



# 信用等级通知书

信评委函字[2012] 003号

## 广西柳工机械股份有限公司：

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“2012年广西柳工机械股份有限公司公司债券（11柳工债第二期）”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AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。



## 2012年广西柳工机械股份有限公司公司债券(11柳工债第二期)信用评级报告

<b>券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	广西柳工机械股份有限公司
<b>申请规模</b>	不超过人民币 33 亿元
<b>本期规模</b>	13 亿元
<b>债券期限</b>	不超过 10 年(含 10 年)
<b>担保主体</b>	广西柳工集团有限公司
<b>担保方式</b>	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

### 概况数据

柳工股份	2008	2009	2010	2011.Q3
所有者权益(亿元)	26.52	41.08	84.65	92.72
总资产(亿元)	62.72	95.65	185.95	218.39
总债务(亿元)	25.77	28.41	54.99	80.33
营业总收入(亿元)	92.68	101.83	153.66	142.91
营业毛利率(%)	16.00	21.12	22.43	19.56
EBITDA(亿元)	5.96	12.12	20.44	17.11
所有者权益收益率(%)	12.90	21.12	18.30	13.24
资产负债率(%)	57.72	57.05	54.48	57.55
总债务/EBITDA(X)	4.33	2.35	2.69	4.69
EBITDA 利息倍数(X)	7.41	22.99	52.46	19.07
柳工集团	2008	2009	2010	2011.Q3
所有者权益(亿元)	34.38	51.70	98.57	103.55
总资产(亿元)	77.46	113.18	230.79	275.53
总债务(亿元)	28.48	31.99	71.12	109.26
营业总收入(亿元)	99.63	107.44	168.29	167.04
营业毛利率(%)	15.10	20.68	21.50	18.98
EBITDA(亿元)	6.00	12.20	20.99	18.22
所有者权益收益率(%)	9.41	16.66	15.82	11.78
资产负债率(%)	55.62	54.32	57.29	62.42
总债务/EBITDA(X)	4.75	2.62	3.39	6.00
EBITDA 利息倍数(X)	6.56	20.63	34.06	10.85

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.Q3 所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

### 分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012年3月1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“2012年广西柳工机械股份有限公司(以下简称“柳工股份”、“柳工”或“公司”)公司债券(11柳工债第二期)”信用级别为**AAA**,该级别反映了本次债券的信用质量极高,信用风险极低,中诚信证评认为广西柳工机械股份有限公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。该级别考虑了广西柳工集团有限公司(以下简称“柳工集团”)提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券还本付息所起的保障作用。

中诚信证券评估有限公司授予广西柳工机械股份有限公司主体级别**AAA**,评级展望稳定。中诚信证评肯定了公司完整的价值链体系、领先的研发实力、良好的品牌认可度、稳健的财务政策等因素对公司信用级别的支撑作用;同时中诚信证评也关注到国际化战略将考验公司海外生产、销售的管理能力,战略扩张以及融资租赁业务的扩展将对公司的资金管理能力带来一定的挑战等因素对公司信用级别可能带来的影响。

### 正面

- 完整的价值链体系。公司专注于工程机械行业,形成了以整机制造、零部件供应为主导,以售后服务、融资租赁以及再制造业务为支撑的完整的价值链体系,具备提供综合性产品和服务的能力。
- 行业领先的研发实力。公司建有博士后工作站,其研发部门被评为国家级企业技术中心,整体研发实力在国内同行业处于领先地位。近年来,公司研发成果丰硕,共完成了 32 项国家及广西自治区技术创新项目、4 项国家 863 项目、7 项国家火炬计划项目以及 7 个国家级重点新产品。良好的品牌认可度及市场竞争优势。公司先后生产出中国三代装载机的代表性产品,“柳工”牌装载机多次荣获“中国名牌产品”称号。公司装载机、压路机以及起重机在中国市场的占有率均处于行业领先水平,且装载机、挖掘机

的出口量行业排名第一。

- 立足中国、覆盖全球的销售网络。公司通过 277 家国内外代理商建立了全球销售、服务体系，具备了参与国际竞争的整体实力。未来，公司将在立足中国本土市场的基础上，着重开发海外市场，逐步将海外销售额提高至 20% 左右。
- 良好的融资能力和稳健的财务政策。公司融资渠道畅通，于 2008 年和 2011 年分别发行可转换公司债券和公司债券，且 2010 年非公开发行 A 股进一步增强了公司的财务实力。同时，公司财务政策稳健，截至 2011 年 9 月底，公司资产负债率和总资本化比率分别为 57.55% 和 46.42%。

## 关 注

- 国际化战略考验公司的管理能力。随着公司海外业务的逐步扩大，生产、销售的国际化将考验公司在海外的市场反应效率、配件体系运行效率以及关键客户管理等方面的能力。
- 租赁业务发展对公司资金管理水平提出挑战。近年来，公司融资租赁业务的规模迅速增长，截至 2011 年 9 月底，当年该业务规模已达 63.21 亿元。融资租赁业务规模的扩大，将对公司的资金管理带来一定的挑战。

## 概 况

### 发债主体概况

广西柳工机械股份有限公司始创于1958年，前身为从上海华东钢铁建筑厂部分搬迁到柳州而创建的“柳州工程机械厂”，公司于1993年在深交所上市，为中国工程机械行业以及广西壮族自治区第一家上市公司。2008年，公司发行8亿元可转换公司债券，该可转换债券于2009年6月22日之前完成转股并停止交易，2009年6月30日摘牌。经公司董事会第六届四次会议和公司2010年第二次临时股东大会审议通过，公司于2010年底非公开定向发行30亿元A股股票，扣除发行费用后实际募集资金净额为296,660.52万元。非公开定向发行后，公司总股本增加至7.50亿元，公司第一大股东广西柳工集团有限公司持有公司34.86%的股权。2011年5月，公司通过股东大会决议按每10股转增5股进行资本公积金转增股本，转增后公司总股本增至11.25亿元，公司第一大股东广西柳工集团有限公司持有公司34.86%的股权。

公司总部位于广西柳州，在中国建有9大制造基地，分别位于柳州、上海、天津、镇江、江阴、蚌埠、常州等地。2008年，公司在印度投资建设第一个海外研发制造基地。公司主要从事工程机械的生产、销售以及售后服务。主要产品包括轮式装载机、履带式液压挖掘机、路面机械（压路机、平地机、摊铺机、铣刨机等）、小型工程机械（滑移装载机、挖掘装载机等）、叉车、起重机、推土机、混凝土机械等。公司先后在澳大利亚、印度、美国、南美、欧洲设立子公司和营销公司，产品市场遍及八十多个国家和地区，建成了全球化的销售体系，通过全球277家代理经销商提供工程机械产品的营销、服务、配件、行业信息等。

截至2010年底，公司总资产为185.95亿元，所有者权益合计为84.65亿元，资产负债率及总资本化比率分别为54.48%和39.38%。2010年，公司实现营业收入153.66亿元，净利润15.49亿元，经营活动净现金流6.87亿元。截至2011年9月30日，公司总资产为218.39亿元，所有者权益合计为92.72亿元，资产负债率及总资本化比率分别为57.55%和46.42%。

2011年前三季度，公司实现营业收入142.91亿元，净利润12.28亿元，经营活动净现金流-23.19亿元。

### 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券品种	公司债券
发行总额	不超过人民币 13 亿元
品种及期限	本次债券的期限不超过 10 年，可以为单一品种或数个不同的品种；本次债券的具体品种、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	本次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	本次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
担保人	广西柳工集团有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
募集资金用途	拟用不少于 9.8 亿元偿还银行借款，剩余部分用于补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

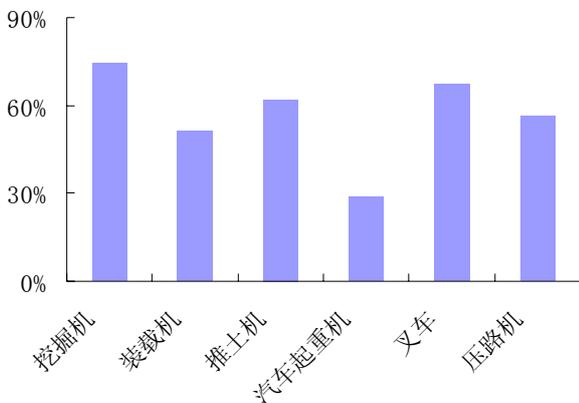
### 行业概况

工程机械行业属于装备制造业，是国家重点鼓励发展的行业之一，工程机械产品主要用于民用建筑、铁路、公路、能源、机场、港口和水利水电等基础设施建设，其市场需求直接受固定资产投资规模和工程项目量影响。

受金融危机的冲击，2008年以来全球市场工程机械产品销售量约为85万台，同比减少15%；实现销售额877亿美元，同比下降11%。受国外大量建设项目削减，在建项目推后或停工的影响，2009年国际工程机械市场进一步萎缩，这影响了中国工程机械产品的出口销售。海关统计数据 displays，2009年中国工程机械行业进出口贸易总额为128.6亿美元，同比减少33.9%。2010年，各国应对金融危机采取的相关措施的效果开始显现，全球经济有所回暖，带动了我国工程机械出口的增长。2010年中国工程机械行业进出口呈现恢复性增长态势，据中国工程机械协会的统计数据，2010年中国工程机械进口金额为84亿美元，同比增长63.2%。

