



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 086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，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA⁺。

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
二零一六年五月十三日

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（2016）

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	20 亿元		
存续期限	2011/07/22~2018/07/22		
上次评级时间	2015/04/30		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

基本观点

2015 年，受国内宏观经济增速持续放缓、房地产及基建投资增速下滑的影响，工程机械行业需求延续疲弱态势，广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”或“公司”）各类整机产品产销量同比大幅下滑，但考虑到工程机械行业长期发展前景向好，以及公司积极开发新产品、提升核心零部件自制能力，整体抗风险能力增强，且业务布局进一步完善使其仍保持了很强的业内综合竞争实力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到短期内国内工程机械行业产能过剩、需求不振的局面难以改变，公司短期债务规模大幅上升，债务期限结构稳定性大幅下降等因素对公司整体信用状况的影响。

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（第一期）”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。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“一带一路”战略将加速过剩基建产能的输出，为我国工程机械企业提供新的机遇，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。公司积极开发新产品及提升核心零部件自制能力，不断完善产品结构，产品市场竞争力与整体抗风险能力得以增强；同时业务布局进一步完善，销售网络遍及全球，“一带一路”战略的实施将加速公司的国际化进程。
- 公司财务结构仍较稳健。截至 2015 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 56.31% 和 48.71%，处于较合理水平，财务结构仍较稳健。

概况数据

柳工股份	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	93.69	91.26	89.06
总资产（亿元）	221.80	208.02	203.84
总债务（亿元）	80.13	75.74	84.59
营业总收入（亿元）	125.85	102.93	66.56
营业毛利率（%）	20.66	21.94	25.53
EBITDA（亿元）	9.79	8.94	5.73
所有者权益收益率（%）	3.54	2.12	0.23
资产负债率（%）	57.76	56.13	56.31
总债务/EBITDA（X）	8.18	8.47	14.77
EBITDA 利息倍数（X）	4.07	3.53	2.20
柳工集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	114.94	107.86	103.11
总资产（亿元）	313.29	294.93	287.21
总债务（亿元）	129.52	120.85	127.44
营业总收入（亿元）	161.04	137.17	96.85
营业毛利率（%）	21.89	23.27	26.34
EBITDA（亿元）	12.86	11.19	9.19
所有者权益收益率（%）	2.77	0.14	-0.62
资产负债率（%）	63.31	63.43	64.10
总债务/EBITDA（X）	10.07	10.80	13.87
EBITDA 利息倍数（X）	2.80	2.33	1.71

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。

分析师

钱建中 jqjian@ccxr.com.cn

莫蕾 lm@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月13日

关注

- 国内工程机械行业产能过剩、需求不振的局面在短期内难以改变，中诚信证评对公司后续产能释放以及产品销售等情况予以关注。
- 短期债务规模增长。2015 年公司短期债务为 48.96 亿元，同比增长 33.00%；长短期债务比为 1.37，较上年末上升 0.42，短期借款增加导致公司总债务规模上升，债务期限结构稳定性下降。同时，公司未来存在约 6.80 亿元的资本支出规模，负债水平仍有上升的可能，中诚信证评对其债务水平上行压力予以关注。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

2015年以来，我国固定资产投资增速继续放缓，工程机械行业需求不足，产能过剩情况持续存在，行业下行压力加大。国际市场方面，海外市场低迷，我国工程机械产品出口增速持续下滑。

工程机械行业发展的主要动力来自于固定资产投资，其中房地产和基础设施建设是最主要的推动因素。2015年，受国内宏观经济增速延续放缓、房地产及基建投资增速持续下滑的影响，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。2015年，全年工程机械行业主要产品销量481,696台，同比下滑24.08%。全行业除摊铺机外，各个主要产品销量均有所下跌。其中，挖掘机全年销量56,350台，同比下滑37.74%；装载机全年销量73,581台，同比下滑37.74%；汽车起重机销售量9,327台，同比下滑33.83%。

表1：2015年工程机械行业主要产品销量

主要产品	2014	2015	增长率(%)
挖掘机	90,507	56,350	-37.74
装载机	150,614	73,581	-51.15
平地机	3,662	2,620	-28.45
汽车起重机	14,096	9,327	-33.83
压路机	14,270	10,388	-27.20
摊铺机	1,737	1,804	3.86
叉车	359,622	327,626	-8.90
合计	634,508	481,696	-24.08

