



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪487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⁺，评级展望正面；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十三日

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（2017）

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	3 亿元（5 年期），已兑付 17 亿元（7 年期）		
存续期限	5 年期：2011/07/20-2016/07/20，已兑付 7 年期：2011/07/20-2018/07/20		
上次评级时间	2016/05/13		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 正面

概况数据

柳工股份	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	91.26	89.06	88.47	89.90
总资产（亿元）	208.02	203.84	205.84	195.64
总债务（亿元）	75.74	84.59	82.87	64.75
营业总收入（亿元）	102.93	66.56	70.05	24.32
营业毛利率（%）	21.94	25.53	24.87	23.45
EBITDA（亿元）	8.94	5.73	5.78	-
所有者权益收益率（%）	2.12	0.23	0.54	4.81
资产负债率（%）	56.13	56.31	57.02	54.05
总债务/EBITDA（X）	8.47	14.77	14.35	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.53	2.20	2.52	-

柳工集团	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	107.85	103.11	100.91	100.83
总资产（亿元）	294.93	287.21	285.75	277.88
总债务（亿元）	120.85	127.44	125.84	110.22
营业总收入（亿元）	137.17	96.85	104.36	31.97
营业毛利率（%）	23.27	26.34	25.38	23.30
EBITDA（亿元）	11.19	9.19	7.91	-
所有者权益收益率（%）	0.14	-0.62	-1.32	0.07
资产负债率（%）	63.43	64.10	64.68	63.71
总债务/EBITDA（X）	10.80	13.87	15.92	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.33	1.71	1.79	-

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、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2016 年国内宏观经济弱势企稳，房地产开发和基础设施建设投资增速有所上升，部分工程机械产品销量增加，行业低迷态势有所缓解。当年广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”或“公司”）工程机械产品生产量同比增长，且销量下滑幅度较上年大幅收窄，整体经营业绩好转。此外，公司积极开发新产品及提升核心零部件自制能力，增加产品市场竞争力，稳固行业地位，且财务结构较稳健，融资渠道顺畅，整体偿债能力很强。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司产品需求受经济周期影响较大以及债务期限结构稳健性有所下降等因素对公司整体经营造成的影响。

综上，中诚信证评维持柳工股份主体信用等级 AA⁺，评级展望正面；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。随着工程机械行业“十三五”规划的制定，以及“一带一路”和“中国制造 2025”政策的落实与推进，未来机械行业产品出口空间将得到进一步开拓。同时，产业政策中明确指出支持国内高端装备产业发展亦带动行业竞争实力不断增强。
- 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，行业地位稳固。
- 主业盈利能力回升。2014~2016 年及 2017 年一季度公司经常性业务利润分别为 3.36 亿元、0.20 亿元、1.63 亿元和 1.84 亿元，2016 年以来工程机械行业温和复苏，公司收入规模有所增



分析师

徐 璐 lxu@ccxr.com.cn
莫 蕾 lmo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月23日

长，经常性业务利润大幅好转，主业盈利能力呈现一定回升。

- 公司财务结构仍较稳健。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 57.02%和 48.37%，处于较合理水平，财务结构仍较稳健。

关 注

- 需求受经济周期影响较大。公司产品的终端客户主要来自与宏观经济状况高度相关的基建设施、工程及能源行业，中诚信证评持续关注产品需求受宏观经济变化对公司生产经营和信用状况产生的影响。
- 债务期限结构有待改善。2014~2016 年及 2017 年 3 月末公司长短期债务比分别为 0.95 倍、1.37 倍、2.62 倍和 1.66 倍，公司部分债务融资工具逐步到期，债务集中于短期债务，债务期限结构有待改善。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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

2016年受房地产开发和基础设施建设投资增速上升影响，工程机械行业主要产品销量下滑幅度收窄，行业低迷态势有所缓解

工程机械行业与固定资产投资高度相关，近年来我国固定资产投资增速有所放缓，但总规模仍然很大。2011~2015年，随着积极财政政策的退出和房地产调控政策的逐步落实，全社会固定资产投资逐步降温。2015年固定资产投资为55.20万亿元，比上年增长10%，增幅同比继续回落5.70个百分点；2016年以来，固定资产投资增速下滑趋势有所遏制，全国年度固定资产投资（不含农户）59.65万亿元，比上年名义增长8.10%（扣除价格因素实际增长8.80%），年度增速比上年下降1.90个百分点。其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）11.89万亿元，比上年增长17.40%。

图1：我国固定资产投资情况



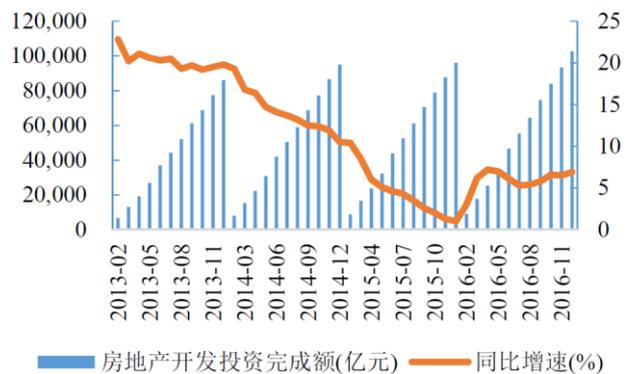
数据来源：Wind 资讯

固定资产投资主要包括制造业投资、房地产投资以及基础投资三大板块。分板块来看，近三年以来，受到去产能、去杠杆经济政策的影响，制造业投资持续处于低迷状态；单月同比与累计同比增速均处于大幅下滑态势。

2015年我国房地产开发投资完成额为9.60万亿元，同比增速为1.00%，下滑趋势明显。2016年增速触底反弹，全国房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%，增速比1~11月份上升0.40个百分点，较2015年投资增速有大幅提升。一方面是由于2015年同期基数相对较低，另一方面，目前房企销售业绩改善情况下有动力去做新一轮投资。但受四季度房地产调控政策收紧影响，2017年房地产投资增速

