



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪058号

徐工集团工程机械股份有限公司：

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“徐工集团工程机械股份有限公司可转换公司债券”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，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望负面。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年五月五日

徐工集团工程机械股份有限公司可转换公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	徐工集团工程机械股份有限公司		
发行规模	人民币25亿元		
存续期限	6年：2013/10/25~2019/10/24		
上次评级时间	2013/04/24		
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

徐工机械	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益(亿元)	151.55	175.23	197.12	200.93
总资产(亿元)	347.14	453.59	490.97	500.30
总债务(亿元)	122.76	182.01	186.73	186.84
营业总收入(亿元)	329.71	321.32	269.95	68.83
营业毛利率(%)	20.68	21.75	21.80	21.03
EBITDA(亿元)	44.38	37.00	31.24	-
所有者权益收益率(%)	22.29	14.07	7.85	2.13
资产负债率(%)	56.34	61.37	59.85	59.84
总债务/EBITDA(X)	2.77	4.92	5.98	-
EBITDA 利息倍数(X)	22.67	6.96	4.18	-

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年三季度的所有者权益收益率指标经过年化处理。

基本观点

2013年徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”或“公司”）在严峻的工程机械行业环境下，工程机械产品产销量均出现同比下滑，经营业绩有所回落，但公司主导产品龙头地位仍较稳固，研发实力稳步提升，并加快海外拓展进程，体现了很强的竞争实力和抗风险能力。此外，公司财务结构较稳健，融资渠道顺畅，整体偿债能力极强。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、公司新建产能释放压力增加、应收账款规模大且持续增长等风险因素。综上，中诚信证评维持“徐工集团工程机械股份有限公司可转换公司债券”信用等级 **AAA**；维持徐工机械主体信用等级 **AAA**，评级展望负面。

正面

- 公司主要产品市场占有率及排名较稳固。在工程机械行业景气度持续低迷的经营环境下，公司工程机械产品产销量有所下滑，但其主要产品市场占有率及排名较稳固，研发实力得到稳步提升，且海外市场开拓良好，体现了其很强的竞争实力和抗风险能力。
- 公司资本支出压力得到一定程度缓解。公司在建产能项目较多，随着项目建设的顺利推进，短期内仍有较大的资金需求，公司通过发行可转债募集资金一定程度上缓解了资本支出压力。
- 公司资本结构较为稳健，融资渠道通畅。截至2014年3月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为59.84%和48.18%，处于较合理水平，财务结构较为稳健。

分析师

邵津宏 jshao@ccxr.com.cn
耿涛 tgeng@ccxr.com.cn
奚晓露 xlx@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2014年5月5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，但前提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。
- 公司新建产能释放压力增加。公司在建项目较多，随着新建产能项目的持续推进，考虑到当前工程机械产品销售仍未走出低迷态势，公司未来存在一定的产能释放压力。
- 公司应收账款规模大且持续增长。受行业景气度持续低迷及外部流动性日益紧张等因素影响，公司应收账款余额同比持续增长，截至2013年末为207.92亿元，短期内难以有效改善。

募集资金使用情况

本次债券于2013年10月25日以票面价值100元为单位发行，发行总额为25亿元，本次发行债券于2013年11月15日获准上市交易，期限为自发行之日起6年，即2013年10月25日至2019年10月24日；第一年到第六年的票面利率分别为：第一年为0.8%，第二年为1.3%，第三年为1.7%，第四年为2.3%，第五年为2.5%，第六年为2.5%。可转换公司债券转股期的起止日期为2014年4月25日至2019年10月24日。本次债券募集资金拟投入混凝土搅拌机械升级建设项目、履带底盘建设项目、发展全地面起重机建设项目及研发能力提升项目。公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

表1：截至2013年年末本期债券募集资金使用情况

单位：万元、%

项目	募集资金承诺投资总额	截至期末累计投入金额	截至期末投资进度
混凝土搅拌机械升	72,902.04	2,893.68	3.97%
履带底盘建设项目	63,181.77	9,755.75	15.44%
发展全地面起重机建设项目	87,482.45	13,535.86	15.47%
研发能力提升项目	19,440.54	5,075.09	26.11%
合计	243,006.80	31,260.38	-

