华业务，国内企业也加紧产能扩张，市场竞争日趋激烈，市场总量已呈现供大于求的态势。

从竞争格局来看，跨国大型轮胎企业凭借资金及技术优势，在轿车、轻卡子午胎及高档子午胎市场中占据了领先地位。目前国内轮胎企业分为三大梯队。第一梯队以米其林、普利司通、固特异等为代表，其优势在于高档轿车、轻卡等子午胎市场；第二梯队以韩泰、锦湖、佳通等为代表，其优势在于中档的轿车、轻卡子午胎市场；第三梯队为国内企业，仅在载重子午胎及斜交胎领域市场占有率较高。

载重子午胎方面，国内道路状况较差、载重车习惯性超载等特点限制了国外载重子午胎在中国市场的应用，并使得国内轮胎企业在轮胎的改进设计方面比较超前，得以凭借产品的性价比优势占有约 75% 的市场份额。斜交胎方面，由于国外轮胎企业已较少生产，这一市场由国内企业占据，但价格竞争激烈。此外，国内轮胎企业在轿车子午胎方面也占有约 20% 的市场份额，但主要集中在替换市场，在配套市场占有率很低。

与此同时，国内轮胎领军企业大多在向海外市场拓展，国际化运作经验的积累有利于其整体竞争实力的提升。但是，自加入世贸组织以来，国内轮胎行业已成为国际贸易中遭受反倾销频率最高、次数最多的行业之一，使得产品出口难度加大，因此国内轮胎企业亟需提高产品的国际市场竞争实力。

原料供应

从轮胎生产成本构成来看，主要有天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢帘线等，合计占轮胎生产成本的 85% 左右。其中橡胶（天然橡胶和合成橡胶）在轮胎生产成本中占比 50% 左右，而且天然橡胶和合成橡胶的价格波动较大，因此其供应情况和价格走

势直接影响着轮胎企业的盈利。

天然橡胶

天然橡胶类似于农产品，属于可再生资源，但不同于一般农产品的是，橡胶树从种植到可以进行割胶并形成产量一般需要 4 年以上的周期。从全球供应来看，世界天然橡胶产地集中在东南亚，泰国、印尼、马来西亚、印度、越南、中国为全球六大天然橡胶生产国，泰国、印尼和马来西亚三个国家的天然橡胶的产量占全球产量的 70% 以上。近年受天然橡胶价格高涨的推动，各产胶国生产积极性大大增加，天然橡胶种植面积出现了显著增长，六大天然橡胶生产国中，除中国保持平稳、马来西亚略有下降外，其余各国的天然橡胶种植面积在近年都出现了显著的增长。而尽管马来西亚的天然橡胶种植面积逐年减少，但受益于品种优良及低频割胶技术的使用，其单产水平逐年提升，总体产量依然呈现增长态势。目前，天然橡胶生产国协会（ANRPC）是全球最重要的天然橡胶行业协会，其成员国的天然橡胶产量占据了全世界总产量的 94% 左右，2010 年，ANRPC 天然橡胶总产量为 942.2 万吨，同比增长了 5.7%。

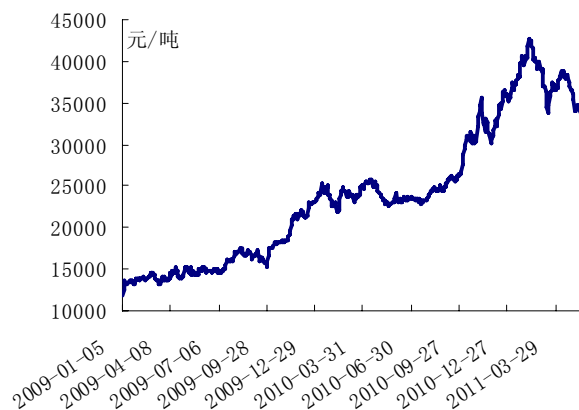
从消费来看，2008~2009 年天然橡胶消费出现放缓趋势，2009 年天然橡胶消费量为 954.70 万吨，同比下降了 3.42%。2010 年以来，受全球经济复苏影响，国际橡胶研究组织（IRSG）预计 2010 年天然橡胶消费量为 1,020 万吨，同比增加 6.84%。预计天然橡胶的供求关系正逐步从紧张转向供求基本平衡。

中国是世界上最大的天然橡胶进口国和消费国，其下游主要制品是轮胎。近年来，中国汽车市场强劲增长和轮胎制品大量出口，带动了天然橡胶进口量和国内消费量的不断增加。虽然国际市场天然橡胶供需基本平衡，但受地理条件限制，中国仅有云南、湖南等少数地区能够出产天然橡胶，产量有限，对进口的依赖度较高。据相关数据统计，2010 年，中国天然橡胶的消费量已突破 350 万吨，约占全球天然橡胶消费总量的 1/3 以上，2010 年中国天然橡胶产量为 68.7 万吨，进口量为 186 万吨，对外依存度较高。如此强的进口依赖性使得中国的下游

买家基本被动接受东南亚现货报价，国内政策很难从实质上影响胶价。预计短期内中国天然橡胶资源紧缺、供需矛盾的状况难以改变。

价格方面，由于天然橡胶具备农产品及战略储备物资的双重属性，其价格走势除了受供求关系影响之外，还会受到气候、石油价格、游资炒作等影响，近年来波动较大。2008年下半年，受累于金融危机，天然胶价格出现大幅下跌。2009年以来在经济复苏、政策支持等多因素刺激下，天然胶价格处于上升通道，特别是2010年四季度开始，受天然橡胶主产区停止割胶带来的季节性调整以及游资炒作等影响，天然胶价格出现了非理性上涨，在2011年2月份达到了42,630元/吨的历史高点，对轮胎生产企业造成了巨大的成本压力。近期受日本大地震等因素影响，价格开始出现回调，近期上海期货交易所天然橡胶期货收盘价格在34,300元/吨左右。

图4：2009年以来SHFE天然橡胶期货收盘价



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

短期来看，随着各产胶国割胶季节的来临，天然橡胶的供应将逐渐增加，市场供求关系将趋于平衡，因此天然橡胶价格将维持在较为合理的水平。中长期来看，由于主要产胶国的增产将使得天然橡胶供应紧张的局面得到缓解，但是在全球经济复苏、汽车行业增长可期的背景下，天然橡胶价格下跌的空间有限，此外，除供求关系外，天然橡胶易受天气、游资炒作、石油价格等影响，因此，天然橡胶价格的波动性较大。

合成橡胶

合成橡胶的原材料是石化产品，因此其成本受原油价格的影响较大。国内合成橡胶需求量自1999

年以来增长迅速，年增长率达到14%。虽然近年来中国合成橡胶产量逐年递增，但仍无法满足国内消费增长的需求，约40%以上依靠从国际市场进口，作为石油化工产品及天然橡胶的同类产品，其价格走势主要受原油及天然橡胶价格的影响。

