



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪049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“广西柳工机械股份有限公司2011年公司债券（第一期）”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，下调贵公司本期债券信用等级至AA⁺，下调本次发债主体信用等级至AA⁺，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年四月二十五日

广西柳工机械股份有限公司 2011 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2014）

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	20 亿元		
存续期限	2011/07/22~2018/07/20		
上次评级时间	2013/05/29		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望：负面
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望：稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

柳工股份	2011	2012	2013	
所有者权益(亿元)	93.42	93.29	93.69	
总资产(亿元)	227.51	225.84	221.80	
总债务(亿元)	87.82	88.37	80.13	
营业总收入(亿元)	178.78	126.30	125.85	
营业毛利率(%)	19.01	16.61	20.66	
EBITDA(亿元)	19.15	9.03	9.79	
所有者权益收益率(%)	14.19	2.99	3.54	
资产负债率(%)	58.94	58.69	57.76	
总债务/EBITDA(X)	4.59	9.78	8.18	
EBITDA 利息倍数(X)	16.08	3.30	4.07	
柳工集团	2010	2011	2012	2013.Q3
所有者权益(亿元)	98.57	106.79	113.58	113.80
总资产(亿元)	230.79	288.71	307.36	305.06
总债务(亿元)	71.12	119.63	131.85	125.14
营业总收入(亿元)	168.29	211.27	156.24	116.08
营业毛利率(%)	21.50	19.12	18.10	21.61
EBITDA(亿元)	20.99	20.81	11.08	-
所有者权益收益率(%)	15.82	12.24	1.31	1.89
资产负债率(%)	57.29	63.01	63.05	62.69
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、柳工集团 2013.Q3 所有者权益收益率指标经年化处理

基本观点

2013 年广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”或“公司”）通过调整产品结构以及进一步提升渠道管理能力，维持了经营业绩的基本稳定，整体研发实力亦稳步增长。此外，公司财务结构较为稳健，融资渠道顺畅，加之其经营性现金流充裕，短期偿债压力得到缓解。但受固定资产投资增速放缓、下游需求不振及产能过剩等因素影响，工程机械行业竞争日益激烈，整体盈利面持续收窄，其对公司业务质量和应收账款的回收产生了一定负面影响。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到工程机械行业景气度持续低迷、公司产能释放压力以及应收账款回收等风险因素。

综上，中诚信证评下调柳工股份主体信用等级 AA⁺，下调“广西柳工机械股份有限公司 2011 年公司债券(第一期)”信用等级 AA⁺，评级展望稳定。

正面

- 产品结构的优化增强了公司的综合竞争能力。在工程机械行业景气度低迷的经营环境下，公司主要产品产销量有所下降，但其通过及时调整产品结构，整体收入规模基本稳定。
- 整体研发实力稳步提升。2013 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；公司在注重技术市场应用的同时，注重核心零部件的开发和研究，提高了整机产品的盈利和自主创新能力。
- 公司经营性现金流充裕，财务结构稳健，融资渠道通畅。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 57.76% 和 46.10%，处于合理水平。截至 2013 年 12 月 31 日，公司经营性净现金流入 10.83 亿元，其对债务和利息支出的保障能力有所提升。

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

2013年4月25日

关注

- 受行业产能过剩和提前销售影响，工程机械行业景气度持续低迷，盈利空间有所收窄。2013年，虽然我国基础设施投资、房地产投资有缓慢复苏迹象，但前期较大规模的提前销售对市场的后续影响并未消除，加之产能过剩问题尚未得到根本性的解决，工程机械行业持续低迷，行业整体盈利空间也有所收窄。
- 公司产能释放压力增加，产能利用率持续下滑。2013年公司产能利用率为35.91%，较2012年下滑7.36个百分点。考虑到行业出现产能过剩情况，公司未来存在一定的产能释放压力。
- 应收账款回收风险增加。2013年，因固定资产投资放缓，工程建设相关行业开工不足，部分客户因业务收入下降与资金不足，导致行业信用销售中的各类违约逾期还款量增加，因此增大了公司销售回款及租赁整机回购的风险；少数经销商在快速增长中缺乏有效的信用管理手段，导致运营困难与拖欠货款，造成了相关法律诉讼。

