



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪043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，维持贵公司本期债券信用等级AA⁺，维持本次发债主体信用等级为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
信用评级委员会
二零一五年四月二十四日

广西柳工机械股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2015）

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		
担保方式	无条件不可撤销的连带责任保证担保		
发行规模	13 亿元		
存续期限	2012/03/14~2017/03/14		
上次评级时间	2014/04/24		
上次评级结果	债项级别	AA+	
	主体级别	AA+	评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA+	
	主体级别	AA+	评级展望：稳定

概况数据

柳工股份	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	93.29	93.69	91.26
总资产(亿元)	225.84	221.80	208.02
总债务(亿元)	88.37	80.13	75.74
营业总收入(亿元)	126.30	125.85	102.93
营业毛利率(%)	16.61	20.66	21.94
EBITDA(亿元)	9.03	9.79	8.94
所有者权益收益率(%)	2.99	3.54	2.12
资产负债率(%)	58.69	57.76	56.13
总债务/EBITDA(X)	9.78	8.18	8.47
EBITDA 利息倍数(X)	3.30	4.07	3.53

柳工集团	2011	2012	2013	2014.Q3
所有者权益(亿元)	106.79	113.58	114.94	112.63
总资产(亿元)	288.71	307.36	313.29	298.67
总债务(亿元)	119.63	131.85	129.52	125.67
营业总收入(亿元)	211.27	156.24	161.04	101.72
营业毛利率(%)	19.12	18.10	21.89	23.39
EBITDA(亿元)	20.81	11.08	12.86	-
所有者权益收益率(%)	12.24	1.31	2.77	0.53
资产负债率(%)	63.01	63.05	63.31	62.29
总债务/EBITDA(X)	5.75	11.90	10.07	-
EBITDA 利息倍数(X)	8.68	2.21	2.80	-

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。

基本观点

2014 年，受国内宏观经济增速放缓、房地产及基建投资增速下滑的影响，工程机械行业市场景气度仍较低迷，对广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”或“公司”）业务经营产生了一定的影响，当年公司实现营业收入 102.93 亿元，同比下滑 18.21%；全年实现各类整机销售 35,164 台，同比下滑 19.61%。但考虑到工程机械行业长期发展前景向好，以及公司积极开拓国内外市场，持续加大研发投入及业务布局，其仍保持了很强的业内综合竞争实力；此外，公司债务规模下降，负债水平处于合理水平，财务结构保持稳健，整体上公司仍具有很强的偿债能力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司信用政策的放宽导致应收账款大幅增长，可能增加其回收风险。

综上，中诚信证评维持柳工股份主体信用等级 AA+，评级展望稳定；维持“广西柳工机械股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）”信用等级 AA+。该债项级别同时考虑了广西柳工集团有限公司（以下简称“柳工集团”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 行业长期发展前景向好。受益于全球经济回暖及美国经济的强劲复苏，行业出口规模有所增长，加之国内政府积极推动基础设施建设，且楼市新政的推出有助改善地产投资预期，国内外市场需求有望回暖；同时，我国政府及亚投行力推的“一带一路”战略将加速过剩基建产能的输出，协助企业推进海外扩张，国内工程机械行业长期发展前景向好。
- 公司综合竞争实力稳步提升。公司研发投入稳定，创新能力逐步增强，竞争优势明显；同时业务布局进一步完善，其销售网络遍及全球，且“一带一路”战略的实施将加速公司的国际化

分析师

高玉淼 jhshao@ccxr.com.cn

张立章 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年4月24日

进程。

- 公司负债水平仍处于较合理水平。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务为 75.74 亿元，同比减少约 5%，整体债务压力有所减轻；公司资产负债率和总资本化比率分别为 56.13%和 45.35%，杠杆比率均较上年有所下降，处于较合理水平。

关注

- 2014 年受国内宏观经济增速放缓、房地产及基建投资增速下滑的影响，工程机械行业整体仍处于下滑趋势中，市场景气度低迷，加之行业产能过剩及去库存压力增大，市场竞争加剧，行业整体盈利能力继续下滑。
- 应收账款规模增加。由于工程机械产品市场需求仍处于低迷态势，公司应收账款规模增长约 24%，应收账款周转速度有所下滑，应对其后续回收情况保持关注。

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业分析

2014年受国内宏观经济增速放缓、房地产及基建投资增速下滑的影响，工程机械行业整体仍处于下滑趋势中，市场景气度低迷，加之行业产能过剩及去库存压力增大，市场竞争加剧。但得益于全球经济回暖及美国经济的强劲复苏，行业出口规模有所增长。

工程机械行业下游需求主要来自房地产和基础设施建设投资。2014年，受国内宏观经济增速放缓、房地产及基建投资增速下滑的影响，工程机械行业整体仍处于下滑趋势中，其主要产品销量下降明显。

2014年，全年工程机械行业主要产品销量642,508台，同比下降4.37%。全行业除叉车外，各个主要产品销量均有所下跌。其中，起重机全年销量14,096台，较上年同期下降21.16%；挖掘机全年销量90,507台，较上年同期下降19.48%；推土机销售量7,712台，较上年同期下降18.91%；装载机150,977台，较上年同期下降16.82%。