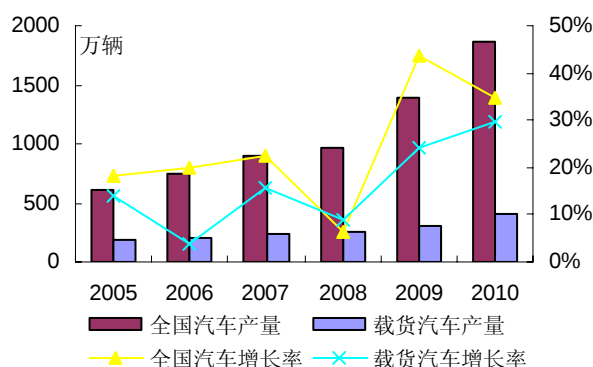
整体来看，橡胶价格的上涨给轮胎行业造成较大的成本压力，由于天然橡胶和合成橡胶价格变动较为频繁，且影响因素较多，因此未来我们将持续关注橡胶价格变动对轮胎企业盈利的影响。

市场需求

汽车、交通运输、机械工业是轮胎消费的主要方面，近几年受益于全球经济的高速增长，轮胎行业发展迅速，特别是发展中国家汽车、机械工业的快速增长带动了全球轮胎行业的发展。近几年，中国汽车消费、公路总里程、工程机械等均表现出了较快的增长速度，为中国轮胎行业的发展提供了动力。

作为国民经济的支柱产业，近年来汽车工业在国家产业政策的支持以及市场需求的推动下得到了迅速发展。近十年来，中国汽车工业呈现出快速的发展势头。根据中国汽车工业协会统计，2010年，在购置税优惠、以旧换新、汽车下乡等政策的刺激下，中国汽车产量达1,865万辆，同比增长34.89%。

图5：2005~2010年中国汽车、载货汽车产量及增速



数据来源：国家统计局、中诚信证评整理

公司产品主要为全钢载重子午胎及斜交胎，其中全钢载重子午胎主要应用于载货汽车、工程机械等，斜交胎主要应用于工程机械、农用车辆等。载货汽车行业作为汽车行业的子行业之一，广泛服务于公路货运、工程建设、能源、矿山、林业和建筑等行业及国防事业。自2005年以来，国内货车产销量一直保持增长态势，2010年中国汽车行业共生

产载货汽车（包括半挂牵引车、底盘）401 万辆，同比增长 29.48%。中长期来看，虽然 2009 年底开始的购置税优惠取消，但是随着人们消费观念的改变、居民收入水平的提高以及固定资产投资的增加，中国汽车工业面临着较大的发展空间并将保持较快的发展速度，其对中国轮胎行业的发展也将起到较大的拉动作用。

交通运输方面，近年来，国家将交通运输作为优先发展的战略目标，交通基础设施规模总量实现了快速增长。截至 2010 年末，全国公路网总里程达 398.4 万公里，其中高速公路通车总里程达到 7.4 万公里，农村公路通车里程达到 345 万公里。公路运输能力的较快增长，为重型汽车运输创造了良好的条件。2010 年全年货物运输总量 320 亿吨，同比增加 13.4%。货物运输周转量 137,329 亿吨公里，同比增加 12.4%。交通运输业的快速发展一方面拉动了轿车、客车、载货车等车辆的整车制造，另一方面也将加快存量汽车对轮胎的更换进程。

工程机械行业是专用设备制造业的重要组成部分，中国目前已基本形成包括挖掘机械、混凝土机械、路面机械、桩工机械等产品在内的完整体系。工程机械的主要应用领域是建筑工程和基础设施建设等，伴随着我国经济持续增长、城市化进程加快以及交通运输基础设施建设投资加大，中国工程机械行业近年呈现高速增长态势。2010 年受益于 4 万亿基建投资的拉动效应，工程机械各产品均实现了较高的增长，挖掘机、装载机以及汽车式起重机销量分别同比增长 74.5%、51.1%和 28.4%，同时工程机械出口在 2010 年也出现了恢复性增长。长期来看，铁路、公路、城市轻轨、能源工业（水利水电、石油工业、天然气工业）在内的大规模基础设施建设，将为国内工程机械行业的发展提供动力，其对轮胎的需求也将保持稳定增长。

行业关注

中国轮胎行业产能过剩，产品结构不合理，《轮胎产业政策》的实施有利于轮胎行业集中度提高和产业升级

近年，中国汽车工业、交通运输业以及机械工业的快速发展给轮胎行业带来了巨大的市场需求，

由于轮胎行业进入门槛低，国内许多企业盲目投产、扩产，造成了轮胎行业的产能过剩。另一方面，这种盲目的扩产导致了产品结构不合理，附加值较低的产品占比较高，安全、节能、环保等技术含量高的产品相对较少，轮胎低端产品竞争激烈。另外，大规模的低水平重复建设也造成了资源的巨大浪费。

针对这种情况，2010 年 10 月 11 日，为配合《石化产业调整和振兴规划》的实施，工信部发布了《轮胎产业政策》，一方面提高了轮胎行业的准入门槛，另一方面鼓励发展安全、节能、环保的高性能子午线轮胎，并对轮胎子午化率提出了目标要求。在行业准入门槛方面规定：改扩建载重子午胎项目一次形成生产能力应达到年产 120 万条以上；轻型载重子午胎和轿车子午胎项目一次形成生产能力应达到年产 600 万条以上；在子午化率目标方面提出：2015 年，乘用车胎子午化率达到 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达到 90%。

《轮胎产业政策》的出台，有利于抑制轮胎行业的低水平重复建设和投资过热的形势，同时，子午化率目标的提出，在加速企业技术升级、推动产业结构调整、提高行业集中度方面都将起到积极的促进作用，但短期内该政策的效果并不十分明显，长期看，行业内具有规模和技术优势的企业将获得更多的发展机会。

中国轮胎主要出口国技术标准不断提高，贸易壁垒不断增多，中国轮胎面临出口困境

近年来，中国轮胎主要出口国美国和欧盟提高了进口轮胎的技术标准要求。自 2007 年 6 月 1 日起，美国开始实施 FMVSS139 轮胎测试标准，该标准针对轮胎的安全参数标准更加严格，达不到标准的轮胎将不能进入美国市场，已进入美国市场的不符合该标准的轮胎也将被召回。欧盟于 2007 年 6 月开始实施《化学品注册、评估、许可和限制制度》（REACH 法规），对包括橡胶产品在内的约三万种化学品进行安全评价，该制度的实施大大提高了中国轮胎进入欧盟市场的门槛。

由于中国轮胎产品技术含量低，在国际上的竞

争力较弱，只能凭借较低的国内生产成本在价格上取得竞争优势。但是，自 2001 年以来，已经有多个国家对中国出口轮胎发起过反倾销调查。中国轮胎行业已成为国际贸易中遭受反倾销调查频率最高、次数最多的行业之一。随着世界经济的发展以及中国轮胎出口量的增加，针对中国轮胎的贸易壁垒案例也越来越多。例如，2009 年 9 月 11 日，美国总统奥巴马通过发言人宣布，将对中国输美轮胎采取特保措施，在未来三年内对从中国进口的所有小轿车和轻型卡车轮胎征收特别从价关税，税率第一年为 35%，第二年为 30%，第三年为 25%，自 2009 年 9 月 26 日正式生效。诸如此类的贸易保护措施，对中国轮胎产品的出口产生了较大影响。