数据来源：公司2013年审计报告，中诚信证评整理

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。

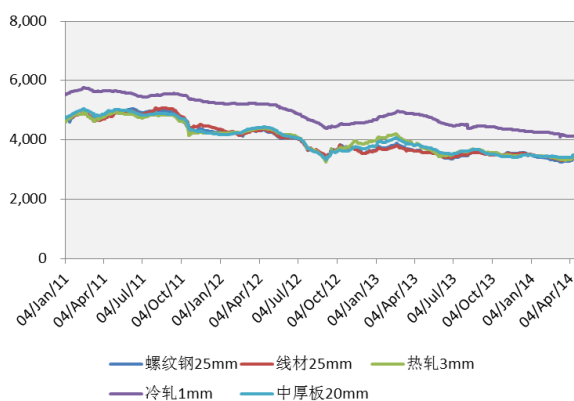
但近年来，在经济增速放缓、固定资产投资逐步降温的情况下，主要生产厂商仍在纷纷进行产能建设，工程机械行业产能过剩问题更加突出。伴随2001~2010年国内基础建设的高速发展，中国工程机械行业经历了规模化扩张，我国工程机械主要产

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年工程机械行业景气度持续低迷，公司主要产品的产销量均出现同比下滑，整体经营业绩有所回落

公司产品的客户主要来自基础设施、工程及能源行业，这些行业的表现与宏观经济状况高度相关，因此产品的需求受到经济周期的影响较大。2013年，受固定资产投资增速放缓、下游需求不振、产能过剩的影响，工程机械行业景气度持续低迷，公司汽车起重机、装载机等主要机械产品销量出现同比下滑，整体经营业绩有所回落。

2013年公司实现营业收入269.95亿元，同比下滑15.99%¹，其中主营业务收入263.07亿元，同比减

¹ 公司2012年营业收入数据为2012年审计报告期末数。

少13.49%。从产品产销量来看，2013年，公司实现主机销量为44,636台，同比下滑14.63%；产量为44,855台，同比下滑12.66%。

表2：2013年公司工程机械产品产销情况

单位：台、%			
项目	2013年	2012年	同比增减
销售量	44,636	52,283	-14.63
生产量	44,855	51,356	-12.66
库存量	7,615	7,396	2.96

数据来源：公司2013年审计报告，中诚信证评整理

从具体细分业务来看，受经济增速放缓和下游整体投资需求降低影响，公司起重机械、铲运机械、混凝土机械和路面机械产品销售收入出现了不同程

度下滑，分别同比下降32.07%、2.9%、12.02%和7.02%；而压实机械、消防机械、其他工程机械及工程机械配件分别同比增长17.41%、20.6%和19.3%。

公司收入主要来源于工程起重机械。2013年，起重机械市场需求受行业景气度影响较大，年末公司起重机械产品销售收入占主营业务收入的33.99%，较上年下降了9.37个百分点，一定程度上影响了公司的整体收入规模。同期，公司在铲运机械、压实机械、混凝土机械、路面机械、消防机械及其他工程机械和配件销售收入占比均有不同程度的提升。

表3：2013年公司工程机械细分业务收入及毛利情况

产品	收入（亿元）	收入增幅（%）	收入占比	收入占比变化（%）	毛利率（%）	毛利率变化（百分点）
起重机械	89.42	-32.07	33.99	-9.37	25.25	-0.34
铲运机械	53.13	-2.9	20.20	2.17	19.55	1.26
压实机械	12.90	17.41	4.90	1.28	21.02	-0.28
混凝土机械	34.10	-12.02	12.96	0.36	33.71	2.13
路面机械	4.15	-7.02	1.58	0.11	24.34	-0.95
消防机械	8.55	20.6	3.25	0.92	46.49	-1.21
其他工程机械	27.75	19.3	10.55	2.90	11.01	-3.1
工程机械配件及其他	33.07	-0.3	12.57	1.66	7.16	3.11
主营业务收入合计	263.07	-13.49	100%	-	21.89	-0.28