国内市场方面，在城市化、工业化进程持续推进、基础设施建设大幅增长的共同带动下，中国全社会固定资产投资规模逐年增加。根据国家统计局统计，2008~2010年中国全社会固定资产投资规模分别为172,291亿元、224,846亿元、278,140亿元，增长率均在20%以上。固定资产投资的高位运行带动了国内工程机械设备的消费。据中国工程机械工业协会统计，2009年中国工程机械行业销售收入为3,157亿元，同比增加13.85%。2010年，工程机械的主要产品销量大幅增加，带动全行业销售收入超过4,000亿元，增长幅度超过30%。

图 1：2010 年中国工程机械主要产品销量同比增幅



资料来源：《今日工程机械》，中诚信证评整理

进入2011年，由于国家出台更为严厉的房地产调控政策、实行紧缩的货币政策以及固定资产投资规模有所下滑，工程机械行业的高速增长态势明显回落。尤其进入2011年下半年，部分核心产品进入负增长，截至2011年11月，根据工程机械行业销售数据公布，除装载机之外，挖掘机、推土机、压路机以及起重机等销售数据均延续负增长，行业景气度有所下滑。

此外，在消费需求的带动下，外资企业纷纷来华抢占市场，主要是生产商均将产品延伸到全系类产品，这显著增加了行业的竞争程度。尽管中国已成为全球工程机械制造大国，但中国本土制造商在关键技术、核心零部件供给等方面与国际生产商仍有一定的差距，这限制了本土制造商的整体盈利水平。

目前，中国工程机械制造行业形成了国有、外资、民企三足鼎立的格局。其中，国外生产商在高端产品上拥有明显的竞争优势，产品附加值

较高。国内生产商主要集中在中低端产品，而中低端产品生产商较多，行业集中度不高，前20家主要企业的销售额约占工程机械行业总产值的一半左右，国内较大的生产商包括徐工、中联重科、柳工、三一。2009年，中国工程机械产品品种、数量过剩率约为20%，而且基本集中在中低端产品，产品同质化比较严重，而高端产品则供给不足。

中诚信证评认为，未来随着行业竞争的持续，拥有技术、资金、品牌以及销售网络优势的公司将在行业竞争中处于有利的竞争地位。

### 行业政策

2006年，《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》的出台，推动了中国装备制造业的快速发展，中国重大技术装备自主化水平显著提高，国际竞争力有所增强，行业技术水平不断提高。

为应对金融危机的挑战，同时为促进中国产业结构升级，国务院于2009年5月出台了《装备制造业调整和振兴规划》，为装备制造行业的整体发展制定了较为具体目标，对行业的发展起到了促进作用。规划提出，要将国产装备国内市场满足率稳定在70%左右，巩固出口产品竞争优势，提高行业的基础配套水平，使通用零部件基本满足国内市场需求，关键自动化测控部件填补国内空白，特种原材料实现重点突破。要基本掌握关键部件等的核心技术。同时，要在发挥增值税转型政策、调整税收优惠政策、推进企业兼并重组、支持装备产品出口等方面推动装备制造业的发展。

表 2：2005 年以来中国装备制造业相关政策

时间	发布部门	文件名称	主要内容
2005.2	发改委、科技部	国家重大技术装备研制和重大产业技术开发专项规划	从“十一五”后期开始，组织实施10项重大技术装备和10项重大产业技术项目。以国家重点建设工程为依托，集中研制一批重大技术装备；促进产业技术水平的提高，重点攻克一批共性、关键技术，带动产业结构调整和优化升级，提升产业的核心竞争力
2006.1	科技部	国家“十一五”科学技术发展规划	开发航空、航天、船舶、汽车、能源设备等行业需要的关键高精密数控机床与基础装备
2006.2	国务院	国家中长期科学和技术发展规划纲要	重点研究开发重大装备所需的关键基础件和通用部件的设计、制造和批量生产的关键技术
2006.2	国务院	国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见	重点发展16项重大技术装备和产品，包括大型发电及输电设备、加快大断面岩石掘进机等大型施工机械的研制；铁路轨道交通设备等
2006.6	国务院	国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见	系统提出了振兴装备制造业的目标、原则、主要任务等；涉及电力、化工、冶金、采掘、海洋工程、城市轨道交通等16个子行业的装备自主化
2009.5	国务院	装备制造业调整和振兴规划	制定了中国装备制造业的整体发展目标，提高国产装备国内市场满足率，巩固出口产品竞争优势，提高行业的基础配套水平。基本掌握高档数控装置、电机及驱动装置、数控机床功能部件、关键部件等的核心技术。发挥增值税转型政策，调整税收优惠政策，推进企业兼并重组，支持装备产品。
2009.12	工信部、财政部等	重大技术装备自主创新指导目录	技术创新重点围绕18大项大型装备，主要包括清洁高效发电设备、超、高压输变电成套设备、大型高精度冶金成套设备等，提升重大技术装备自主创新水平
2010.10	国务院	国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定	高端装备制造被列为战略新兴产业的重要组成部分。明确提出要重点发展航空装备，积极推进空间基础设施建设，大力发展轨道交通装备和海洋工程装备。强化基础配套能力，积极发展智能制造装备。促进物联网、云计算的研发和示范应用
2010.10	十七届五中全会	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议	强化核心关键技术研发，突破重点领域，积极有序发展新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等产业，加快形成先导性、支柱性产业，提高产业核心竞争力和经济效益。发挥国家重大科技专项的引领支撑作用，推动高技术产业做强做大
2010.10	工信部	机械基础零部件产业振兴实施方案	通过3年努力，使中国机械基础零部件制造水平得到明显提高，自主创新能力实现较大提升，产业结构不合理的局面得到改善，逐步扭转基础零部件产业发展严重滞后的被动局面

资料来源：中诚信证评整理

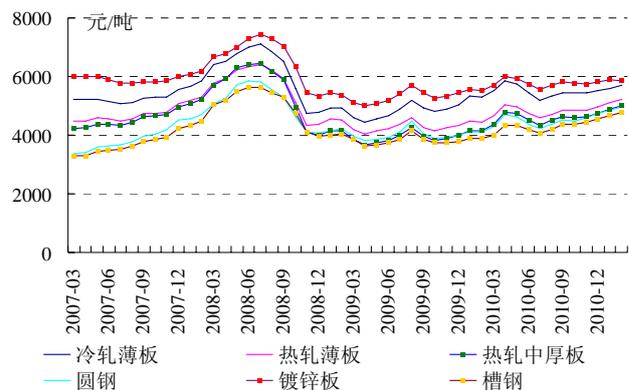
中国先后出台的支持和鼓励装备制造业发展的产业政策，对于装备制造业的发展具有深远的影响，对于提高中国装备制造企业的核心竞争力及自主创新能力，加快产业结构调整步伐，促进转型升级和平稳健康发展发挥了重要作用。

## 行业关注

### 钢材价格波动

钢材是工程机械产品的主要原材料之一，根据国家统计局，钢材成本占工程机械企业总成本的22.5%，如果算上以钢材为原材料的主要配套件，这一比例将达到70%~80%。因此，工程机械行业对钢材价格变动敏感度高。

图 2：近年来中国主要钢材价格



资料来源：中诚信证评整理

本轮金融危机之后，在铁矿石价格上调的推动下，钢材价格持续上涨，这对工程机械制造企业的成本控制带来一定的挑战。长期来看，成本变动将直接考验工程制造企业的盈利水平，或将影响整个行业的竞争格局。

### 关键零部件依赖进口

目前中国工程机械基础零部件生产企业以中小企业为主，这些企业的科研开发力量薄弱，大部分产品技术含量低，使得中国工程机械零部件配套生产难以满足整机制造的要求，尤其在高端发动机、液压元件、电控系统等关键配套件方面，目前主要依靠进口。这对中国工程机械制造商的生产经营的稳定性、售后服务的高效性带来了影响。

近年来，由于全球性原材料涨价，中国的工程机械行业企业受到上游成本转嫁的成本压力。关键零部件供应价格的上升，使得相当一部分行业利润被进口零部件供应商获得。因此，发展关键零部件核心技术已成为很多企业共识。随着行业的不断发展，越来越多的工程机械制造商开始注重零部件尤其是关键零部件的自造，以保障其自身的竞争优势。在振兴装备制造业三年规划纲要中，中国政府明确提出要提高零部件的自主研发水平，组织实施关键零部件的制造和研发。此外，中国政府工作报告也把关键核心技术自主化研发体系作为振兴我国装备制造业的重要目标。

### 出口波动风险

工程机械行业的生产具有多品种、小批量、技术密集、劳动密集的特点，很多产品不能实现流水线生产，因此中国企业具有一定的劳动力成本优势，产品价格可比国外产品低20%~40%。随着中国工程机械企业研发力度的加强，以及配套服务的进一步完善，整机产品以及高端产品的出口比重将逐步提高。