表1：2014年工程机械行业主要产品销量（台）

主要产品	2013	2014	增长率(%)
挖掘机	112404	90507	-19.48%
推土机	9511	7712	-18.91%
装载机	181505	150977	-16.82%
平地机	4017	3662	-8.84%
起重机	17880	14096	-21.16%
压路机	15726	14197	-9.72%
沥青混凝土摊铺机	2066	1735	-16.02%
叉车	328764	359622	9.39%
总计	671873	642508	-4.37%

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

受益于全球经济回暖及美国经济的强劲复苏，国内工程机械产品出口额延续了2013年以来的小幅增长态势。据海关总署统计，2014年我国工程机械进出口贸易额为240.77亿美元，其中进口金额42.85亿美元，比上年下降9.50%，出口金额197.92亿美元，比上年增长1.33%。

表2：2014年工程机械行业进出口主要区域统计（万美元）

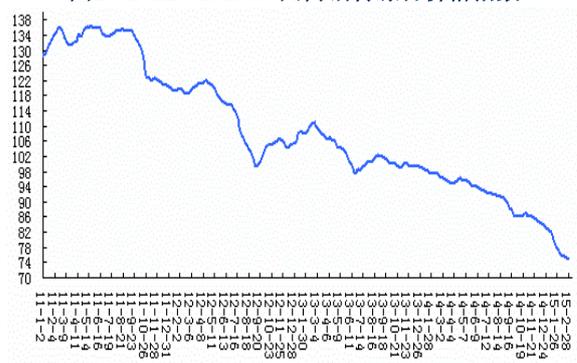
	出口额	同比增长	占比	进口额	同比增长	占比
美国	214942	22.10%	10.86%	47422	1.30%	11.07%
欧盟	197264	12.60%	9.97%	163932	3.36%	38.26%
香港	31632	28.80%	1.60%	131	-44.06%	0.03%
日本	112420	18.60%	5.68%	108210	-21.83%	25.25%
韩国	50886	1.60%	2.57%	68364	-5.86%	15.95%
东盟	322284	-6.52%	16.28%	9403	-5.88%	2.19%
俄罗斯联邦	98319	-11.20%	4.97%	62	-91.38%	0.01%
印度	49150	-6.26%	2.48%	2782	-38.33%	0.65%
非洲及拉美	430658	-7.12%	21.76%	2865	10.92%	0.67%
其他	471596	2.34%	23.83%	25340	-36.78%	5.91%

数据来源：国家统计局，中诚信证评整理

以钢材为主的大宗原材料价格的持续下滑，进一步缓解了工程机械生产企业的成本控制压力。

原材料方面，受国内宏观经济及固定资产投资增速放缓的影响，市场需求下滑，工业品及大宗原材料价格（PPI）持续下行。工程机械主要原材料为钢材，其中高强度的中厚板用量最大，钢材成本占工程机械总成本的30%左右。而自2011年四季度开始，国内钢材价格不断走低，一度跌至1994年价格的水平。截至2014年末，中国钢铁工业协会公布的CSPI钢材综合价格指数为83.09点，同比下降16.05点，降幅为16.19%；从全年情况看，2014年CSPI平均指数为91.32点，是自2003年以来最低水平。由于钢材在工程机械设备生产成本中占比较大，钢材价格走低在一定程度上缓解了工程机械生产企业的成本控制压力。

图1：2011~2015.03国内钢材综合价格指数



资料来源：中国联合钢铁网，中诚信证评整理

近期国内政府积极推动基础设施建设，且楼市新政的推出有助改善地产投资预期，同时我国政府及亚投行力推的“一带一路”战略将加速过剩基建产能的输出，协助企业推进海外扩张，我国工程机械行业发展前景向好。

从国内市场看，我国所处城镇化阶段与区域、城乡经济发展不平衡的现状，决定了未来一定时期内投资特别是基础设施投资仍将保持较大的规模，可在一定程度上维持工程机械行业的市场需求。2014年我国政府再次大规模启动以铁路建设为主的交通基础设施建设；同时自2014年下半年起，全国多个城市开始放宽商品房限购政策，对推进商品房销售和房地产投资有一定刺激作用。下游行业的投资增长无疑会拉动对本土工程机械产品的需求，带动工程机械行业景气度回升。

从国际市场看，《2015年国务院政府工作报告》中提出加快实施走出去战略，鼓励企业参与境外基础设施建设和产能合作，推动包括工程机械在内的中国装备走向世界。而我国政府及亚投行力推的“一带一路”战略将加速过剩的基建产能输出，协助企业推进海外扩张，为具有比较优势的中国工程机械生产企业带来了更加广阔的发展空间。

此外，央行宣布自2015年3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，目前仍处于降息周期。降息能营造较为宽松的货币市场环境，有望拉动下游基建和房地产投资的回暖，加速社会库存的消化，同时有利于改善下游链条资金状况，使得应收账款回款质量提高，从而带动工程机械需求，加快行业复苏的步伐。

整体来看，全球经济复苏、原材料成本下降以及在“一带一路”战略带动下的海外扩张将极大改善国内工程机械行业的发展前景，但中诚信证评仍将短期对行业内行业面临的产能过剩、去库存压力等多方面不利因素保持关注。