资料来源：公司2012年、2013年审计报告，中诚信证评整理；

公司主导产品龙头地位仍较稳固，研发实力稳步提升；公司加快海外市场拓展进程，通过海外建厂实现本地化生产，进一步增强了产品竞争力

2013年，尽管行业景气度持续低迷，但作为行业龙头企业之一，公司主要产品的龙头地位仍较稳固。公司汽车起重机、履带起重机、压路机、平地机、铣刨机、随车起重机、登高平台消防车、挖掘装载机、桥梁检测车等9类主机和工程机械油缸等零部件占有率继续保持国内市场前列。公司移动式起重机产品巩固了全球领先地位，并形成国内超大吨位起重机绝对领先优势；铲运机械、混凝土机械跻身行业前列；道路机械跻身全球行业前五强，并形成筑养护机械成套性、专业化、一体化发展格局。

新产品及技术研发方面，2013年，公司4000吨级履带起重机实现销售，该产品突破全球履带式起

重机行业6万吨米级技术的局限，开创了8.8万吨米的世界级高度，并成功实现全球首吊；公司节能、环保产品LNG（液化天然气）系列装载机，一次性全部通过江苏省新产品鉴定；公司全球最大1600吨全地面起重机、国产最大12吨装载机等技术性能持续提升，成为能代表中国工程机械达到世界级技术的重大装备；另外，高端液压阀、新型变速箱、智能控制系统研发持续取得重大进展²。在最新国家认定企业技术中心全国总排名中，公司由66位上升到35位，继续居国内工程机械行业首位。

此外，公司作为首家开拓国际市场的中国工程机械企业，其产品销往超过150个国家和地区。随着国际化的深入，凭借不断提高的技术实力和相对较低的人工成本及原材料成本，工程机械产品的海外竞争力逐步增强。公司通过海外市场前移和海外服

² 公司2013年审计报告披露。

务备件网点布局，加快全球各区域适应性产品开发和各类认证，其巴西综合基地也在2013年内实现试生产。公司海外市场的拓展将有助于平滑国内经济周期的波动以及充分利用现有产能，2013年公司外销收入合计46.15亿元，占主营业务收入比重达17.54%。

公司在建产能项目较多，随着项目建设的顺利推进，短期内仍有较大的资金需求

重大投资建设方面，公司现有在建项目较多，短期内仍有较大资金需求。随着项目建设的顺利推进，公司工程机械新工艺驾驶室等薄板件技改项目、徐工机械研发平台提升扩建项目、工程机械新型传动箱关键零部件技改项目均已完工，其余项目均持续建设中。

公司于2013年10月发行了可转换公司债券，发行总额为25亿元，于2013年11月15日获准上市交易，期限为自发行之日起6年。可转债公司债券募集资金拟投入混凝土搅拌机械升级建设项目、履带底盘建设项目、发展全地面起重机建设项目及研发能力提升项目。

公司在建产能项目2014年共计划投入资金约10.88亿元，项目建设所需资金将主要来源于前次非公开发行股票募集资金、公开发行可转债募集资金或自筹资金，资本支出压力相对可控。

总体来说，公司2013年主要产品的产销量均出现同比下滑，经营业绩有所回落。但公司主导产品龙头地位仍较稳固，研发实力稳步提升，并加快海外拓展进程。同时，中诚信证评对公司新建产能释放压力予以关注。

财务分析

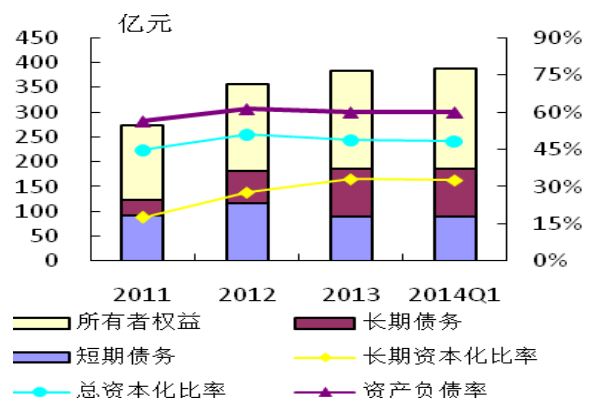
以下财务分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留审计意见的2011~2013年合并财务报告，以及未经审计的2014年一季度财务报表。

