

信用等级公告

联合[2007] 096 号

联合资信评估有限公司通过对广西玉柴机器股份有限公司 2007 年第一期 6.5 亿元短期融资券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

广西玉柴机器股份有限公司
2007 年第一期 6.5 亿元短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年二月二十八日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

广西玉柴机器股份有限公司

2007 年第一期 6.5 亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA⁻

本期短期融资券信用等级: A-1

评级时间:

2007 年 2 月 28 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	394458.08	511819.94	587383.68	660743.65
所有者权益(万元)	242631.99	299178.65	273662.89	295884.74
主营业务收入(万元)	457111.09	558378.12	583148.97	673591.61
利润总额(万元)	60548.34	65417.27	4468.25	30972.09
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
资产负债率(%)	38.05	40.59	52.68	54.41
全部债务资本化比率(%)	10.87	17.02	40.89	38.70
净资产收益率(%)	20.91	18.90	1.73	8.60
流动比率(%)	155.32	161.91	121.06	122.91
EBITDA 利息倍数(倍)	24.19	18.02	3.95	6.69
债务保护倍数(倍)	2.45	1.27	0.15	0.25

注: 2006 年财务数据未经审计。

分析员

张 成 丁继平

电话

8610-85679696

传真

8610-85679228

地址

100022

中国北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

随着汽车产业的高速发展, 柴油发动机行业发展前景看好。广西玉柴机器股份有限公司(以下简称“公司”或“玉柴机器”)作为我国规模最大的柴油发动机制造厂商, 规模优势明显, 产品品种多, 抗风险能力强。近年公司债务负担有较大幅度提高, 但仍处于合理范围之内。随着公司产能产量增加以及产品结构的调整, 公司的主营业务收入保持增长的态势, 盈利水平维持在较高水平。公司现金流状况基本正常。总体看, 本期短期融资券到期不能偿付的风险较小。

优势

1. 公司是我国规模最大的柴油发动机制造商, 规模优势明显, 产品品种多, 主要产品市场占有率高, 抗风险能力强。
2. 公司具有较强的研发能力, 研发投入高, 产品技术优势较明显, 新产品开发周期短。
3. 公司拥有明显品牌优势, 产品认知度高。
4. 公司拥有庞大的销售网络和完善的售后服务体系, 对推动公司产品销售起到积极作用。
5. 公司获得地方政府和国有股东的有力支持。

关注

1. 行业周期性易受国家宏观经济调整的影响, 导致公司经营不稳定。
2. 行业竞争激烈、原材料价格居高不下以及主机厂的不断压价, 使得公司盈利能力下降。
3. 未分配利润占较大比例, 所有者权益稳定性一般。
4. 外方间接持股股东对公司经营管理决策有较大的制约作用。

一、发债主体概况

广西玉柴机器股份有限公司（以下简称“公司”或“玉柴机器”）始建于 1951 年，其前身为广西玉林柴油机总厂。1992 年 7 月，经广西壮族自治区人民政府办公厅《关于同意玉林柴油机总厂实行股份制改造的批复》（桂政办函[1992]320 号）和广西壮族自治区经济体制改革委员会《关于玉林柴油机总厂实行股份制改革试点的批复》（桂体改股字[1992]23 号）的批准，玉林柴油机总厂进行股份制改造并以定向募集方式设立股份有限公司。1993 年 4 月，经原对外贸易经济合作部（“原外经贸部”）《关于认购广西玉柴机器股份有限公司外资普通股及变股份有限公司为中外合资股份有限公司及公司章程的批复》（[1993]外经贸资三函字第 261 号）批准，公司向外国投资者发售新股，成为中国首家中外合资股份有限公司，投资总额为 20 亿元人民币，总股本 38958.36 万股。后经 1994 年法人股转让和增资配股，截止 2005 年底，公司总股本增至 47298.93 万股。其中，国家法人股股东广西玉柴机器集团公司（以下简称“玉柴集团”）持有 10448.36 万股，占总股本的 22.09%；中国法人股 708.56 万股，占总股本的 1.5%；外资股 36142.02 万股，占总股本的 76.41%，分别由六家外资股东持有——丰隆科技系统（英属）有限公司（22.27%）、格斯特资产有限公司（21.44%）、国泰财富柴油控股有限公司（12.64%）、曾王信托（英属）有限公司（12.64%）、高盛（广西）控股（英属）有限公司（5.22%）和新星控股有限公司（2.2%），以上六家外资股东为中国玉柴国际有限公司（以下简称“玉柴国际”）的全资子公司。玉柴国际是一家于 1994 年在纽约证券交易所挂牌上市的股份有限公司（NYSE: CYD），其经营实体为玉柴机器。玉柴国际的最大股东为由玉柴集团全资控股的库柏投资有限公司（23.1%），另外一家法人股东新加坡丰隆亚洲股份有限公司（21.2%）拥有对玉柴国际一票否决权的金股。

根据公司企业法人营业执照，公司没有有限的经营期。公司主要从事柴油机、汽油机、发电机组、小型工程机械的制造销售，以及提供技术咨询服务。

目前，公司内设办公室、人力资源部、财务部、企划部、技术中心、供应部、生产部、质量部等职能部门（见附件 5）。截至 2006 年底，公司拥有 24 家控股（含间接控股）子公司。公司现有员工 5991 人。

截至 2005 年底，公司（合并）资产总额 587383.68 万元，所有者权益 273662.89 万元。2005 年实现主营业务收入 583148.97 万元，利润总额 4468.25 万元。