数据来源：中国工程机械工业协会，中诚信证评整理

2015年全球经济增长低于预期，2015年海外工程机械行业销量总体同比下滑10%，成熟市场基本持平，中国企业出口主要所面向的发展中国家市场总体销量下滑超过20%，受此影响，2015年中国主要工程机械产品（装载机、挖掘机、推土机、压路机、平地机等）出口销量下降超过30%。中国工程机械企业在海外市场的业务发展面临巨大压力。据海关总署统计，2015年我国工程机械进出口贸易额为223.45亿美元，比上年下滑7.19%。其中进口金额33.67亿美元，比上年下滑21.4%；出口金额189.78亿美元，比上年下滑4.11%，贸易顺差156.11亿美元，

比2014年扩大1.05亿美元。

表2：2015年1~10月工程机械行业进出口主要区域统计

出口区域	出口额(亿美元)	同比增长(%)	占比(%)	进口额(亿美元)	同比增长(%)	占比(%)
亚洲	81.80	9.79	51.3	11.51	-32.0	40.5
非洲	18.60	-17.7	11.7	-	-	-
欧洲	20.52	-24.1	12.9	12.92	-11.7	45.4
南美洲	14.41	3.33	9.04	-	-	-
北美洲	18.59	-6.76	11.7	3.65	-17.4	12.8
大洋洲	5.48	-8.87	3.44	-	-	-

数据来源：海关总署，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2010年四季度开始，国内钢材价格不断走低，截至2015年末，钢铁协会CSPI中国钢材价格指数为56.37点，与上年同期相比下降26.72点，降幅32.16%。从全年看，各月指数均低于上年同期，2015年各月CSPI平均值为66.43点，同比下降24.89点，降幅为27.26%。由于钢材在工程机械设备生产成本中占比较大，近年钢材价格的持续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1：2009~2016.03国内钢材综合价格指数



资料来源：Wind资讯，中诚信证评整理

长期来看，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，为我国工程机械企业提供新的机遇，但短期难以抑制行业的下行趋势。

从国际市场看，伴随着“一带一路”国家战略的推进与落地，以及《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》中明确提出的将重点包括工程机械行业在内的12个行业通过开展国际产能和装备制造合作，推动装备、技术、标准、服务走出去发展规划的落地。都将为具有比较优势的中国工程机械企业带来更为广阔的发展空间。

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。根据《2016年政府工作报告》，今年国内要启动一批“十三五”规划重大项目，完成铁路投资8,000亿元以上、公路投资1.65万亿元，同时将开工20项重大水利工程，建设水电核电、特高压输电、智能电网、油气管网、城市轨道交通等重大项目。这些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。

此外，2015年央行已5次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。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。

2016年是我国全面建成小康社会决胜阶段的开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。近期，政府加大基础设施审批与建设步伐，有助改善行业需求预期。同时，我国政府力推的“一带一路”战略将加速优势产能“走出去”步伐，我国工程机械行业发展前景向好。

虽然行业未来几年保持需求逐步企稳向上的预期，但受经济增速换挡步入“新常态”、结构调整带来的短期阵痛、国家相关稳增长政策及“改革红

利”的释放需要时间过程等因素影响，工程机械行业在2016年仍将面临较大的去库存压力，行业竞争环境依旧激烈。

业务运营

2015年，受国内宏观经济增速持续放缓、房地产及基建投资增速下滑的影响，工程机械行业需求延续疲弱态势，公司产品的产销量均出现同比下滑。

公司目前主要从事装载机、挖掘机、起重机、压路机、叉车及矿用卡车等工程机械及配件的研发、制造和销售。公司产品的客户主要来自基础设施建设、工程及能源行业，因以上行业与宏观经济高度相关，因此产品的需求受到经济周期的影响较大。

2015年，国内宏观经济增速继续放缓，海外市场低迷，我国工程机械产品出口增速持续下滑，公司主要机械产品销量同比下滑，整体经营业绩延续上年下滑趋势。2015年公司实现营业收入66.56亿元，同比下滑35.34%。从产品产销量来看，2015年，公司实现工程机械类产品销量为24,367台，同比下滑30.70%；产量为21,237台，同比下滑36.49%。