或将低位徘徊，对工程机械行业的拉动作用将有所弱化。

图2：我国房地产开发投资完成额变化情况



数据来源：东方财富 Choice 数据

图3：基建投资累计完成额及其增速



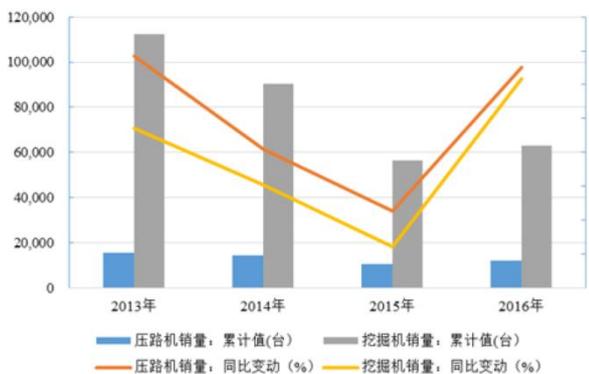
数据来源：东方财富 Choice 数据

基建投资可在一定程度上对冲房地产投资的下滑，但最终力度要取决于财政空间。2016年，铁路、道路和水利基础设施建设固定资产投资增速有所回升，根据东方财富Choice数据显示，全年增速为15.46%，较上年增速回升2.70个百分点。根据全国交通运输工作会议公布数据，2016年我国铁路完成投资8,015亿元；公路建设完成投资1.78万亿元，同比增长7.7%；新改建农村公路29.3万公里；水运及其他建设完成投资1,894亿元，民航完成投资770亿元，均与上年基本持平。此外，2016年国家发改委共审批核准固定资产投资项目227个，总投资17,044亿元。

工程机械行业经历了长达5年的向下调整，进入2016年，工程机械行业面临了新的变化。2016年三季度以来，随着下游固定资产投资增长，行业获得中期需求支撑；伴随国三标准强制实施，工程机械存量设备更新逐步释放，根据东方财富Choice数据显示，2016年挖掘机销量为62,993台，同比增长

11.79%；压路机销量11,952台，同比增长15.06%。行业需求的回升从单一产品逐步扩展到各类产品，工程机械产品销量总体实现小幅增长。2016年下半年以来工程机械行业正进入新时期，核心驱动力来自“需求的市场化回归，产能的市场化出清”。国内未来市场需求增长主要来自两方面：过去十多年来巨大的保有量的旧机更新需求；每年仍在增长的固定资产投资带动的新机需求。“四万亿”政策提前透支了行业稳定增长的轨迹。当市场矫枉过正过后，中国市场需求仍会回到一定的成长轨迹。另一方面，工程机械行业的产能情况。工程机械行业过去10年历经了完整的发展周期，在此轮调整的过程中，行业累计存量已经逐步达到了高点，信用风险得到了控制，产能扩张也显著放缓。但当前工程机械市场主要产品保有量仍维持在较高水平，前期的产能扩张使得产能过剩局面依然较为突出，下游需求是否有效持续仍待观察，中诚信证评对此予以持续关注。

图4：挖掘机和压路机销量和同比增速



数据来源：东方财富 Choice 数据

国外需求是驱动我国工程机械行业发展的又一重要因素。2013年以来，受主要市场经济发展滞缓，需求下降的影响，工程机械出口增幅明显下降。具体来看，2013年工程机械出口贸易额为195.3亿美元，同比增长仅4.88%，增速大幅下滑；2014年出口金额197.92亿美元，比上年增长幅度仅为1.33%，2015年出口金额189.78亿美元，比上年下降4.11%；2016年，工程机械出口金额169.6亿美元，同比下降10.6%。但是近期，随着美国基建投资力度加大，工程机械或再次迎来催化剂。美国新一届总统特朗普多次表达对美国经济增长的重视，主张增加基础设施建设以重振美国制造业，资金投资额达5,000

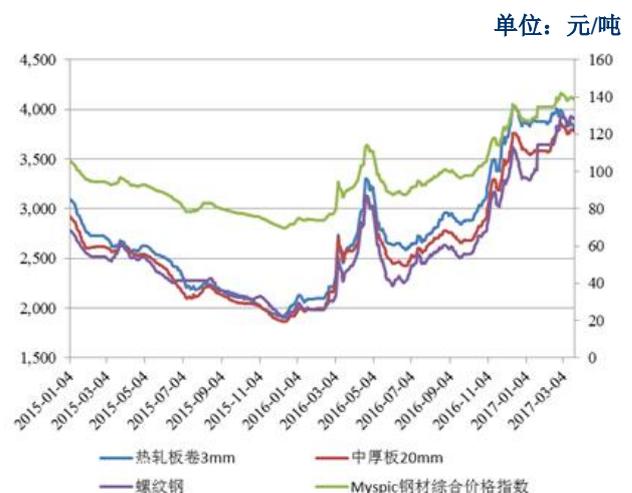
亿美元以上，并且支持中国“一带一路”建设倡议，将利好国内工程机械相关设备的出口需求。

整体来看，工程机械行业经过多年的行业调整，进入2016年，供给端和需求端边际变化带来再平衡过程，使得工程机械行业进入新时期。此外，未来在良好的销量数据以及海外政策利好刺激下，行业低态势有望得到缓解。

以钢材为主的大宗原材料价格出现反弹，一定程度加大工程机械生产企业的成本控制压力

钢材价格方面，2016年以来，受到宏观经济政策、供给侧改革及短期钢材社会库存量较低等多因素刺激，钢材需求阶段性回暖，短期内出现供需错配情况，钢材价格大幅反弹，以螺纹钢为例，年末国内均价已由年初的1,996元/吨涨至3,315元/吨，涨幅超过60%；Myspic钢材综合价格指数升至127.70，同比增长74.86%。