业务运营

2014年工程机械行业景气度低迷，公司业绩下滑但主要产品销量增速优于行业平均水平。

2014年国内固定资产投资增速放缓，主要土方工程机械产品行业销量同比下滑约20%，自2014年四季度开始更是大幅下滑，且在2015年2-3月传统销售旺季中，工程机械产品销量亦十分低迷。面对严峻外部形势，公司积极采取了一系列应对措施，包括继续努力开拓国内外市场、保持产品技术持续创新、不断提升质量水平、持续优化内部管理、提升人员效率等，确保了公司的运营稳健与持续发展，其主要产品销量增速优于同行平均水准，其中装载机继续保持行业领先地位，挖掘机销量增速约高于行业平均22个百分点，压路机销量增速位于前列，约高于行业平均12个百分点。2014年，公司实现营业收入102.93亿元，同比下滑18.21%；全年实现各类整机销售35,164台，同比下滑19.61%。

表3：公司2014年主要产品概况（台）

行业分类	项目	单位	2014	2013	同比增减
工程机械	销售量	台	35,164	43,615	-19.61%
	生产量	台	33,437	42,929	-16.49%
	库存量	台	7,424	9,151	-18.87%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为应对行业竞争，公司一方面积极开拓国内外市场，一方面加强内部管理，确保财务资源与资产运营管理稳健可控，同时继续加大研发投入，增强核心竞争力。

国内市场方面，在产品推广上，公司全面推广CLG856H装载机及配有广西康明斯发动机动力与采埃孚传动件的产品，并成功打造了两款明星机型933E和948E挖掘机，中大挖掘机销量占比已提升至35.9%，此外公司还大力推进电动叉车、仓储叉车及电动牵引车的销售；销售管理上，公司通过渠道评价针对性地辅导与改善经销商，通过官网的电子商务专区、网络微信等方式，推出了产品信息和促销信息，并与经销商、客户进行互动，提高了市场营销效率；客户开发上，公司跟进实施重点行业、重点大项目客户开发，全年公司新签约多家战略合作伙伴，参加重大项目的成功中标率保持在较高水平。

海外市场方面，在销售渠道上，公司通过对海外重点产品、重点市场和重点经销商进行优质资源

投入，对中东、东南亚等重点核心市场进行推广，推进全球营销网点的建设与培养，全年有近 30 家新经销商加盟柳工的海外营销渠道；海外制造布局上，公司顺利完成阿根廷项目的建设投产、巴西制造基地项目等，同时提升波兰、印度海外生产基地的运营效率，并持续打造波兰 Dressta 推土机产品“重载作业专家”的行业品牌形象；海外资金管理平台上，柳工机械香港有限公司的成立与稳步运行，搭建了柳工全球资金运作的平台，为海外经销商销售、融资等方面提供了便利，并为公司奠定了参与全球竞争的基础；产品上，新产品 CLG856H 装载机已进入国际市场试销阶段，E 系列挖掘机迅速抢占高端市场份额；B 系列滑移装载机在欧洲、中东等地推广效果显著；营销上，公司的全系列产品参展了美国、俄罗斯等地举办的重大行业展会，赢得了国际市场客户的广泛认知。

内部管理方面，在资产管理上，公司继续实施稳健的财务管控措施，风险资产规模合理，其中风险存货稳步下降并获得有效改善；成本控制上，在整体市场需求低迷、销售收入下降的情况下，公司营业成本也在同步下降，其产品毛利率有所回升；运营效率上，公司对营运资产进行了积极有效的管理，现金集中度进一步提升，财务费用大幅降低；组织管理上，公司采取了一系列组织效率优化措施，改善了闲置资产与设备的利用效率，并对天津、常州、柳州总部的生产进行了战略调整与优化整合，其中天津柳工推土机业务转移至常州经营后，可共享柳工常州挖掘机有限公司的经营管理平台。

研发投入方面，为确保重点研发项目的顺利开展，公司全年投入的研发费用占公司主营业务收入的比重达到 4.05%。一方面，公司全面实施各产品线更新换代，目前拥有柳工统一家族外观的 H 系列装载机、E 系列挖掘机、B 系列滑移装载机、A 系列挖掘装载机部分产品已经陆续上市；为满足欧美 IV 阶段排放需求研发的装载机、挖掘机、压路机、滑移装载机和叉车，目前大部分产品已经进入试验阶段，预计 2015 年将陆续投放至欧美高端市场。另一方面，公司积极提升研究成果应用，比如电控系统可靠性提高 3 倍；减震降噪技术的成功运用，

使公司装载机、挖掘机等产品在噪声指标方面达到国际领先水平；同时，公司还加强了核心技术的研发合作，继续深化与美国康明斯（发动机领域）、德国采埃孚（传动件领域）等世界一流企业的合资合作项目，进行了一系列产品的国际联合研发，尤其是在关键零部件的应用与开发，并逐步实现批量销售。此外，公司的国家土方机械工程技术研究中心在 2014 年通过科技部验收评估并获得正式命名成立，是我国土方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心。