表3：2015年公司工程机械类产品产销概况

行业分类	项目	单位	2015	2014	同比增减
工程机械	销售量	台	24,367	35,164	-30.70%
	生产量	台	21,237	33,437	-36.49%
	库存量	台	4,294	7,424	-42.16%

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

公司积极开发新产品及提升核心零部件自制能力，不断完善产品结构，增加产品市场竞争力，整体抗风险能力增强。

面对严峻外部形势，公司积极采取包括继续保持产品技术创新及核心零部件自制能力提升等在内的一系列措施，增强了公司抵御风险的能力。

在新产品开发方面，近年公司不断加强与众多科研单位的技术合作，加大新产品开发投入力度，积极拓展产品结构，丰富产品种类。2015年，公司积极开发大型装备、满足欧美IV阶段排放法规新产品以及所有整机产品线升级换代等，目前拥有B系列滑移装载机、A系列挖掘装载机等10款以及

36 款换代产品，且开发可满足高配置要求的 25 吨和 36 吨石材叉装车。从技术研发成果来看，公司 2015 年申请专利 172 件，其中发明专利 98 件，软件著作权专利 14 件；授权专利 138 件，其中发明专利 73 件。此外，近年公司关键零部件自给率有所提升，一定程度降低了采购成本。

表4：近年主要主机核心零部件自制率情况

产品	2014 年	2015 年
装载机核心部件自制率	51%	51%
挖掘机核心部件自制率	16%	19%
压路机核心部件自制率	26%	26%
起重机核心部件自制率	17%	15%
滑移/两头忙核心部件自制率	15%	16%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司业务布局进一步完善，销售网络遍及全球，外销业务占比提升，通过全面国际化转型及海外市场拓展，“一带一路”国家战略将加速公司的国际化进程。

2015 年公司不断推进国内外营销网点的建设。通过提升国内经销商能力，以及持续推进公司国内专营公司的建设，取得国内中高端客户的认可。同时，公司积极拓展海外市场，实施国际业务“4K”战略，保证公司能持续获取海外大型项目。2015 年，公司继开拓英国市场后，成功进入法国市场。

目前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。2015 年，公司海外市场收入 20.97 亿元，占比为 31.51%，同比增加 7.00 个百分点，预计未来公司海外业务将继续扩大，业务布局进一步完善。

政策方面，“一带一路”国家战略对于国际化布局较早的工程机械行业是中长期利好，战略提出以交通基础设施为突破，实现亚洲互联互通，中国将出资 400 亿美元成立丝路基金，优先部署中国同邻国的铁路、公路项目，这将带动工程机械出口。目前来看，“一带一路”涉及国家众多，分布在亚太、

欧洲、中亚、西亚北非、非洲等 5 大区域。公司已在“一带一路”区域中配置经销商及制造基地，随着战略的政策落地和深化实施，预计“一带一路”国家出口收入将有所增幅，并将带动公司在内的工程机械产业的发展。

发展规划

表 5：截至 2015 年末公司重点在建项目

项目名称	总投资额	截至 2015 年
		末已投入
核心铸件研发制造项目	64,068	24,596
全球研发中心项目	27,040	19,309
智能化工厂升级改造项目	22,000	1,000
合计	113,108	44,905

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司未来仍将以自主创新为发展主线，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，巩固和确立公司在工程机械行业的市场地位。

截至 2015 年末，公司在建工程项目主要集中在核心部件的研发制造及技术升级改造方面，总投资达 11.31 亿元，截至 2015 年末已投入 4.49 亿元，预计 2016 年投入约 1.69 亿元。公司未来将面临一定的资本支出压力。

总体来看，尽管 2015 年受行业环境影响，公司业务规模下滑明显，但其在技术工艺等方面仍具备较强的优势，产品竞争力不断增强。同时，公司海外产业布局进一步完善，外销业务收入占比上升，随着“一带一路”国家战略的实施，未来公司产品出口空间将得到进一步开拓。但我国工程机械行业产能过剩、需求不振的局面在短期内难以改变，中诚信证评对公司后续产能释放以及产品销售等情况予以关注。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2013~2015 年度合并财务报告。