长期来看，中国轮胎行业必须提高产业集中度和产品的技术水平，提高安全、节能、环保等轮胎产品的比例，不断提升中国轮胎产品在国际市场中的竞争力。

“锦湖质量门”事件将推动中国轮胎标准和技术规范不断完善和提高

作为车辆接地滚动的橡胶制品，轮胎的质量问题将直接影响车辆运行过程中发生事故的概率和工程作业的质量水平。2011 年根据媒体曝光，锦湖轮胎在生产过程中对反炼胶使用比例超过相关标准，导致其生产的轮胎在行驶过程中存在巨大的安全隐患。“锦湖质量门”事件发生后，在市场上产生了较大的影响，一方面反应出企业在生产过程中对质量控制把关不够严格，另一方面，也对中国轮胎标准的不断完善提出了要求，同时，建立轮胎产品召回制度的呼声也日益高涨。

在《轮胎产业政策》中也提到了“根据我国轮胎和轮胎翻新产业技术发展状况和国际轮胎标准发展趋势，及时制修订我国轮胎和轮胎翻新相关标准和技术规范。引导和鼓励建设服务于全行业的轮胎性能检测中心、评价试验场和工程技术中心。”因此，此事件的发生将使得市场对于轮胎行业的监督更为严格，也将推动国家轮胎标准和技术规范会进一步完善和提高。

竞争实力

公司是中国最早的轮胎专业重点生产企业，也

是国内大型轮胎生产企业之一，经过多年的积累，公司各类轮胎生产能力已达到了 590 万条，产品涵盖 7 大类 1000 多个规格，产品系列较为齐全。

公司是全国十大轮胎生产企业之一，西部地区最大的轮胎供应商，2010 年西南地区市场占有率为 15%~20%。2010 年世界轮胎厂商 75 强中公司排名第 29 位，较 2006 年名次提升了 4 位。在实现规模生产的同时，公司通过调整产品结构提升效益。结合轮胎行业竞争趋势和自身技术优势，公司已将未来发展重点集中在载重子午胎和工程轮胎细分市场。截至 2011 年 3 月底公司已具备 330 万条全钢载重子午胎的生产能力，在细分市场中位于行业前列。

据公司资料显示，公司载重子午胎销量居全国替换市场第一位。同时，公司是国内最大的工程机械轮胎生产及出口基地，市场份额占全国的 30% 左右。未来随着西部大开发的提速，西部地区基础设施建设规模将不断增加，西部汽车工业和交通运输业也将迎来快速发展期，这些行业的发展将带来轮胎需求量的大幅增加，将对公司未来的发展形成一定的支撑。

品牌方面，公司以“前进”牌为主导，拥有“大力士”、“多力通”等多层次系列品牌，适用于多种车型的替换与配套。随着产品质量的提升和产品系列的完善，公司品牌优势逐年扩大，主导品牌“前进”牌在国内轮胎行业中享有较高的声誉。2007 年 9 月，“前进”牌载重子午胎连续第二次荣获“中国名牌产品”称号。

公司技术研发能力在国内同行业中处于领先水平，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，主导产品完全使用自主开发技术生产，拥有多项专利及独有技术。通过对新产品和新技术的研发，公司有效的提升了产品质量，压缩了生产成本。

总体来看，公司规模逐年增长，产品结构不断完善。虽然国内轮胎行业竞争日趋激烈，但公司立足于西南市场，技术研发领先、产品质量稳定、系列规格齐全，尤其在载重子午胎和工程机械轮胎制造方面优势明显，市场地位较为稳固。未来随着西部大开发的提速，公司将面临较好的发展机遇。

业务运营

公司主要生产和销售全钢载重子午胎和斜交胎，产品涵盖了工程机械轮胎、载重轮胎、轻卡轮胎、农用轮胎等七大类，共 1,000 个规格品种。2010 年公司生产轮胎 558.59 万条，同比增长 7.98%，销售轮胎 565.71 万条，同比增加 8.10%。2010 年公司实现主营业务收入 61.87 亿元，其中轮胎业务实现收入 61.02 亿元，占公司主营业务收入的 98.63%。

原材料采购

近几年，天然橡胶、合成橡胶等原材料价格大幅上涨，公司原材料成本在轮胎生产成本中占比达到 85% 左右，因此原材料采购成本对公司的盈利影响较大。公司生产所需的原材料主要为天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢帘线等。对于原材料的采购，国内部分采购由公司的物资供应部来完成，而国外部分由全资子公司贵州轮胎进出口有限责任公司（以下简称“进出口公司”）负责。

在采购决策方面，公司专门设立了采购委员会，每月召开经营分析会，根据当期生产安排制定每月的采购计划。同时，公司实时跟踪市场供需和价格的变化，并将原材料的上游行业纳入跟踪范围。在采购结算方式上，公司一般采取月结或信用证方式与供应商进行结算。

表 3：2010 年公司采购成本构成

主要原材料	采购量（吨）	采购成本（亿元）	采购成本占比（%）
天然橡胶	99,183	22.21	50.29
合成橡胶	40,870	6.06	13.73
炭黑	73,113	4.34	9.83
助剂	32,614	4.29	9.71
钢帘线	41,783	5.01	11.3
帘子布	8,564	2.25	5.14
合计	296,127	44.16	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

天然橡胶采购方面，公司天然橡胶的采购成本占原材料成本的 50% 左右。公司约 70% 左右的天然橡胶从泰国、马来西亚、印尼等国进口。公司与当地 3~4 家供应商签订采购合同，并且部分采取长期合约的方式进行采购，采购价格以新加坡商品交易所（SICOM）期货平均价格为准，其余部分是市场采购，价格随行就市。

采购策略方面，公司根据收集到的市场信息及

时、灵活的调整采购策略，通过与供应商调整长约规模和采购批次、采购量的方式，减少价格波动对公司盈利产生的影响。例如，天然橡胶价格进入上涨通道时，公司一方面加大长期合约的采购规模，另一方面按照“大批量、少批次”的模式采购；当天然橡胶价格出现明显回落趋势时，则反之运行。同时，公司结合天然橡胶采购及期货市场价格变动情况，选择合适时机进行套期保值。

表 4：2010 年公司天然橡胶前五大供应商采购情况

供应商	采购量（吨）	采购金额（亿元）	金额占比（%）
SOUTHLAND.RESOUR ESCO.LTD	33,566	7.45	33.41
SRITRADING AGRO-INDUSTRY	20,603	4.44	20.00
VON.BUNDITCO.LTD	16,209	4.56	20.53
昆明高深集团有限公司	7,951	1.69	7.61
重庆商社化工有限公司	7,133	1.59	7.16
合计	85,462	19.7	88.70

注：采购金额不含税

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

对于其他从国内采购的主要原材料，公司与供应商建立了密切的战略合作关系，采购价格维持在相对稳定的水平。同时，自 2009 年起，公司实施“零库存管理”，由供应商在公司附近区域设立仓库，并保持一定的库存量，满足公司需求，由此大大降低了公司运输成本，同时也减少了公司资金占用的规模和时间。

