



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪081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已发行的“2011年广西柳工机械股份有限公司公司债券（第一期）”及“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）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为**AAA**，评级展望负面；以上两期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一三年五月二十九日

广西柳工机械股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2013）

发行主体	广西柳工机械股份有限公司		
担保主体	广西柳工集团有限公司		
发行规模	一期 20 亿元		
	二期 13 亿元		
存续期限	一期 2011/07/22~2018/07/20		
	二期 2012/03/14~2017/03/14		
上次评级时间	2012/05/03		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望：负面
	主体级别	AAA	

概况数据

柳工股份	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	84.65	93.42	93.29	94.01
总资产（亿元）	185.95	227.51	225.84	228.79
总债务（亿元）	54.99	87.82	88.37	83.31
营业总收入（亿元）	153.66	178.78	126.30	31.20
营业毛利率（%）	22.43	19.01	16.61	19.43
EBITDA（亿元）	20.44	19.15	9.03	-
所有者权益收益率（%）	18.30	14.19	2.99	0.04
资产负债率（%）	54.48	58.94	58.69	58.91
总债务/EBITDA（X）	2.69	4.59	9.78	-
EBITDA 利息倍数（X）	52.46	16.08	3.30	-
柳工集团	2010	2011	2012	
所有者权益（亿元）	98.57	106.79	113.58	
总资产（亿元）	230.79	288.71	307.36	
总债务（亿元）	71.12	119.63	131.85	
营业总收入（亿元）	168.29	211.27	156.24	
营业毛利率（%）	21.50	19.12	18.10	
EBITDA（亿元）	20.99	20.81	11.08	
所有者权益收益率（%）	15.82	12.24	1.31	
资产负债率（%）	57.29	63.01	63.05	
总债务/EBITDA（X）	3.39	5.75	11.90	
EBITDA 利息倍数（X）	34.06	8.68	2.21	

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、2013.Q1 所有者权益收益率指标经年化处理

基本观点

广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”或“公司”）2012 年海外销售稳步增长，核心产品出口市场的龙头地位得以保持。在行业景气度下滑环境下，公司进行持续的研发投入，重点科研项目和专利获取情况良好，研发实力有所提升。此外，公司财务结构始终较为稳健，债务规模适中，备用流动性充足。同时，中诚信证评也关注到公司受行业景气度下滑影响明显，营业收入、毛利水平均出现一定下滑，产能释放压力进一步加大，考虑到公司应收账款规模较大，下游需求持续低迷可能导致账款回收风险增加，公司信用水平受到一定挑战。由于公司利润规模大幅减少，其获现能力和整体偿债能力均有所下降，对债务本息的保证能力有待提升。

中诚信证评维持柳工股份主体信用等级 AAA，维持本次公司债券信用等级 AAA，评级展望负面。

正面

- 公司海外销售稳步增长，核心产品出口收入排名行业前列。公司国际业务收入仍保持较好增长态势，2012 年公司国际业务收入达到 36.64 亿元，同比增长 28.43%，其中装载机和挖掘机产品出口规模均处于行业前列。
- 公司研发项目持续投入，核心项目和专利获取均取得一定进展，整体研发实力稳步提升。
- 公司财务政策稳健，融资渠道通畅，债务结构不断优化。截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.91% 和 46.98%，处于合理水平。

关注

- 近期工程机械行业持续低迷，公司业绩受行业下滑影响明显，2012 年公司收入规模同比下滑 29.36%，利润总额同比下滑 78.60%，整体盈利能力有所弱化。
- 公司产能释放压力增加，产能利用率持续下滑。

分析师

邵津宏 jshao@ccxr.com.cn

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013年5月29日

2012年公司产能利用率为43.27%，较2011年下滑16.38个百分点。考虑到行业出现产能过剩情况，公司未来仍存在一定的产能释放压力。

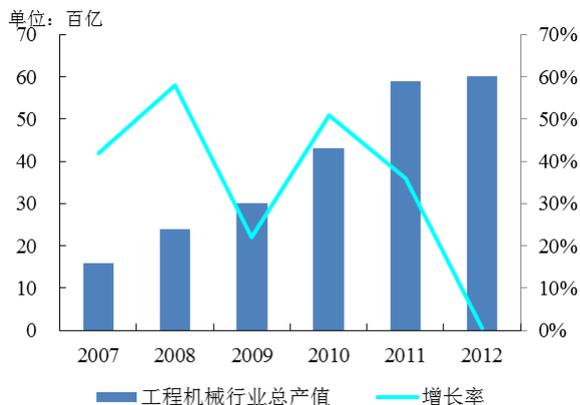
- 应收账款回收风险增加。由于下游行业景气度下滑，2011年公司应收账款回收速度有所放缓，虽然2012年公司加大了应收账款管理力度，但其整体账款回收风险有所增加。2013年4月公司有应收账款无法收回产生的未决诉讼，涉及金额5,744万元，其回收存在较大不确定性。