公司竞争优势明显，业务布局进一步完善，其销售网络遍及全球，且“一带一路”战略的实施将加速公司的国际化进程。

公司拥有 24 个研究院所，3 个海外研发中心，分布全球的海外产品经理，4 个世界一流的国际合作研发平台，具备研发核心发动机零部件、传动件、液压元件、高等级铸件等精密器件的能力，并占据行业重要地位。同时，公司在电控技术、仿真技术、机器人应用、散热系统、减震降噪、节能减排、绿色制造等领域的技术水平位居行业前列。此外，公司拥有先进的试验平台，为产品导入市场提供了有力保障。2014 年公司共申请专利 260 件，其中发明专利 160 件，实用新型专利 88 件，外观设计 12 件（含 2 件欧盟外观申请）；2014 年共获得授权专利 169 件，其中发明专利 32 件，实用新型 117 件，外观设计 20 件（含 2 件欧盟外观专利）。

公司拥有遍布国内各个区域的办事处和销售服务网点上千个，并已建立 10 家营销型海外子公司、7 个海外配件中心和 2 家制造型海外子公司，产品销售已横跨五大洲，覆盖 136 个国家。此外，公司在印度、波兰、巴西等三地建有海外制造基地，逐步实现本地化生产，并以此为支点，辐射东南亚、欧洲、南美等区域。2014 年，公司海外市场收入 25.23 亿元，同比增长 3.38%，其占比为 24.51%，同比增加 5.12 个百分点，预计未来公司海外业务将继续扩大。

总体而言，受工程机械行业景气度低迷的影响，公司业绩持续下滑但公司核心竞争力持续增强，业务布局进一步完善，国际化进程加速，未来

海外业务收入有望成为公司的增长支柱。

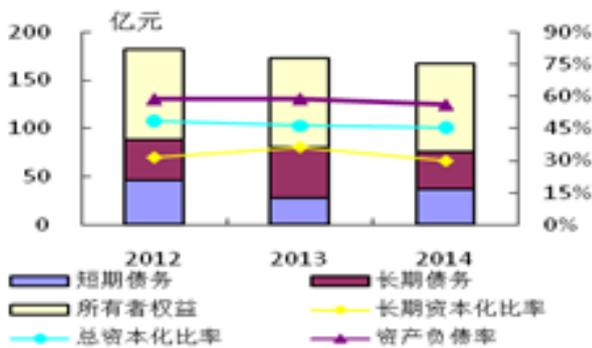
财务分析

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审计并出具标准无保留审计意见的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、2014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2014年12月31日，公司总资产为208.20亿元，同比减少7.83%；公司所有者权益合计为91.26亿元，同比减少1.65%。截至2014年12月31日，公司总负债为116.76亿元，同比减少12.14%，主要系本年度借款规模减少所致。同期公司资产负债率和总资本化比率分别为56.13%和45.35%，同比下降约2.75个和0.1个百分点，财务杠杆比率较上年有所下降，处于较合理水平。

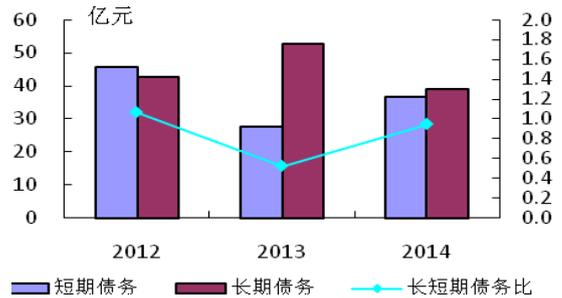
图2：2012~2014年公司资本结构



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2014年12月31日，公司总债务规模为75.74亿元，比上年下降5.47个百分点。其中，公司短期债务共36.81亿元，比上年增长9.24亿元，同比增长33.55%；长期债务共38.93亿元，比上年减少13.63亿元，同比减少25.93%，其中长期借款转入一年内到期的流动负债金额为12.04亿元。公司长短期债务比升至0.95，较上年0.52增长0.43个点。

图3：2012~2014年公司债务结构



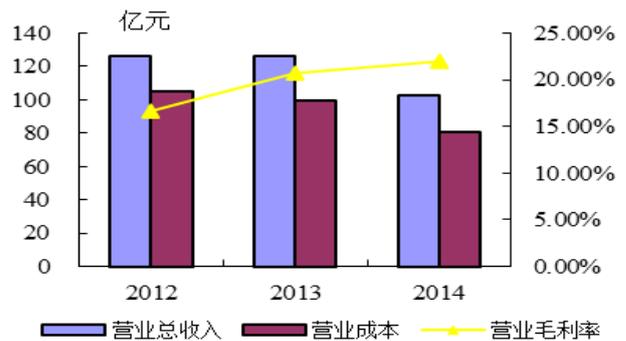
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司总债务有所下降，债务规模处于较合理水平，但公司短期债务规模有所上升。整体上，公司资本结构仍较为稳健。

盈利能力

2014年，公司实现销售收入102.93亿元，同比下降18.21%；销售各类主机近3.52万台，同比下降19.61%；营业成本80.35亿元，同比下降19.52%。毛利方面，受行业产能过剩、市场需求不振的影响，工程机械行业整体利润空间有所收窄，但得益于原材料价格持续下滑及公司产品结构调整，公司毛利率有所回升。2014年公司营业毛利率为21.94%，较2013年上升了1.27个百分点。