公司合成橡胶的供应商主要是中国石油及中国石化的下属子公司。2009 年公司与中国石油、中国石化签订了战略合作伙伴协议，保证了公司合成橡胶的稳定供应，同时约定合成橡胶采购价格优于市场平均水平。2010 年公司合成橡胶前五大供应商采购金额占比为 92.90%，采购较为集中。

表 5：2010 年公司合成橡胶前五大供应商采购情况

合成胶供应商	采购量（吨）	采购金额（亿元）	金额占比（%）
中国石油天然气股份公 司西南化工销售分公司	19,734	2.96	48.82
昆明凤凰橡胶有限公司	7,434	0.27	4.45
中石化化工销售华南分 公司	6,359	1.19	19.63
重庆商社化工有限公司	3,955	0.83	13.69
ExxonMobilCHemical Asia Pacific	1,256	0.34	5.61
合计	38,738	5.59	92.90

注：采购金额不含税

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司炭黑的主要供应商原集中在天津等地，但近年来公司主动调整采购策略，供应商逐步向云南、贵州、四川等距离公司较近的地区集中，主要采购商为江西黑猫炭黑股份有限公司等，2010 年前五大供应商采购金额占比为 90.32%，采购较为集中。

表 6：2010 年公司炭黑前五大供应商采购情况

炭黑供应商	采购量 (吨)	采购金额 (亿元)	金额占比 (%)
江西黑猫炭黑股份有限公司	30,195	1.93	44.47
昆明保金像工贸有限公司	13,231	0.79	18.20
卡博特(中国)投资有限公司	9,315	0.59	13.59
重庆金翔化工实业有限责任公司	6,347	0.33	7.60
贵阳宏信贸易有限公司	5,688	0.28	6.45
合计	64,776	3.92	90.32

注：采购金额不含税

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司钢帘线主要供应商为江苏兴达钢帘线股份有限公司等，2010 年前五大供应商的采购金额占比为 88.82%，采购较为集中。

表 7：2010 年公司钢帘线前五大供应商采购情况

钢帘线供应商	采购量 (吨)	采购金额 (亿元)	金额占比 (%)
江苏兴达钢帘线股份有限公司	13,623	1.93	38.52
贵州钢绳(集团)有限责任公司	7,788	0.47	9.38
中国贝卡尔特钢帘线有限公司	6,824	1.02	20.36
扬子高丽钢线(南通)有限公司	5,529	0.83	16.57
张家港市胜达钢绳有限公司	3,414	0.20	3.99
合计	37,178	4.45	88.82

注：采购金额不含税

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司原材料采购较为集中，与主要供应商多为长期合作伙伴，原材料质量及稳定供应较有保障，但存在受单一供应商变化影响的风险。

产品生产

公司主营产品包括工程机械轮胎、载重轮胎、轻卡轮胎、轿车轮胎、农用轮胎、林业轮胎和工业轮胎 7 大类 1,000 余个规格品种，其中全钢载重子午胎、工程机械胎、军用轮胎、农业轮胎、工业车辆轮胎等产品系列在技术、质量、规模等方面业已形成一定的优势。截至 2011 年 3 月底，公司各种轮胎产能达到 590 万条，其中全钢载重子午线轮胎年生产能力达到 330 万条。面对日益增长的市场空间和跨国企业的强势地位，公司立足于国内市场，

重点发展优势产品全钢载重子午胎和工程机械胎。未来，随着在建项目的逐步投产，全钢载重子午胎在总产量中的占比将继续上升，公司产品结构将进一步改善。

公司 2010 年共生产轮胎 558.59 万条，同比增长 7.98%，其中全钢载重子午线轮胎 280.19 万条，同比增长 23.71%。

表 8：公司 2008~2010 年轮胎产量情况

单位：万条			
产品	2008	2009	2010
全钢载重子午胎	161.90	226.49	280.19
半钢子午胎	46.78	30.78	8.06
斜交轮胎	248.60	260.03	270.35
合计	457.28	517.29	558.59

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司通过稳定原材料品质、优化产品结构工艺、强化设备长周期安全稳定运行管理等措施，保证了产品质量，产品的综合合格率和一次合格率保持在较好水平。公司以退赔率为主要考核依据，2010 年斜交胎退赔率为 0.49%，全钢子午线轮胎退赔率为 7.12%，前进公司退赔率为 0.28%。

在生产能耗控制上，近年公司通过改进工艺、加强管理等措施提高能源利用效率，主要能耗指标保持在较低水平。2010 年公司三胶煤单耗、三胶电单耗和三胶水单耗分别为 1.29kg/kg、1.68kwh/kg 和 0.019 m³/kg，三胶煤单耗和三胶水单耗同比分别下降了 17.83% 和 9.52%。

表 9：2008~2010 年公司能耗指标

指标	2008	2009	2010
三胶煤单耗(kg/kg)	1.31	1.57	1.29
三胶电单耗(kwh/kg)	1.12	1.68	1.68
三胶水单耗(m ³ /kg)	0.032	0.021	0.019

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着生产工艺改进及全钢载重子午胎产能扩张、工程机械胎等优势品种产量调整，公司产品质量保持稳定，能耗水平持续降低，产品结构优化升级，行业地位得以稳固。

产品销售

公司轮胎产品销售体系由贵州前进轮胎销售有限公司(“销售公司”)和进出口公司两部分组成。销售公司主要负责全钢子午胎、工程机械胎、农业轮胎、工业车辆轮胎、轿车轮胎等产品的国内销售

业务；进出口公司在销售方面主要负责轮胎的出口业务。由于产品质量水平的提升和市场营销策略的改善，近年公司整体销售状况良好，2010 年销售轮胎 565.71 万条，同比增长 8.10%，实现轮胎销售收入 61.02 亿元，同比增长 31.43%。

表 10：2008~2010 年公司轮胎生产和销售情况

单位：万条

项目	2008	2009	2010
生产量	457.28	517.29	558.59
销售量	445.33	523.30	565.71
产销率	97.39%	101.16%	101.27%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

与配套市场相比，替换市场销售毛利较高且回款周期较短，因此公司全钢子午胎产品绝大部分在替换市场销售。公司采取省级代理为主、区域代理为辅的销售模式，在每省确立了 2~3 家经销商开展营销。在对市场进行充分调研的基础上，公司适时进行产品结构调整。对于毛利率相对较高的全钢载重子午胎，公司继续巩固其中短途系列的竞争优势地位，同时加快高速、长途和无内胎产品系列的设计开发，对市场的开拓和销售起到有力的支持作用。2010 年公司全钢子午胎实现销售收入 36.44 亿元，同比增加 37.06%。特种轮胎方面，公司凭借在特种军用轮胎领域拥有的多项国内独有技术和稳定的质量保障体系，被选为国防重点装备及杀手锏系统的配套产品生产企业，并为建国六十周年阅兵中的特种装备提供了 85% 以上的配套轮胎。

销售价格方面，针对原材料价格大幅上涨的影响，公司已多次上调出厂价格，在稳定市场和客户、保证销售规模的前提下，适当转嫁了成本上涨的压力。2010 年，公司国内销售产品提价 7 次，其中全钢载重子午胎累计提价 19.5%~22.5%，斜交工程特种轮胎累计提价 21%~29%；国外销售产品 2010 年提价 5 次，累计提价 20%~25%。2011 年一季度公司分别对国内销售轮胎提价 3 次，累计提价 8%~13%，国外销售产品提价 3 次，累计提价 12%~15%，缓解了部分成本压力。