行业分析

2013年，我国宏观经济处于弱复苏状态，固定资产投资增速放缓，受下游需求不振、产能过剩影响，工程机械主要产品销量下滑，竞争程度加剧，行业景气度仍处于低位

工程机械行业发展的主要动力来自于固定资产投资，其中房地产市场和交通基础设施的发展是最主要的推动因素。2011年，随着国民经济逐渐从政策刺激性增长向内生自主增长的方式转变，铁路、公路等重点工程项目投资趋缓，房地产行业在严厉调控下投资收缩，我国固定资产投资逐步降温。受此影响，自2011年5月工程机械主要产品销量出现下滑。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%。据国家统计局统计，2013年全国完成固定资产投资额43.65万亿元，同比增长19.3%，增速较2012年回落1.1个百分点。受上一年基数较低等因素影响，工程机械市场主要产品销量同比涨跌互现。根据工程机械信息网披露，2013年全行业挖掘机销售112277台，同比下滑3.1%；装载机销售181660台，同比增长4.3%；推土机销售9520台，同比下滑7.0%；压路机销售15696台，同比增长17.8%；叉车销售328764台，同比增长12.8%。

从下游需求来看，工程机械最大的下游仍然来自基建和房地产投资。其中，基础设施建设占工程机械下游总需求的比重为40%左右，对工程机械产品需求的拉动作用最大。2010~2011年，受政策调控影响，我国基础设施投资增速步入下行通道。2012年，我国水利、铁路、城市轨道交通投资增速加快，基础设施投资增速开始触底回升。2013年以来，我国基础设施投资继续保持增长。

在工程机械的下游行业中，房地产行业对工程机械产品需求的拉动较大，占工程机械下游总需求的比重达17%左右。2013年以来，我国房地产市场需求回暖，销售增速明显加快，房地产开发投资增速实现稳健增长，新开工面积回升。2013年，全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增

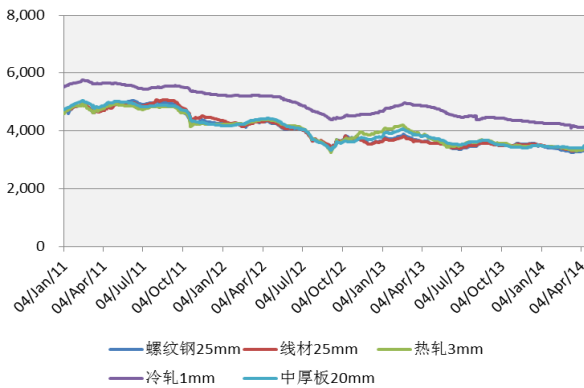
速提高3.6个百分点；房地产开发企业房屋施工面积665,572万平方米，增长16.1%；房屋新开工面积201,208万平方米，同比增长13.5%，增速提高2个百分点。同期，全国实现商品房销售面积130,551万平方米，同比增长17.3%，较2012年提高15.5个百分点；商品房销售额81,428亿元，增长26.3%，增速比2012年提高16.3个百分点。销售面积和销售额的增速均较2012年明显加快。

但近年来，在经济增速放缓、固定投资逐步降温的情况下，主要生产厂商仍在纷纷进行产能建设，工程机械行业产能过剩问题更加突出。伴随2001~2010年国内基础建设的高速发展，中国工程机械行业经历了规模化扩张，我国工程机械主要产品保有量随之上升，且维持在较高水平。特别是在金融危机后中国“四万亿”投资拉动作用下，工程机械产品下游需求旺盛，其产品销量大幅上升，行业整体业绩良好，各生产企业纷纷借助国内外资本市场募集资金，用于扩充产能、加快产业升级以及延长产业链等方面。随着新建产能的释放，工程机械国内市场总体存在供大于求的风险。