公司注册地址：广西玉林市天桥西路 88 号，法定代表人：晏平。

二、本期债券概况及资金投向

公司于 2006 年 6 月已发行短期融资券 5 亿元，期限 9 个月。

公司计划 2007 年度发行短期融资券 6.5 亿元，期限 9 个月，面值为 100 元，贴现发行。本期短期融资券无担保。

本期短期融资券的募集资金将用于满足公司生产经营流动资金的需要，改善资本结构，降低融资成本。

三、行业分析

公司隶属于内燃机行业，是我国柴油发动机生产的龙头企业，产品主要为 4-6 缸车用、工程机械、农用、船用及发电机用柴油发动机。

1、行业现状

柴油发动机市场整体情况

柴油发动机行业是中国机械行业的一个十分重要的子行业，它已经成为汽车、农业机械、工程机械、船舶、内燃机车、地质和石油钻机、军用、通用设备、移动和备用电站等装备的主

要配套动力，其发展对我国工业、交通运输、农业、国防建设，以及人民生活都有十分重大的影响。由于行业覆盖范围较广，因此和国家整体经济走势密切相关。

我国柴油发动机的生产销售主要集中在车用发动机市场。近年来由于汽车产业的高速发展，从而带动了与之配套的车用发动机市场。在经历了 2002 年和 2003 年的高速增长以及 2004 年的良好发展阶段之后，2005 年柴油发动机市场的表现不尽人意，柴油发动机的产销量占全部发动机产销量的比重也出现了下滑，主要原因为国家在 2005 年实施了一系列宏观调控措施，主机厂整体形势不好所致。从柴油机生产企业的市场表现来看，根据中国汽车工业协会的统计，2005 年纳入统计范围的 23 家国内柴油机生产企业中，累计产销量超过 10 万台的企业有 4 家。前五家企业的产销集中度虽有所回落，但仍大于 70%。2006 年市场走势比上年有所好转，1~9 月，车用柴油机合计销售 115.52 万台，同比增长 19.96%。其中，重型发动机的销售增长幅度继续加大，同比增长 16.9%；中型柴油机市场较为稳定，销售量同比下降 0.1%；轻型柴油机的销售比同期增长 6.7%。

产品现状

产品结构方面，国内车用柴油机产品整体结构与前几年相比没有太大变化。就排量而言，10L 以下的车用柴油机机型较多，生产能力过剩（不包括轿车用柴油机），而 12L 左右的车用柴油机（主要用于重型汽车和豪华大客车）机型少。虽然其现在的市场需求量还不是很大，但随着我国经济和高速公路运输业的快速发展，对排量为 12L 左右，功率 294kW（400 马力）以上的车用柴油机的需求量会有较大幅度的增长。从发动机与整车配套关系看，乘用车和商用车对于发动机应用有较大差异，乘用车（涵盖了轿车、微型客车以及不超过 9 座的轻型客车）多以汽油发动机为主，商用车（包含了所有的载货汽车和 9 座以上的客车）多以柴油发动机为主。由于柴油发动机优良的经济性，国外轿车用柴油发动机的比例正

在不断上升。在欧洲，轿车用柴油机的比例已经超过 40%。在国内，虽然一汽—大众已生产捷达、宝来柴油轿车，奇瑞也开发出 1.9L 柴油机等，但最终结果仍不尽人意。可以说，我国柴油轿车才开始渐入角色；客车类发动机中，柴油机比例增加比较明显。特别是大型豪华客车，由于其所需的功率和转矩都比较大，几乎都装备柴油发动机。载货车类汽车除个别小型和微型汽车外，绝大多数已经装备柴油发动机。

产品质量方面，客观地说，虽然目前国产车用柴油机的可靠性不及发达国家的先进水平，但相对而言提高的幅度较大。生产企业为了生存不得不加大技术改造的投资力度，以保证其产品质量，使国产车用发动机的可靠性整体水平有比较明显的提高。

技术研发现状

总体来说，我国柴油发动机的技术发展一直不容乐观。尽管近几年部分车用发动机生产企业在生产和销售方面取得较大进展，但在产品技术上并没有实质性突破。柴油发动机的基础研究工作还比较薄弱，目前的技术发展，在很大程度上依赖于国外的研究和咨询机构。国内市场上销售的商品机，不管是自行开发，还是引进技术，其排放都基本停留在欧 II 标准或以前的技术水平上。随着国内的排放法规越来越严格，为了应对我国欧 III 标准的正式实施，国内一些具有一定实力的车用柴油机企业，都在集中资金和精力，进行能够满足欧 III 标准发动机的研制开发和生产技术准备。

综合来看，国内柴油机发动机市场需求不断增长，在产销量提高的同时，产品性能 and 产品质量也有较大幅度的提高，但与国际水平相比，产品技术含量还比较低。

2、柴油发动机行业存在问题

产品结构不合理

一些柴油发动机企业的产品结构单一，同质化倾向非常明显，产品与产品之间难以体现差异化，导致众多企业争夺同一档次整车配套

市场。不管是品种还是机型，都存在着轿车用柴油发动机基本为零，中小型车用柴油发动机过剩，重型车用柴油发动机偏少的结构不合理问题。

研发能力和设计制造水平较低

我国柴油发动机在研发能力和设计制造水平上和国外同行还存在一定差距。这主要反映在：基础研究薄弱，无自主开发能力；设计手段落后，主要还凭经验与试验验证；计算机辅助设计虽然具备了良好的硬件和软件，但数据库数据匮乏，使计算机辅助设计形同虚设；机械加工水平低，零部件加工质量很难满足设计要求；新材料、新工艺的发展速度滞后于发动机的发展速度。