行业分析

2012年工程机械行业受宏观经济低位运行、下游需求低迷等多重因素影响，行业景气度有所下滑。

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的影响。2008年以来，为了缓解金融危机的冲击，我国出台了四万亿经济刺激政策，并陆续推出多个区域经济振兴计划，保证社会固定资产投资的持续增长，从而带动了工程机械行业在2010年的高速发展。据中国工程机械工业协会统计，2010年行业总产值达到4,390亿元，同比增长51.11%。然而2012年，随着欧债危机的持续蔓延、“四万亿”投资项目陆续竣工以及我国对房地产行业的持续调控，国内经济增长速度和固定资产投资增速均呈现放缓趋势，上游工程机械行业受到较大冲击。根据国家统计局《2012年国民经济和社会发展统计公报》数据，2012年我国GDP 同比增长7.8%，较上年回落了1.4个百分点；全社会固定资产投资同比增长20.6%，增速同比回落了3.4个百分点；房地产投资同比增长16.2%，增速同比回落了11.9个百分点。

图1：2007~2012年我国工程机械行业总产值及增长率



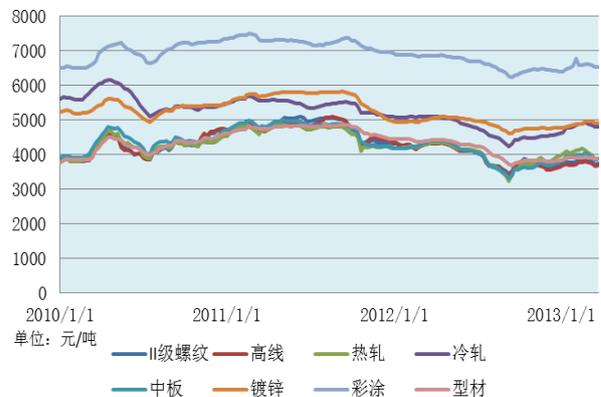
资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信证评整理

从工程机械行业的销售情况来看，受国内固定资产投资增速放缓影响，2012年工程机械总体销量增速大幅放缓，当年工程机械行业完成工业总产值6,018亿元，完成销售产值5,915亿元，同比分别仅小幅增长0.59%和1.85%。从工程机械各细分品种来

看，根据中国工程机械商贸网统计，2012年国内挖掘机产品累计销售11.5万台，同比下滑34.4%；装载机产品累计销售17.3万台，同比下滑29%，降幅继续小幅扩大；推土机和压路机2012年销量均出现下滑，其中推土机产品累计销售1.1万台，同比下滑约18.5%、压路机产品累计销售1.3万台，同比下滑约39.6%。

原材料价格方面，由于钢材是工程机械产品的主要原材料之一，钢材成本占工程机械企业总成本的20%以上，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的敏感度很高，其对行业内企业的成本控制产生较大影响。2012年，经济发展减速以及投资放缓等因素使钢材价格出现了一定回落。但由于未来铁矿石、焦炭等原燃料的成本走势以及相关宏观政策调控的力度及持续时间等因素仍存在较大不确定性，钢材价格仍将处于波动状态，从而对工程机械制造企业的成本控制带来一定的挑战。

图2：2010~2013.01国内主要钢材品种价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

工程机械行业属于完全竞争行业，竞争程度较为激烈。2010年以来，受益于产业政策和下游市场需求刺激，国内工程机械行业产能加速扩张。而在2012年宏观经济低位运行和需求低迷的背景下，工程机械行业进入了“去库存”周期，行业整体产能利用率下滑，部分中低端产品线已出现了产能高于实际需求的情形。另一方面，由于工程机械产品价格普遍较高，行业内通常通过按揭贷款、分期付款、融资租赁等信用销售方式，降低购买门槛，提升销售规模。总体而言，行业产品竞争日益激烈、资金