图5：近年来中国主要钢材品种价格走势情况



资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

随着工程机械行业“十三五”规划的制定，以及“一带一路”和“中国制造2025”政策的落实与推进，为高端装备产业发展奠定基础

2016年海外市场需求仍呈现低迷态势，工程机械行业出口增速持续下滑。国内工程机械产品出口方面，2015年和2016年，出口金额分别为189.78亿美元和169.60亿美元，同比分别下滑4.11%和10.63%。其中，2016年国内工程机械产品出口下滑幅度系1998年以来，除国际金融危机导致2009年我国工程机械产品出口额大幅下降的最高降幅。未来

我国工程机械产品需进一步提升国际竞争力，国内高端装备产业有望得到进一步不断发展。

从产业发展政策来看，目前国家对工程机械行业的指导思想是进行结构性调整，加大重点产品的投入力度，增加产品系列，扩大生产规模，提高产品质量，形成明显的规模效益，培育企业的国际化竞争能力。这将加快工程机械行业“优胜劣汰”进程，促进具有产品、技术优势和鲜明经营特色的企业进一步发展壮大，有利于提升整个行业的技术水平、质量水平和盈利水平。机械行业发展程度是衡量一个国家科技水平高低的重要指标。目前，我国的机械行业发展水平在世界上处于中下水平。《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》、《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》、《中国制造2025》及《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》等指导文件，都把工程机械作为我国未来重点发展的对象，将对工程行业的发展产生深远的积极影响。此外，受益于“一带一路”国家战略布局，未来机械行业加大完善海外产业布局，产品出口空间将得到进一步开拓。

整体来看，随着工程机械行业“十三五”规划的制定，以及“一带一路”和“中国制造2025”政策的落实与推进，未来机械行业产品出口空间将得到进一步开拓。同时，产业发展政策中明确指出支持高端装备产业发展亦带动行业竞争实力不断增强。

业务运营

2016年，国内宏观经济弱势企稳、房地产开发和基础设施建设投资增速回升，工程机械行业需求有所上升，公司主要产品销量下滑幅度收窄，整体经营业绩有所好转

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。2016年，国内宏观经济弱势企稳，房地产开发和基础设施建设投资增速有所上升，下游需求增加，行业低迷态势有所缓解，公司整体业务规模实现回

升，当年公司实现营业收入70.05亿元，同比增长5.24%。

表1：2016年公司各业务板块收入情况

业务	收入 (亿元)	收入占比 (%)	同比增减 (%)
土石方机械	43.82	62.55	6.23
其他工程机械及配件等	22.07	31.51	2.35
金融服务	4.16	5.94	11.22
合计	70.05	100	5.24

资料来源：公司2016年年度报告，中诚信证评整理

从产品产销量来看，2016年公司实现工程机械类产品销量为23,406台，同比减少3.94%；产量为24,086台，同比增长13.42%。公司工程机械产品生产量同比增长，且销量下滑幅度较上年大幅收窄26.76个百分点。

表2：2016年公司工程机械类产品产销概况

行业分类	项目	单位	2016	2015	同比增减
工程机械	销售量	台	23,406	24,367	-3.94%
	生产量	台	24,086	21,237	13.42%
	库存量	台	4,974	4,294	15.84%

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，增加产品市场竞争力，稳固行业地位

近年面对严峻外部形势，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，增强公司抵御风险的能力，稳固市场地位。

在新产品开发及产品升级方面，公司积极开展各条产品线的更新换代工作。目前，公司拥有统一家族外观的H系列（第八代，下同）装载机、E系列挖掘机、B系列滑移装载机已经完成换代；新一代的挖掘机和装载机、叉车C系列、压路机E系列单钢轮、双钢轮和轮胎压路机、平地机D系列、推土机D系列和S系列等产品线的换代产品正在研发过程中，将陆续推向全球市场。同时，满足欧美IV阶段排放需求而开发的装载机、挖掘机和滑移装载机等公司产品目前已投放到欧美高端市场。截至2016年底，公司近年来相继推出了包括8128H、835H、970E、915E、6212E、波兰的TD8S/9S推土机等整机在内的新产品上市37个。核心零部件方面，公司自主研发了叉车油缸、甘蔗收获机油缸、

小型装载机油缸、自卸车油缸、压路机油缸及叉车阀，不断提升液压件的创新能力。此外，TD15/TD40推土机变速箱和液力变矩器产品的成功研制，标志着公司已经掌握了自主研发、制造推土机变速箱和变矩器的核心技术。从技术研发成果来看，公司2016年申请专利243件，其中发明专利126件，软件著作权专利6件；授权专利154件，其中发明专利84件。

公司业务布局进一步完善，销售网络遍及全球，随着“十三五”规划的制定，以及“一带一路”和“中国制造2025”政策的落实与推进，未来公司产品出口空间将得到进一步开拓

2016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。公司目前已进入深度国际化阶段，在海外设立了印度、波兰、巴西3家制造基地和印度、波兰、美国、英国4家海外研发机构，同时拥有10家包含整机、服务、配件、培训能力的营销公司，并通过300多家经销商的2,650多个网点为海外客户提供销售和服务支持。2016年，公司海外市场实现收入20.17亿元，占比为28.79%，随着“一带一路”国家战略的推进，以及《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》中走出去发展规划的落地，公司已在“一带一路”国家配置经销商及制造基地，预计未来公司海外业务布局将进一步完善。

发展规划

表3：截至2016年末公司重点在建项目

项目名称	总投资额	单位：万元
		截至2016年底已投入
核心铸件研发制造一期项目	33,865	32,954
全球研发中心项目	27,040	22,943
智能化工厂升级改造项目	22,000	4,373
合计	82,905	60,270