资金拖欠问题严重

资金拖欠的问题已经严重地困扰我国柴油发动机行业的发展。由于销售商拖欠大量资金，制约了企业对产品科研与开发的速度，同时也制约了正常的生产与经营规模的扩大，严重影响了企业的正常发展。

3、柴油发动机行业面临的机遇和挑战

计重收费引导重型发动机全面升级

随着计重收费方式在更多地区的推广，我国公路运输对重卡、轻卡及半挂车的需求将会增长，而对中卡、准重卡的需求会相应减少。未来几年，大吨位、大功率、高效率的重型卡车将得到市场追捧，重型发动机的发展空间将进一步扩大。

排放标准加速柴油机企业的优胜劣汰

随着全球对环保的日益重视，为了减少污染，尽快提高我国发动机的产品标准，促进技术进步，我国由环保、交通、汽车部门联合制定了《汽车排放控制技术政策》，政策中明确了我国排放法规实施的进程，全国将在 2007 年 7 月 1 日统一实施国 III 标准。目前国内商用车绝大多数车型还没达到国 III 标准，随着排放法规的贯彻和实施，企业会产生分化，技术落后、竞争力差的企业将会被淘汰，而资金实力雄厚、技术水

平领先的企业将会迎来一个巨大的市场。

国外柴油机生产商的进入带来的影响

随着我国商用车国际化步伐的加快，国外柴油机生产商通过向国内现有的柴油机企业转让技术，或通过与国内现有的柴油机企业及整车企业成立合资企业生产或直接进口国外柴油机产品，给国内市场带来以下几方面的影响：

①影响柴油机行业的竞争力量对比，使行业内企业的竞争能力发生变化，甚至会影响到行业内一些企业的发展前景和生存空间；②影响和改变柴油机行业的产品结构，其中一个最为明显的变化就是国内拥有了重型商用车用的柴油机产品；③影响着行业内柴油机产品的盈利能力和销售结构，国外柴油机比较强的市场竞争能力将会使得目前柴油机行业主要产品的盈利能力大打折扣；④我国柴油机行业的技术水平可以在比较短的时间内实现跨越式升级，但可能会失去自主知识产权，甚至会失去最为重要的产品开发创新权。

4、柴油发动机行业未来发展

我国柴油发动机行业的未来发展主要反映在以下几个方面：①随着我国加强基础工程建设，重型载重车及工程机械的需求旺盛，对大马力柴油机的需求量增大，高功率柴油机的生产将成为今后的一个发展方向；②随着生产材料和工艺的发展，相关零部件制造水平的提高，车用柴油机强化程度将不断提高，这是整个柴油机技术的发展趋势；③国家对于排放标准的要求越来越严格，提高排放控制技术水平是生产企业求发展的必要手段；④我国柴油机行业发展除了面临环保法规的巨大压力的同时，还面临着石油资源日趋枯竭的现实，因此对于能耗经济性要求越来越高，进一步降低燃油消耗及寻找代用燃料是对今后行业发展的要求。

综合来看，我国柴油发动机行业经过各方的共同努力，无论在产品性能还是产品质量上，都有了较大幅度的提高。尽管目前在许多方面与国际先进水平还存在着一定差距，并且整个

行业依然面临着各种问题和挑战，但行业总体发展前景看好。

四、企业基础素质

1、生产规模

公司是我国规模最大的柴油发动机制造厂商，1995 年被国家统计局和技术进步评价中心授予“中国最大内燃机生产基地”的称号。目前，公司占地面积 171 万平方米，拥有 20 亿元设备总资产，5000 多台套设备，其中包括 300 多台套高精度进口数控设备，年生产能力达到 38 万台。生产线具有国内先进水平，其柔性重型机加工生产线达到世界最先进水平。试验测试采用计算机自动测试系统，配套系统包括 QDM 质量管理体系和 PMS 生产管理系统，总体装备规模和技术水平领先国内同行，名列国际同行前列。

2003 年，公司荣登“中国十大诚信企业”和“中国十大最具影响力企业”荣誉榜。2006 年，公司位列中国企业 500 强排行榜第 249 位和中国机械 500 强第 25 位。

综上所述，公司生产规模较大，企业知名度较高。

2、行业地位

公司在柴油机行业中处于龙头地位。从公司主要产品的市场占有率和主要市场竞争对手来看，目前，在国内 10 家主要柴油机生产厂商中，公司产品销量最大，约占整个柴油机市场近 23% 的市场份额，其次是昆明云内动力股份有限公司（13%）和东风朝阳柴油机有限责任公司（12%）。其中，在重型柴油机市场上，公司的市场占有率大约为 9%，其主要竞争对手是潍坊柴油机厂（37%）、上海柴油机股份有限公司（16%）、杭州汽车发动机厂（13%）和无锡柴油机厂（12%）；在中型柴油机市场，公司占有绝对优势，其销量占 10 家主要柴油机生产厂商总销量的 47% 左右，位居第一；在轻型柴油机市场，公司的市场占有率大约为 20%，排在昆明云内动力股份有限公司

（26%）和东风朝阳柴油机有限责任公司（24%）之后。公司部分主要产品拥有很大的市场占有率。以 2006 年为例，中型货车用、大中型客用、30 装载机以及小麦收割机用柴油机占各自整体市场近一半或一半以上的份额（见表 1）。

总体看，公司在同行业中具有较强的竞争实力和明显的市场优势。

表 1 2006 年公司主要产品的市场占有率

细分市场	主要产品	市场份额
货车	重型货车用柴油机	5%
	中型货车用柴油机	68%
客车	大中型客车用柴油机	67%
	轻型客车用柴油机	20%
30 装载机	30 装载机用柴油机	65%
小麦收割机	小麦收割机用柴油机	47%