从销售区域来看，国内销售部的客户构成相对复杂，涉及替换和配套 2 个市场，但以替换市场为主。目前，公司替换市场的销售网络包括西南、华南、中原、西北、东北、京津唐冀 6 大片区，其中

华南、中原片区的销售收入占部门销售额的 50% 以上。此外，国内销售部还成立了特品部，专门负责军工等特种轮胎的销售工作。

出口方面，2010 年，公司共出口轮胎 146.41 万条，共实现出口收入 13.17 亿元，同比增加 63.39%，占主营业务收入的比重为 21.29%。主要出口国家包括美国、英国、巴西等。

表 11：2008~2010 年公司轮胎出口状况

	2008	2009	2010
出口量（万条）	132.26	140.96	146.41
出口收入（亿元）	8.29	8.06	13.17
主营业务收入占比（%）	18.95	17.17	21.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

由于占公司出口量较大的美国市场的双反调查和中美轮胎特保案的裁定，公司产品出口受到较大影响。2007 年 12 月，美国商务部初步裁定将对公司征收 3.13% 的反补贴税和 16.35% 的反倾销税。公司在积极应诉的同时，加大力度开发和销售非涉案产品，以减少不利影响。2008 年 8 月，美国商务部最终裁定公司反补贴税率为 2.45%，处于国内最低水平；反倾销税率为 5.25%，仅高于徐州徐工轮胎有限公司。2009 年公司通过美国双反复审，继续保持了相对较低的关税。面对复杂的国际市场环境，公司具备较强的应对能力。同时，我们注意到公司产品销售主要立足于国内市场，近年出口收入在总收入中的占比在 20% 左右，国际市场变化对公司的冲击并不十分显著。从 2010 年出口情况来看，公司轮胎出口量同比实现回升，出口金额同比大幅增加，整体出口情况正在好转。

整体来看，近年公司主要产品销量及销售额均呈上升态势，销售状况良好。公司在国内替换市场的销售网络较为发达，适时提价有效缓解了成本压力，品种结构及客户类型结构和地区结构的调整也有助于公司提高销售效益。但值得关注的是，随着原材料价格上升，在激烈的市场竞争环境下，公司成本转嫁能力有限，未来利润空间将受到一定挤压。

技术研发

公司采取产学研相结合、引进国外智力、联合开发等多种形式提高自主开发能力，目前研发实力

在国内同行业中处于领先水平。公司建有的国家级技术中心是国家首批轮胎企业国家级技术中心之一，全部开发过程利用计算机 CAD 完成，是国家级计算机 CAD 先进和示范单位。同时，公司还成立了 1 所博士后科研工作站，与国内高校合作，共同进行技术研发。截至 2010 年末，公司共获得专利 59 项，其中发明专利 2 项，实用新型专利 17 项，外观专利 40 项。

总体看来，公司拥有多项专利及独有技术，主导产品完全使用自主开发技术生产，技术研发能力在国内同行业中处于领先水平，这有助于公司提升产品质量、压缩生产成本、优化产品结构，进而提高市场竞争力。

管 理

公司已建立了现代企业的法人治理结构，形成了全资、控股的母子公司体系，实行董事会领导下的总经理负责制，股东大会为公司的权力机构。公司核心下属企业包括贵州轮胎进出口有限责任公司、贵州前进橡胶有限公司、贵州前进轮胎销售有限公司和贵州大力士轮胎有限责任公司，管理链条清晰，对下属企业的管控能力很强。

质量管理方面，公司建立了严格的质量管理体系，在生产、采购、销售等各个环节均设有质量控制措施。目前公司通过了 ISO9001: 2000 和 GJB9001A-2001 质量管理体系认证，主要质量指标均达到国家标准和行业标准。2007 年，公司重新修

订了《质量管理手册》、《产品设计和开发控制程序》、《轮胎制造工艺规程》等程序文件，质量管理的有效性得到进一步加强。

安全生产方面，公司制定了《安全生产规章制度》，并实行安全生产责任制。从总经理到各分厂、现场处室安全生产第一责任人、再到具体作业班组及员工个人均签订了相应的安全生产责任书，公司安全生产管理体系逐步建立并完善，有效降低了工伤事故发生率。近年来，公司均实现了“火灾事故为零，因工死亡事故为零，因工重伤事故为零，重特大设备事故为零”的安全生产目标。

此外，公司自 2003 年开始使用 ERP 系统，近年在对资源进行有效共享和利用的同时，逐步完善了该系统的监控管理功能，对客户信用、发货、回款进行了较为有效的控制和管理，使经营决策的及时性和准确度得到提升。

总体看来，公司管理链条清晰，对下属企业的管控能力很强。通过对产品质量和安全生产的严格控制以及 ERP 系统的开发利用，公司管理效率得到提升，保证了生产经营的顺利开展，为公司业绩的增长提供支撑。

战略规划

产品结构调整作为公司重大发展战略，经过几年的坚持和强化实施，取得了明显的效果，特别是全钢载重子午线轮胎技术改造项目的实施，为公司稳定和发展做出了重大贡献。

表 12：截至 2011 年 3 月底公司在建、拟建项目情况

工程项目	项目概况	持股比例	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	项目进程	预计投产 时间
年产 110 万条高性能全钢子午线轮胎建设项目	年产 70 万条全钢重型子午线轮胎项目和年产 40 万条全钢轻型子午线轮胎技改项目,项目完工后公司全钢子午线轮胎生产能力可达 400 万条/年	100%	4.80	2.54	年产 70 万条全钢重型子午线轮胎项目厂房主体工程已完工,设备已开始进场安装。 年产 40 万条全钢轻型子午线轮胎项目完工投产。	2011.06 已投产
新建炼胶车间二期工程技改项目	本期项目采用低温一次法炼胶,共 2 条生产线,提高公司炼胶能力。	100%	0.40	0.02	1 条已安装完工,正在进行试生产。另 1 条正在安装。	2011.06
高性能子午线轮胎生产线异地技术改造	建设高性能子午线轮胎生产线 4 条。项目完成后年可新增高性能子午线轮胎 1,280 万条,使公司高性能子午线轮胎生产能力达 1,680 万条/年,子午化率达 86%。	100%	71.09	1.07	正在进行项目前期工作	--
内胎 1#锅炉改造(扩容项目)	对原内胎 1#锅炉改造扩容以满足公司生产规模不断扩大的用汽需求。	100%	0.07	0.05	--	2011.06
合计	--	--	76.36	3.68	--	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

十二五期间，公司将继续立足于市场，精心组织实施产品结构技改项目，加快产品升级换代，提高全钢载重子午线轮胎等产品规模、质量和市场优势，努力避免同质化竞争，从根本上提高市场竞争能力。