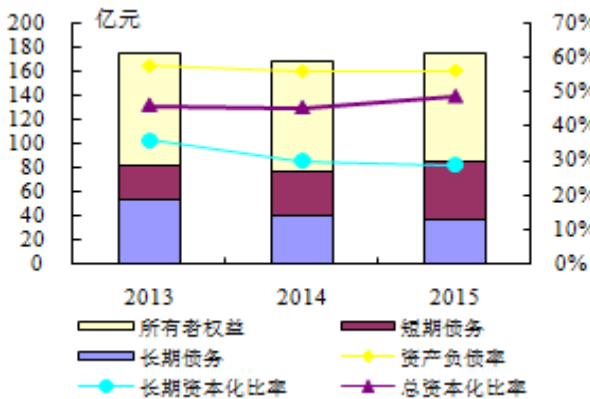
资本结构

受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，产

销规模下降导致近年公司整体资产规模下降。2013~2015年，公司总资产规模分别为221.80亿元、208.02亿元和203.84亿元。同期，公司负债总额分别为128.11亿元、116.76亿元和114.78亿元；所有者权益分别为93.69亿元、91.26亿元和89.06亿元。

财务杠杆比率方面，公司近年有技改及核心部件研发项目等投资性需求，导致外部融资需求依然较大，负债水平未有明显下降。2013~2015年，公司资产负债率分别为57.76%、56.13%和56.31%；总资本化比率分别为46.10%、45.35%和48.71%。同时，公司在建项目未来仍存在一定的资本支出需求，公司债务规模和负债水平面临进一步上升的可能。

图2：2013~2015年公司资本结构

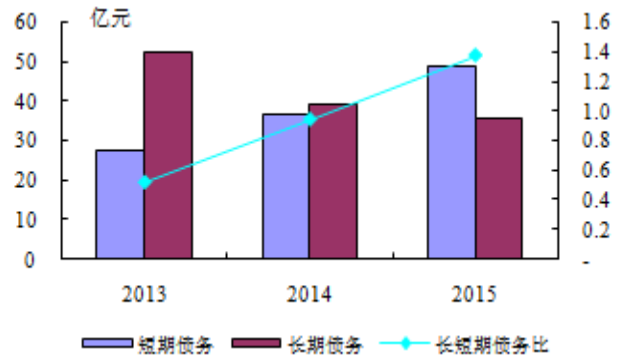


资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从公司资产构成看，截至2015年末，公司货币资金、应收账款、存货和固定资产分别为42.69亿元、31.51亿元、26.70亿元和24.27亿元，分别占总资产比重为20.94%、15.46%、13.10%和11.91%。应收账款方面，截至2015年末，公司应收账款净额占总资产的比重为15.46%，较2014年下降了1.22个百分点。2015年公司应收账款账龄在一年以内的款项占比为59.44%，账龄在一至两年的款项占比19.48%，按信用风险特征组合计提的坏账准备余额为2.15亿元，2015年末公司计提的各项坏账准备余额合计为3.99亿元。

从债务结构看，截至2015年末，公司总债务规模为84.59亿元，较上年末增长11.68%。其中，短期债务为48.96亿元，同比增长33.00%；长短期债务比为1.37，较上年末上升0.42，短期借款增加导致公司总债务规模上升，公司债务期限结构稳定性下降。

图3：2013~2015年公司债务结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司短期债务规模升，债务期限结构稳定性下降。同时，公司未来存在一定的资本支出压力，负债水平仍有上升的可能，中诚信证评对其债务水平上行压力予以关注。

盈利能力

受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，2015年工程机械下游需求延续疲弱的态势，公司整体机械产品销量出现下降，经营业绩延续下滑趋势。2015年，公司实现销售收入66.56亿元，同比减少35.33%。

营业毛利率方面，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。但公司得益于通过增加差异化产品销售以及不断提升核心零部件自制率以增强自身抗风险能力，加之原材料价格持续下滑进一步缓解了成本控制压力，近年营业毛利率逐年提升。2015年公司营业毛利率为25.53%，较上年增加3.59个百分点，整体初始获利能力呈上升趋势。

表6：2013~2015公司收入及成本情况

	单位：亿元、%		
	2013	2014	2015
营业总收入	125.85	102.93	66.56
营业成本	99.84	80.35	49.57
营业毛利率	20.66	21.94	25.53

资料来源：公司财务报告，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，财务费用的占比比较低。2015年公司业务规模下滑明显，当年销售费用和管理费用均有所下降；财务费用基本与上年持平。2015年公司三费合计16.36亿元，较上年略有下降，其占比24.58%，较