资料来源：公司提供

3、主要产品

公司目前生产 12 大系列 1700 多个品种的轻、中、重型柴油发动机，用于商用车、乘用车、工程机械、农业机械、船舶及发电机组等的动力配套，产品功率覆盖 12-288KW（见表 2）。

公司生产的 12 大系列产品采用美国和德国的技术平台，形成轻、中、重型柴油机及微型轿车柴油机并举，柴油、单双燃料发动机并存的多品种、宽系列的产品格局。其中，在技术上较有优势的产品为 YC6M、YC4G、YC6J 和 YC6A。车用发动机排放全部达到欧 II 标准，大部分产品达到欧 III 标准，特别是出口产品 YC6J 和试用于北京市公交车配套的 YC6L 发动机已达到欧 IV 标准。公司产品以大马力、大扭矩、高可靠、低油耗、低排放、低噪声、适配性强的优势成为国内主要汽车、工程机械、农业机械等的首选配套动力。2004 年，玉柴牌柴油机荣膺“国家免检产品”称号。

表 2 公司主要产品情况

产品系列名称	适用范围	类型（按功率）
YC6M	商用车、通机	重机
YC6L		
YC6G		重机、中机
YC6A		
YC6B		中机
YC6J		
YC4G	商用车	中机
YC4B	商用车、通机	中机、轻机
YC4E	商用车	
YC4D	商用车、通机	
YC4F	商用车、乘用车	轻机
YC4W	乘用车	

资料来源：公司提供

总体看，公司主要产品品种多样化，产品质量可靠性强。

4、人员素质

截止 2006 年底，公司共有员工 5991 人，按年龄划分，其中 30 岁以下、30~50 岁和 50 岁以上的人员分别占 26.46%、65.93%和 7.61%，公司以中青年员工为主；按学历划分，高中及中专以下、大专及本科学历和硕士及以上学历的分别占 58.97%、39.21%和 1.82%；按岗位划分，管理、技术、生产、销售和后勤人员分别占 14.04%、18.03%、57.5%、6.17%和 4.26%。员工学历水平及年龄结构基本能够满足公司作为一个生产制造类企业的发展需要。

公司目前共有高层管理人员 11 人，其中总经理 1 人、常务副总经理 1 人、副总经理 5 人、总会计师、总工程师和总经济师各 1 人、董事会秘书 1 人。公司董事长晏平先生，46 岁，硕士研究生，高级工程师，曾任大连铁龙公司（上市公司）总经理兼党总支书记，大连火车站（一等站）站长、党委副书记，广深铁路股份有限公司广州东站站长兼党委副书记，广深铁路股份有限公司副总经理，玉林市人民政府副秘书长，玉林市发展和改革委员会主任等职，现任玉柴营销公司董事长，玉柴集团董事长兼党委书记，公司董事长等职务，具有丰富的大企业经营管理经验。公司

董事兼总经理李天生先生，48 岁，广西大学本科毕业，高级工程师。曾任玉柴铸造厂铸造车间技术组组长、玉柴铸工车间副主任、玉柴铸一车间副主任、玉柴铸造厂副厂长、玉柴铸造厂厂长、副总工程师、副总经理等职务，对公司整体状况十分熟悉，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平。

总体看，公司目前人力资源基本满足现有的生产经营需求，年龄结构合理；高层管理人员具有长期从事相关业务的工作和管理经验，管理能力强，整体素质较高。

5、技术水平

公司十分注重对技术研发方面的投入，平均每年的研发费用大约占总销售收入的 3%。同时，公司的技术开发和转化速度较快，近三年来，公司每年推出 20 多个新产品，新品（指投放市场时间在三年内的产品）年销售收入约占总销售收入的 60%。公司在发动机排放控制技术领先国内同行，达到国际先进水平。由于国家排放法规将自 2007 年 7 月 1 日实施，发动机排放控制技术上的优势将成为公司产品的核心技术竞争力。此外，公司的电控标定技术和减振降噪技术在国内领先。到目前为止，公司拥有各项技术专利 85 项。

公司拥有“企业博士后科研工作站”和全国前五十五强的“国家级技术中心”，有 15 位博士作为学科带头人，其研发能力在国内同行中处于领先地位。在 2005 年国家对企业技术中心进行的综合评定中，公司的技术中心名列发动机行业第一名。2006 年公司承担了 2 项国家 863 计划项目和 3 项科技攻关项目。公司技术中心广泛地与国内高校和科研院所，如清华大学、上海交通大学、华中科技大学、上海内燃机研究所和中国汽车技术研究中心等进行技术合作和开展产学研研究。同时，公司积极与国际知名发动机研发机构建立紧密的技术合作关系。2004 年，公司与德国 FEV 发动机技术公司合作开发并拥有自主知识产权的 4W 微型轿车柴油机

填补了国内轿车柴油机的空白；在与奥地利 AVL 公司关于重型发动机设计和与日本 YAMAHA 船舶发动机有限公司关于船机合作开发上建立了长期的技术合作伙伴关系。

总体来看，公司目前拥有较为充足的技术人才储备和稳定的研发技术团队，技术研发能力处于国内同行业一流的水平，新品推出的周期较短。

6、外部支持

从股东支持方面来看，公司国家法人股股东玉柴集团在资金、技术、人才和管理上为公司发展提供了有力的支持。玉柴集团是一个跨地区、跨行业、多品种、多元化经营的国有企业集团，拥有全资、控股、参股子公司 27 家。其下属企业主要从事柴油机、工程机械、汽车化工、汽车零部件、环保机械、专用汽车等机械产品生产和销售；此外，外资股东的参与使得公司在战略规划、经营管理和财务政策等方面更趋于规范化和国际化。