受金融危机的影响，国外经济普遍经历了一段低迷时期，严重影响了中国工程机械产品的出口销售。2010年，随着各国经济的起暖回升，工程机械产品出口量稳步回升。随着中国企业海外销售比重的不断增加，国外市场的需求变动对行业的影响将逐步增加。此外，工程机械产品的出口还面临着知识产权、汇率波动、销售模式以及本土化等一系列风险。

## 竞争实力

### 完善的产品制造、零部件供应及售后服务体系

公司是工程机械行业中少有的能够提供整机生产、零部件供应、售后服务、融资租赁以及设备再制造的工程机械产品供应商。

通过多年的发展，公司生产规模不断扩大，截至2011年9月底，公司已形成了11.35万余台的整机生产能力。产品种类不断丰富，形成了以装载机、挖掘机、起重机为核心业务，以推土机、叉车等为培育业务，以压路机、平地机等为潜在业务的业务结构。多层次的产品结构增强了公司对下游需求的覆盖能力，有助于公司整体规模优势的发挥。

目前，中国工程机械的零部件供应，特别是关键零部件供应成为行业发展的“瓶颈”之一。而零部件自制率高的企业在盈利水平，售后服务等方面将具有更强的竞争优势。柳工股份在产能规模增长的同时，注重零部件的自主开发工作。目前，公司装载机的零部件自制率已达到77.5%；2010年，公司获得起重机底盘生产许可资质，起重机TC系列产品的零部件自制率可达到60%左右。此外，柳工工程机械液压元件研发制造基地项目的实施，将大力提升公司液压元件的研发制造水平以及主机产品的技术水平，进一步降低主机制造成本。随着公司研发工作的推进，挖掘机、压路机等产品的零部件自制率也将有望继续提升，产品自制率的提升将有助于公司提升盈利水平，增强产品竞争力。

在提供整机及零部件的同时，公司注重售后服务体系的完善。柳工股份建立了以客户为中心的核心价值理念，注重产品和服务品质的提升，旨在为客户提供全方位的服务。公司在北美、欧洲、印度和澳洲建立四个零部件和服务中心，在全球40个国家建立了售后服务和配件供应系统，服务网络覆盖100余个国家和地区，能够根据客户需求派出区域服务团队，整体覆盖率达到62%。

### 突出的市场竞争优势

作为中国工程机械行业中的龙头公司，柳工股份建成了覆盖全球的销售网络，公司产品覆盖了全球100多个国家及地区。截至2011年9月30日，公

司在全球共有277家经销商，其中，国内经销商144家、国外经销商133家。全球布局的销售网络为公司走向国际市场、提升规模奠定了基础。

从国内市场看，公司主导产品具有很高的市场认可度。近两年公司装载机、压路机以及起重机在中国市场的占有率均处于行业前3名，其中装载机销售收入连续3年位列行业第1名，“柳工”牌装载机也多次荣获“中国名牌产品”称号。

**表 3：2008~2010 年公司主要产品市场占有率**

	2008	2009	2010
装载机	19.9%	22.6%	20.34%
挖掘机	4.0%	3.5%	3.81%
压路机	10.1%	11.6%	12.00%
起重机	--	4.77%	6.08%

资料来源：公司提供

公司在保持国内优势竞争地位的同时，凭借高性价比的产品以及业已形成的国际销售网络积极拓展海外市场。2010年，公司在国际市场的整机销售达到5,600多台，装载机、挖掘机的出口量均居行业第1名，公司的装载机在印度和巴西，压路机在越南的销售规模不断扩大。今后，公司计划通过几年的努力在东南亚地区建成第二本土市场，以此推动公司参与全球工程机械行业的竞争。

## 行业领先的研发实力

公司拥有国内同行业先进的制造技术和最强的技术研发力量，其产品研发部门被评定为国家级企业技术中心，并建成了博士后工作站。2010年，以公司为依托单位的“国家土方机械工程技术研究中心”列入2010年国家工程技术研究中心组建项目计划，公司将建成土方机械行业唯一一个国家级研究中心。

近年来，柳工完成了国家及广西技术创新项目32项；国家863项目4项；国家火炬计划项目7项；国家级重点新产品7个；中国名牌产品1个，开发土方机械主机新产品80多个。2011年，公司完成新产品开发62个，当年获得专利授权111项，公司累计获得专利授权306项。公司还参加由中国国家标准化管理委员会主持的国家标准制修订项目22项，并形成标准报批稿、国家标准发布技术标准15个，完成国家863项目1项、2010年国家重大科技成果转化项目1项，省级科研项目6项，省级创新项目6项共有

13个产品及项目通过省级鉴定。

为支撑公司的研发水平，近年来公司的研发投入不断增加，使得公司的研发基础设施、研发能力在行业中均处于领先水平。2011年公司研发投入71,556万元，占主营业务收入比重为4.02%，较高比例的研发投入成为公司维持其核心优势的重要保障。公司拥有功能较全的工程机械产品实验室，先进的研发流程，具有国内先进的技术开发手段，拥有先进的研发平台、强大的CAD应用网络，在产品开发中应用了各种三维设计/分析/仿真软件、二维工程绘图软件、工艺编制软件、专业分析仿真软件以及产品数据管理软件。

**表 4：2008~2011 年公司科研投入及科研成果统计**

	2008	2009	2010	2011
研发投入 (万元)	39,791	39,468	61,690	71,566
经济效益 (万元)	220,176	269,956	360,163	390,400
新产品开发数 (个)	27	34	73	62
授权专利数 (件)	25	39	45	111
科技成果数 (个)	5	8	6	8

资料来源：公司提供

产品开发方面，公司从1966年研制成功中国第一台轮式装载机以来，先后研制出了中国第二代及第三代装载机产品，以及一系列代表中国先进技术的产品系列。公司生产的高原型装载机ZLG50G获2004年国家科技进步二等奖。目前，公司主要产品在可靠性、机电液讯一体化、人机工程技术、工程机械核心部件发展等方面达到国内领先水平，为公司整机产品技术水平的提高奠定了基础。在保持国内技术领先的同时，公司具备了参与全球竞争的實力。由于中国从2010年10月1日开始，对非道路移动机械用柴油机排气污染物执行国II排放标准。为适应法规要求，公司从2010年7月开始对全线产品进行升级。针对发展中国家市场及发达国家市场，公司装载机、挖掘机、叉车、推土机、压路机和小型机产品线相继开发了满足Tier2、Tier3排放法规要求的机型。此外，公司还开展了对Tier4及欧盟排放法规的研究工作。

表 5: 公司生产的标志性产品

年份	产品	市场地位
1966	Z450 装载机	奠定中国装载机的发展基础
1971	ZL 系列装载机	奠定中国 ZL 装载机的基型
1988	ZL40B、ZL50C	中国第二代装载机的代表
1999	ZL100	中国最大吨位的装载机
1998	ZL50G	中国第三代装载机
2001	ZLG50G	世界第一台高原型装载机
2004	CLG856II	中国第一台最低排放的装载机
2008	CLG899III	中国最大、世界第三的大型装载机

资料来源: 公司提供

关键元器件技术开发方面, 绿色2号变频器的投入生产标志着柳工控制器日趋成熟, 使公司装载机向节能高效的方向又迈进了一步。同时, 其底层技术的通用性实现技术延伸后, 将支撑公司12条产品线对控制器提出的开发要求。

在推动产品及零部件研发的同时, 公司还不断推进产品认证工作。截至2010年底, 公司共有6条产品线22个产品拥有有效进入欧盟贸易区的CE认证证书; 5条产品线60个产品拥有有效进入俄罗斯市场的GOST认证证书; 1个产品拥有有效的进入美国及加拿大市场的UL认证证书。

## 业务运营

公司主营业务为工程机械产品的制造、销售以及零部件配套供应, 主要产品包括装载机、挖掘机、起重机、压路机、叉车等十余种产品。截至 2011 年 9 月底, 公司在中国拥有有 9 大制造基地, 分别位于柳州、上海、天津、镇江、江阴、蚌埠、常州等地, 整机产能达到 11.35 万台。

表 6: 公司主要产品产能、产量情况

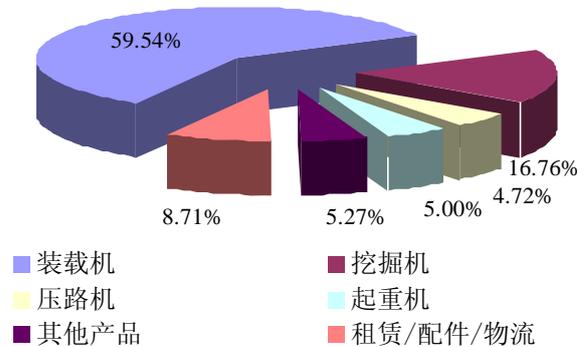
产品	产能 (台)	2010 年产量 (台)	主要零部件自制率 (%)
装载机	67,000	41,614	77.5%
挖掘机	17,000	6,297	20%
压路机	4,500	3,242	25%
起重机	5,000	2,282	10%
推土机、叉车、平地机、摊铺机、铣刨机、滑移装载机、挖掘装载机等其他产品	20,000	8,500	叉车/平摊铣(30%); 推土机(25%); 滑移/两头忙(17%)
合计	113,500	61,935	-