2011 年初，公司经过董事会决议，计划在 2011 年内启动“高性能子午线轮胎生产线异地技术改造项目”，项目建设期为六年，分三期实施，计划总投资 71.09 亿元，建设资金拟通过资本市场直接融资、企业自筹、银行贷款等途径募集。项目投产后，将新增高性能子午线轮胎产能 1,280 万条，其中全钢载重子午胎 250 万条、半钢子午胎 1,000 万条、全钢工程子午胎和全钢农业子午胎各 15 万条，届时公司高性能子午胎产能将达到 1,680 万条，子午化率将达到 86.6%。其中一期工程为“年产 120 万条高性能载重子午线轮胎生产线异地技术改造项目”，项目建设期间为 2011~2012 年，总投资 17.95 亿元，建设资金拟通过资本市场直接融资、企业自筹、银行贷款等途径解决。项目建成投产后，每年可新增高性能子午线轮胎产能 120 万条，使公司高性能子午胎产能达 520 万条/年，子午化率达 66.7%。

总体看来，公司发展战略专注于轮胎制造主业并紧跟行业发展趋势。但中诚信证评关注到，由于生产规模的扩大，特别是异地技术改造项目的推进，公司未来资本支出规模较大，将面临一定的资金压力。

财务分析

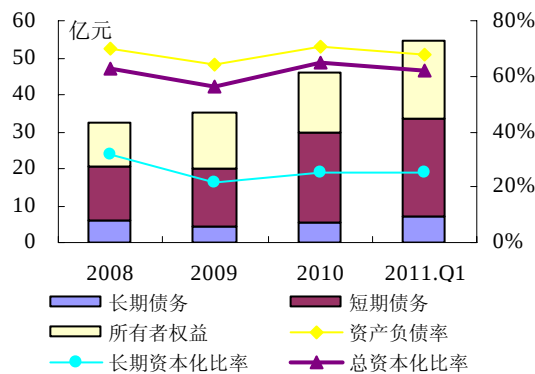
以下财务分析是基于公司提供的经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留审计意见的 2008~2010 年财务报告和未经审计的 2011 年一季度合并财务报表。

资本结构

近年，公司一直采取较为稳健的发展策略，专注于轮胎生产和销售主业，实现了规模的稳步发展。截至 2010 年底，公司总资产规模为 54.79 亿元，同比增长 26.37%；所有者权益（含少数股东权益）为 16.09 亿元，同比增长 3.73%。2011 年 1 月，公司完成增发配股，实际募集资金 4.6 亿元，增强了自有资本实力。截至 2011 年 3 月 31 日，公司总资

产为 64.65 亿元，所有者权益为 20.89 亿元。

图 6：公司 2008~2011.Q1 资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债水平方面，近两年随着公司 110 万条全钢子午线轮胎项目投入的增加以及原材料价格高涨导致的营运资金的增加，公司债务规模逐年增加，2008~2010 年公司总债务分别为 20.54 亿元、19.78 亿元和 29.65 亿元，截至 2011 年 3 月底，总债务规模增至 33.68 亿元。随着债务规模的增加，资产负债率和总资本化比率在 2010 年也出现了大幅增长，2008~2010 年资产负债率分别为 69.74%、64.22%和 70.63%，总资本化比率分别为 62.81%、56.05%和 64.82%。2011 年 1 月配股完成后公司资本结构得到一定程度的改善。截至 2011 年 3 月底，公司资产负债率和总资本化比率较期初都有一定程度的下降，分别降至 67.68%和 61.72%，在同行业 A 股上市公司中处于较好水平。

考虑到本期公司债券的发行（本期债券申请规模不超过人民币 8 亿元，拟安排 3 亿元用于偿还短期银行贷款，剩余 5 亿元用于补充公司流动资金），以 2011 年 3 月 31 日数据为基准静态模拟测算，公司的资产负债率和总资本化比率将分别上升至 70%和 64.93%。

表 13：截至 2011 年 3 月底轮胎上市公司财务指标对比

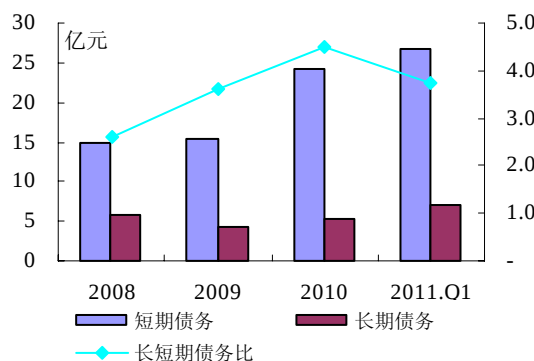
公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
S 佳 通	34.45	66.70	60.83
黔轮胎 A	64.65	67.68	61.72
青岛双星	50.57	70.38	56.51
双钱股份	95.41	72.47	59.74
风神股份	74.55	74.71	63.24

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构看，近年，公司主要通过银行贷款和发行短期融资券等方式进行融资，主要以短

期债务为主。截至 2011 年 3 月底，公司总债务规模为 33.68 亿元，其中短期债务为 26.60 亿元，短期债务/长期债务指标为 3.75。考虑到未来两年较大的资本支出规模，公司目前短期债务为主的期限结构不利于其资金的稳定性，应适当增加长期债务占比，改善公司的债务结构。

图 7：公司 2008~2011.Q1 债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

根据公司产品规划，未来几年公司将有大规模的资本支出用于高性能子午线轮胎生产线异地技术改造项目，将面临一定的资金压力。但是考虑到公司畅通的融资渠道以及地方政府的支持，预计公司的负债水平能够控制在较合理的范围，对此我们也将保持关注。

盈利能力

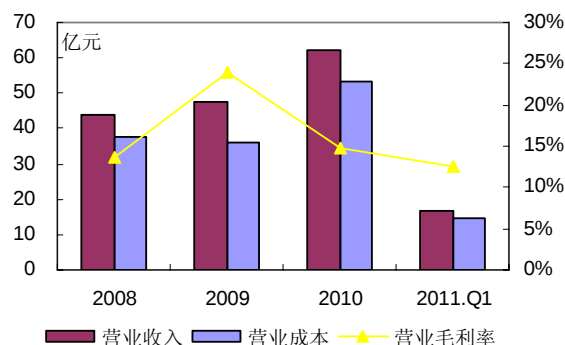
近三年来，受金融危机和天然橡胶等原材料价格波动影响，轮胎企业盈利能力表现出较大的波动性。2010 年原材料价格大幅上涨，公司通过产品提价转嫁了部分成本上涨压力，在产品销量增加和提价情况下，2010 年公司实现营业收入 62.27 亿元，同比增加 31.44%。

毛利率方面，2008~2010 年营业毛利率分别为 13.60%、24.06%和 14.76%，波动较大。2008 年下半年开始的金融危机使得轮胎需求萎缩，存货增加，且公司需承担前期高额原材料成本，盈利出现下滑。2009 年开始国内轮胎行业出现复苏，而天然橡胶等原材料价格低位运行，公司获得了较好的盈利。2010 年，受气候、流动性泛滥等因素影响，天然橡胶和合成橡胶等原材料价格大幅上升，公司营业毛利率又步入下降通道。