目前来说，2013年行业下游基础设施投资、房地产投资有缓慢复苏迹象，但其对设备主机厂的销售拉动作用仍有较长的滞后期，工程机械行业将面临较大的库存压力，去库存化进程仍将持续，随着市场竞争加剧，行业整体毛利率将会进一步下滑，行业进入整合阶段。

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。2013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 1: 2011~2014.04 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

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, 对工程机械行业的发展将维持一定的支持力度

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%。

随着我国经济发展和城镇化的继续推进, 未来我国基础设施建设将继续保持一定的投资增速, 预计未来一段时期我国基础设施投资对工程机械行业的发展将维持一定的支撑力度。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 2013 年的城镇化率增至 53.7%。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。

总体来说, 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。

业务运营

2013 年行业景气度持续低迷, 公司进一步提升渠道管理能力、调整产品结构, 经营业绩基本维持稳定

2013 年, 面对激烈的竞争环境, 公司继续巩固与完善国内外营销网络, 对经销商实行分级管理, 进行优胜劣汰的市场选择, 全年完成 20 多家新经销商的开发。同时, 公司及时调整产品销售结构, 并继续注重提升产品质量、核心技术能力和产品稳定性, 有效补充了公司整体风险抵御能力。2013 年, 公司实现营业收入 125.85 亿元, 同比仅下滑 0.36%; 全年实现销售整机 4.36 万台, 同比下滑 9.51%。从产品结构来看, 2013 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 65.93%。受行业整体销售低迷影响, 公司主导产品销量有所下滑; 其中销售装载机 2.51 万台、同比下滑 21.49%; 销售挖掘机 0.47 万台, 同比下滑 13.00%。但同期压路机、起重机等部分产品已逐步走出低谷, 实现正增长。

表 1: 公司 2013 年主要产品概况

产品	单位: 千台、亿元、%			
	销量	销量同比	收入	收入同比
装载机	25.14	-21.49	62.15	0.35
挖掘机	4.72	-13.00	20.82	-12.38
压路机	1.46	35.53	3.56	27.80
起重机	0.73	13.06	2.73	19.76
其他产品	11.57	28.05	12.20	17.56
合计	43.62	-9.51	101.46	0.32

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

生产方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司在国内拥有 9 大制造基地, 整机产能达 11.45 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 2013 年终端市场销售疲软, 产品销量持续下滑, 公司产能释放情况不理想, 当年产能利用率仅为 35.91%, 较 2012 年下滑了 7.36 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: 截至 2013 年年末公司主要产品产能、产量情况

产品	产能(台)	产品线介绍	自制率(%)
装载机	70,000	国内领先	77.5%
挖掘机	15,000	内资品牌领先	20%
压路机	4,500	国内先进, 产品性能良好	25%
起重机	5,000	国内领先水平, TC 系列底盘自制, 自制率可以达到 60% 左右;	10%
其他产品	20,000	其他产品均国内先进水平, 其中叉车的高端产品通过了欧盟的 CE 认证和北美的 UL 认证;	叉车/平摊铣(30%); 推土机(25%); 滑移/两头忙(17%)
合计	114,500		

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 2013 年并无新增重大固定资产投资, 现有在建项目 4 个, 均为以前年度在建项目的持续投入。公司目前在建项目未来资本支出金额不高, 预计 2014 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。