资料来源: 公司提供

2010 年, 公司生产整机 6.19 万台, 同比增长 57.17%; 销售整机 5.65 万台, 同比增长 45.14%。

2010 年全年公司实现营业收入 153.66 亿元, 同比增长 50.90%。截至 2011 年 9 月 30 日, 公司共生产整机 4.77 万台, 销售整机 4.96 万台, 前三季度实现营业收入 142.91 万元, 同比增长 21.62%。

图 3: 2010 年公司收入构成



资料来源: 公司提供

## 装载机

公司的装载机产品为其传统产品, 采用全自动化焊接生产线, 产品寿命长、可靠性和稳定性高。自1966年10月1日试制成功中国第一台轮式装载机 Z435 以来, 公司已自主研发了三代轮式装载机。公司拥有国内最完整的产品系列, 涵盖 1.6t~10t 各规格十余个产品型号, 产品质量、研发水平均处于行业领先水平, 主要零部件自制率可达 77.5%, 除发动机外其余零部件基本均可以自制。

公司主要生产长轴距的重载产品, 以 6~12t 的大型机为主, 2010 年公司共生产装载机 41,614 台, 同比增长 41.96%。考虑到轻载市场容量较大, 发展空间广阔, 公司通过 855N 新产品进军轻载市场, 抢占市场份额。凭借较强的技术研发实力, 以及优良的产品性能, 公司装载机产品的销售价格高于国内其它同类产品。

为提高装载机产品的市场竞争力, 公司根据各目标市场的排放要求的差异生产不同类型的产品。其中, 公司拥有 1 条年产 6,000 台的装配生产线专门生产适合欧 III 排放标准的产品, 出口欧美市场; 针对中国国 II 排放标准, 公司主要立足于提供产品的综合性价比, 完善售后服务。未来, 根据公司“十二五”规划, 到 2015 年装载机产能将达到 75,000 台左右, 另外还将通过收购兼并方式增加 16,000 台左右的产能, 使公司装载机产能达到 90,000 台左右, 国内市场占有率从 2010 年的 20.34% 提高至 35%, 其

中大型机年产能达到10,000台，大型机国内市场占有率达到56%左右。

总体而言，公司在装载机行业的整体竞争优势突出，技术研发优势明显，产品竞争实力强。未来，公司装载机业务发展前景向好，市场份额有望进一步提高。

### 挖掘机

相比于装载机，挖掘机产品的附加值更高，但技术要求更强。自2001年开始，公司开始批量生产挖掘机产品，正式进军该市场领域。通过多年的技术研发和市场运作，公司的挖掘机业务快速增长。截至2011年9月30日，公司已形成挖掘机产能17,000台，预计到2012年产能将进一步增至30,000台，这将有助于提升公司在挖掘机市场的份额，带动公司规模及盈利水平的增长。

公司生产的全新一代智能型液压挖掘机具有操作灵活、产品效率高、液压系统高效、发动机环保低耗等优点，且产品性价比较高，可部分替代进口品牌，具有较强的竞争优势。截至2010年底，公司挖掘机产品市场占有率3.81%，销量排名行业第11位。

为保障产品性能，公司挖掘机生产从全球采购核心零部件，其余零部件自行生产，然后进行整机组装、调试。目前，公司挖掘机产品的整体性能在中国内资品牌中处于领先地位，略高于韩国品牌的水平。

由于挖掘机制造技术含量较高，液压件等核心零部件的自制率成为影响国内挖掘机生产商盈利水平的重要因素。为解决核心零部件的自给问题，公司已开始建造柳工工程机械液压元件研发制造基地项目，主要解决挖掘机产品所需高端液压件的自主研发制造工作。该项目2015年建成投产后，将大大降低公司挖掘机生产对日本进口液压件的依赖，提高核心零部件的自制率以及公司的盈利水平。

### 其他工程机械

除公司主导产品装载机和挖掘机外，公司在起重机产品的研发、生产方面取得了重大突破。2010年，公司下属安徽柳工起重机有限公司获得了起重

机底盘生产许可资质，这标志着公司成为中国重要的起重机供应商之一。2010年，公司起重机产品的市场占有率为6.08%，位列行业第3名。根据公司规划，到“十二五”末，公司的起重业务将形成10,000台的产能规模，收入规模达到100亿元。未来几年，起重业务将成为公司新的盈利增长点。

叉车是公司重点投入的产品之一，2010年公司叉车销量为5,300台。目前，公司正积极推动万台叉车建设项目，该项目一期于2008年建成投产。全部工程投产后，公司的叉车产能将达到30,000台。目前，公司的产品以普通叉车为主，今后公司将在产能提升的同时，提升叉车产品的档次，向专业大型化港口用叉车方向发展。

此外，公司的产品还包括推土机产品、压路机、平地机等产品。而2011年公司还通过收购和对外投资等方式进行了新产品市场拓展和产业链延伸，公司收购北京首钢重型汽车制造股份有限公司42%股权，切入矿用车领域；公司还与康明斯合资设立广西康明斯工业动力有限公司，持股比例50%，主要旨在生产满足非公路II阶段和III阶段排放标准的中马力柴油发动机。

整体看，公司工程机械产品结构较为丰富，核心产品业务及潜在产品业务共同发展，能够较为全面地覆盖客户的主要需求，有利于公司业务的平稳发展。

### 原料供应

公司采购的零部件及原材料主要包括发动机、钢材和液压件等。为提高采购效率，降低采购成本，公司采用大宗商品本部统一采购与其他零部件由下属公司自行采购的采购模式。其中，发动机、轮胎、油漆油料，液压件、钢材等大宗商品由总部统一采购。

表7：2008-2011年第三季度母公司主要原材料采购情况

单位：万吨、万台、万套、万件、亿元

种类	2008		2009		2010		2011.1~9	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
钢材	11.33	5.17	12.98	5.04	16.36	7.36	8.49	5.99
柴油机	2.61	9.44	2.90	9.90	3.48	12.40	2.49	9.34
轮胎	10.05	3.99	10.35	3.78	13.30	5.21	9.61	6.34
传动轴	4.04	0.25	3.80	0.19	5.31	0.28	3.50	0.17
液压阀	4.07	0.44	3.84	0.35	6.02	0.55	52.75	1.30
其他	-	30.17	-	23.07	-	39.37	-	49.86

资料来源：公司提供

发动机采购方面，公司与康明斯和潍柴建立了战略合作伙伴关系，通过签署长期供货合同保障公司发动机供应的稳定性，实现成本的有效控制。公司与潍柴的合同期为5年，前3年价格锁定，到期后再商议长期价格。中诚信证评认为，公司签订的长期采购合同保证了核心部件的产品供应，且部分锁定价格可有效降低原材料价格波动产生的成本波动风险。此外，公司与康明斯合资成立子公司生产柴油发动机也为公司未来实现内部采购，产业链的延伸和成本及采购渠道的控制能力提升起到贡献左右，而核心零部件的自行生产也可提升公司相应产品的盈利空间和产品竞争能力。

公司的钢材采购主要为中厚板，钢材主要采购自湘钢、武钢及柳钢等钢铁公司。为降低采购成本，公司借助钢材经销商柳州市禾田商贸有限公司的资源进行统一采购；采购付款方面，由于钢厂对采购资金支付要求较高，公司与柳州市禾田商贸有限公司直接结算，缩短预付款，减少了采购钢材的资金占用。

液压件采购方面，由于中国的液压件供应基本由日本生产商垄断，该产品议价空间较为有限。目前，公司液压件供应商主要为日本川崎精工等。未来，随着公司液压元件项目建成投产，公司对进口液压件的依赖程度将大幅降低，成本优势将有所增强。

为保证公司采购原材料的质量，公司建立了有效的供应商管理系统，定期对供应商选择、等级评定、询价议价等方面进行审核，并制定一系列考察指标，如成本、交货准时率、产品质量等以控制公

司采购环节的主要风险。

## 产品销售

公司各类产品销售均由营销事业部负责，包括国内营销事业部和国际营销事业部，分别负责中国和海外市场的产品销售以及售后服务。销售方式上，公司采取分产品代理制的模式进行各类产品的销售。

公司建成了覆盖全球主要经济体的营销网络，截至2011年9月30日，公司共有代理商277家，其中中国国内代理商144家，主要包括广西千里通、济南永安和四川同创等，其余133家为海外代理商。公司建立了以专营公司为导向的经销渠道，并且鼓励经销商建立各产品线的专营公司，凭借专营公司的优势快速、准确的响应、满足客户需求，赢得竞争优势，占领市场；对条件不成熟的经销商或产品线，要求成立产品线的专职机构，逐步向专营公司转变。鼓励经销商进一步增设网点，覆盖空白区域，提高市场参与，充分了解客户信息，为客户提供便利、快捷、增值的服务，以进一步提升客户满意度。