压力和偿债压力均有所加大，利润空间也进一步收窄，竞争环境有所恶化。

未来随着城镇化进程的加快，将持续推动城镇的基础设施建设、轨道交通、保障性住房等固定资产投资需求，工程机械行业需求预计仍然强劲，行业中长期发展前景较好

从未来发展看，“十二五”规划把实现经济平稳较快发展作为2011~2015年经济社会发展的首要目标，重点提出扩大内需战略，发挥投资对扩大内需的重要作用，保持投资合理增长。在此期间，能源、原材料、交通、水利工程、基础设施等是我国现今乃至今后相当一段时期内国民经济建设的重点。工程机械作为国民经济发展的支柱性产业，其发展与社会固定资产投资和基础设施建设紧密相连。良好的国内宏观经济形势、社会投资力度的加大，有利于我国工程机械行业实现快速发展。根据中国工程机械行业的“十二五”规划，预计到2015年，中国对工程机械的市场需求将达约人民币9,000亿元，即从2011年到2015年的复合年增长率为13.26%。

近年来中国的持续城镇化发展已经并将继续成为中国工程机械行业增长的另一重要动力。根据中国国家统计局的资料，中国的城镇化率由2001年的37.7%增至2009年的46.6%，而2009年发达国家的平均城镇化率则达约74.4%。根据中国国家统计局的最新数据，中国2012年的城镇化率增至52.5%。尽管过去十年中国经历了城镇化进程的快速发展，但与发达国家相比，目前中国的城镇化水平仍较低，从而为城镇化的进一步发展创造了机遇。

尽管短期内工程机械市场整体仍然维持低迷状态，但鉴于目前中国城市化、工业化水平与发达国家相比差距较大，今后城镇化进程的步伐将进一步加快，基建投资将继续提速，有利于工程机械行业的复苏及长期向好。

业务运营

2012年行业景气度持续下滑，公司销售业绩受到一定影响，虽然海外销售仍保持较快增长，但国内产品的销量和售价均有所下降，整体经营业绩有所回落。

2012年公司实现营业收入126.30亿元，同比下滑29.36%，销售整机4.23万台，同比下降31.42%。

2012年公司主导产品仍为装载机和挖掘机，两产品合计占公司营业收入比重为67.85%。其中销售装载机2.53万台、同比下滑37.44%；销售挖掘机5.3万台，同比下滑28.18%。受行业整体下滑影响明显，2012年公司各类产品销量和收入均出现一定下滑。

表 1：公司 2012 年主要产品概况

单位：千台、亿元、%				
产品	销量	销量同比	收入	收入同比
装载机	25.34	-37.44	61.93	-38.90
挖掘机	5.30	-28.18	23.77	-30.50
压路机	1.10	-48.93	2.78	-45.10
起重机	0.64	-55.83	2.28	-55.82
其他产品	9.96	-2.82	35.54	7.71
合计	42.34	-31.42	126.30	-29.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司在国内拥有 9 大制造基地，整机产能小幅增长到 11.45 万台，同比增长 0.1 万台，其中装载机产能达到 70,000 台、挖掘机达到 15,000 台、其他工程机械产能合计 29,500 台。由于公司部分扩产项目投产期较短，且 2012 年终端市场销售疲软，产品销量明显下滑，公司产能释放情况不理想，当年产能利用率仅为 43.27%，较 2011 年下滑 16.38 个百分点。考虑到工程机械行业竞争日益激烈，部分产品出现产能过剩和价格竞争局面，且固定资产投资短期内不会大幅回升、房地产调控持续从紧等因素都对行业整体运营产生一定负面影响，中诚信证评对公司未来短期内产能释放情况予以关注。

表 2：公司 2012 年主要产品产能、产量情况

产品	产能 (台)	2012 年产量 (台)	主要零部件自制率 (%)
装载机	70,000	23,603	77.5%
挖掘机	15,000	6,550	20%
压路机	4,500	762	25%
起重机	5,000	686	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	8,464	叉车 / 平摊铣 (30%)；推土机 (25%)；滑移/两头忙 (17%)
合计	114,500	40,065	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

重大投资建设方面，公司2012年并无新增重大固定资产投资，现有在建项目5个，均为以前年度在建项目的持续投入，预计最早投入使用的项目约在2013年底，部分项目分期建成投入。公司目前在建项目未来资本支出金额不高，预计2013年资本支出规模不超过5亿元，在公司短期谨慎扩张的战略背景和行业供给压力下，公司对部分产能扩张项目予以取消，资本支出压力相对可控。