表 3: 截至 2013 年年末公司在建项目情况

在建项目	投资总额(万元)	已累计投入(万元)	项目建设内容
柳工大型装载机研发制造基地项目	93,843	39,303	新建柳工大型装载机研发制造基地厂房、调试补漆厂房, 购置焊接机器人、喷涂机器人、数控车床等关键设备
柳工国际配件中心项目	64,682	9,984	新建国际配件中心仓库, 新购置货架, 叉车等设备
柳工工程机械核心铸件研发制造项目	64,068	9,501	新建变矩器铸造厂、液压件铸造厂、箱体铸造厂、桥壳铸造厂, 以及化工库、废料间的仓储设施, 综合楼、研发和检测中心等公用辅助设施
柳工全球研发中心项目	27,040	939	新建研发大楼及附属配套设施

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2013 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 2013 年继续研发项目的投入, 新产品和专利获取情况良好。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司研发相关投入总计约 50,820 万元,

占全年主营业务收入比重为 4.03%。2013 年, 公司共发布新产品 16 个, 在研产品 64 款; 完成装载机 H 系列产品和挖掘机 E 系列等部分产品的上市, 持续完成 15 条产品线的更新换代。此外, 公司 2013 年申请专利 126 件, 授权 136 件专利; 获批科技奖项 11 项, 获“中国机械工业科学技术奖”共 2 项; 新增承担国家科技项目 3 项, 其中国家 863 项目 1 项, 国家战略性新兴产业 1 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。公司在自主研发的同时, 与采埃孚、康明斯等国际知名零部件供应商共同开发核心零部件。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 2013 年经营业绩基本维持稳定, 整体研发实力稳步增长, 但受行业景气度持续低迷影响, 公司经营效益及产能利用率均有待提高, 中诚信证评对公司产能释放压力予以关注。

财务分析

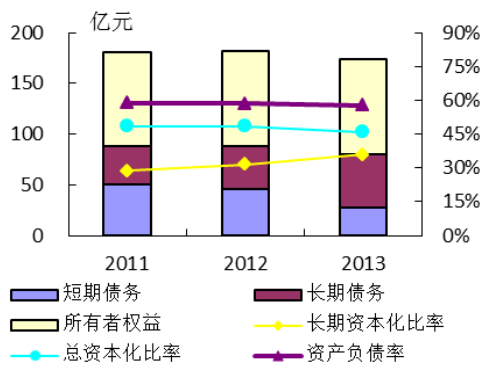
以下财务分析基于公司提供的经国富浩华会计师事务所有限公司¹审计并出具标准无保留审计意见的 2011 年、2012 年财务报告, 以及经瑞华会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的 2013 年财务报告, 所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

截至 2013 年 12 月 31 日, 公司总资产为 221.80 亿元, 同比减少 1.79%; 同时得益于经营盈余的积累, 公司所有者权益合计(含少数股东权益)为 93.69 亿元, 同比上升 0.43%。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司总负债为 128.11 亿元, 同比减少 3.35%, 主要系归还外部借款所致。同期公司资产负债率和总资产资本化比率分别为 57.76% 和 46.10%, 杠杆比率均较上年有所下降, 处于可控水平。

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, 合并后鹏城所将对对外统一使用国富浩华会计师事务所的名称。

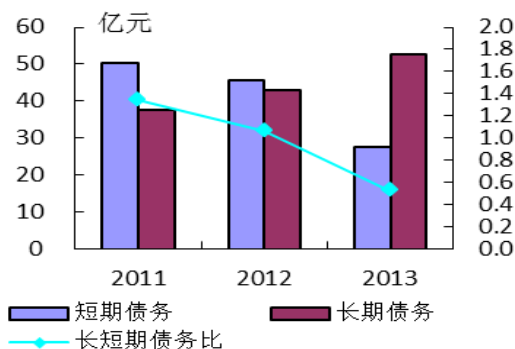
图 2: 2011~2013 年公司资本结构



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从债务结构看, 由于 2013 年租赁业务减少, 公司偿还较多外部短期借款, 增加长期借款, 债务期限结构得到优化。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司总债务规模为 80.13 亿元; 其中短期债务为 27.56 亿元, 同比减少 39.48%, 公司长短期债务比 (短期债务/长期债务) 降至 0.52, 较上年下降 0.54。