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2016年末，公司在建工程项目主要集中在

在核心部件的研发制造及技术升级改造方面，已投入6.03亿元，短期内仍将继续投入2.26亿元，或增加其面临的资本支出压力。

总体来看，2016年受益于基建和房地产投资回暖以及公司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，公司整体经营业绩有所好转。此外，公司外销业务稳步发展，跟随“一带一路”国家战略，未来公司产品出口空间将得到进一步开拓。同时，中诚信证评也关注到公司产品的终端客户主要来自与宏观经济状况高度相关的基建设施、工程及能源行业，后期将持续关注产品需求受宏观经济变化对公司生产经营和信用状况产生的影响。

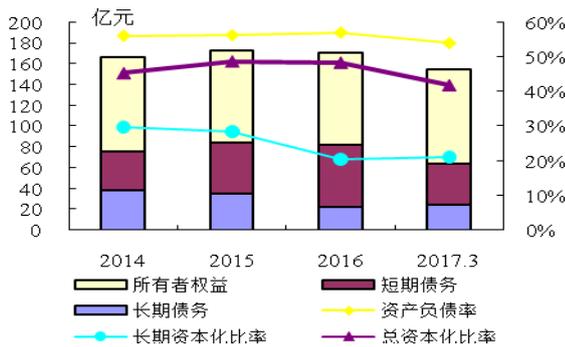
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2014~2016年度合并财务报告，以及未经审计的2017年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

2014~2016年，公司总资产规模分别为208.02亿元、203.84亿元和205.84亿元。2016年以来，工程机械行业回暖，公司产销规模有所增长使得总资产增加。同期，公司负债总额分别为116.76亿元、114.78亿元和117.37亿元；所有者权益分别为91.26亿元、89.06亿元和88.47亿元。财务杠杆比率方面，2014~2016年，公司资产负债率分别为56.13%、56.31%和57.02%；总资本化比率分别为45.35%、48.71%和48.37%。截至2017年3月末公司资产总额195.64亿元，负债合计105.74亿元，资产负债率和总资本化比率为54.05%和41.87%，财务杠杆依然较为稳健。

图6：2014~2017.Q1公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

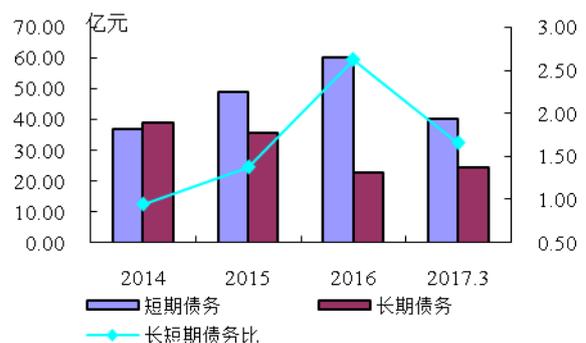
从公司资产构成看，公司资产以流动资产为主，截至2016年末流动资产合计132.60亿元，占资产总额比重为64.41%。公司流动资产以货币资金、应收账款、存货和一年内到期的非流动资产为主，分别占流动资产比重为35.55%、19.75%、21.64%和14.58%。公司货币资金以银行存款为主，整体备用流动性充足。2016年公司应收账款规模同比下滑16.88%，主要系2016年工程机械行业有所回暖，公司加大货款回收力度，销售回款好于同期，年末应收账款同比下滑明显。具体来看，公司按信用风险特征组合计提的坏账准备余额为2.49亿元，2016年末公司计提的各项坏账准备余额合计为5.61亿元。2016年受益于工程机械行业温和复苏，公司适量增加备货，使得存货较上年末增长7.46%。一年内到期的非流动资产主要系一年内到期的长期应收款。2016年公司非流动资产合计73.25亿元，同比增长10.25%，主要系长期应收款及长期股权投资增加所致。其中，长期应收款系应收融资租赁款，同比增长30.92%；长期股权投资对象主要包括广西康明斯工业动力公司、广西威翔机械有限公司和柳工美卓建筑设备（常州）有限公司等，主要集中于工程机械类企业，2016年追加联营及合营企业投资1.42亿元使得长期股权投资同比增长21.11%。

从负债结构来看，截至2016年末，公司负债合计117.37亿元，较上年末增加2.59亿元；其中流动负债合计91.19亿元，占负债总额的比例为77.69%，负债以流动负债为主。当年末公司流动负债主要集中于短期借款34.37亿元、应付账款15.33亿元、其他应付款12.41亿元和一年内到期的非流动负债15.64亿元，其中应付账款主要系原材料采

购款，公司享有较好地商业信用融资能力；其他应付款主要为保证金和预提费用等；一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款和一年到期的应付债券；同期，非流动负债合计21.18亿元，主要包括长期借款10亿元、应付债券12.88亿元。其中应付债券同比减少56.98%，主要系部分债务融资工具转至一年内到期的流动负债。

从债务期限结构看，近年公司债务规模呈一定下降趋势，2014~2016年及2017年3月末总债务分别为75.74亿元、84.59亿元、82.87亿元和64.75亿元。同期，公司短期债务/长期债务比值分别为0.95倍、1.37倍、2.62倍和1.66倍。2016年公司总债务规模为82.87亿元，较上年末下滑2.03%。其中，短期债务为59.99亿元，同比增长22.53%；长短期债务比为2.62倍，较上年末上升1.25倍，短期借款增加主要系公司部分债务融资工具调整至一年内到期的非流动负债。2017年3月末公司13亿5年期公司债券已兑付导致近期短期债务规模大幅减少，2017年3月末长短期债务比从2.62倍下降至1.66倍。总体来看，公司部分债务融资工具逐步到期，债务集中于短期债务，债务期限结构有待改善。

图7：2014~2017.Q1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，2016年公司财务杠杆依然较为稳健，但目前债务集中于偿还刚性较强的短期借款，债务期限结构有待改善。