上年增加6.47个百分点。

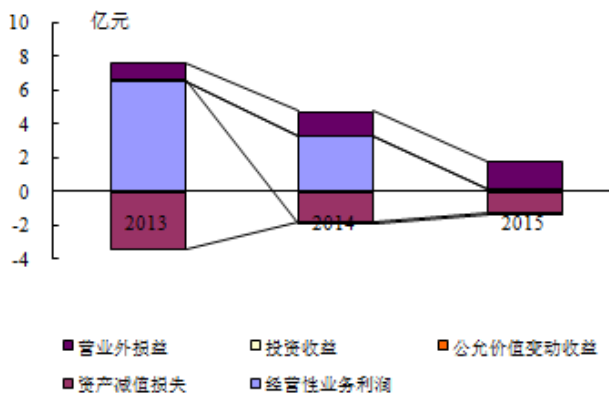
表7：2013~2015年公司期间费用构成（亿元）

项目	2013	2014	2015
销售费用	8.11	8.14	7.29
管理费用	8.46	8.76	7.29
财务费用	2.17	1.74	1.78
三费合计	18.74	18.64	16.36
三费收入占比	14.89%	18.11%	24.58%

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，公司业务规模下滑明显，且期间费用占比较高，2015年利润总额为0.51亿元，同比减少82.83%，其中经营性业务利润、资产减值损失及营业外损益分别为0.20亿元、-1.15亿元和1.65亿元。

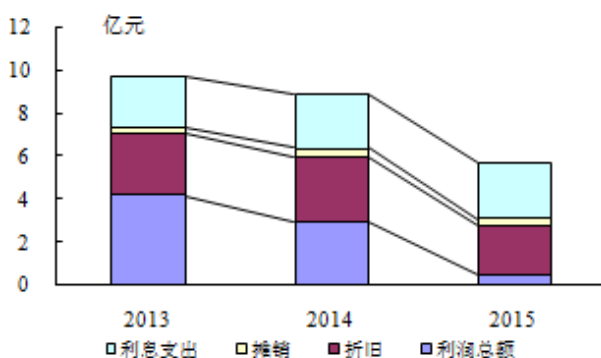
图4：公司2013~2015年利润总额构成



数据来源：公司财务报告，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2015年利润总额下降的影响，其EBITDA规模较上年有所下降。2015年公司EBITDA规模为4.90亿元。

图5：2013~2015年公司EBITDA构成情况



资料来源：公司财务报告，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，公司初始获利能力有所提升，但由于行业周期性波动导致整体收入规模下滑，公司盈利能力下滑。

偿债能力

从偿债能力指标来看，2015年公司总债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数两项指标分别为17.26倍、2.76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，2015年公司收现情况一般，经营性净现金流为1.45亿元，同比下滑73.83%，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0.02倍、0.56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8：2013~2015年公司部分偿债能力指标

	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	27.56	36.81	48.96
长期债务（亿元）	52.56	38.93	35.63
总债务（亿元）	80.13	75.74	84.59
经营活动净现金流（亿元）	10.83	5.54	1.45
EBITDA（亿元）	9.79	8.94	5.73
总债务/EBITDA (X)	8.18	8.47	14.77
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.14	0.07	0.02
EBITDA利息倍数 (X)	4.07	3.53	2.76
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.50	2.19	0.56

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2015年末，公司共计获得各家银行授信158亿元，其中未使用额度为114亿元，备用流动性充裕，财务弹性较大。

对外担保方面，截至2015年末，公司无对外担保。对内担保方面，截至2015年末，公司对旗下子公司实际发生担保余额为31.64亿元，整体或有负债风险可控。此外，截至2015年末，公司存在涉诉及仲裁案件，但大部分金额相对较小（涉及金额较大为6,619.54元），对公司整体运营情况影响较小。

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，但其融资渠道通畅，财务弹性较大，经营所得对债务本息偿还能够提供有效的

保障，整体偿债能力很强。

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“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，是广西省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2015年末，柳工集团总资产287.21亿元，所有者权益(含少数股东权益)为103.11亿元；2015年全年柳工集团实现营业总收入96.85亿元，利润总额0.14亿元，净利润-0.64亿元。