销售方面，2012年公司国内销售出现明显下滑，但国际业务收入仍保持较好增长态势。2012年公司国际业务收入达到36.64亿元，同比增长28.43%，其中装载机和挖掘机产品出口规模均处于行业前列。公司通过不断拓展国际业务，为面对不利的区域销售环境、平滑业绩波动产生一定积极作用。2012年公司国际业务占营业收入比重为29.01%，较上年提升17.17个百分点。

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2012年12月31日，公司融资租赁业务规模已达65.09亿元，2012年实现营业收入5.53亿元，实现毛利2.35亿元。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。

技术研发

2012年公司研发项目持续投入，核心项目和专利获取均取得一定进展，整体研发实力稳步提升

技术研发方面，公司2012年继续研发项目的投入，新产品和专利获取情况良好。截至2012年12月31日，公司研发相关投入总计约51,560万元，占全年主营业务收入比重为4.10%。2012年公司完成装载机、压路机、起重机、推土机等新产品项目90余个，零部件研发项目37个；此外，公司2012年共获得专利授权108项，完成209项新专利、4项国家技术标准初稿编制，承担国家科技项目11个，其中国家科技支撑计划3项，国家重点新产品3项，国家火炬计划3项，国家863计划2项。

公司在研发方面注重技术市场应用的同时，也注重产品和技术的储备，关注前瞻性技术和核心零部件的研发。通过核心部件的开发和研究，进一步掌握了工程机械的核心部件的关键研制技术，提高了整机产品的盈利和自主创新能力。

总体而言，公司2012年经营业绩有所下滑，各类产品销量和售价均出现明显回落，从而影响其收入规模和盈利情况。虽然公司加大国际业务的拓展和融资租赁业务的规模，研发实力稳步增长，但整体经营效益有待提升，产能利用率也有待提高，中诚信证评对公司后续资本支出压力和产能释放压力予以关注。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经国富浩华会计师事务所有限公司¹审计并出具标准无保留审计意见的2010~2012年财务报告，以及未经审计的2013年一季度财务报表，所有财务数据均为合并报表口径。

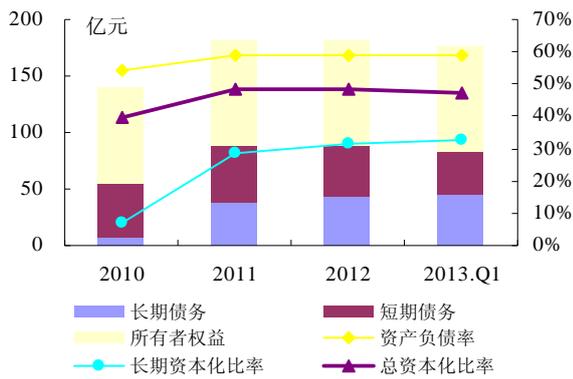
资本结构

2012年随着工程机械下游市场景气度下滑，公司总资产规模也略有回落，负债水平平稳。截至2012年12月31日，公司总资产为225.84亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为93.29亿元，资产负债率和总资本化比率分别为58.69%和48.65%，基本与上年无变化，财务结构稳健性保持在较好水平。

截至2013年3月31日，公司总资产为228.79亿元，所有者权益94.01亿元，资产负债率和总资本化比率分别为58.91%和46.98%。公司近期并无较大资本支出规模，业务明显的流动资金需求增长，其资产规模、负债水平均保持较为平稳的状态，历年变化较小。

¹原审计机构深圳市鹏城会计师事务所有限公司于2012年与国富浩华会计师事务所合并，合并后鹏城所将对外统一使用国富浩华会计师事务所的名称。

图3：2010~2013.Q1年公司资本结构



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从债务结构看，公司近年通过发行公司债券等方式不断调整债务结构，债务结构明显优化。截至2012年12月31日，公司总债务规模为88.37亿元，其中短期债务为45.54亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）降至1.06，较上年下降0.07，债务期限结构较为合理。

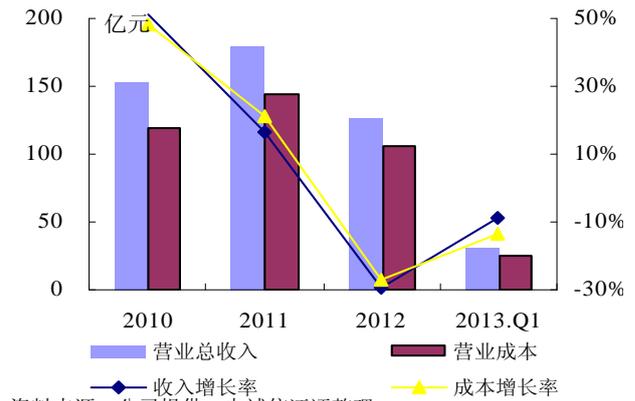
总体来看，目前公司债务规模适中，债务期限结构也得到持续改善，整体财务政策稳健，资本结构合理。虽然未来公司仍有较大规模的资本支出计划，但考虑到公司财务结构稳健性较强，融资渠道多元化且较为通畅，债务风险相对可控。