盈利能力

2016年受益于行业温和复苏，公司主要产品销量下滑幅度收窄，整体经营业绩有所好转。2016年公司营业总收入70.05亿元，同比增长5.24%。

从毛利率水平看，2016年以钢材为主的大宗原

材料价格出现反弹，一定程度加大工程机械生产企业的成本控制压力，但公司产品市场竞争力较强，使得整体毛利率水平基本稳定。2016 年公司营业毛利率为 24.87%，较上年减少 0.66 个百分点，同比基本持平。2017 年 1~3 月公司营业毛利率为 23.45%。

表 4：2014~2016 年公司收入及成本情况

单位：亿元、%

	2014	2015	2016
营业总收入	102.93	66.56	70.05
营业成本	80.35	49.57	52.63
营业毛利率	21.94	25.53	24.87

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014~2016 年公司的三费合计金额分别为 18.64 亿元、16.36 亿元和 15.08 亿元，占营业收入的比例分别为 18.11%、24.58% 和 21.53%。得益于费用控制力度加大，2016 年公司销售费用及管理费用有所下滑，且受利息收入及汇兑收益影响，财务费用下降，2016 年三费收入占比下降至 21.53%。2017 年 1~3 月公司期间费用合计 3.68 亿元，三费收入占比为 15.12%。

表 5：2014~2017.Q1 公司期间费用构成

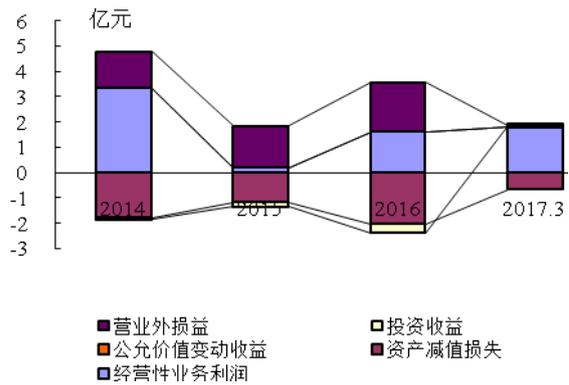
单位：亿元、%

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	8.14	7.29	7.24	2.13
管理费用	8.76	7.29	6.82	1.42
财务费用	1.74	1.78	1.02	0.12
三费合计	18.64	16.36	15.08	3.68
三费收入占比	18.11	24.58	21.53	15.12

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年公司利润总额为 1.18 亿元，其中经常性业务利润 1.63 亿元，同比增长 715.00%。得益于工程机械行业温和复苏，公司主业获利能力好转。非经营性项目方面，2016 年公司资产减值损失为 2.01 亿元，同比增长 74.78%，主要系当年计提的应收账款坏账准备。此外，公司取得营业外收入 1.94 亿元，同比增长 16.87%，主要系非流动资产处置利得以及政府补助。2017 年 1~3 月公司利润总额为 1.33 亿元，同比增长 250.00%。总体来看，2016 年以来公司经常性业务利润大幅好转，整体利润总额提升较快。

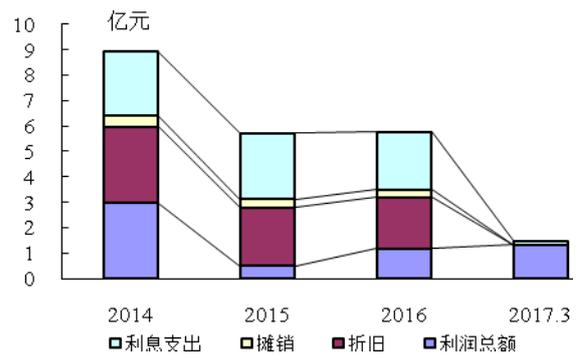
图 8：公司 2014~2017.Q1 利润总额构成



数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和固定资产折旧构成。2016 年公司部分长期债务融资工具到期，当年利息支出同比减少，且近年固定资产折旧规模逐年下降，但当年利润总额的大幅增长使得公司 EBITDA 仍小幅增长至 5.78 亿元。

图 9：2014~2017.Q1 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，2016 年工程机械行业温和复苏，公司收入规模有所增长，经常性业务利润回升。但中诚信证评也同时关注到大宗原材料价格的波动，一定程度加大公司成本控制压力。

偿债能力

从偿债能力指标来看，2014~2016 年公司 EBITDA 分别为 8.94 亿元、5.73 亿元和 5.78 亿元，2016 年尽管折旧和利息支出有所减少，但当年利润总额同比增长，EBITDA 规模同比增长至 5.78 亿元。2014~2016 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 8.47 倍、14.77 倍和 14.35 倍；3.53 倍、2.20 倍和 2.52 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所回升。从经营活动现金流来看，2014~2016 年，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.07 倍、0.02

倍、0.17 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 2.19 倍、0.56 倍、6.02 倍。2016 年公司加大贷款回收力度，收现比上升，销售回款好于同期使得经营活动现金流大幅改善，当期公司经营性现金净流入 13.78 亿元，同比增长 850.34%，其经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出两项指标均较上年明显提升。总体来看，公司 EBITDA 及经营性净现金流能对当期债务本息提供有效保障。

表6：2014-2017.Q1公司部分偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务（亿元）	36.81	48.96	59.99	40.38
长期债务（亿元）	38.93	35.63	22.88	24.37
总债务（亿元）	75.74	84.59	82.87	64.75
经营活动净现金流（亿元）	5.54	1.45	13.78	4.49
EBITDA（亿元）	8.94	5.73	5.78	-
总债务/EBITDA（X）	8.47	14.77	14.35	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.07	0.02	0.17	0.28
EBITDA 利息倍数（X）	3.53	2.20	2.52	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.19	0.56	6.02	-

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 2016 年末，公司共计获得各家银行授信 154 亿元，其中未使用额度为 100 亿元，备用流动性充裕，财务弹性较大。

对外担保方面，截至 2016 年末，公司无对外担保。对内担保方面，截至 2016 年末，公司对旗下子公司实际发生担保余额为 33.44 亿元，整体或有负债风险可控。此外，截至 2016 年末，公司存在涉诉及仲裁案件，但涉及金额较小，对公司整体运营情况影响相对较小。