从政府支持方面来看，广西壮族自治区和玉林市政府及其有关部门坚持以公司为工业龙头，围绕其核心地位提供优质高效的服务，为公司发展营造了良好的外部环境。地方政府充分考虑了公司未来的发展空间，在玉柴工业园的 20 平方公里基地规划建设上以及玉柴周边的基础配套设施上给予了大力支持。在财务税收方面，公司享受 15% 的企业所得税优惠税率。

总体来看，公司股东的大力支持和地方政府及有关部门的重点扶持，为公司发展创造了一个良好的外部环境。

五、管理分析

1、治理结构

公司为中外合资股份有限公司，按照《公司法》和其他有关法律法规的要求，公司建立了健全的法人治理结构，完善了股东大会、董事会、监事会和经营管理层之间相互监督与制衡的管

理体制。目前公司共有董事长 1 人，副董事长 1 人，董事 8 人，独立董事 3 人，监事会 5 人，高级管理人员 11 人。公司董事会和监事会的组成与职能设置兼顾权利和效率。

公司的国家法人股和中国法人股占公司总股本的 23.59%，美国纽约证券交易所上市公司玉柴国际的六家全资子公司作为外资股东合计持有公司 76.41% 的股份，外资股东的参与对公司的发展有利有弊。一方面为公司拓宽了对外融资渠道，引进了国际规范化的风险控制和经营管理等方面的先进经验。但另一方面，由于外资股东占有相对较高的控股地位，特别是玉柴国际的最大外资股东新加坡丰隆亚洲股份有限公司拥有对玉柴国际一票否决权的金股，进而对公司的对内融资和经营管理决策等方面产生了较大影响，从某种意义上制约了公司的经营发展。

目前公司拥有 24 家控股（含间接控股）子公司。公司实行总经理及总经理班子工作负责制，内部设有公司办、人力资源部、企划部、财务部、技术中心、供应部、生产部、质量部等主要职能部门。公司内部职责分工明晰，职能部门设置合理。

总体来看，公司治理结构清晰明确，组织结构设置能够满足生产经营管理的需要。但同时，金股的存在对公司经营管理决策有较大的制约作用。

2、管理质量

目前，公司已经建立起一套较完整的既符合现代化管理规则，又体现企业自身特点的管理制度体系。在人事、财务、技术、采购、生产、质量、环保、安全和销售等方面制定了相应的规章制度，各项管理工作均有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

人事管理方面，对于公司高层管理人员，公司推行《高层管理人员责任问责制》，强化了干部管理职能，加大了管理力度和效率。《集体合同》的执行使企业和职工之间的劳动关系

更加协调。另外，在完善员工培训机制的同时，公司深入研究人才战略，建立了《岗位工资调整制度》、《协议购房管理制度》和《激励年薪管理制度》等人才激励政策，进一步优化和改善了公司的人才结构。

公司的财务管理主要由总会计师主管的财务部负责。《会计核算制度》和《财务管理审批权限》规范了公司的财务管理和会计核算，《计划价格管理工作流程》和《应收帐款管理制度》等一系列财务制度，较为有效地实现了成本控制和应收款项的回收管理，确保了公司财产的安全、完整和资产的保值、增值，高效率发挥财务管理在公司经营决策中的助手作用。外资股东对财务管理的监督以及聘请毕马威华振会计师事务所上海分所进行审计工作，健全了公司内部监督和外部审核的工作。

质量管理方面，公司坚持以质取胜的原则，推行国际先进的卓越绩效模式标准和质量体系模式标准，通过国家质检总局的 ISO10012 计量体系认证。2005 年，公司获得“全国质量管理奖”，成为全国内燃机行业第一家获此奖项的企业。

采购管理方面，公司合理运用价格杠杆，培育和引导战略供应商和核心供应商，采取原材料集中采购模式来提高公司议价能力。同时，公司通过对供应商的综合评价和对采购物资的“三包”索赔管理，规范了供货企业的审核工作，保证了采购物资的质量。

生产管理方面，公司推行“拉动式”生产管理模式——由生产部负责组织和策划，协同指挥整个公司的生产。生产部们通过实施《订单业务管理制度》、《生产管理规定》、《生产计划控制规定》和有关成本控制措施，做到合理组织排产、有效控制成本、明确责任归属的科学化管理。在不断提高生产效益的同时，公司非常强调安全和环保工作的规范化。在生产安全管理上，实行安全风险抵押金制度，强化安全知识和教育培训；在环保工作上，建立并通过了环境管理体系审核认证，管理过程着重于环境效益和社会效益并举。

销售管理方面，《公司订单业务管理制度》的实施提高了销售管理的有效性和销售网络单元之间的协调性。为了规范管理服务体系，公司制定了《客户服务管理规定》和《服务考核管理规定》等有关管理规章，提高了销售及售后服务质量。

公司的成本管理中心不断完善《降成本工程项目管理总体实施方案》，使公司降成本立项分类更加科学，流程化管理更加完善。

总体看，公司内控制度健全，运作规范，管理水平较高。

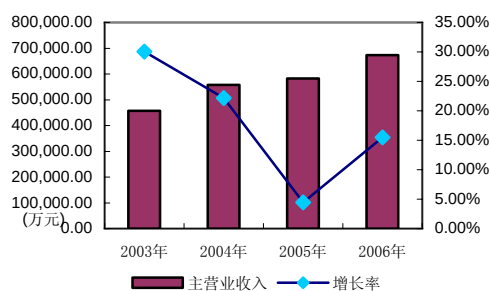
六、经营分析

1、业务状况

公司为车用、工程机械、农用、船用及发电机用柴油发动机的生产及经营企业。在生产经营中，公司顺应市场需求，不断优化产品结构，大力提高产品竞争力，完善营销服务网络，以此巩固公司在行业中的龙头地位。