图 3: 2011~2013 年公司债务结构分析



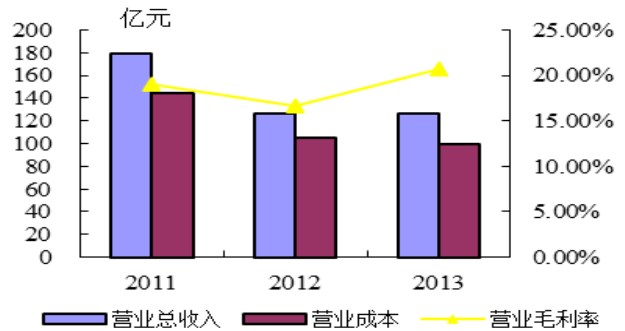
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

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。

盈利能力

2013 年, 受需求不振和产能过剩影响, 工程机械行业整体盈利空间也有所收窄。为此, 公司相应调整了产品销售结构以及进一步加强营销网络的建设, 2013 年实现营业收入 125.85 亿元, 同比小幅下滑 0.36%。

图 4: 公司 2011~2013 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, 得益于 2013 年产品原材料成本有所下降以及公司产品结构调整推动销售均价小幅上升, 公司产品初始获利空间有所上升。2013 年公司营业毛利率为 20.66%, 较 2012 年上升了 4.05 个百分点。

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。2013 年公司销售费用、管理费用及财务费用均有所提升, 分别较上年增长了 16.45%、0.27% 及 11.98%。其中, 公司销售费用增长主要系公司加强市场销售网络建设增加人员投入, 营销人员工资和营销费用增加所致; 财务费用上升主要系平均融资规模增加所致。

表 4: 2011~2013 年公司期间费用分析

单位: 亿元			
项目	2011	2012	2013
销售费用	7.64	6.97	8.11
管理费用	8.36	8.44	8.46
财务费用	1.03	1.93	2.17
三费合计	17.03	17.34	18.74
三费收入占比	9.52%	13.73%	14.89%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额历年构成主要为经营性业务利润, 2013 年由于原材料成本下降、销售结构变化等多重因素影响, 公司实现利润总额 4.23 亿元, 较上年上升了 25.08%。

总体看, 2013 年公司收入规模维持稳定, 受益于原材料成本下降及销售结构优化, 公司营业毛利率有所上升, 整体盈利能力较上年有所增强。但由于行业产能过剩、产品下游需求不振, 盈利上升空间较为有限。

偿债能力

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务规模为 80.13 亿元，公司债务规模较上年小幅下降，负债结构合理。

具体来看，由于行业景气度下滑，公司对存货的规模均加以控制，且降低了预付款的比例，2013 年经营性现金流表现较好。公司 2013 年经营净现金流为 10.83 亿元，经营性现金活动对债务和利息支出的保障能力大幅提升。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要来自利润总额，由于 2013 年利润总额有所上升，当年实现 EBITDA 9.79 亿元，同比增长 8.39%；EBITDA 利息倍数为 4.07 倍，可对利息支出的形成有效覆盖。

表 5：2011~2013 年公司部分偿债能力指标

	2011	2012	2013
短期债务(亿元)	50.30	45.54	27.56
长期债务(亿元)	37.52	42.83	52.56
总债务(亿元)	87.82	88.37	80.13
经营活动净现金流（亿元）	-20.20	5.77	10.83
EBITDA（亿元）	19.15	9.03	9.79
总债务/EBITDA（X）	4.59	9.78	8.18
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.23	0.07	0.14
EBITDA 利息倍数（X）	16.08	3.30	4.07
经营活动净现金流利息倍数（X）	-16.96	2.11	4.50

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与众多商业银行保持着长期良好的合作关系，截至 2013 年 12 月 31 日，公司拥有各商业银行综合授信额度 198 亿元，已用授信额度 53 亿元，未使用授信额度 145 亿元。公司备用流动性充裕，较高的未使用银行授信额度进一步增强了其整体偿债能力。