盈利能力

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，行业主要产品销量出现下滑。2012年外部环境无明显改善，行业景气度持续下滑，行业盈利空间也有所收窄。受上述因素影响，公司2012年收入规模有所下滑，当年实现营业收入126.30亿元，同比下滑29.36%。

截至2013年3月31日，公司收入规模仍有所下滑，但下滑幅度有所减小，一季度实现营业收入3.20亿元，同比下滑8.90%。根据公司2013年的规划，其全年营业收入将达到138亿元，若能按计划实现销售，公司2013年收入规模将小幅回升。

图4：公司2010~2013年收入成本分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，受行业竞争加剧、产能过剩及下游需求低迷的影响，近年来公司主要产品的毛利率均呈现逐年下滑趋势。2012年公司营业毛利率为16.61%，较2011年下滑2.40个百分点，主要由于产能释放不充足，公司生产成本有所提升，而销售环境不理想，公司产品售价也均有一定程度的下调，导致初始获利空间有所下滑。2013年一季度公司营业毛利率略有回升，达到19.43%，表明其产品仍具有一定的竞争实力和附加值，业绩修复能力较强。

表3：2012年公司分产品收入及毛利率

产品	收入 (亿元)	毛利率
装载机	61.93	18.8%
挖掘机	23.77	20.2%
压路机	2.78	19.5%
起重机	2.28	-3.1%
其他产品	35.54	9.2%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司三费以销售费用和管理费用为主，财务费用的占比较低。2012年公司营业收入规模有所下滑，但期间费用规模并未同比下降，且财务费用大幅上涨87.98%，导致当年公司期间费用占营业收入比重达到13.73%，同比提高4.21个百分点，期间费用控制措施有待提高。

利润方面，公司利润总额历年构成主要为经营性业务利润，2012年由于行业景气度下滑，原材料成本上涨等多重因素影响，公司实现利润总额3.38亿元，较上年大幅减少了78.60%。

总体看，2012年公司收入规模有所回落，期间费用控制水平有待提升，当年利润规模受到较大吞噬，盈利能力有所下滑。未来公司可通过研发投入、产品结构调整提升初始获利空间，但行业竞争日趋

激烈必然会对公司整体盈利能力产生一定负面影响。

偿债能力

近年来公司债务规模小幅下降，但考虑到其盈利能力有所下滑，公司整体偿债压力有所增加，得益于公司良好的负债结构，行业的龙头地位和一定的业绩修复能力，其整体偿债能力仍然很强。

分指标看，由于行业景气度下降，公司对应收账款和存货的规模均加以控制，且降低了预付款的比例，2012 年经营性现金流表现明显改善。公司 2012 年经营净现金流为 5.77 亿元，经营性现金流对债务和利息支出的保障能力明显增强。获现能力方面，公司 EBITDA 主要来自利润总额，由于 2012 年利润总额大幅下滑，当年 EBITDA 构成中折旧和利息支出的占比明显增加。公司 2012 年实现 EBITDA 9.03 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.30 倍，可对利息支出的形成有效覆盖。

表 4：2010~2012 年公司部分偿债能力指标

	2010	2011	2012
短期债务(亿元)	48.83	50.30	45.54
长期债务(亿元)	6.16	37.52	42.83
总债务(亿元)	54.99	87.82	88.37
经营活动净现金流 (CFO) (亿元)	6.87	-20.20	5.77
EBITDA (亿元)	20.44	19.15	9.03
总债务/EBITDA (X)	2.69	4.59	9.78
CFO/总债务 (X)	0.12	-0.23	0.07
EBITDA 利息倍数 (X)	52.46	16.08	3.30
CFO 利息倍数 (X)	17.62	-16.96	2.11

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司担保金额为 34.38 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 36.99%。公司无对外担保。