从主营业务收入看（见图 1），2003～2005 年，公司实现主营业务收入分别为 457111.09 万元、558378.12 万元和 583148.97 万元，年均增长率为 12.95%，业务收入呈现减速增长趋势。根据未经审计的 2006 年财务报表，公司主营业务收入为 673591.61 万元，同比增长 15.51%，增幅明显。总体来看，公司主营业务收入呈长期增长趋势。

图1 2003年-2006年公司主营业务收入构成



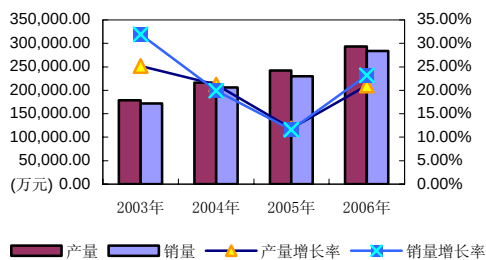
资料来源：公司提供

从零部件和原材料采购情况看，公司通过

采购部集中采购，以招标方式选择性价比高的零部件。目前公司与国内主要柴油发动机零部件生产厂商建立了战略合作伙伴关系，并参与零部件供应商设计改进、重大工艺改进工作，以引导供应商主动降价，同时公司通过提高零部件国产化比例和严控总成件价格等方式节约采购成本约。为了减少主要原材料（铜、铝、锌）价格不断上涨所造成的影响，公司通过技术革新、采用替代原材料等方式解决原材料采购成本提高的问题。在货款结算方式上，以期票为主，这有利于公司保持资金正常周转。

从产品的产销量看（见图 2），2003~2005 年，公司合计生产各类柴油发动机分别为 178557 台、216410 台和 242122 台，年均增长率为 16.45%；销售各类柴油发动机分别为 171957 台、206243 台和 230228 台，年均增长率为 15.71%，产销量均呈减速增长趋势。2006 年，国内柴油机行业形势好转加之公司产能进一步提高，全年合计生产 293082 台，同比增长 21.05%；销售 283688 台，同比增长 23.22%，产销量均有较大增幅。

图2 2003-2006年公司产销量情况

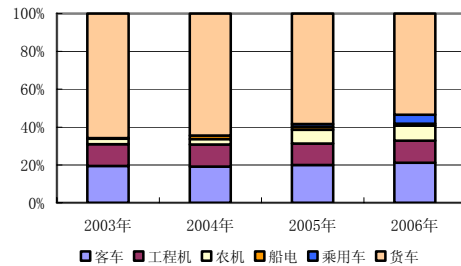


资料来源：公司提供

从产品产量的构成看（见图 3），公司一直以车用柴油机的生产为主，约占总产量的 80%左右；其中，货车用柴油机占总产量的 50%以上，占比最大，但呈逐年下降趋势；客车用柴油机占总产量的 20%左右，继续保持小幅稳定增长；乘用车用柴油机的产量虽然占总产量的比重较小，但增长速度较快，从 2005 年占总产量的 1.44%增加到 2006 年的 4.61%。通用柴油机的生产约占总产量的 20%左右；其中，工程机和船电用柴油机

的生产基本保持稳定，占总产量比重分别为 11%和 1%左右；农机用柴油机的生产在 2005 年增长较快，从 2004 年占总产量的 2.99%增加到 2005 年的 7.21%，2006 年的生产保持稳定。

图3 2003-2006年公司生产产品构成

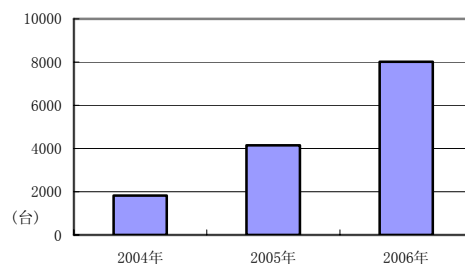


资料来源：公司提供

从销售情况来看，客户集中度不高，2006 年公司前五大销售客户的销售额占总销售额的 28%；其中，东风柳州汽车有限公司为公司最大的客户，对其销售额占总销售额的 7.41%。

从产品的出口情况看，2004~2006 年，公司自营和配套的柴油机出口量成倍增加（见图 4）。出口的地区也不断扩大，从传统的亚洲和南美洲出口市场发展发展到欧洲、北美洲和非洲市场。

图4 2004-2006年公司出口量情况



资料来源：公司提供

从售后服务情况看，公司售后服务网络较为完善，在保修网络基础上，公司相继建立了大修网络、二级培训基地网络和配件网络。公司本部、各地办事处和服务站的服务热线 24 小时开通，在售后服务中，严格按照服务承诺做到优质服务和服务跟踪。

综上分析,近年来,公司主营业务收入和产销量呈长期增长趋势,特别是 2006 年受国内柴油机行业形势转好及公司产能进一步提高影响,其增幅明显;公司主要产品市场占有率较高,售后服务网络较为完善,公司在同行业中居龙头地位。