或有事项方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司担保金额为 24.90 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 26.58%。公司无对外担保。

或有负债方面，2013 年审计报告期内，公司下属柳工常州挖掘机有限公司（以下简称“柳工常挖”）与上海杰联建设工程有限公司（以下简称“上海杰联”）双方因工程竣工结算产生纠纷。柳工常挖于 2013 年 10 月 8 日收到原告上海杰联的起

诉状，原告上海杰联要求柳工常挖支付工程款人民币 1400 万元并承担逾期付款利息。该案于 2013 年 12 月 4 日在常州中级法院开庭审理，但法院尚未做出判决。此外，截至 2013 年 12 月 27 日，公司经销商甘肃桂柳柳工机械设备有限公司尚欠本公司 25,701,975.15 元货款，因经多次催收无果，公司于 2013 年 12 月 30 日向柳州中院提起诉讼，柳州中院于 2014 年 1 月 14 日正式受理此案后将该案指定柳南区法院管辖。该案已完成财产保全工作，但尚未开庭审理。中诚信证评对诉讼的后续进展及账款的回收均予以关注。

总体来看，2013 年公司收入规模维持稳定，受益于原材料成本下降及销售结构优化，公司盈利能力有所提升；公司财务结构稳健，经营性现金流充裕，短期偿债压力得到缓解。但受固定资产投资放缓，工程建设相关行业开工不足，而工程机械产能过剩问题凸显，公司业绩上升空间较为有限，从长期来看，将面临一定的偿债压力。

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 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。

截至 2013 年 9 月 30 日，柳工集团总资产 305.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 113.80 亿元；2013 年 1~9 月，柳工集团实现营业总收入 116.08 亿元，净利润 2.15 亿元。

业务运营

柳工集团目前的主营业务是轮式装载机、全液压履带式挖掘机、路面机械、小型工程机械、叉车、建筑机械等产品的研发、制造和销售，以及相应的配件销售和服务支持。集团主要产品为额定载重 1.5 吨至 10 吨的轮式装载机、斗容规格 0.11-1.2 立方米的履带式液压挖掘机、工作质量 10-25 吨的压路机，以及全新系列的路面机械产品如沥青摊铺机和平地机，亦可根据用户需求进行工程机械产品及变形产品的设计、生产。

表 6：2012~2013Q3 柳工集团营业收入结构

单位：亿元、%

项目	2013.Q3		2012	
	收入	占比	收入	占比
装载机	46.45	40.02	61.38	39.29
挖掘机	15.40	13.26	23.48	15.03
路面机械	4.73	4.08	5.13	3.28
叉车	4.14	3.57	4.83	3.09
建筑机械	1.80	1.55	2.28	1.46
预应力产品	9.01	7.76	11.27	7.21
商贸	4.00	3.45	5.31	3.40
配件	6.22	5.36	9.48	6.07
融资租赁	3.42	2.94	5.53	3.54
其他	20.91	18.01	27.56	17.64
合计	116.08	100	156.24	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理；其他含桩工机械类、房地产、制药、润滑油、服务类等，其中 2011 年、2012 年及 2013 年 1-9 月房地产收入分别为 0 万元、18,480 万元和 0 万元，房地产收入在集团营业收入占比极低。

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。柳工集团目前共有 10 大制造基地，分别为柳州本部、上海、天津、镇江、江阴、扬州、安徽蚌埠、常州、印度等地。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

以下分析主要基于柳工集团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意见的 2011 年审计报告、经国富浩华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012 年审计报告以及未经审计的 2013 年三季度财务报表。