2011 年一季度，公司实现营业收入 16.81 亿元，同比增加 34.20%，由于当期天然橡胶价格大涨，导

致公司营业毛利率进一步降至 12.54%，较上年同期下降 2.43 个百分点。近期天然橡胶价格有所下降，随着割胶季节的开始，预计天然橡胶价格将恢复到较为合理的水平，大幅上涨的可能性不大，公司盈利能力有望得到恢复。

图 8：公司 2008~2011.Q1 成本收入和营业毛利率分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

对比国内主要轮胎类上市公司财务数据可以看出，近两年公司营业毛利率水平都位于国内同行业前列。随着全钢子午胎产能的扩张和产品结构的进一步调整，预计公司收入规模有望进一步提升。

表 14：2009~2010 年国内主要轮胎类上市企业比较

	营业总收入 (亿元)		营业毛利率 (%)	
	2010	2009	2010	2009
黔轮胎 A	62.27	47.37	14.76	24.06
风神股份	81.22	56.23	13.65	23.75
S 佳通	36.11	26.47	11.6	21.72
双钱股份	90.95	72.94	11	20.02
青岛双星	57.78	42.01	7.74	14.42

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

分产品来看，2010 年公司全钢载重子午胎、半钢子午胎和斜交胎分别实现营业收入 36.44 亿元、0.35 亿元和 24.24 亿元，毛利率分别为 12.48%、-3.21%和 17.58%。半钢子午胎毛利率为负，主要因为 2010 年 3 月份开始停止生产，剩余产品降价处理；对于斜交胎，公司通过产品结构调整，生产毛利率相对较高的品种，因此其毛利率同比有所上升。

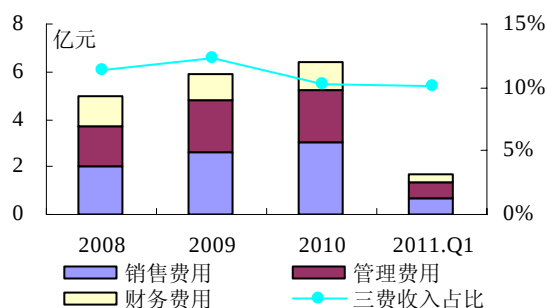
表 15：2009~2010 年公司分产品收入和毛利分析

项目	营业收入 (亿元)		毛利率 (%)	
	2010	2009	2010	2009
全钢载重子午胎	36.44	26.58	12.48	31.45
半钢子午胎	0.35	0.89	-3.21	6.00
斜交胎	24.24	18.95	17.58	15.51

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来随着经营规模的扩大，公司期间费用也逐年提高，2008~2010 年，公司期间费用合计分别为 4.97 亿元、5.86 亿元和 6.40 亿元，占营业收入比例分别为 11.36%、12.36%和 10.28%。2010 年公司三费合计较 2009 年增加了 9.36%，其中销售费用增幅大，2010 年销售费用为 3.01 亿元，同比增加了 13.91%，主要因为销售量同比增加，导致销售费用增加。2011 年一季度，公司期间费用合计 1.69 亿元，占营业收入的比为 10.06%。

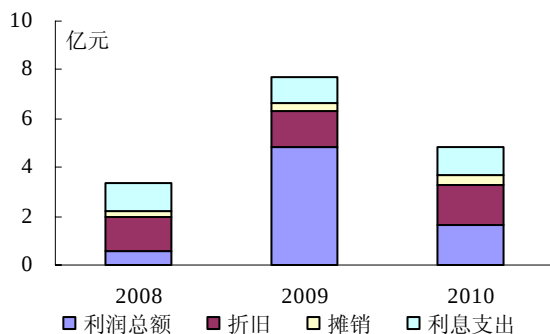
图 9：公司 2008~2011.Q1 期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从 EBITDA（息税折旧摊销前收益）构成来看，作为生产性企业，利润总额、折旧和利息支出是公司 EBITDA 的主要组成部分。2008~2010 年公司 EBITDA 分别为 3.37 亿元、7.69 亿元和 4.82 亿元，由于盈利大幅波动，导致 EBITDA 也表现出较大的波动性。原料成本上涨导致 2010 年公司 EBITDA 同比下降 37.34%，EBITDA/营业收入比率为 7.74%，同比下降 8.50 个百分点。未来随着公司固定资产投资的增加和盈利的恢复，公司 EBITDA 将稳定增加。

图 10：2008~2010 年公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从其他盈利指标看，2008~2010 年，公司分别获得净利润 0.49 亿元、3.64 亿元和 1.25 亿元，所有者权益收益率分别为 4.02%、23.45%和 7.76%，

近三年盈利波动较大。2011 年一季度，受原材料价格高涨的影响，公司实现净利润 0.2 亿元，同比降低了 45.36%，年化后所有者权益收益率为 3.80%。

总体看，受多种因素影响，天然橡胶、合成橡胶等原材料在 2010 年大幅上涨，给轮胎行业带来了巨大的成本压力，公司盈利能力出现下滑，但是在行业内，公司仍保持了相对较高的毛利率水平。长期看，随着天然橡胶供求的日趋平衡，天然橡胶的价格有望回归到合理的水平，公司的盈利能力将有所改善。

偿债能力

公司一直采取较为谨慎的财务政策。近两年随着天然橡胶等原材料价格上涨，公司营运资金需求增加，债务规模持续增长，2010 年，公司发行了 5 亿元短期融资券，截至 2011 年 3 月底公司总债务规模为 33.68 亿元。由于公司未来将有大规模的资本支出用于异地技改项目，公司将面临较大的资金需求，债务规模可能被推高，对此我们将保持关注。

从现金流角度看，近三年公司经营活动净现金流波动较大，2008~2010 年公司经营净现金流分别为 2.53 亿元、3.84 亿元和 -3.31 亿元，2010 年经营活动产生的现金流为负值，一方面由于国外销售货款结算周期相对较长，使得货款回收进度减慢，从而导致经营活动的现金流入并未随同营业规模的增加而增加；另一方面由于随着公司经营规模扩大以及为应对原材料价格不断上涨的形势，公司增加了原材料备货量，使得原材料采购支出大幅度上升，从而导致经营活动的现金支出大幅增加。2011 年一季度，公司实现经营活动净现金流为 -1.57 亿元。由于原料价格高涨，影响了公司经营活动净现金流情况，未来随着原材料价格的下降，公司的现金流情况有望好转，对此我们将保持关注。

从偿债能力看，公司近三年盈利的波动使得公司偿债指标表现出较大的波动性。2008~2010 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 6.10、2.57 和 6.15，EBITDA 利息倍数分别为 2.72 倍、6.90 倍和 4.21 倍。2008~2010 年总债务/经营净现金流指标分别为 8.13、5.15 和 -8.96，经营净现金流利息倍数分别为 2.04、3.45 和 -2.89。

中诚信证评认为，短期来看公司将面临较大的融资需求，可能的债务融资将使得公司偿债压力增大。长期来看，公司战略实施带来的经营能力提升将使其偿债能力进一步增强。

表 16：公司 2008~2011.Q1 部分偿债能力指标

指标	2008	2009	2010	2011.Q1
总债务/EBITDA (X)	6.10	2.57	6.15	--
总债务/经营净现金流 (X)	8.13	5.15	-8.96	-5.37
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.72	6.90	4.21	--
经营净现金流利息倍数 (X)	2.04	3.45	-2.89	--
资产负债率 (%)	69.74	64.22	70.63	67.68
总资本化比率 (%)	62.81	56.05	64.82	61.72