2、经营效率

2003~2005 年,公司资产总额增长较快,年均增长 22.03%,所有者权益基本稳定,年均增长 6.20%;随着公司产能产量的增加,公司主营业务收入年均增长 12.95%,受成本上升及价格下降影响,主营业务利润年均下降 2.82%。总体看,受行业因素影响,公司在经营规模扩大的同时,盈利能力有所下降。2006 年,公司主营业务收入与主营业务利润较 2005 年有较大增长,增长率分别为 15.51%和 28.02%。

2003~2005 年,公司管理费用率分别为 11.41%、10.65%和 12.48%,其中 2005 年提取 20500.00 万元短期投资减值准备对管理费用率影响较大;受原材料和零部件大幅上涨等因素影响,公司成本率逐年上升,三年分别为 86.60%、88.10%和 99.34%。2006 年公司进一步加强了对成本的控制,管理费用率和成本率较 2005 年有较大幅度降低,指标值分别为 8.99%和 95.65%。

2003~2005 年,公司存货周转次数有所下降,三年分别为 3.80 次、3.67 次和 3.09 次,2006 年为 3.14 次,总体水平不高;销售债权周转次数有所波动,三年分别为 4.93 次、6.47 次和 5.77 次,2006 年为 4.79 次,主要是公司采取赊销方式销售产品,公司有待进一步加强对应收账款的管理;公司总资产周转次数波动中略有下降,2005 年为 1.06 次,2006 年为 1.08 次。总体看,公司经营效率正常。

3、经营优劣势分析

强大的品牌优势

公司一直是柴油机行业的龙头企业,通过在质量和服务上多年的不懈努力,创造了“玉柴机

器,王牌动力”的全国知名品牌,在同行业中享有很高的品牌忠诚度和品质认知度。

良好的产品规模平台

近年来,在国内主要 10 家柴油机生产厂中,玉柴的产销量一直名列第一。同时,公司的产品种类多样化,覆盖面广。

较强的研发能力

公司拥有“企业博士后科研工作站”和“国家级技术中心”,其研发能力在国内同行中处于领先地位。同时,公司对技术研发方面的大量投入以及与国内外科研机构的紧密合作确立了产品核心技术竞争力的强势地位。

领先同行的服务

公司在国内设有 32 个办事处和 1196 个服务站,形成了一个三级服务网络,在国内同行中服务半径最小。同时,在国外设有 6 个办事处,多个国外服务代理网点,拥有国内同行业最为庞大的营销服务网络。公司“说到必做,做则必优”的服务理念和服务承诺领先于业内同行。

目前公司的主要劣势反映在以下几方面:

①产品为整车厂配套,没有稳定的大汽车集团作为依托;②产品品种较多,但是部分产品生产批量小,生产成本较高;③中、外方股东在公司投融资战略上的意见不统一,对公司长远发展产生不利的影响;④公司地理位置缺乏吸引人才的优势。

4、经营风险分析

市场风险

由于柴油机行业产业关联度较高,易受国家宏观经济和产业政策影响,市场需求的不确定性势必对公司的生产经营和盈利能力产生影响。此外,国家引导汽车厂商相互兼并的政策,使集团保护日趋严重,市场格局的未来变化可能会导致公司丧失部分已有的市场份额。

经营风险

随着国外汽车厂商和发动机生产厂商逐步进入国内柴油发动机市场,给国内柴油发动机

厂商构成很大威胁。另外，原材料价格居高不下，加之主机厂的不断压价，使公司面临经营成本负担过重和利润率下降的局面。

5、未来发展

按照发展战略，公司将以产品产能打造经营平台，以保障需求获取目标支撑，拓展市场创造增长空间，强化成本培育竞争优势，以创新机制构筑发展动力，确保持续快速发展势头，不断提升国内国际市场竞争力，使“玉柴机器”成为世界知名品牌。

在未来三至五年中，公司在抢拼重机、欧 III 和客车国内三大市场的同时，拓展海外市场和新兴市场，计划实现主营业务收入 100 亿元。在产品开发上，着重提高新产品的技术质量和性价比，加速退市减量产品的替代工作，做到技术质量改进并重，提高产品可靠性、适配性和经济性。2007 年，公司计划投资 4.4 亿元，主要包括投资 8000 万元用于铸造中心第一期缸盖建设、7000 万元在 4F 柴油发动机项目（一期）和 6000 万在 2007 年度保能力保质量项目；2008 年和 2009 年，公司计划投资分别为 4.76 亿元和 3.72 亿元，主要用于铸造中心第一期缸盖建设和机体线建设、其它生产线的填平补齐。在客户关系上，以技术合作和联合开发来巩固战略地位，以战略客户和重点客户为轴心，辐射影响普通客户；在营销服务方面，公司将继续巩固和扩大服务网络最大、服务半径最小、三包里程最长、响应时间最短的优势。2007 年，公司计划投资 2000 万元在三包服务中心建设项目。在人力资源方面，公司将建立具有国际竞争力的薪酬与激励机制，以吸引优秀的管理和技术人才，逐步完善关键专业队伍和与之配套的人才培养和用人机制；在管理上，公司将加强规范化管理和加大执行力度，着力解决动力和效率问题，并进一步完善公司治理结构和规划利益格局。