2013 年 4 月 13 日，公司发布《关于柳挖公司诉经销商安徽华柳的重大诉讼事项公告》，公告披露公司全资子公司柳州柳工挖掘机有限公司诉安徽华柳柳工工程机械销售服务有限公司、叶凤琦、姚定强、许安平、范照勇、张利和盛立新买卖合同纠纷一案已被柳州市柳江县人民法院受理。截至 2013 年 3 月 31 日，安徽华柳对柳挖公司欠款合计

为人民币 54,058,879.10 元，违约金合计 3,380,020.81 元，两项金额总计 57,438,899.91 元。由于案件尚在审理过程中，其诉讼结果和账款回收情况存在一定不确定性，公司已按账龄计提坏账准备 11,200,931.03 元，中诚信证评对该诉讼的后续进展予以关注。

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。截至 2012 年 12 月 31 日，公司共获得人民币授信额度 322.04 亿元，其中未使用额度为 243.13 亿元，备用流动性较为充足，具有较强的财务弹性。

总体来看，虽然 2012 年受行业环境影响，公司收入规模有所下滑，盈利空间持续收窄，但其经营性现金流表现明显改善，产品盈利空间仍有保障且 2013 年有所回升。公司财务结构稳健，融资渠道顺畅，具备一定的获现能力，长期来看，公司的整体偿债能力仍然很强。

担保实力

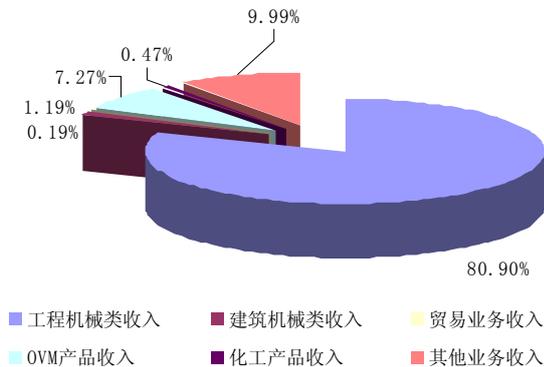
广西柳工集团有限公司是国有资产授权经营的国有独资公司，实际控制人为广西壮族自治区国资委。1958 年，上海华东金属结构件厂部分分迁到柳州，组建成“柳州建筑机械制造厂”，在 1958~1971 年期间多次更名，1971 年 12 月更名为“柳州工程机械厂”。1989 年 1 月 23 日，根据柳州市政府柳政函（1989）3 号文，成立“柳州工程机械企业集团公司”。为确立集团公司与成员企业间的产权关系，1996 年，根据柳州市政府柳政发（1996）85 号文和柳州市国有资产管理局柳国资字（1996）33 号文，正式授权公司经营包括柳州市钢圈厂、柳州市链条厂总厂、柳州市标准件厂、柳州起重机运输机械总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 2012 年 12 月 31 日，柳工集团总资产 307.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 113.58 亿元；2012 年，柳工集团实现营业总收入 156.24 亿元，净利润 1.49 亿元。

业务运营

柳工集团目前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 5：2012 年柳工集团主营收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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稳步增长，截至 2012 年 12 月 31 日，其总资产和所有者权益分别为 307.36 亿元和 113.58 亿元，同比分别增长 6.46% 和 6.36%；资产负债率为 63.05%，同比小幅增加 0.04 个百分点。总体而言，柳工集团整体负债规模适中，财务结构稳健。

从盈利能力来看，2012 年柳工集团营业总收入为 156.24 亿元，受股份公司收入规模下滑影响，集团收入规模同比下滑 26.05%。毛利方面，2012 年

柳工集团的营业毛利率为 18.10%，获利空间较为稳定。2012 年，柳工集团实现净利润 1.49 亿元，同比出现较大下滑。总体看来，柳工集团经营业绩受股份公司影响有所下滑。

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。2012 年集团总债务/EBITDA 指标为 11.90，EBITDA 利息倍数为 2.21 倍，盈利对债务利息的具备一定的覆盖能力。

表 5：2010~2012 年柳工集团主要偿债指标

柳工集团	2010	2011	2012
总债务	71.12	119.63	131.85
EBITDA (亿元)	20.99	20.81	11.08
资产负债率 (%)	57.29	63.01	63.05
总债务/EBITDA (X)	3.39	5.75	11.90
EBITDA 利息倍数 (X)	34.06	8.68	2.21
CFO 利息倍数	12.13	-9.87	0.69
CFO/总债务	0.11	-0.20	0.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