受益于良好的品牌效应、较高的市场认可度以及完善的营销网络，公司在产能的不断扩张过程中实现了良好的销售业绩。近年来，公司主要产品的销售规模不断增长。2010年，公司装载机、挖掘机分别销售3.85万台以及0.56万台，分别同比增加32.10%和86.38%，带动了公司营业收入的增长。截至2011年9月30日，公司装载机、挖掘机分别销售3.25万台以及0.60万台，分别同比增加7.00%和45.70%，增速略有放缓。未来随着挖掘机产能的不断释放，加之起重机生产规模的不断扩大，公司销售规模还将不断提升。公司主要产品的稳定性好，工作效率较高，其市场售价一般高于其他国产品牌。

表8：公司2008~2011年3季度主要产品销量及销售收入

单位：千台、亿元

产品	2008		2009		2010		2011.1~9	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
装载机	28.92	64.02	29.16	66.10	38.52	91.49	32.46	79.50
挖掘机	2.58	11.74	3.00	13.40	5.60	25.76	5.97	28.26
压路机	1.05	2.43	1.89	4.44	3.07	7.25	1.87	4.55
起重机	0.80	2.80	1.31	4.87	2.15	7.69	1.29	4.48
其他产品	3.02	4.20	3.56	4.18	7.17	8.09	7.99	8.88
<b>合计</b>	<b>36.38</b>	<b>85.19</b>	<b>38.93</b>	<b>92.98</b>	<b>56.50</b>	<b>140.28</b>	<b>49.58</b>	<b>125.68</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前，公司的销售仍以国内销售为主，2010年公司国内销售收入占主营业务收入的91.42%。未来，公司将逐步拓展海外销售规模以及收入占比。从国内销售区域看，公司产品销售主要集中在沿海地区，其次是北部地区。为适应国内不断变化的市场环境，公司实行较为灵活的销售策略，深入了解市场，通过“一地一策”和事件营销的方式确保公司营销竞争策略的多样性与适应性以赢得客户和市场。海外销售方面，目前，公司拥有海外子公司10个、经销商133家，其中包含亚洲42家、欧洲17家、拉美17家、北美18家、中东16家、非洲12家和澳洲11家，经销商可覆盖全球100余个国家和地区。中诚信证评认为，公司的销售网络覆盖了全球主要目标市场，基本可实现就近销售、服务及后续维修服务网络的覆盖，具有一定的渠道资源优势，公司未来将大力拓展海外市场，2015年海外市场的销售占比将达到20%左右。同时我们也关注到，公司全球布局的逐步推进将对其在市场细分服务能力、区域发展判断力、供应商的管理能力以及技术服务配套能力等方面提出更高要求。

为更好地满足下游需求，拓展公司的销售规模和销售形式，公司成立了中恒国际租赁有限公司，与公司主要经销商合作从事工程机械产品的融资租赁业务。近年来，该业务规模增长迅速，截至2011年9月底，公司融资租赁业务规模已达63.21亿元。未来，随着该业务规模的不断扩大，将给公司带来新的盈利增长点。但同时我们也关注到，融资租赁业务的开展，将对公司的资金管理以及对外融资能力带来一定的挑战，我们将对此保持关注。

表9：2008~2011年3季度公司融资租赁情况

单位：万元

年度	规模	资金融入方
2008	2,266.50	广西千里通机械设备有限公司、陕西柳工机械有限责任公司等
2009	192,801.75	广西千里通机械设备有限公司、陕西柳工机械有限责任公司等
2010	581,774.91	广西千里通机械设备有限公司、陕西柳工机械有限责任公司等
2011.1~9	632,175.71	安徽华柳柳工工程机械销售服务有限公司、广西千里通机械设备有限公司等

资料来源：公司提供

设备再制造业务方面，公司积极响应国家环保、节能、资源回收利用政策，结合自身的技术水平和研发能力，积极推动资源节约、资源循环利用的工作，根据行业形势和下游需求开展设备再制造业务。目前，公司已取得中国再制造企业资质（目前国内取得相应资质的企业共18家），该业务未来的发展前景良好。

## 公司战略

公司专注于工程机械制造业务，立足于自主创新，以技术研发为主要手段，不断提升产品的技术含量、核心零部件的自制率，优化产品性能。公司以装载机、挖掘机、起重机为核心业务，培育叉车、推土机等业务，沿着价值链体系加速发展融资租赁、配件服务和再制造等业务，形成提供综合性产品和服务的能力，同时立足于中国本土市场，围绕印度、拉美、东欧和东南亚市场，打造第二本土市场；盈利新兴市场，探路成熟市场，在世界范围内形成系统布局和运作的的能力，公司规划2015年跻身世界工程机械行业前10名，最终成为世界级工程机械企业。2011年公司完成波兰HSW的收购也

逐步完善公司的全球布局，实现海外市场的积极拓展。

为实现既定的战略目标，公司将加大技术创新的投入力度，提高新产品的竞争力。同时，公司还将提高产品质量和服务，谋求核心业务在行业中的领先地位，积极推进重大项目实施，提升制造和服务支持能力。不仅如此，公司还将以建立全员长效激励机制为契机，加快培育一支高素质员工队伍，加强关键岗位人才的招聘与培养，为公司的健康发展奠定人才基础。

近年来，公司先后投入了一批新项目，这些项目建成后有利于进一步丰富公司的产品结构，实现规模效益，特别是公司关键零部件项目的投资，有助于公司降低成本，提高综合盈利能力，控制零部件供应环节的相关风险。

表10：截至2011年9月底公司在建项目情况

单位：亿元

项目名称	项目产能	建设投资	已投资	建设期
柳工大型工程机械及关键零部件研发制造基地项目	年产装载机 10,000 台、驱动桥 101,882 台（套）、齿轮 100,289 台（套）	19.76	1.43	2011~2016
年产 10,000 台工程机械项目	挖掘机 10,000 台	10.92	3.97	2010~2015
大吨位汽车、履带起重机项目	5,000 台中大吨位汽车起重机、履带起重机	5.31	3.79	2009~2014
柳工工程机械液压元件研发制造基地项目	工程机械液压元件 59.3 万套（件）	10.18	2.08	2010~2015
柳工北部工程机械研发制造基地项目	装载机 5,000 台，推土机 3,000 台	6.60	4.69	2008~2013

资料来源：公司提供

为配合公司战略实施，“十二五”期间，公司每年将有一定规模的资本支出，我们认为，如果相关支出能够较好地配合公司战略的实施，相关资本支出相对于公司收入和盈利水平而言，仍处于可控水平。

表11：未来几年公司资本支出规划

单位：亿元

2012E	2013E	2014E	2015E	合计
32.89	23.52	23.32	12.46	129.70

资料来源：公司提供

## 公司治理

### 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等法律、法规的要求，建立了由股东会、董事会及其下属专业委员会、监事会和经理层构成公司治理结构。相关部门相互制衡，能够有效保障良好的公司治理水平。

公司在董事会预算与审计委员会下设立了审计部，专门负责对公司及控股子公司的经营活动和内部控制进行独立的审计监督。此外，2010年4月公司经理层成立了审计监察部，进一步加强了公司在内部审计、内部控制以及对风险的管理和监察。

### 内部管理

公司的内部管理主要由公司总裁、副总裁等高管及其分管的总部部门和事业部构成。在事业部下设控股子公司，控股子公司受事业部的直接管理，受总部业务部门指导，形成矩阵式管理平台。公司经理层对内部控制制度的制定和有效执行负责，通过指挥、协调、管理、监督各职能部门和子公司行使经营管理权力，管理公司日常事务，保证公司的正常经营运转。

对控股子公司的管理方面，公司制定了《控股子公司管理制度》、《资产管理内控制度》、《控股子公司法律事务管理办法》、《资金管理流程》等相关制度，通过向控股子公司委派董事及推荐主要高级管理人员、向控股子公司外派财务总监、制订相关管理制度、总部职能部门向对应控股子公司的对口部门进行专业指导、监督及支持等方面，对子公司进行财务、人力资源、法律风险、以及信息管理等方面的控制和管理。

对外投资管理方面，公司制定了《对外投资内部控制制度》，对投资的职责分工与授权批准、决策程序与实施、监督与检查进行了明确具体的规定。为了加强公司投资管理、规范公司投资行为，公司制定了《公司重大投资法律风险管理办法》，对公司重大投资的管理部门及职责、授权与控制、监控与信息披露、法律风险管理的一般规定和特殊规定等做了明确具体的规定；建立有效的对外投资

法律风险约束机制。旨在规范公司投资项目管理，监控项目实施，提高投资效率和效果，降低投资风险，保证资金运营的安全性和收益性，建立有效的对外投资风险约束机制。公司提出了以提升核心能力、优化产品结构、促进新业务发展、加速国际化进程为对外投资的业务重点，并通过围绕人才队伍建设及完善投资管理流程体系两条主线，建立严谨、高效的资本运作体系。