从资本结构来看，截至 2013 年 9 月 30 日，柳工集团资产总额 305.06 亿元，较上年末下降 0.75%。其中，由于下游需求放缓等因素，集团应收账款、存货规模增长较为明显。截至 2013 年 9 月 30 日，柳工集团所有者权益 113.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.98 亿元，较上年末减少了 0.81 亿元，主要为集团可供出售金融资产公允价值变动导致的资本公积减少所致。从杠杆比率来看，由于债务规模有所下降，柳工集团资产负债率和总资本化比率分别为 62.69% 和 52.37%，较上年末分别下降了 0.36 和 1.35 个百分点，处于合理范围。从债务的期限结构来看，截至 2013 年 9 月末，柳工集团长短期债务比为 0.66，较上年末减少了 0.47，一定程度上缓解了短期偿债压力，整体债务期限结构得到优化。

从盈利能力来看，2013 年 1~9 月，由于市场整体延续 2012 年以来的低迷形势，下游需求释放缓慢，主要产品供大于求的局面没有根本转变。截至 2013 年 9 月 30 日，柳工集团实现营业总收入 116.08 亿元，较上年同期下滑了 4.51%。但由于钢铁价格持续走低，公司生产成本有所下降，整体盈利面有所好转；2013 年 1~9 月柳工集团的营业毛利率为 21.61%，较上年末上升了 3.51 个百分点。2013 年 1~9 月，柳工集团实现净利润 2.15 亿元，较上年同期上升了 16.84%。

从偿债能力来看，2013 年以来柳工集团债务规模有所下降，偿债指标保持在较合理水平，整体偿

债压力较小。从现金流的情况来看,2013年1~9月,由于应收账款规模增加明显,柳工集团现金流净流入1.25亿元,较上年末明显减少,但仍可对其短期债务的偿还形成有效保障。

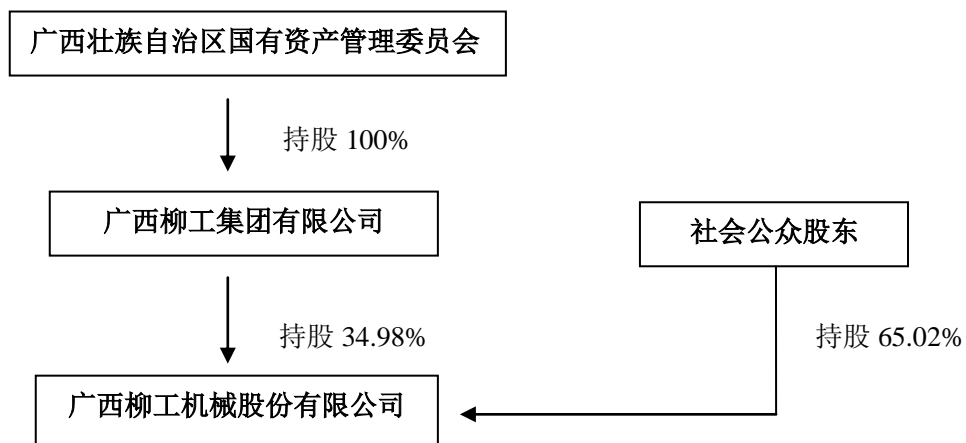
截至2013年9月30日,公司无对外担保。另截至2013年9月30日,公司共获得各家商业银行授信额度总量为364亿元,尚未使用的额度约为298亿元。总体看,公司融资渠道畅通。