图4：公司2012~2014年收入及成本情况



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。2014年公司销售费用和管理费用均有所提升，分别较上年增长了0.34%和3.51%；财务费用有所下降，较上年下降了20.56%，主要系利息收入增加所致。公司三费合计18.64亿元，较上年略有下降，其占比18.11%，较上年增加3.22%，主要系公司收入规模下降幅度较大所致。

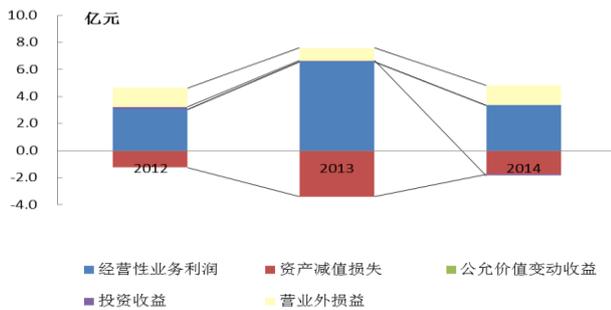
表4: 2012~2014年公司期间费用构成(亿元)

项目	2012	2013	2014
销售费用	6.97	8.11	8.14
管理费用	8.44	8.46	8.76
财务费用	1.93	2.17	1.74
三费合计	17.34	18.74	18.64
三费收入占比	13.73%	14.89%	18.11%

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、资产减值损失及营业外损益构成, 其中营业外收入主要为政府补助。受外部环境的不利影响, 公司盈利水平有所下降, 2014年公司实现利润总额2.96亿元, 较上年减少了29.3%, 其中经营性业务利润、投资损益及营业外损益分别为3.36亿元、-1.75亿元和1.44亿元。

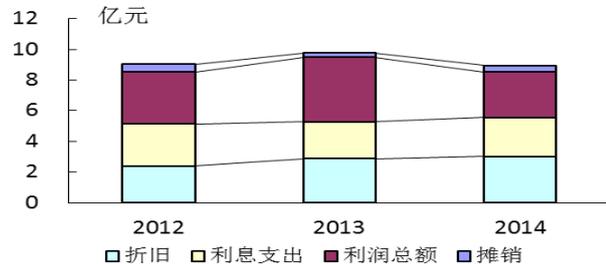
图5: 公司2012~2014年利润总额构成



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 公司EBITDA主要来自利润总额、折旧以及利息支出, 主要受2014年利润总额下降的影响, 其EBITDA规模较上年有所下降。2014年末, 公司EBITDA规模为8.94亿元。

图6: 2012~2014年公司EBITDA构成情况



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 得益于原材料价格持续下降及公司产品结构调整, 公司毛利率有所回升, 但由于行业周期性波动导致整体收入规模下滑明显, 公司利润水平降低。

偿债能力

截至2014年12月31日, 公司总债务为75.74亿元, 同比减少12.14%, 其中短期债务36.81亿元, 长期债务38.93亿元, 资产负债率和总资本化率分别为56.13%和45.35%。公司总债务规模持续下降, 但短期债务规模因部分长期借款将于1年内到期而有所增加, 公司短期偿债压力有所增加。

从偿债能力指标来看, 2014年公司总债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数两项指标分别为8.47倍、3.53倍。从经营活动现金流来看, 受公司业务规模下滑以及行业下游企业资金面偏紧的影响, 2014年公司收现情况一般, 经营性净现金流为5.54亿元, 较上年大幅下降48.83%, 其经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出两项指标分别为0.07倍、2.19倍, 均较上年有所回落。整体来看, 公司EBITDA以及经营性净现金流对当期债务本息仍能提供有效保障。

表5: 2012~2014年公司部分偿债能力指标

	2012	2013	2014
短期债务(亿元)	45.54	27.56	36.81
长期债务(亿元)	42.83	52.56	38.93
总债务(亿元)	88.37	80.13	75.74
经营活动净现金流(亿元)	5.77	10.83	5.54
EBITDA(亿元)	9.03	9.79	8.94
总债务/EBITDA(X)	9.78	8.18	8.47
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.14	0.07
EBITDA利息倍数(X)	3.30	4.07	3.53
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.11	4.50	2.19

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, 公司被授予一定的综合授信额度。截至2014年12月31日, 公司共计获得各家银行授信167亿元, 其中未使用额度为105亿元。

对外担保方面, 截至2014年末, 公司无对外担保。对内担保方面, 截至2014年末, 公司对旗下子公司担保余额为20.93亿元。

表 6: 截至 2014 年底公司对内担保情况 (万元)

被担保人/公司	担保金额	到期时间
柳工常州挖掘机有限公司	609.60	2015.2.8
中恒国际租赁有限公司	168,896.01	2015.2.8
柳工机械亚太有限公司	4,880.00	2015.2.8
柳工机械拉美有限公司	1,817.80	2015.2.8
柳工北美有限公司	2,867.00	2015.2.8
柳工欧洲有限公司	610.00	2015.2.8
柳工机械(波兰)有限责任公司	27,450.00	2015.2.8
柳工香港投资有限公司	2,135.00	2015.2.8
合计	209,265.4	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