业务运营

柳工拥有国家级企业技术中心和博士后工作站，目前核心业务为轮式装载机、全液压履带式挖掘机、路面机械、小型工程机械、叉车、起重机、推土机、混凝土机械、预应力锚具桥梁拉索、桩工机械(旋挖钻机、液压连续墙抓斗)等十四大系列产品的研发、制造和销售，以及相应的配件销售和

服务支持。

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。同时，柳工集团在印度等国家地区建有海外制造工厂，并在海外80个国家的代理商超过100家，全球建设8个零件配件中心，在澳大利亚、美国、巴西、印度等地区分别成立了面向国际区域的营销公司。

作为投资控股型企业，柳工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广西柳工机械股份有限公司，2015年该业务占柳工集团总收入比约69%。

表9：2015年柳工集团主要业务构成

	收入 (亿元)	2015 成本 (亿元)	毛利率 (%)
工程机械类	65.99	49.25	25.37
建筑机械类	6.13	3.46	43.64
工程机械配件	2.13	2.77	-30.18
商贸	2.09	2.03	2.50
其他	20.52	13.84	32.55
合计	96.85	71.35	26.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务实力

以下分析主要基于柳工集团提供的经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具标准无保留意见的2015年审计报告。

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2015年末，柳工集团资产总额287.21亿元，较上年末减少2.62%；负债总额184.10亿元，较上年末减少1.59%；所有者权益103.11亿元，较上年末减少4.39%。从财务杠杆比率来看，截至2015年末，柳工集团资产负债率为64.10%，较上年末分别下降0.67个百分点；总资本化比率为55.28%，较上年末增加了2.44个百分点，处于相对合理水平。从债务的期限

结构来看，截至 2015 年末，柳工集团长短期债务比为 1.33，较上年末上升 0.26，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未有根本转变，柳工集团 2015 年实现营业收入 96.85 亿元，同比减少 29.39%。毛利率方面，在行业竞争激烈的背景下，柳工集团通过加强成本控制，以及不断调整产品结构使得营业毛利率呈稳定上升趋势。2015 年柳工集团营业毛利率为 26.34%，较上年增加了 3.07 个百分点。从利润总额来看，受收入规模下滑明显、三费占比上升影响，近年来柳工集团利润总额呈现逐年下滑趋势，2015 年柳工集团经营性亏损约 1.4 亿元，以取得非经常性净损益 1.54 亿元最终实现利润总额 0.14 亿元，同比减少 93.33%。

从偿债能力来看，2015 年柳工集团债务规模有所提升，但偿债能力指标仍保持在较合理水平，整体偿债压力较小。从现金流情况来看，2015 年，柳工集团经营亏损，导致当年经营性现金流净流出 0.41 亿元。

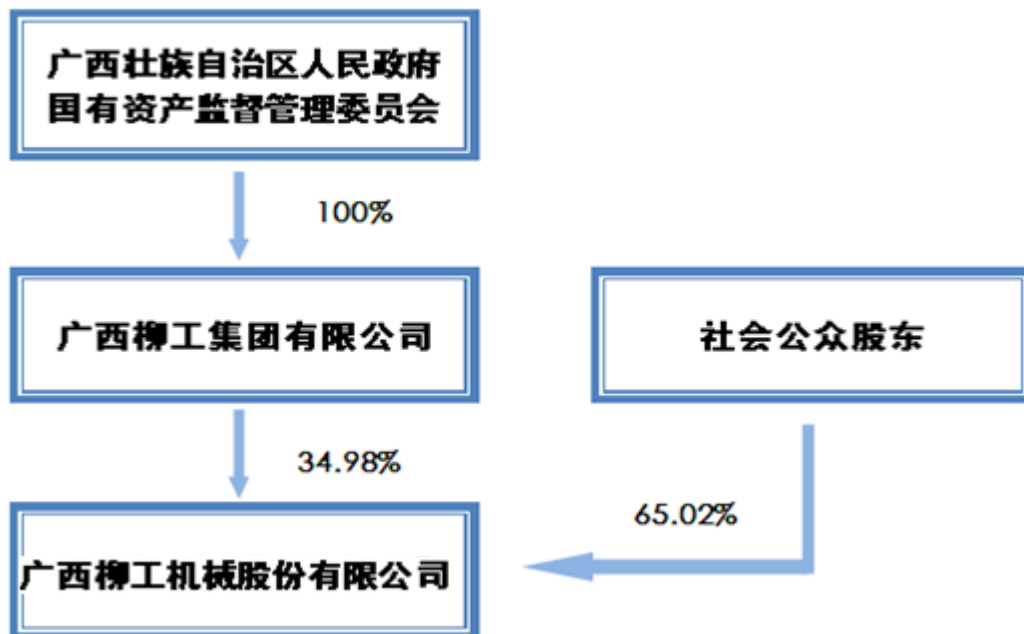
截至 2015 年末，柳工集团无对外担保。另截至 2015 年末，柳工集团共计获得各家银行授信 227.50 亿元，其中未使用额度为 166.16 亿元，备用流动性充裕，财务弹性较大。