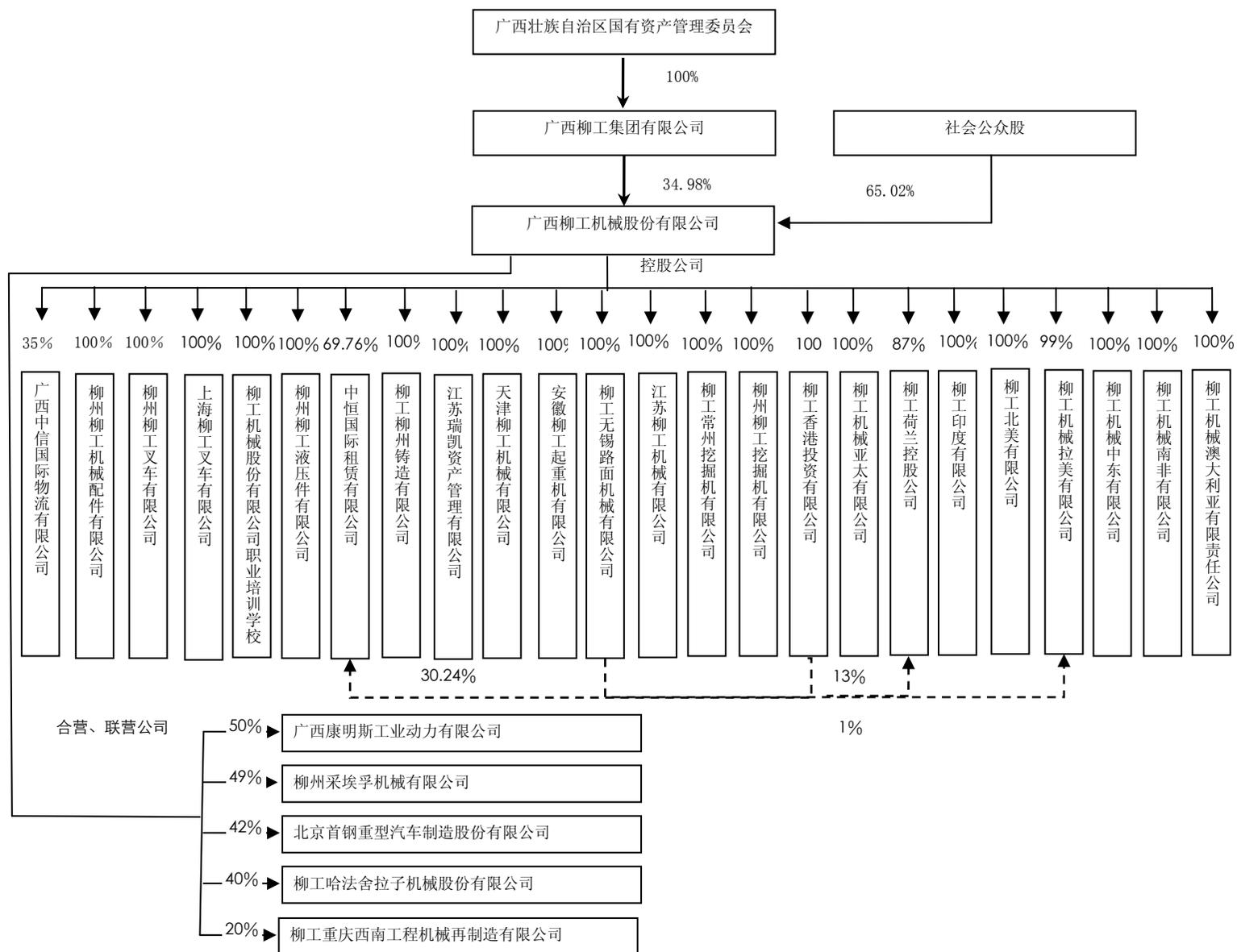
或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日柳工集团无对外担保。财务弹性方面，截至 2012 年 12 月 31 日柳工集团共获得银行授信 378 亿元，其中未使用额度 294 亿元，集团备用流动性充足，再融资能力较强。