资本结构

随着新建项目的推进实施，公司资产规模继续上升，截至2013年12月31日，公司总资产为490.97

亿元，同比增加8.24%；同时得益于留存收益的积累，其自有资本实力进一步增强，截至2013年12月31日，公司所有者权益（含少数股东权益）为197.12亿元，同比增加12.49%。从杠杆比率来看，公司资产规模相应增长较快，杠杆比率较上年小幅下降。截至2013年末，公司资产负债率和总资本化率分别为59.85%和48.65%，同比下降1.52和2.3个百分点，处于较合理水平。截至2014年3月31日，公司总资产为500.30亿元，所有者权益200.93亿元，资产负债率和总资本化率分别为59.84%和48.18%，其资产规模、负债水平均保持较为平稳的状态，较上年变化较小。

图2：2011~2014.Q1公司资本结构分析

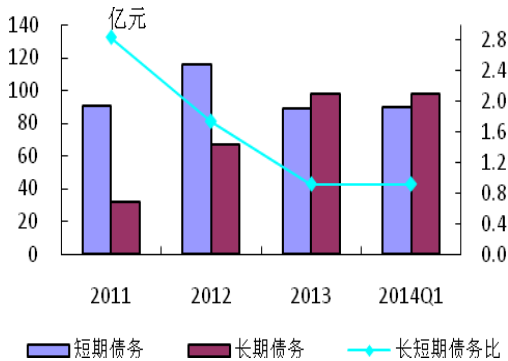


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，截至2013年12月31日，公司应收账款余额为207.92亿元，其占总资产比重由上年的39.98%上升至42.35%。其中，账龄在一年以内的款项占比为82.91%，一至两年的款项占比12.1%，其余为两年以上。2013年公司共计提坏账准备13.93亿元。受行业景气度持续低迷及外部流动性日益紧张等因素影响，公司应收账款余额同比持续增长，短期内难以有效改善。

从债务结构看，公司近年通过发行债券等方式不断调整债务结构，债务结构明显优化。截至2013年12月31日，公司总债务为规模186.73亿元，较上年末增长2.59%。其中，短期债务为89.06亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）从上年的1.73降至0.91，增强了资金的稳定性。

图3：2011~2014.Q1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

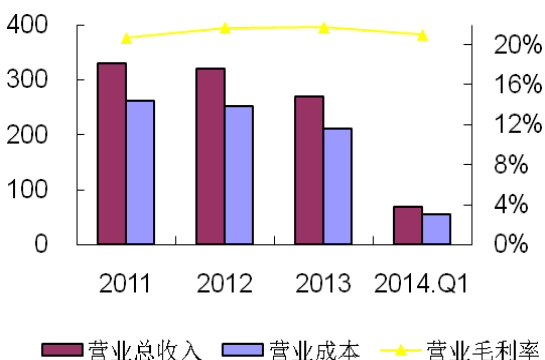
总体来看，目前公司债务规模适中，债务期限结构也得到持续改善，整体财务政策较为稳健。虽然未来公司仍有较大规模的资本支出计划，但考虑到公司财务结构稳健性较强，融资渠道多元化且较为通畅，债务风险相对可控。

盈利能力

2013年国内宏观经济增速放缓，工程机械行业整体经营情况较为低迷，部分工程机械产品出现产能过剩，行业竞争日趋激烈。受上述因素影响，公司2013年收入规模有所下滑，当年实现营业收入269.95亿元，同比下滑15.99%。公司2014年一季度实现营业收入68.83亿元，较上年同期上升3.66%，若能按计划进度实现销售，预计公司2014年收入规模将小幅回升。

营业毛利率方面，2013年，得益于主要原材料价格有所下跌，公司综合毛利率为21.80%，较上年小幅增长了0.05个百分点；其中，铲运机械、混凝土机械和工程机械配件及其他产品毛利率分别上升了1.26、2.13及3.11个百分点。2014年一季度公司营业毛利率略有下滑，为21.03%。

图4：2011~2014.Q1公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，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，财务费用的占比相对较低。2013年销售费用和管理费用规模分别下降了7.23%和20.12%，主要系业务规模缩减带来的销售、管理人员薪酬开支减少所致；而由于公司融资规模和成本有所上升，财务费用上涨了119.49%。整体来看，2013年公司期间费用占营业收入比重达到13.72%，同比提高1.84个百分点。2014年一季度，公司期间费用为8.94亿元，占营业收入的比重为12.99%。