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。

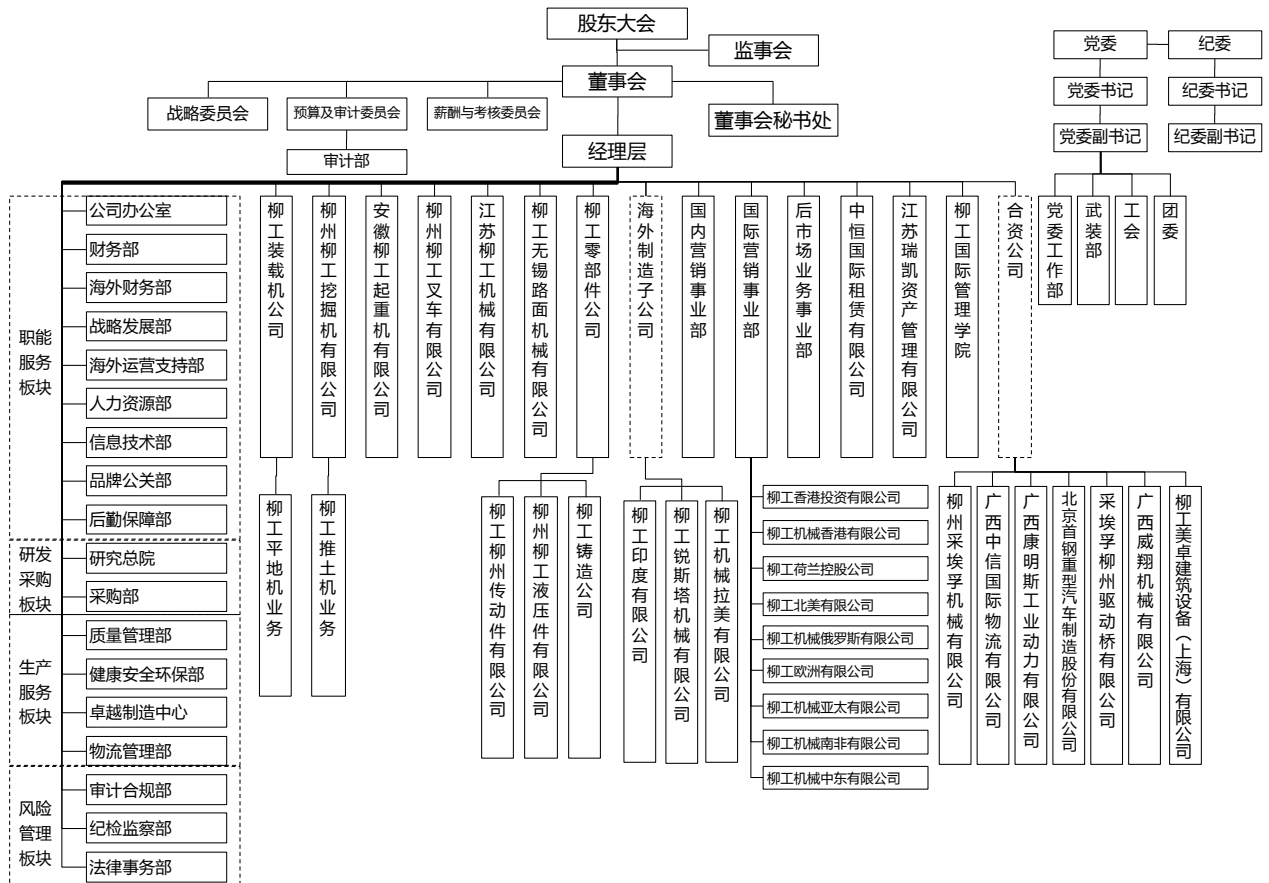
结 论

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（第一期）”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 2015 年末）