未来几年，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

中诚信证评维持广西柳工机械股份有限公司本次公司债券信用等级 **AAA**，维持主体信用等级 **AAA**，评级展望负面。

附一：广西柳工机械股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	492,162.46	316,813.26	357,229.62	332,564.07
应收账款净额	140,344.29	226,475.68	216,012.26	318,809.43
存货净额	401,346.79	502,561.32	462,604.52	472,254.90
流动资产	1,369,972.29	1,569,909.25	1,457,307.59	1,529,176.78
长期投资	15,659.25	26,769.84	44,707.38	44,638.35
固定资产合计	210,869.02	260,976.85	344,773.29	343,226.02
总资产	1,859,492.62	2,275,133.06	2,258,392.48	2,287,938.72
短期债务	488,262.49	503,002.29	455,437.51	378,287.40
长期债务	61,604.54	375,199.80	428,267.37	454,842.01
总债务（短期债务+长期债务）	549,867.03	878,202.10	883,704.88	833,129.41
总负债	1,012,987.19	1,340,883.17	1,325,523.13	1,347,851.02
所有者权益（含少数股东权益）	846,505.43	934,249.89	932,869.35	940,087.70
营业总收入	1,536,612.99	1,787,828.01	1,262,966.66	312,042.88
三费前利润	338,426.93	331,956.87	203,898.55	60,003.84
投资收益	3,006.80	-1,104.25	1,697.63	-69.03
净利润	154,882.13	132,603.30	27,880.86	9,235.14
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	204,395.39	191,461.55	90,331.49	-
经营活动产生现金净流量	68,653.88	-201,976.18	57,746.49	-5,044.71
投资活动产生现金净流量	-88,924.25	-104,113.83	-93,595.17	-8,037.39
筹资活动产生现金净流量	314,101.04	131,968.40	80,410.96	-10,891.85
现金及现金等价物净增加额	293,260.92	-175,823.89	44,586.34	-24,666.40
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率（%）	22.43	19.01	16.61	19.43
所有者权益收益率（%）	18.30	14.19	2.99	0.04
EBITDA/营业总收入（%）	13.30	10.71	7.15	-
速动比率（X）	1.05	1.15	1.20	1.27
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	-0.23	0.07	-230.39
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	-0.40	0.13	-0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	17.62	-16.96	2.11	-0.56
EBITDA 利息倍数（X）	52.46	16.08	3.30	-
总债务/EBITDA（X）	2.69	4.59	9.78	-
资产负债率（%）	54.48	58.94	58.69	58.91
总资本化比率（%）	39.38	48.45	48.65	46.98
长期资本化比率（%）	6.78	28.65	31.46	32.61

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、所有者权益收益率指标经年化处理；

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)	2010	2011	2012
货币资金	542,632.57	478,734.74	474,800.09
应收账款净额	200,683.45	318,577.08	332,164.22
存货净额	483,016.88	618,321.57	617,981.32
流动资产	1,610,710.88	1,996,605.24	1,936,159.82
长期投资	90,162.53	74,689.78	183,024.01
固定资产合计	270,945.94	324,526.12	437,436.76
总资产	2,307,892.63	2,887,130.39	3,073,561.54
短期债务	644,725.67	723,364.82	698,563.77
长期债务	66,504.54	472,941.20	619,929.38
总债务（短期债务+长期债务）	711,230.21	1,196,306.02	1,318,493.15
总负债	1,322,166.46	1,819,218.69	1,937,754.49
所有者权益（含少数股东权益）	985,726.17	1,067,911.71	1,135,807.05
营业总收入	1,682,900.36	2,112,655.36	1,562,414.72
三费前利润	355,058.32	394,441.08	273,891.72
投资收益	3,412.23	-280.25	4,016.68
净利润	155,961.89	130,701.60	14,880.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	209,862.74	208,071.77	110,754.80
经营活动产生现金净流量	74,746.45	-238,230.51	34,601.63
投资活动产生现金净流量	-161,136.48	-120,486.73	-210,102.50
筹资活动产生现金净流量	407,713.71	294,667.21	156,589.51
现金及现金等价物净增加额	320,753.93	-65,752.31	-18,887.31
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	21.50	19.12	18.10
所有者权益收益率（%）	15.82	12.24	1.31
EBITDA/营业总收入（%）	12.47	9.85	7.09
速动比率（X）	0.94	1.06	1.07
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	-0.20	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.12	-0.33	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	12.13	-9.93	0.69
EBITDA 利息倍数（X）	34.06	8.68	2.21
总债务/EBITDA（X）	3.39	5.75	11.90
资产负债率（%）	57.29	63.01	63.05
总债务/总资本（%）	41.91	52.84	53.72
长期资本化比率（%）	6.32	30.69	35.31

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

$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$

$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$

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

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$

$$\text{长短期债务比} = \text{短期债务} / \text{长期债务}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$

$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金支出} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$

$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$

$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出}^2 + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$

$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$

$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$

$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益合计}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货余额}$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款余额}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

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

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

² 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。