整体来看，2016 年得益于行业环境回暖，公司经常性业务利润大幅改善，且其融资渠道通畅，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”）为本期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 2016 年末，柳工集团总资产 285.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 100.91 亿元；2016 年全年柳工集团实现营业总收入 104.36 亿元，利润总额 0.05 亿元，净利润-1.33 亿元。

截至 2017 年 3 月末，柳工集团总资产 277.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 100.83 亿元；2017 年 1~3 月全年柳工集团实现营业总收入 31.97 亿元，利润总额 0.38 亿元，净利润 0.02 亿元。

业务运营

柳工集团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，2016 年该业务占柳工集团总收入比约 67%。目前柳工集团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。此外，柳工集团各子公司还经营工程机械零部件生产、房地产业务等。

表 7：2016 年柳工集团主要业务构成

业务	收入(亿元)	收入占比 (%)	收入同比增减 (%)
工程机械制造	74.97	71.84	3.94
工程机械配件	2.85	2.73	30.27
房地产	5.15	4.93	43.40
OVM 产品	15.18	14.54	6.71

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 2016 年审计报告，以及未经审计的 2017 年一季度报表。

2016 年柳工集团货款回笼速度加快，应收账款

规模减少，资产规模同比小幅下降，截至 2016 年末，总资产规模为 285.75 亿元，同比减少 0.51%；同期，柳工集团偿还部分债务，负债总额为 184.83 亿元，同比仅小幅增长 0.40%。所有者权益方面，2016 年柳工集团经营亏损，导致当年所有者权益同比小幅下滑 2.13% 至 100.91 亿元。截至 2016 年末，柳工集团资产负债率和总资本化比率分别为 64.68% 和 55.50%，分别同比小幅增长 0.58 个百分点和 0.22 个百分点。截至 2017 年 3 月末，柳工集团资产总额为 277.88 亿元，负债总额为 177.05 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 63.71% 和 52.22%。

从债务结构来看，2016 年末柳工集团短期债务和长期债务分别为 94.78 亿元和 31.06 亿元，其中短期债务主要为短期借款、应付票据以及临近到期的长期融资工具，长期债务包括长期借款和发行的公司债、非公开定向债务融资工具等债务融资工具。2016 年 3 亿元 5 年期公司债和 8 亿元 5 年期中票融资工具到期，柳工集团长期借款规模下降，同时公司 5 年期的 13 亿元公司债调整至一年内到期的非流动负债，短期债务增加。2016 年公司长短期债务比由 2015 年的 1.33 倍上升至 3.05 倍。2017 年 3 月末公司 13 亿 5 年期公司债券已兑付导致近期短期债务规模大幅减少，2017 年 3 月末长短期债务比从 3.05 倍下降至 2.39 倍。整体来看，公司部分债务融资工具逐步到期，债务集中于短期债务，债务期限结构有待改善。

盈利能力方面，2016 年工程机械行业有所回暖，相关基建领域对工程机械的需求有所上升，柳工集团累计实现营业收入 104.36 亿元，同比增长 7.75%。毛利率方面，2016 年以钢材为主的大宗原材料价格出现反弹，一定程度加大工程机械生产企业的成本控制压力。当年柳工集团工程机械制造板块营业毛利率为 24.81%，比上年同期减少 2.12 个百分点，但公司技术能力不断提升，2016 年核心零部件毛利率水平依然较高，当年工程机械配件板块毛利率为 38.21%，较上年同期增加 73.41 个百分点，有效地弥补了其他板块毛利率下降的影响。2016 年公司营业毛利率为 25.38%，较上年同期降低 0.96 个百分点，同比基本持平。2017 年 1~3 月柳工集团营业毛利率为 23.30%。

表 8：2016 年柳工集团主要板块毛利率情况

业务	收入 (亿元)	收入占 比(%)	毛利率 (%)	毛利率比上 年同期增减 (百分点)
工程机械 制造	74.97	71.84	24.81	-2.12
工程机械 配件	2.85	2.73	38.21	73.41
房地产	5.15	4.93	30.47	-24.35
OVM 产品	15.18	14.54	26.81	-0.38

资料来源：柳工集团审计报告，中诚信证评整理

柳工集团利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失、投资收益以及营业外损益构成。2016 年得益于工程机械行业温和复苏，柳工集团经营性业务扭亏为盈，2016 年经常性业务利润为 0.88 亿元，同比增长 151.46%。2016 年柳工集团确认坏账及存货跌价损失导致当年发生资产减值损失 2.62 亿元。柳工集团投资收益主要系权益法核算下对子公司、联营企业及合营企业的长期股权投资产生的收益、处置长期股权投资产生的投资收益以及持有可供出售金融资产期间取得的投资收益，2016 年柳工集团投资收益同比减少 88.89% 至 0.30 亿元。营业外损益方面，2016 年柳工集团营业外收入同比下滑 3.25% 至 1.49 亿元，主要系非流动资产处置利得以及政府补助有所减少。2016 年柳工集团实现利润总额 0.50 亿元，同比减少 64.29%；2017 年一季度，柳工集团实现利润总额 0.38 亿元。

表 9：2014~2017.Q1 柳工集团偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务 (亿元)	120.85	127.44	125.84	110.22
长期债务 (亿元)	58.51	54.70	31.06	32.55
短期债务 (亿元)	62.36	72.74	94.78	77.66
EBITDA (亿元)	11.19	9.19	7.91	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.33	1.71	1.79	-
总债务/EBITDA (X)	10.80	13.87	15.92	-
经营活动净现金流/ 利息支出 (X)	0.71	-0.08	3.85	-
经营活动净现金流/ 总债务 (X)	0.03	-0.003	0.13	0.18
资产负债率 (%)	63.43	64.10	64.68	63.71
总资本化比率 (%)	52.84	55.28	55.50	52.22