对外担保管理方面，公司制定了《年度融资担保申请和审批流程》、《子公司日常融资担保流程》、《贷款审批流程》等规定，由财务部负责对子公司融资担保进行监控。各子公司根据年度预算，提交融资担保议案交公司财务部评审通过后，按流程逐级审批，董事会审议、投票表决通过后下发决议。公司要求各子公司实际融资需要担保的额度控制在决议规定的额度范围内，并定期向财务部汇报相关进度，财务部汇总并对比融资担保额，并将担保额度监控表报送董事会秘书处备案，对于剩余不足 50 万元的额度，公司财务部通过邮件或电话方式加以提醒子公司。

整体看，公司治理结构完善，董事会、监事会及管理层日常运作规范，能够控制公司生产、经营等主要环节的相关风险。

## 财务分析

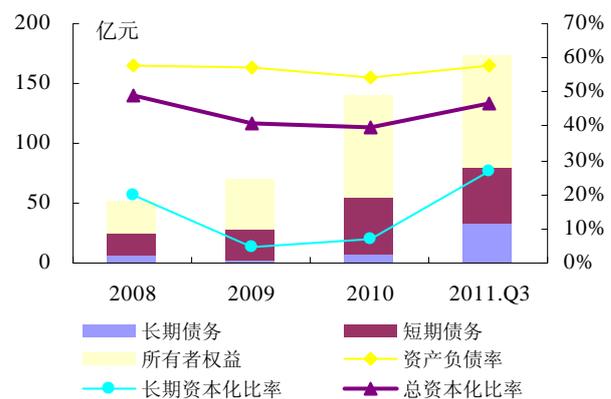
以下财务分析基于公司提供的经深圳鹏城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留审计意见的 2008~2010 年财务报告，以及未经审计的 2011 年第三季度报告。所有财务数据均为合并报表口径。

### 资本结构

近年来，公司主营业务快速增长，带动了公司资产规模的不断增加，同时 2008 年及 2011 年公司发行分别发行规模为 8 亿元可转换公司债券和 20 亿元的公司债券；2010 年底，公司非公开发行 30 亿元 A 股，显著增加了公司的资本实力和资产规模。截至 2011 年 9 月 30 日，公司总资产为 218.39 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为 92.72 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 57.55% 和

46.42%。目前，公司资本结构稳健，财务弹性很好。但同时我们也关注到，若本次 13 亿元公司债券二期成功发行，将在一定程度上增加公司的债务规模，以 2011 年 3 季度末的数据做静态模拟测算，假设 9.8 亿元用于偿还银行借款，3.2 亿元用于补充流动资金，不考虑发行费用，公司债务将增加 3.2 亿元，资产负债率和总资本化比率将分别增加至 58.16% 和 47.39%。

图 4：2008~2011 年 3 季度公司资本结构



资料来源：公司定期报告

从债务结构看，随着公司 20 亿元公司债券的顺利发行，其债务结构有明显改善，截至 2011 年 9 月 30 日，公司总债务规模为 80.33 亿元，其中短期债务为 46.51 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）降至 1.38。若二期公司债券成功发行，将有利于公司债务结构的进一步优化。

总体来看，目前公司债务规模适中，财务政策稳健，虽然本次债券的发行将在一定程度上增加公司的债务规模，但公司的整体负债水平仍处于可控范围，资本结构合理。

### 盈利能力

由于近年国家基础设施投资旺盛，对工程机械需求逐年增加，公司产品销量逐年大幅攀升，产销率始终保持在较高水平，工程机械行业保持快速发展，公司收入规模受行业整体景气度带动而保持快速增长态势，这为公司发展奠定了良好的外部环境。公司作为工程机械行业的龙头企业之一，2008、2009 和 2010 年分别实现营业收入 92.68 亿元、101.83 亿元和 153.66 亿元，其中 2010 年增长率达到 50.90%。

但中诚信证评关注到进入2011年下半年，国内外经济形势有所波动，信贷政策的持续收缩以及房地产行业的严格调控对工程机械行业的快速增长

形成一定负面影响，行业增长速度有所放缓。2011年前3季度公司实现营业收入142.91亿元，同比增长21.62%。

表 12：2008~2011.Q3 年公司营业收入及占比情况

单位：亿元

产品	2008		2009		2010		2011.Q3	
	收入	收入占比	收入	收入占比	收入	收入占比	收入	收入占比
装载机	64.02	69.07%	66.10	64.92%	91.49	59.54%	79.50	55.63%
挖掘机	11.74	12.67%	13.40	13.16%	25.76	16.76%	28.26	19.77%
压路机	2.43	2.62%	4.44	4.36%	7.25	4.72%	4.55	3.19%
起重机	2.80	3.02%	4.87	4.78%	7.69	5.00%	4.48	3.13%
其他产品	4.20	4.53%	4.18	4.10%	8.09	5.27%	8.88	6.22%
租赁/配件/物流	7.49	8.08%	8.85	8.69%	13.38	8.71%	17.24	12.06%
合计	92.68	100.00%	101.83	100.00%	153.66	100.00%	142.91	100.00%

资料来源：公司提供

毛利率方面，近年来公司主要产品的毛利率均保持了较高的水平，2010年装载机、挖掘机以及压路机产品的毛利率均超过了20%，带动公司整体毛利率同比增加了1.31个百分点至22.43%。尽管2009年以来钢材等原材料价格不断上涨，但公司畅通的销售渠道、良好的品牌形象以及有效的成本控制保证了公司盈利水平的不断提升。

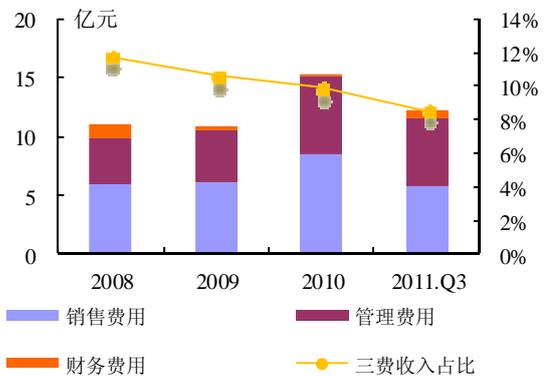
表 13：2008~2011 年 3 季度公司分产品毛利率

产品	2008	2009	2010	2011.1~9
装载机	14.56%	21.57%	24.52%	19.48%
挖掘机	23.88%	25.55%	23.29%	21.80%
压路机	12.71%	24.23%	21.40%	17.40%
起重机	6.71%	12.70%	8.62%	4.56%
其他产品	25.45%	6.39%	8.43%	6.76%

资料来源：公司定期报告

期间费用方面，公司三费以销售费用和管理费用为主，财务费用的占比很小。随着销售规模的不断扩大，公司三费规模也有所增长。2010年，三费合计为15.35亿元，同比增加41.38%。近年来，公司三费收入占比不断下降，从2008年的11.84%下降至2010年的9.99%，反映出公司良好的费用控制水平。值得一提的是，公司在债务规模不断增长的同时实现了财务费用的不断降低。

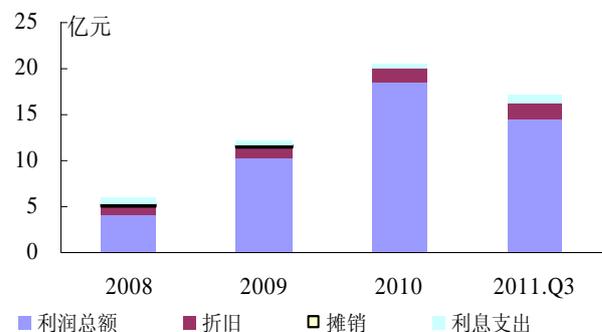
图 5：2008~2011 年 3 季度公司期间费用分析



资料来源：公司提供

获现能力方面，公司 EBITDA 主要来自利润总额，折旧和摊销的占比很小。近年来，公司利润的快速增长带动了 EBITDA 规模的增加，体现出公司良好的获现能力。2008~2010年，公司 EBITDA 分别为 5.96 亿元、12.12 亿元和 20.44 亿元。

图 6：2008~2011 年 3 季度公司 EBITDA 构成



资料来源：公司提供

总体看，近年来公司收入规模大幅度增长，与此同时，公司通过成本及费用的有效控制保证了良好的盈利水平。未来，随着公司业务规模的不断扩

大，公司的盈利能力有望继续增强。

## 偿债能力

随着业务规模的不断增加，近年来公司债务规模不断上升，但在良好的盈利水平的支撑下，公司保持了极强的偿债能力。

分指标看，由于公司利息支出不断下降，最近三年公司经营活动净现金利息倍数以及EBITDA利息倍数不断增加，2010年两者分别为17.62倍和52.46倍，体现出很高的利息覆盖水平。从现金流的角度看，2008~2010年公司经营净现金流分别为-5.83亿元、15.38亿元和6.87亿元。2010年公司经营活动净现金流明显减少主要是受存货增加的影响，这使得公司CFO/总债务指标从2009年的0.54下降至2010年的0.12。2011年由于公司销售规模扩大，且收款政策有所放宽，故应收账款规模增幅较大，经营性现金流表现不理想，各偿债指标有弱化趋势。