整体来看, 受行业周期性波动的影响较大, 公司盈利能力有所下滑。但目前公司财务结构保持稳健, EBITDA 以及经营性现金流表现尚可, 且公司依然保持很强的综合竞争实力, 公司偿债能力强。

担保实力

广西柳工集团有限公司 (以下简称“柳工集团”) 为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

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。

柳工集团是国家重点联系的首批 300 家国有大型企业集团之一, 是广西“十二五”期间重点培育和发展的工程机械集群产业中的龙头企业, 连续多

年入选“中国 500 强企业”、“世界工程机械 50 强企业”和“中国企业信息化 500 强企业”。

截至 2013 年 12 月 31 日, 柳工集团总资产 313.29 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 为 114.95 亿元; 2013 年全年柳工集团实现营业总收入 161.04 亿元, 利润总额 4.34 亿元, 净利润 3.18 亿元。

截至 2014 年 9 月 30 日, 柳工集团总资产 298.67 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 为 112.63 亿元; 2014 年 1~9 月, 柳工集团实现营业总收入 101.72 亿元, 实现利润总额 1.65 亿元, 净利润 0.59 亿元。

业务运营

公司主要经营轮式装载机、挖掘机、路面机械 (压路机、平地机)、建筑机械 (起重机、搅拌机)、叉车和润滑油等产品的研发、制造和销售, 以及相应的配件销售和服务支持, 其核心产品主要为装载机和挖掘机。目前, 柳工集团主推产品包括额定载重 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等, 同时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。

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, 前文已作介绍。

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 2012 年审计报告、经国富浩华会计师事

务所有有限公司审计并出具标准无保留意见的 2013 年审计报告以及未经审计的 2014 年三季度财务报表。

从资本结构来看，受行业经营环境欠佳的影响，公司资产负债规模均有所下降。截至 2014 年 9 月末，柳工集团资产总额 298.67 亿元，较上年末下降 4.67%；负债总额 186.04 亿元，较上年末下降 6.20%；所有者权益 112.63 亿元，较上年末下降 2.01%。从财务杠杆比率来看，截至 2014 年 9 月末，柳工集团资产负债率和总资本化比率分别为 62.69% 和 52.74%，较上年末分别下降了 1.02 和 0.25 个百分点，处于较合理水平。从债务的期限结构来看，截至 2014 年 9 月末，柳工集团长短期债务比为 0.99，较上年末上升了 0.20 整体来看，柳工集团资本结构稳健性尚可。

从盈利能力来看，由于行业景气度低迷，市场竞争激烈，主要产品供大于求的局面没有根本转变，柳工集团整体盈利能力有所下滑。截至 2014 年 9 月 30 日，柳工集团实现营业总收入 101.72 亿元，较上年同期下滑 12.37%。但受益于钢铁价格的持续走低，公司生产成本有所下降，毛利率有所回升。2014 年 1~9 月柳工集团的营业毛利率为 22.80%，较上年末上升了 1.57 个百分点。2014 年 1~9 月，柳工集团实现净利润 0.59 亿元，较上年同期下降 72.56%。

从偿债能力来看，2014 年柳工集团债务规模有所下降，偿债能力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，截至 2014 年 9 月，柳工集团经营性现金流净流入 7.68 亿元，较上年同期大幅增加，能对集团债务的偿还提供有效保障。

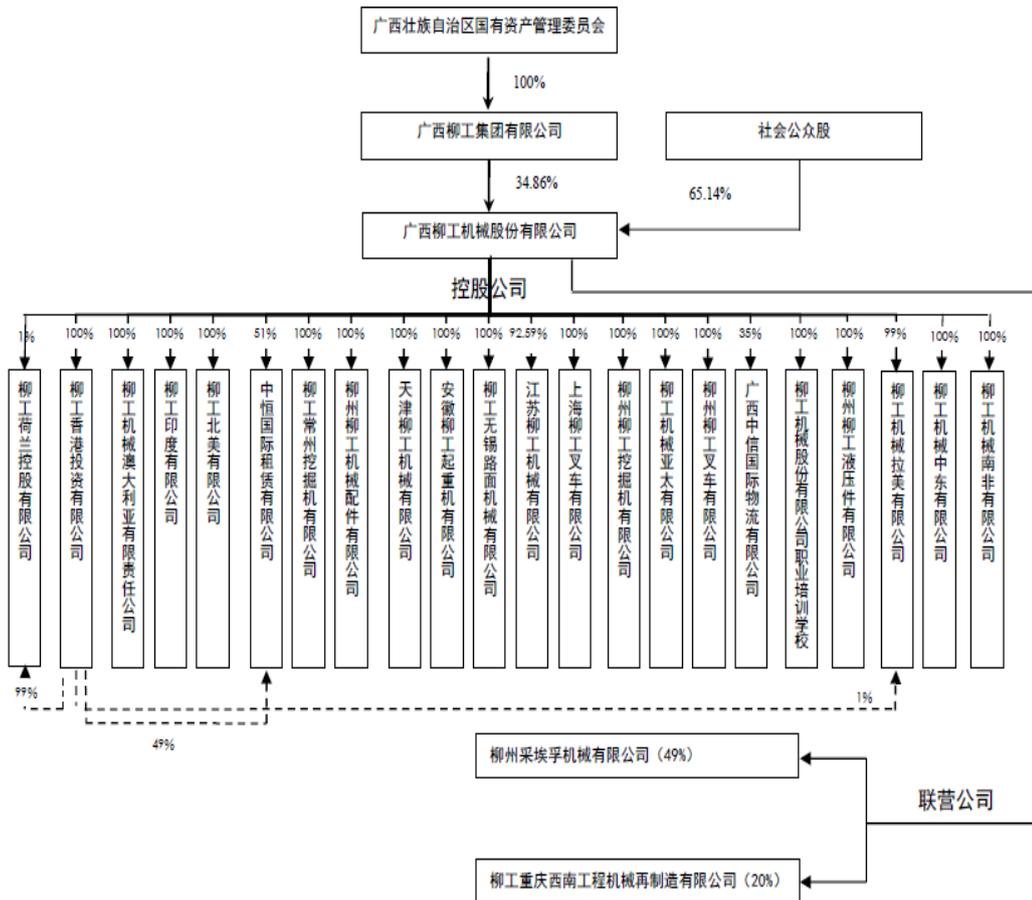
截至 2014 年 9 月 30 日，公司无对外担保。另截至 2014 年 9 月 30 日，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 364 亿元，尚未使用的额度约为 281 亿元。总体看，公司融资渠道畅通，备用流动性充足。