表4：2011~2014.Q1公司期间费用分析

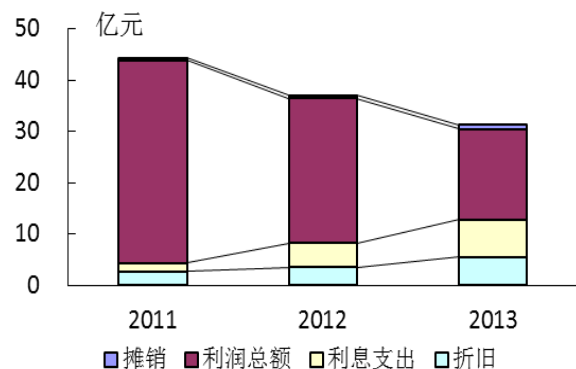
单位：亿元

项目	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	12.71	17.32	16.07	3.65
管理费用	13.15	17.76	14.19	4.33
财务费用	0.79	3.09	6.78	0.96
三费合计	26.65	38.17	37.03	8.94
三费收入占比	8.08%	11.88%	13.72%	12.99%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2013年，由于工程机械行业景气度低迷，公司收入规模有所回落，当年实现利润总额17.70亿元，同比减少了37.21%。获现能力方面，公司EBITDA主要来自利润总额，而折旧、摊销和财务性利息支出的占比相对较小。2013年，由于公司利润总额下滑明显，而折旧和利息支出有所上升，其EBITDA规模为31.24亿元，同比下降15.58%。

图5：2011~2013年公司EBITDA结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2013年公司收入规模有所回落，营业毛利率同比基本持平，而期间费用水平仍保持在高位，当年利润规模下滑明显。未来行业产能过剩、竞争激烈仍将会对公司整体盈利能力产生影响。

偿债能力

截至2013年12月31日，公司总债务为186.73亿元，资产负债率和总资本化率分别为59.85%和48.65%，整体债务压力在可控范围之内。截至2014年3月31日，公司总债务规模为186.84亿元，其增长保持平稳态势。

从EBITDA对债务本息的保障程度看，公司获现能力良好，2011~2013年公司总债务/EBITDA指标分别为2.77、4.92和5.98；EBITDA利息保障倍数分别为22.67、6.96和4.18。虽然公司债务规模有所增长，EBITDA利息保障倍数指标弱化，但公司EBITDA对债务本息的保障程度依然较强。从现金流情况来看，2011~2013年公司经营活动净现金/总债务分别为-0.17、-0.19和-0.02；经营活动净现金/利息支出分别为-10.37、-6.53和-0.51。受下游需求不振、货币政策趋紧及外部流动性日益紧张等因素影响，近年来公司经营活动现金呈净流出状态，截至2013年12月31日，公司经营性现金净流出3.83亿元，已较上年有明显改善，但其对公司债务和利息支出的保障程度仍有待提高。

表5：2011~2014.Q1公司偿债能力分析

项目	2011	2012	2013	2014.Q1
长期债务（亿元）	32.03	66.71	97.67	97.56
总债务（亿元）	122.76	182.01	186.73	186.84
资产负债率（%）	56.34	61.37	59.85	59.84
总资本化比率（%）	44.75	50.95	48.65	48.18
EBITDA（亿元）	44.38	37.00	31.24	-
EBITDA 利息倍数（X）	22.67	6.96	4.18	-
总债务/EBITDA（X）	2.77	4.92	5.98	-
经营活动净现金/ 利息支出（X）	-10.37	-6.53	-0.51	-
经营活动净现金/ 总债务（X）	-0.17	-0.19	-0.02	0.01

资料来源：公司定期报告，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466.82亿元，已用授信额度271.72亿元，未使用授信额度195.1亿元。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。