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2010 年底公司无未决诉讼仲裁形成的或有负债，且无担保事项。

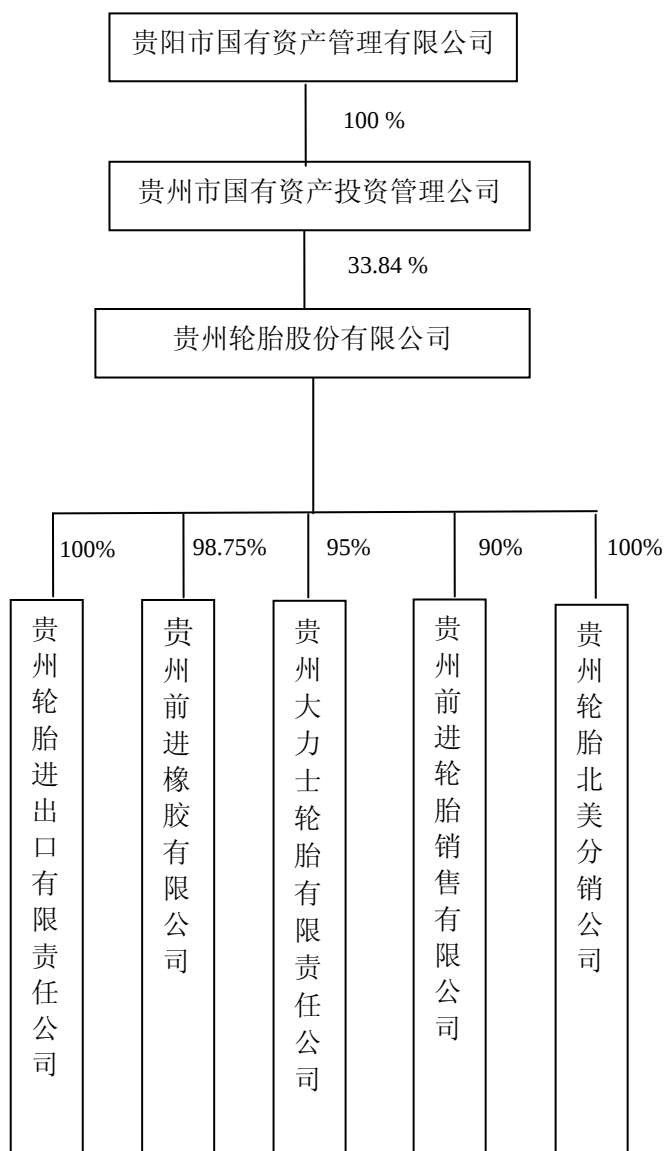
备用流动性方面，公司一直与工商银行、农业银行、建设银行等金融机构保持良好的合作关系，备用流动性较为充裕，截至 2011 年 3 月底，公司从上述银行获得授信总额度为 40.8 亿元，未使用额度为 18.01 亿元，具有一定的备用流动性。

总体来看，受天然橡胶、合成橡胶等原材料价格上涨的影响，2010 年公司盈利能力有所下降，经营活动净现金流为负，部分偿债指标出现一定程度的弱化。2011 年 1 月配股完成后，公司自有资本实力增强，近期随着天然橡胶价格逐步回归到合理水平，公司的盈利能力有望稳步回升。同时我们关注到，未来公司将有较大规模的资本支出用于高性能子午线轮胎生产线异地技术改造项目，将面临较大的资金压力。但是作为上市公司，公司的融资渠道十分畅通，而且，公司有一定的备用流动性，财务风险可控。此外，作为贵阳市重点工业企业，公司一直以来能获得地方政府的支持，以上因素均有利于提升公司综合实力及抗风险能力。

结 论

综上，中诚信证评认为本期黔轮胎公司债券信用质量很高，信用风险很低，中诚信证评认为黔轮胎在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：贵州轮胎股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 3 月 31 日）



附二：贵州轮胎股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010	2011.Q1
货币资金	31,196.04	26,603.77	38,536.28	84,191.17
应收账款净额	54,688.02	69,442.98	109,393.10	119,106.54
存货净额	77,515.58	72,520.69	95,601.82	111,696.20
流动资产	198,848.72	209,673.19	319,336.59	406,680.32
长期投资	2,163.68	1,538.64	1,473.74	1,473.74
固定资产合计	187,505.28	197,804.89	201,402.31	212,376.42
总资产	401,794.45	433,546.74	547,879.58	646,533.10
短期债务	148,531.85	155,032.72	242,636.58	265,976.33
长期债务	56,872.73	42,785.45	53,853.18	70,853.18
总债务（短期债务+长期债务）	205,404.58	197,818.18	296,489.76	336,829.51
总负债	280,195.54	278,421.93	386,961.01	437,592.91
所有者权益（含少数股东权益）	121,598.90	155,124.80	160,918.57	208,940.18
营业总收入	437,396.67	473,741.14	622,675.06	168,109.78
三费前利润	55,850.20	107,604.02	85,915.36	19,456.98
投资收益	1,519.29	758.07	14.51	64.18
净利润	4,882.47	36,379.78	12,494.92	1,983.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,653.59	76,933.58	48,209.40	--
经营活动产生现金净流量	25,262.42	38,428.41	-33,094.41	-15,684.87
投资活动产生现金净流量	-31,718.84	-31,496.06	-28,986.61	-18,248.98
筹资活动产生现金净流量	10,517.80	-11,673.93	74,099.91	79,586.57
现金及现金等价物净增加额	3,602.18	-4,592.27	11,932.52	45,654.88
财务指标	2008	2009	2010	2011.3
营业毛利率（%）	13.60	24.06	14.76	12.54
所有者权益收益率（%）	4.02	23.45	7.76	3.80
EBITDA/营业总收入（%）	7.69	16.24	7.74	--
速动比率（X）	0.55	0.58	0.67	0.81
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.19	-0.11	-0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.17	0.25	-0.14	-0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	2.04	3.45	-2.89	--
EBITDA 利息倍数（X）	2.72	6.90	4.21	--
总债务/EBITDA（X）	6.10	2.57	6.15	--
资产负债率（%）	69.74	64.22	70.63	67.68
总资本化比率（%）	62.81	56.05	64.82	61.72
长期资本化比率（%）	31.87	21.62	25.07	25.32

注：1、公司 2011 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理；

2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金+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

固定资产合计 = 投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务 = 总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入-营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润（含少数股东损益） / 期末所有者权益（含少数股东权益）

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务+所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

销售净利率 = 净利润 / 营业总收入

总资产报酬率=净利润*2/（期初资产总额+期末资产总额）

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

- 1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行主体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。
- 4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

关于2011年贵州轮胎股份有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

(本页无正文, 为《2011年贵州轮胎股份有限公司公司债券信用评级报告》之
签署页)

分析师:


邵津宏


李 敏



中诚信证券评估有限公司

2011 年 5 月 23 日