资料来源：柳工集团审计报告，中诚信证评整理

柳工集团 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和固定资产折旧构成。2016 年柳工集团利润总额规

模减少，当年柳工集团部分长期债务融资工具到期，当年利息支出同比减少，且近年固定资产折旧规模逐年下降，当年 EBITDA 同比下滑 13.93% 至 7.91 亿元，同期总债务/EBITDA 为 15.92 倍，EBITDA 利息倍数为 1.79 倍。整体来看，柳工集团 EBITDA 能够对债务本息形成一定保障。

财务弹性方面，柳工集团与众多商业银行保持着良好的合作关系，截至 2016 年末，柳工集团获得的授信额度为 228 亿元，未使用授信额度 143 亿元，整体备用流动性相对充沛。

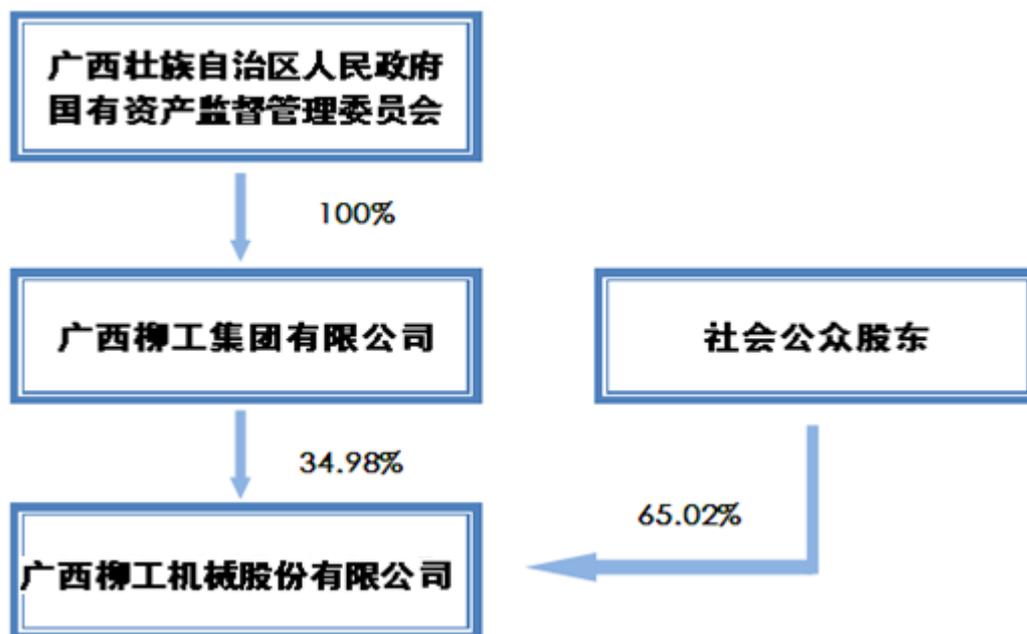
对外担保方面，截至 2016 年末，柳工集团未清担保余额为 5.44 亿元，担保对象均为子公司，整体规模相对较小，或有负债风险可控。

综合来看，2016 年柳工集团主业获利能力提升，且规模优势明显，行业地位突出。同时，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。