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较有力的保障。

结 论

综上,中诚信证评下调本次广西柳工机械股份有限公司本次公司债券信用等级至AA⁺,主体信用等级至AA⁺,中诚信证评认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：广西柳工机械股份有限公司股权结构图（截至 2013 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)	2011	2012	2013
货币资金	316,813.26	357,229.62	427,673.07
应收账款净额	226,475.68	216,012.26	278,690.09
存货净额	502,561.32	462,604.52	408,664.93
流动资产	1,569,909.25	1,457,307.59	1,466,568.94
长期投资	26,769.84	44,707.38	45,247.76
固定资产合计	260,976.85	344,773.29	340,285.73
总资产	2,275,133.06	2,258,392.48	2,217,990.03
短期债务	503,002.29	455,437.51	275,615.32
长期债务	375,199.80	428,267.37	525,636.08
总债务（短期债务+长期债务）	878,202.10	883,704.88	801,251.40
总负债	1,340,883.17	1,325,523.13	1,281,127.20
所有者权益（含少数股东权益）	934,249.89	932,869.35	936,862.83
营业总收入	1,787,828.01	1,262,966.66	1,258,468.75
三费前利润	331,956.87	203,898.55	253,520.38
投资收益	-1,104.25	1,697.63	597.26
净利润	132,603.30	27,880.86	33,179.87
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	191,461.55	90,331.49	97,913.72
经营活动产生现金净流量	-201,976.18	57,746.49	108,344.52
投资活动产生现金净流量	0.00	-93,595.17	-30,161.92
筹资活动产生现金净流量	131,968.40	80,410.96	-12,469.93
现金及现金等价物净增加额	-175,823.89	44,586.34	62,898.73
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	19.01	16.61	20.66
所有者权益收益率（%）	14.19	2.99	3.54
EBITDA/营业总收入（%）	10.71	7.15	7.78
速动比率（X）	1.15	1.20	1.52
经营活动净现金/总债务（X）	-0.23	0.07	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.40	0.13	0.39
经营活动净现金/利息支出（X）	-16.96	2.11	4.50
EBITDA 利息倍数（X）	16.08	3.30	4.07
总债务/EBITDA（X）	4.59	9.78	8.18
资产负债率（%）	58.94	58.69	57.76
总资本化比率（%）	48.45	48.65	46.10
长期资本化比率（%）	28.65	31.46	35.94

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	2013Q3
货币资金	542,632.57	478,734.74	474,800.09	421,904.27
应收账款净额	200,683.45	318,577.08	332,164.22	407,420.45
存货净额	483,016.88	618,321.57	617,981.32	604,527.37
流动资产	1,610,710.88	1,996,605.24	1,936,159.82	1,917,871.79
长期投资	90,162.53	74,689.78	183,024.01	220,937.52
固定资产合计	270,945.94	324,526.12	437,436.76	435,401.11
总资产	2,307,892.63	2,887,130.39	3,073,561.54	3,050,579.46
短期债务	644,725.67	723,364.82	698,563.77	497,524.28
长期债务	66,504.54	472,941.20	619,929.38	753,901.59
总债务（短期债务+长期债务）	711,230.21	1,196,306.02	1,318,493.15	1,251,425.87
总负债	1,322,166.46	1,819,218.69	1,937,754.49	1,912,533.02
所有者权益（含少数股东权益）	985,726.17	1,067,911.71	1,135,807.05	1,138,046.43
营业总收入	1,682,900.36	2,112,655.36	1,562,414.72	1,160,753.62
三费前利润	355,058.32	394,441.08	273,891.72	172,011.05
投资收益	3,412.23	-280.25	4,016.68	2,168.02
净利润	155,961.89	130,701.60	14,880.50	21,485.99
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	12,521.00
投资活动产生现金净流量	-161,136.48	-120,486.73	-210,102.50	-82,869.61
筹资活动产生现金净流量	407,713.71	294,667.21	156,589.51	32,685.47
现金及现金等价物净增加额	320,753.93	-65,752.31	-18,887.31	-39,779.40
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q3
营业毛利率（%）	21.50	19.12	18.10	21.61
所有者权益收益率（%）	15.82	12.24	1.31	1.89
EBITDA/营业总收入（%）	12.47	9.85	7.09	-
速动比率（X）	0.94	1.06	1.07	1.22
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	-0.20	0.03	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.12	-0.33	0.05	0.03
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	62.69
总债务/总资本（%）	41.91	52.84	53.72	52.37
长期资本化比率（%）	6.32	30.69	35.31	39.85

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、所有者权益收益率指标经年化处理；

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²+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）

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。