对外担保方面，截至2013年12月31日，公司对外担保余额（不含对控股子公司担保）合计20.22亿

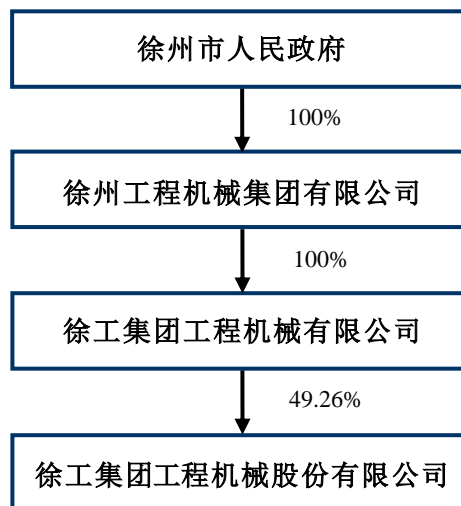
元，占净资产的比例为10.26%，主要系为参与公司按揭销售业务的用户和经销商提供的回购担保。公司对控股子公司担保余额合计38.88亿元，占净资产的比例为19.72%。整体看，公司因对外担保所形成的或有负债风险较小。另截至2013年12月31日，公司无重大未决诉讼或仲裁事项形成的或有负债。

总体看，虽然2013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，但作为工程机械行业的龙头企业之一，公司具备很强的抗风险能力和竞争实力。此外，公司财务结构稳健，融资渠道顺畅。长期来看，公司整体偿债能力仍然极强。

结论

综上，中诚信证评维持徐工集团工程机械股份有限公司本次公司债券债项级别**AAA**，主体级别**AAA**，评级展望为负面。

附一：徐工集团工程机械股份有限公司股权结构图（截至2013年12月31日）



附二：徐工集团工程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	2014.Q1
货币资金	836,764.15	698,242.24	660,549.53	563,110.23
应收账款净额	977,163.26	1,773,967.22	2,079,243.84	2,196,374.21
存货净额	672,131.49	653,431.63	674,411.57	711,007.80
流动资产	2,788,767.90	3,597,487.08	3,837,131.55	3,925,072.58
长期投资	725.64	21,067.47	21,065.39	21,134.18
固定资产合计	533,129.40	696,916.00	796,713.81	806,414.12
总资产	3,471,351.68	4,535,893.50	4,909,674.32	5,002,967.83
短期债务	907,284.56	1,153,027.01	890,569.52	892,811.08
长期债务	320,345.00	667,119.81	976,710.21	975,558.05
总债务(短期债务+长期债务)	1,227,629.56	1,820,146.82	1,867,279.72	1,868,369.14
总负债	1,955,867.20	2,783,592.21	2,938,457.33	2,993,712.72
所有者权益(含少数股东权益)	1,515,484.49	1,752,301.29	1,971,216.99	2,009,255.11
营业总收入	3,297,106.98	3,213,244.65	2,699,474.30	688,260.33
三费前利润	669,857.28	683,658.89	575,397.90	142,059.19
投资收益	99.92	325.74	1,063.85	150.31
净利润	337,859.53	246,577.86	154,799.71	42,721.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	443,820.59	370,012.37	312,352.21	-
经营活动产生现金净流量	-202,975.64	-347,339.47	-38,306.06	18,756.79
投资活动产生现金净流量	-310,965.35	-282,712.53	-216,776.04	-40,535.23
筹资活动产生现金净流量	435,161.48	489,950.31	220,665.51	-72,674.53
现金及现金等价物净增加额	-79,703.24	-138,521.91	-37,951.29	-97,439.30
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	20.68	21.75	21.80	21.03
所有者权益收益率(%)	22.29	14.07	7.85	2.13
EBITDA/营业总收入(%)	13.46	11.52	11.57	-
速动比率(X)	1.30	1.39	1.61	1.59
经营活动净现金/总债务(X)	-0.17	-0.19	-0.02	0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.22	-0.30	-0.04	0.03
经营活动净现金/利息支出(X)	-10.37	-6.53	-0.51	-
EBITDA 利息倍数(X)	22.67	6.96	4.18	-
总债务/EBITDA(X)	2.77	4.92	5.98	-
资产负债率(%)	56.34	61.37	59.85	59.84
总资本化比率(%)	44.75	50.95	48.65	48.18
长期资本化比率(%)	17.45	27.57	33.13	32.68

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附三：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出}^3 - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

³ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

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。