附二：广西柳工机械股份有限公司组织结构图（截至 2015 年末）



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）	2013	2014	2015
货币资金	427,673.07	394,944.71	426,876.08
应收账款净额	278,690.09	346,923.69	315,076.96
存货净额	408,664.93	352,791.01	267,024.07
流动资产	1,466,568.94	1,451,335.58	1,374,081.35
长期投资	45,247.76	41,227.89	37,743.92
固定资产合计	340,285.73	293,647.09	288,650.54
总资产	2,217,990.03	2,080,190.16	2,038,440.68
短期债务	275,615.32	368,079.69	489,641.90
长期债务	525,636.08	389,316.60	356,282.46
总债务（短期债务+长期债务）	801,251.40	757,396.30	845,924.36
总负债	1,281,127.20	1,167,585.00	1,147,794.21
所有者权益（含少数股东权益）	936,862.83	912,605.16	890,646.47
营业总收入	1,258,468.75	1,029,340.61	665,581.56
三费前利润	253,520.38	220,098.17	165,603.08
投资收益	597.26	-901.62	-1,919.38
净利润	33,179.87	19,315.88	2,076.52
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	97,913.72	89,413.17	57,267.40
经营活动产生现金净流量	108,344.52	55,444.30	14,539.41
投资活动产生现金净流量	-30,161.92	-15,733.40	-22,819.73
筹资活动产生现金净流量	-12,469.93	-65,262.47	41,184.37
现金及现金等价物净增加额	62,898.73	-26,270.50	34,763.45
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	20.66	21.94	25.53
所有者权益收益率（%）	3.54	2.12	0.23
EBITDA/营业总收入（%）	7.78	8.69	8.60
速动比率（X）	1.52	1.52	1.48
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.07	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.39	0.15	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	4.50	2.19	0.56
EBITDA 利息倍数（X）	4.07	3.53	2.20
总债务/EBITDA（X）	8.18	8.47	14.77
资产负债率（%）	57.76	56.13	56.31
总资本化比率（%）	46.10	45.35	48.71
长期资本化比率（%）	35.94	29.90	28.57

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）	2013	2014	2015
货币资金	553,413.69	493,589.70	536,571.90
应收账款净额	431,653.94	482,297.02	450,171.54
存货净额	565,476.61	512,211.05	402,997.80
流动资产	1,984,987.22	1,915,942.84	1,845,175.93
长期投资	201,620.63	181,521.54	133,087.16
固定资产合计	468,688.00	446,171.89	445,184.44
总资产	3,132,887.96	2,949,288.60	2,872,146.28
短期债务	577,146.79	623,561.85	727,374.23
长期债务	718,032.00	584,960.52	547,033.85
总债务（短期债务+长期债务）	1,295,178.79	1,208,522.37	1,274,408.08
总负债	1,983,439.86	1,870,740.92	1,841,007.34
所有者权益（含少数股东权益）	1,149,448.11	1,078,547.68	1,031,138.94
营业总收入	1,610,379.71	1,371,681.52	968,546.40
三费前利润	341,821.84	307,271.37	242,404.24
投资收益	6,490.23	3,240.24	27,032.95
净利润	31,835.85	1,485.03	-6,421.74
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	128,600	111,897.77	91,869.05
经营活动产生现金净流量	144,177.24	34,334.70	-4,073.20
投资活动产生现金净流量	-93,722.54	-10,821.14	5,168.13
筹资活动产生现金净流量	40,619.84	-79,004.89	45,914.41
现金及现金等价物净增加额	88,143.42	-56,211.66	48,877.74
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	21.89	23.27	26.34
所有者权益收益率（%）	2.77	0.14	-0.62
EBITDA/营业总收入（%）	7.99	8.16	9.49
速动比率（X）	1.19	1.18	1.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.03	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	0.25	0.06	-0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	3.14	0.71	-0.08
EBITDA 利息倍数（X）	2.80	2.33	1.71
总债务/EBITDA（X）	10.07	10.80	13.87
资产负债率（%）	63.31	63.43	64.10
总资本化比率（%）	52.98	52.84	55.28
长期资本化比率（%）	38.45	35.16	34.66

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=（营业收入-营业成本）/营业收入

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。