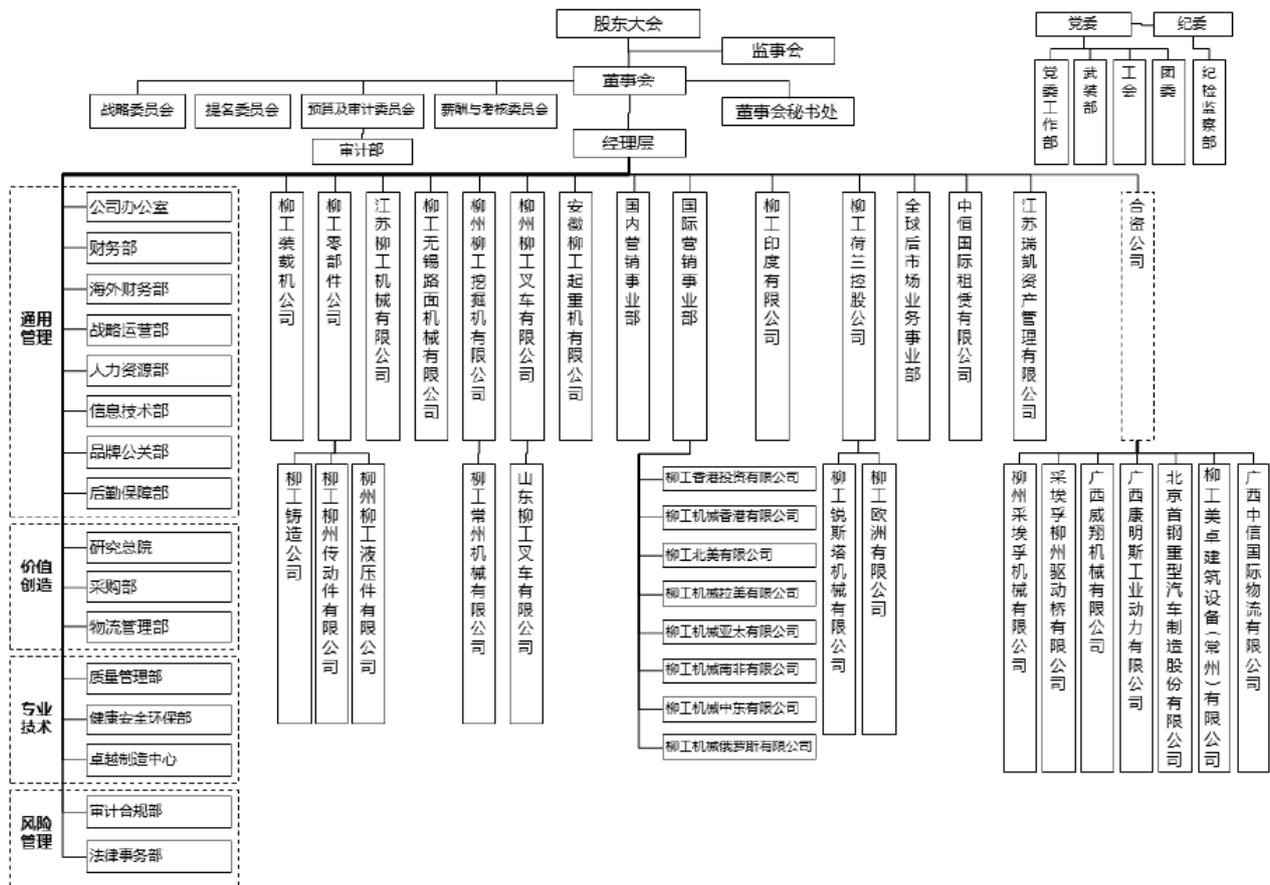
结 论

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⁺**，评级展望正面；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 2016 年末）



附二：广西柳工机械股份有限公司组织结构图（截至 2016 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	394,944.71	426,876.08	471,427.51	324,984.35
应收账款净额	346,923.69	315,076.96	261,902.50	306,960.82
存货净额	352,791.01	267,024.07	286,957.67	302,226.94
流动资产	1,451,335.58	1,374,081.35	1,325,952.23	1,240,380.65
长期投资	41,227.89	37,743.92	45,225.18	45,218.24
固定资产	258,296.39	242,771.52	246,675.04	241,931.42
总资产	2,080,190.16	2,038,440.68	2,058,410.12	1,956,439.20
短期债务	368,079.69	489,641.90	599,938.84	403,806.99
长期债务	389,316.60	356,282.46	228,786.15	243,710.79
总债务（短期债务+长期债务）	757,396.30	845,924.36	828,725.00	647,517.78
总负债	1,167,585.00	1,147,794.21	1,173,671.03	1,057,421.41
所有者权益（含少数股东权益）	912,605.16	890,646.47	884,739.09	899,017.79
营业总收入	1,029,340.61	665,581.56	700,539.54	243,178.53
三费前利润	220,098.17	165,603.08	167,175.21	55,209.60
投资收益	-901.62	-1,919.38	-3,760.66	204.51
净利润	19,315.88	2,076.52	4,756.96	10,804.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	89,413.17	57,267.40	57,750.40	-
经营活动产生现金净流量	55,444.30	14,539.41	137,818.58	44,856.09
投资活动产生现金净流量	-15,733.40	-22,819.73	-466.25	-12,885.37
筹资活动产生现金净流量	-65,262.47	41,184.37	-96,076.83	-183,319.09
现金及现金等价物净增加额	-26,270.50	34,763.45	42,779.54	-147,436.41
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	21.94	25.53	24.87	23.45
所有者权益收益率（%）	2.12	0.23	0.54	4.81*
EBITDA/营业总收入（%）	8.69	8.60	8.24	-
速动比率（X）	1.52	1.48	1.14	1.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.02	0.17	0.28*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.03	0.23	0.44*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.19	0.56	6.02	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.53	2.20	2.52	-
总债务/EBITDA（X）	8.47	14.77	14.35	-
资产负债率（%）	56.13	56.31	57.02	54.05
总资本化比率（%）	45.35	48.71	48.37	41.87
长期资本化比率（%）	29.90	28.57	20.55	21.33

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、带“*”财务指标已经年化处理。

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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	493,589.70	536,571.90	555,241.29	426,092.80
应收账款净额	482,297.02	450,171.54	389,263.48	422,825.15
存货净额	512,211.05	402,997.80	425,502.62	445,203.44
流动资产	1,915,942.84	1,845,175.93	1,781,551.57	1,718,370.13
长期投资	181,521.54	133,087.16	140,602.99	152,484.97
固定资产	375,155.92	368,119.06	396,264.14	380,519.28
总资产	2,949,288.60	2,872,146.28	2,857,457.19	2,778,813.77
短期债务	623,561.85	727,374.23	947,836.05	776,641.42
长期债务	584,960.52	547,033.85	310,567.73	325,517.60
总债务（短期债务+长期债务）	1,208,522.37	1,274,408.08	1,258,403.78	1,102,159.03
总负债	1,870,740.92	1,841,007.34	1,848,322.77	1,770,501.83
所有者权益（含少数股东权益）	1,078,547.68	1,031,138.94	1,009,134.42	1,008,311.93
营业总收入	1,371,681.52	968,546.40	1,043,574.62	319,656.68
三费前利润	307,271.37	242,404.24	249,182.68	71,348.02
投资收益	3,240.24	27,032.95	3,048.56	649.99
净利润	1,485.03	-6,421.74	-13,298.33	183.67
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	111,897.77	91,869.05	79,055.95	-
经营活动产生现金净流量	34,334.70	-4,073.20	169,816.27	50,798.40
投资活动产生现金净流量	-10,821.14	5,168.13	-52,404.08	-21,702.17
筹资活动产生现金净流量	-79,004.89	45,914.41	-103,236.16	-164,173.12
现金及现金等价物净增加额	-56,211.66	48,877.74	15,713.86	-131,167.34
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	23.27	26.34	25.38	23.30
所有者权益收益率（%）	0.14	-0.62	-1.32	0.07*
EBITDA/营业总收入（%）	8.16	9.49	7.58	-
速动比率（X）	1.18	1.21	0.93	0.93
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	-0.003	0.13	0.18*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	-0.01	0.18	0.26*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.71	-0.08	3.85	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.33	1.71	1.79	-
总债务/EBITDA（X）	10.80	13.87	15.92	-
资产负债率（%）	63.43	64.10	64.68	63.71
总资本化比率（%）	52.84	55.28	55.50	52.22
长期资本化比率（%）	35.16	34.66	23.53	24.40

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、带“*”财务指标已经年化处理。

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。