此外，考虑到柳工集团在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

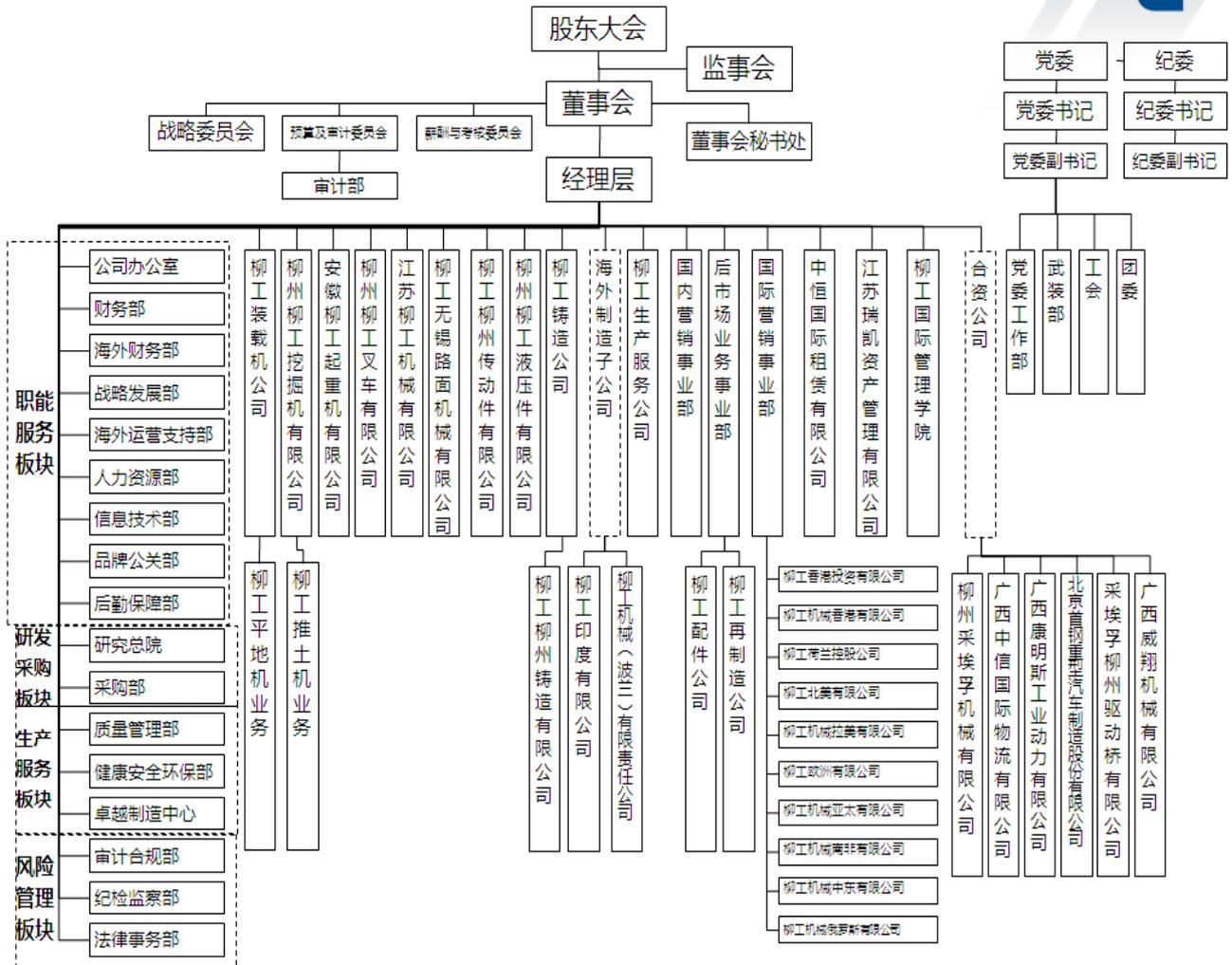
综上所述，中诚信证评维持广西柳工机械股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“广西柳工机械股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）”信用等级 **AA⁺**。该债项级别同时考虑了广西柳工集团有限公司提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