表 14：2008~2011 年 3 季度公司部分偿债能力指标

	2008	2009	2010	2011.Q3
短期债务(亿元)	19.22	26.43	48.83	46.51
长期债务(亿元)	6.55	1.99	6.16	33.82
总债务(亿元)	25.77	28.41	54.99	80.33
经营活动净现金流 (CFO) (亿元)	-5.83	15.38	6.87	-23.19
EBITDA (亿元)	5.96	12.12	20.44	17.11
总债务/EBITDA (X)	4.33	2.35	2.69	4.69
CFO/总债务 (X)	-0.23	0.54	0.12	-0.29
EBITDA 利息倍数 (X)	7.41	22.99	52.46	19.07
CFO 利息倍数 (X)	-7.25	29.19	17.62	-25.84

注：2011.Q3 总债务/EBITDA 及 CFO/总债务债务指标经年化；  
资料来源：公司提供

或有事项方面，截至2010年底，公司担保金额为23.59亿元，均为合并报表口径内部担保，担保余额占公司归属于母公司所有者权益的27.94%。公司无对外担保。截至2011年9月30日，公司担保金额为29.28亿元，均为合并报表口径内部担保，担保余额占公司归属于母公司所有者权益的31.66%。公司无对外担保。

备用流动性方面，公司一直与工商银行、中国银行、农业银行、交通银行、建设银行等多家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9月31日，公司共获得人民币授信额度243.00亿元，其中未使用额度为214.71亿元，外币授信额度10,000万美元，其中未使用额度为

8,500 万美元，公司具备较好的财务弹性和再融资能力。

总体来看，随着行业高速增长，公司收入水平和盈利规模均有所提升，经营效益有所增强。而公司稳健的资本结构以及较好的偿债指标反映出公司具有极强的综合实力和偿债能力。

## 担保实力

广西柳工集团有限公司是国有资产授权经营的国有独资公司，实际控制人为广西壮族自治区国资委。1958年，上海华东金属结构件厂部分分迁到柳州，组建成“柳州建筑机械制造厂”，在1958~1971年期间多次更名，1971年12月更名为“柳州工程机械厂”。1989年1月23日，根据柳州市政府柳政函（1989）3号文，成立“柳州工程机械企业集团公司”。为确立集团公司与成员企业间的产权关系，1996年，根据柳州市政府柳政发（1996）85号文和柳州市国有资产管理局柳国资字（1996）33号文，正式授权公司经营包括柳州市钢圈厂、柳州市链条厂总厂、柳州市标准件厂、柳州起重机运输机械总公司以及广西柳工机械股份有限公司等企业的国有资产，并更名为柳州工程机械（集团）有限公司。1999年7月25日，根据柳州市政府柳政办函[1999]28号文，正式更名为广西柳工集团有限公司。

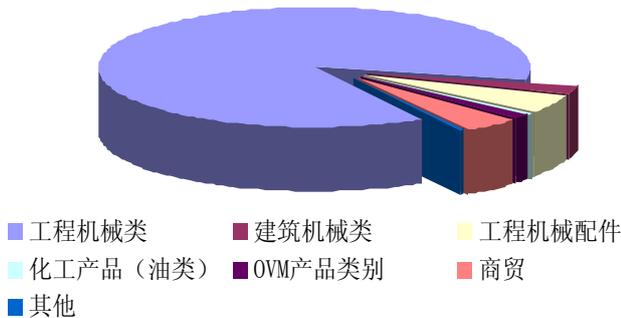
截至2010年底，柳工集团总资产230.79亿元，所有者权益（含少数股东权益）为98.57亿元；2010年，柳工集团实现营业总收入168.29亿元，净利润15.60亿元。截至2011年9月30日，柳工集团总资产275.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）为103.55亿元；2011年前三季度，柳工集团实现营业总收入167.04亿元，净利润12.20亿元。

## 业务运营

自1989年成立以来，柳工集团从过去专业生产装载机发展成为以装载机为主导，以挖掘机、路面机械为两翼，以及叉车、混凝土拖泵、泵车、砌块设备、混凝土搅拌机等相关产品业务多元化的工程机械企业集团。柳工集团的业务主要为轮式装载机、全液压履带式挖掘机、路面机械、小型工程机械、叉车、起重机、建筑机械等共计13大类产品

的研发、制造和销售，以及相应的配件销售和服务支持。其中“柳工牌”装载机是中国第一品牌、中国名牌产品，装载机产品市场份额多年持续保持国内行业第一，累计装载机全球销量超过 20 万台，销量居世界首位。

图 7：2010 年柳工集团主营收入构成



资料来源：公司提供

近年来，柳工集团借助工程机械行业和资本市场的发展机遇，通过兼并、收购、重组、合资以及新建等方式，进行业务结构调整，实现战略布局以及规模的跨越式成长，目前已经由单一主导产品为主导发展成为以工程机械为核心的多元化、多品种的业务结构。今后，柳工集团还将积极扩展业务领域，投资具有发展潜力的相关业务，整合广西壮族自治区内的相关资源，将柳工集团进一步做大做强。作为投资控股型企业，集团本部自身经营业务较少，收入和利润主要来自上市子公司柳工股份。

## 财务实力

从资本结构来看，近年随着主营业务的发展、投资规模的增加，柳工集团资产总额和所有者权益均实现高速增长，截至 2010 年底，其总资产和所有者权益分别为 230.79 亿元和 98.57 亿元，同比分别增长 103.91% 和 90.67%；资产负债率为 57.29%，同比增加 2.96 个百分点。截至 2011 年 9 月 30 日，集团总资产和所有者权益分别为 275.53 亿元和 103.55 亿元，资产负债率为 62.42%。柳工集团整体负债规模适中，财务结构稳健性。

从盈利能力来看，2008~2010 年，柳工集团营业总收入分别为 99.63 亿元、107.44 亿元和 168.29 亿元，收入规模持续大幅增加，主要受益于工程机械行业景气度较高，发展速度较快。进入 2011 年，集团收入规模继续快速增长，截至 9 月 30 日，已

实现营业总收入 167.04 亿元。毛利方面，2008~2010 年柳工集团的营业毛利率分别为 15.10%、20.68% 和 21.50%，获利空间有所提升，加之公司期间费用控制合理，整体盈利能力逐年增强。2010 年，柳工集团实现净利润 15.60 亿元，同比上年增加 81.06%。截至 2011 年 9 月 30 日，集团营业毛利率为 18.98%，略有下降，实现净利润 12.20 亿元。总体看来，柳工集团经营业绩逐年向好，随着其业务规模不断扩张，集团整体盈利能力和行业抗风险能力有望增强。

从偿债能力来看，近年来柳工集团债务规模有所增加，但偿债指标依然保持较好水平。2008~2010 年集团总债务/EBITDA 指标分别为 4.75、2.62 和 3.39，EBITDA 利息倍数分别为 6.56 倍、20.63 倍和 34.96 倍，盈利对债务利息的覆盖能力很强。

表 15：2008~2010 年柳工集团主要偿债指标

柳工集团	2008	2009	2010
总债务	28.48	31.99	71.12
EBITDA (亿元)	6.00	12.20	20.99
资产负债率 (%)	55.62	54.32	57.29
总债务/EBITDA	4.75	2.62	3.39
EBITDA 利息倍数	6.56	20.63	34.06
CFO 利息倍数	-8.01	28.51	12.13
CFO/总债务	-0.26	0.53	0.11