附一：广西柳工机械股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：广西柳工机械股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）

公司组织机构图



附三：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)	2012	2013	2014
货币资金	357,229.62	427,673.07	394,944.71
应收账款净额	216,012.26	278,690.09	346,923.69
存货净额	462,604.52	408,664.93	352,791.01
流动资产	1,457,307.59	1,466,568.94	1,451,335.58
长期投资	44,707.38	45,247.76	41,227.89
固定资产合计	344,773.29	340,285.73	293,647.09
总资产	2,258,392.48	2,217,990.03	2,080,190.16
短期债务	455,437.51	275,615.32	368,079.69
长期债务	428,267.37	525,636.08	389,316.60
总债务（短期债务+长期债务）	883,704.88	801,251.40	757,396.30
总负债	1,325,523.13	1,281,127.20	1,167,585.00
所有者权益（含少数股东权益）	932,869.35	936,862.83	912,605.16
营业总收入	1,262,966.66	1,258,468.75	1,029,340.61
三费前利润	203,898.55	253,520.38	220,098.17
投资收益	1,697.63	597.26	-901.62
净利润	27,880.86	33,179.87	19,315.88
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	90,331.49	97,913.72	89,413.17
经营活动产生现金净流量	57,746.49	108,344.52	55,444.30
投资活动产生现金净流量	-93,595.17	-30,161.92	-15,733.40
筹资活动产生现金净流量	80,410.96	-12,469.93	-65,262.47
现金及现金等价物净增加额	44,586.34	62,898.73	-26,270.50
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	16.61	20.66	21.94
所有者权益收益率（%）	2.99	3.54	2.12
EBITDA/营业总收入（%）	7.15	7.78	8.69
速动比率（X）	1.20	1.52	1.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.14	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.39	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	2.11	4.50	2.19
EBITDA 利息倍数（X）	3.30	4.07	3.53
总债务/EBITDA（X）	9.78	8.18	8.47
资产负债率（%）	58.69	57.76	56.13
总资本化比率（%）	48.65	46.10	45.35
长期资本化比率（%）	31.46	35.94	29.90

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：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)	2011	2012	2013	2014Q3
货币资金	478,734.74	474,800.09	553,413.69	538,141.66
应收账款净额	318,577.08	332,164.22	431,653.94	502,650.93
存货净额	618,321.57	617,981.32	565,476.61	535,218.52
流动资产	1,996,605.24	1,936,159.82	1,984,987.22	1,929,539.21
长期投资	74,689.78	183,024.01	201,620.63	172,041.22
固定资产合计	324,526.12	437,436.76	468,688.00	472,089.91
总资产	2,887,130.39	3,073,561.54	3,132,887.96	2,986,722.85
短期债务	723,364.82	698,563.77	577,146.79	629,541.09
长期债务	472,941.20	619,929.38	718,032.00	627,111.92
总债务（短期债务+长期债务）	1,196,306.02	1,318,493.15	1,295,178.79	1,256,653.01
总负债	1,819,218.69	1,937,754.49	1,983,439.86	1,860,419.10
所有者权益（含少数股东权益）	1,067,911.71	1,135,807.05	1,149,448.11	1,126,303.75
营业总收入	2,112,655.36	1,562,414.72	1,610,379.71	1,017,241.96
三费前利润	394,441.08	273,891.72	341,821.84	231,923.19
投资收益	-280.25	4,016.68	6,490.23	3,984.80
净利润	130,701.60	14,880.50	31,835.85	5,926.44
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	208,071.77	110,754.80	128,600	-
经营活动产生现金净流量	-238,230.51	34,601.63	144,177.24	76,766.53
投资活动产生现金净流量	-120,486.73	-210,102.50	-93,722.54	2,226.04
筹资活动产生现金净流量	294,667.21	156,589.51	40,619.84	-92,355.71
现金及现金等价物净增加额	-65,752.31	-18,887.31	88,143.42	-13,520.94
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q3
营业毛利率（%）	19.12	18.10	21.89	23.39
所有者权益收益率（%）	12.24	1.31	2.77	-
EBITDA/营业总收入（%）	9.85	7.09	7.99	-
速动比率（X）	1.06	1.07	1.19	1.21
经营活动净现金/总债务（X）	-0.20	0.03	0.11	-
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.33	0.05	0.25	-
经营活动净现金/利息支出（X）	-9.93	0.69	3.14	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.68	2.21	2.80	-
总债务/EBITDA（X）	5.75	11.90	10.07	-
资产负债率（%）	63.01	63.05	63.31	62.29
总资本化比率（%）	52.84	53.72	52.98	52.74
长期资本化比率（%）	30.69	35.31	38.45	35.77

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。

附五：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+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）

附六：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。