资料来源：公司提供

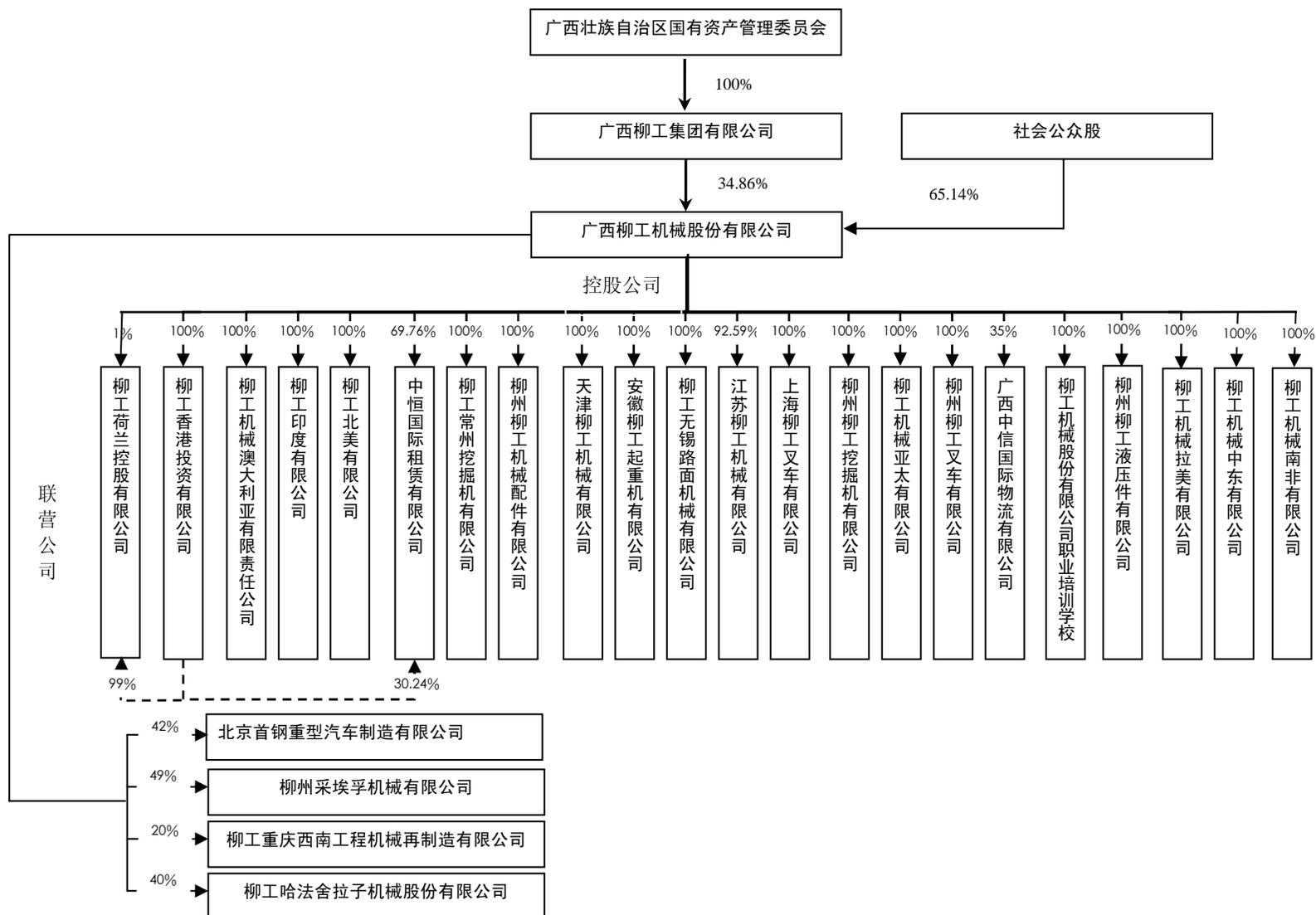
或有负债方面，截至 2010 年底柳工集团无对外担保。财务弹性方面，截至 2011 年 9 月柳工集团本部共获得银行授信 10.7 亿元，其中未使用额度 1.7 亿元。

未来几年，柳工集团将加大对外投资力度，拓展业务规模，实现其整体战略。考虑到柳工集团广西壮族自治区的重要地位以及其综合实力，中诚信证评认为柳工集团能够为本次债券的本息偿还提供有力的保障。

## 结论

中诚信证评评定广西柳工机械股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定本次拟发行的公司债券信用等级为 **AAA**。

附一：广西柳工机械股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 9 月 30 日）



**附二：广西柳工机械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.Q3
货币资金	87,908.37	199,952.86	492,162.46	296,932.46
应收账款净额	78,829.19	101,210.94	140,344.29	233,740.62
存货净额	243,687.35	222,788.10	401,346.79	477,051.70
流动资产	447,575.41	688,147.56	1,369,972.29	1,502,202.35
长期投资	10,936.93	12,056.38	15,659.25	24,895.89
固定资产合计	126,700.76	149,181.06	210,869.02	241,423.70
总资产	627,245.64	956,512.94	1,859,492.62	2,183,931.07
短期债务	192,234.03	264,276.86	488,262.49	465,119.50
长期债务	65,500.95	19,858.95	61,604.54	338,174.14
总债务(短期债务+长期债务)	257,734.98	284,135.80	549,867.03	803,293.64
总负债	362,070.89	545,732.38	1,012,987.19	1,256,777.54
所有者权益(含少数股东权益)	265,174.75	410,780.56	846,505.43	927,153.53
营业总收入	926,837.82	1,018,296.27	1,536,612.99	1,429,134.55
三费前利润	146,039.75	210,207.03	338,426.93	273,778.83
投资收益	3,728.66	-26.91	3,006.80	4,815.99
净利润	34,202.29	86,744.24	154,882.13	122,793.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	59,580.43	121,160.26	204,395.39	171,104.62
经营活动产生现金净流量	-58,300.13	153,836.53	68,653.88	-231,881.44
投资活动产生现金净流量	-57,709.94	-49,420.28	-88,924.25	-77,245.59
筹资活动产生现金净流量	161,707.79	5,602.65	314,101.04	114,816.38
现金及现金等价物净增加额	44,419.54	109,916.30	293,260.92	-195,101.23
财务指标	2008	2009	2010	2011.Q3
营业毛利率(%)	16.00	21.12	22.43	19.56
所有者权益收益率(%)	12.90	21.12	18.30	13.24
EBITDA/营业总收入(%)	6.43	11.90	13.30	11.97
速动比率(X)	0.69	0.92	1.05	1.16
经营活动净现金/总债务(X)	-0.23	0.54	0.12	-0.29
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.30	0.58	0.14	-0.50
经营活动净现金/利息支出(X)	-7.25	29.19	17.62	-25.84
EBITDA 利息倍数(X)	7.41	22.99	52.46	19.07
总债务/EBITDA(X)	4.33	2.35	2.69	4.69
资产负债率(%)	57.72	57.05	54.48	57.55
总资本化比率(%)	49.29	40.89	39.38	46.42
长期资本化比率(%)	19.81	4.61	6.78	26.73

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、2010.Q1 所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

**附三：广西柳工集团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.Q3
货币资金	104,326.59	222,929.97	542,632.57	434,599.96
应收账款净额	80,821.56	103,234.87	200,683.45	323,440.74
存货净额	288,133.28	233,626.93	483,016.88	592,343.04
流动资产	524,960.89	753,018.06	1,610,710.88	1,903,136.54
长期投资	22,479.85	57,796.76	90,162.53	59,641.90
固定资产合计	156,267.95	181,958.43	270,945.94	303,997.63
总资产	774,566.09	1,131,843.38	2,307,892.63	2,755,260.90
短期债务	208,344.03	300,087.99	644,725.67	659,845.89
长期债务	76,500.95	19,858.95	66,504.54	432,754.40
总债务(短期债务+长期债务)	284,844.98	319,946.94	711,230.21	1,092,600.29
总负债	430,809.50	614,869.48	1,322,166.46	1,719,757.49
所有者权益(含少数股东权益)	343,756.59	516,973.91	985,726.17	1,035,503.41
营业总收入	996,317.68	1,074,376.80	1,682,900.36	1,670,374.42
三费前利润	147,809.24	216,807.67	355,058.32	310,288.53
投资收益	7,882.62	2,268.34	3,412.23	5,669.47
净利润	32,334.07	86,138.64	155,961.89	121,961.85
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	59,957.65	121,974.28	209,862.74	182,238.09
经营活动产生现金净流量	-73,165.49	168,593.85	74,746.45	-259,062.42
投资活动产生现金净流量	-41,100.80	-59,682.10	-161,136.48	-89,724.86
筹资活动产生现金净流量	156,166.92	7,666.03	407,713.71	241,674.02
现金及现金等价物净增加额	40,622.45	116,475.18	320,753.93	-107,903.84
财务指标	2008	2009	2010	2011.Q3
营业毛利率(%)	15.10	20.68	21.50	18.98
所有者权益收益率(%)	9.41	16.66	15.82	11.78
EBITDA/营业总收入(%)	6.02	11.35	12.47	10.91
速动比率(X)	0.68	0.92	0.94	1.07
经营活动净现金/总债务(X)	-0.26	0.53	0.11	-0.24
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.35	0.56	0.12	-0.39
经营活动净现金/利息支出(X)	-8.01	28.51	12.13	-15.42
EBITDA 利息倍数(X)	6.56	20.63	34.06	10.85
总债务/EBITDA(X)	4.75	2.62	3.39	6.00
资产负债率(%)	55.62	54.32	57.29	62.42
总债务/总资本(%)	45.31	38.23	41.91	51.34
长期资本化比率(%)	18.20	3.70	6.32	29.47

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

## 附四：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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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=（营业总收入-（营业成本+利息支出<sup>1</sup>+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））/营业总收入

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/所有者权益合计

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）

<sup>1</sup> 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目（不含资本化利息），而是“营业总成本”下的“利息支出”。

## 附五：信用级别的符号及定义

### 债券信用评级级别符号及定义

级别符号	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）级别外，每一个信用级别可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本级别。

### 主体信用评级级别符号及定义

级别符号	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）级别外，每一个信用级别可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本级别。

### 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和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2012年广西柳工机械股份有限公司 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，本公司将在本次债券信用等级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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。

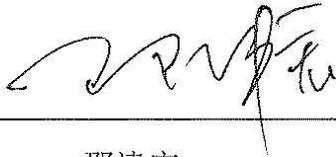
在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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。

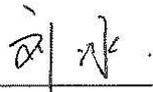
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）予以公告。

(本页无正文，为《2012年广西柳工机械股份有限公司公司债券（11柳工债第二期）信用评级报告》之签署页)

分析师：



邵津宏



刘冰