从公司提供的未来三年的经营预测（见表 3）来看，未来三年公司主营业务收入增长将继续保持较快。考虑到未来行业景气度进一步提高，公

司产能产量的提高以及产品结构的调整，公司未来收入和盈利水平将会有所提高。公司预测合理，预测目标实现的可能性较大，公司发展前景较好。

表 3 未来三年经营预测数据

项 目(万元)	2007 年	2008 年	2009 年
计划投资	44000.00	47600.00	37200.00
主营业务收入	789589.50	908195.70	1022559.80
利润总额	31671.70	37093.10	45756.10
净利润	26920.90	31529.10	38892.70
折旧	12700.90	14827.60	15793.90
摊销	0	0	0
利息支出	12257.90	14099.20	15874.70
少数股东权益	4300.00	4500.00	4800.00
所有者权益	309024.40	331093.80	360526.70
短期债务余额	196695.20	203909.10	211167.30
长期债务余额	10000.00	10000.00	10000.00
指 标	2007 年	2008 年	2009 年
全部债务资本化比率 (%)	39.75	38.93	37.71
净资产收益率 (%)	8.71	9.52	10.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.62	4.68	4.88
债务保护倍数 (倍)	0.19	0.22	0.25

资料来源：预测数据为公司提供

七、财务分析

1、财务概况

公司提供的 2003~2005 年财务报表已经毕马威华振会计师事务所上海分所审计，并出具了无保留意见的审计结论。2003~2005 公司财务报表合并范围变化不大，并采用中国企业会计准则和《企业会计制度》规定编制报表，财务数据可比性好。公司 2006 年财务报表未经审计。

截至 2005 年底，公司（合并）资产总额 587383.68 万元，所有者权益 273662.89 万元，少数股东权益 4295.31 万元，2005 年公司实现主营业务收入 583148.97 万元，利润总额 4468.25 万元。

截至 2006 年底，公司（合并）资产总额 660743.65 万元，所有者权益 295884.74 万元，少数股东权益 5329.54 万元，2006 年公司实现主营业务收入 673591.61 万元，利润总额

30972.09 万元。

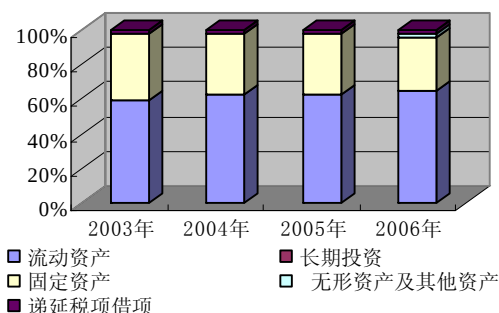
截至 2006 年底，公司本部资产总额 634129.26 万元，所有者权益 291563.30 万元，2006 年实现主营业务收入 603413.39 万元，利润总额 28287.03 万元。

公司合并报表与本部报表差异不大，本报告用公司合并报表进行分析。由于 2006 年财务报表未经审计，本报告财务分析以公司 2003~2005 年合并报表为主，适当参考 2006 年财务数据。

2、资产质量

近年公司资产构成变化不大（见图 5）。截至 2005 年底，公司资产总额 587383.68 万元，其中流动资产占 62.64%，固定资产占 34.73%，递延税项借项占 2.45%，长期投资占 0.18%。截至 2006 年底，公司资产总额 660743.65 万元，同比增长 12.49%。公司资产以流动资产为主。

图 5 近年公司资产构成情况



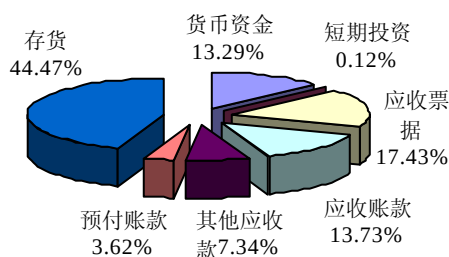
2003~2005 年公司流动资产增长较快，年均增长 25.62%。截至 2005 年底，公司流动资产 367912.48 万元，其中存货占 44.47%，应收票据占 17.43%，应收账款占 13.73%，货币资金占 13.29%，其他应收款占 7.34%，预付账款占 3.62%，短期投资占 0.12%（见图 6），存货所占比重较大。

2003~2005 年公司应收票据增长较快，年均增长 23.86%，主要是公司货款结算方式发生变化所致。截至 2005 年底，公司应收票据 64125.62 万元。

截至 2005 年底，公司应收账款总额 63801.54 万元，从账龄分析看，1 年以内的占 85%，以 1

年以内为主；从集中度看，公司前 5 名欠款人累计欠款金额 37604.52 万元，占 58.94%，集中度高；公司应收账款主要欠款单位是玉柴营销有限公司（该公司代理玉柴机器部分产品的销售业务）以及重庆红岩汽车有限责任公司、东风汽车有限公司、山东福田重工股份有限公司等实力较强的整车生产企业，发生坏帐的风险较低。截至 2005 年底，公司应收账款坏帐准备余额 13304.48 万元，坏帐准备提取充分。

图 6 2005 年底公司流动资产构成



2003~2005 年公司其他应收款增长很快，年均增长 93.64%，截至 2005 年底，公司其他应收账款总额 27687.46 万元，其中玉柴集团借款 2920.32 万元。截至 2005 年底，公司其他应收款坏帐准备余额 692.86 万元。

2003~2005 年公司存货增长很快，年均增长 36.57%。截至 2005 年底，公司存货 163628.29 万元，其中原材料占 63.86%，产成品占 34.15%，在产品占 1.99%。公司存货以原材料和产成品为主，主要是由于公司产品配套面广、品种多。存货额度大、占比高影响了公司资金周转，反映了公司在产、供、销方面管理存在一定脱节。目前公司正通过整合 ERP 系统，加大订单管理的力度，减少存货对资金的占用，降低公司经营风险。

截至 2005 年底，公司短期投资余额 21003.68 万元，其中包括向公司关联方玉柴营销有限公司提供委托贷款 20500.00 万元，该委托贷款由玉柴国际股东之一——库柏投资有限公司及玉柴集团提供保证担保。2005 年末，公司认为该委托贷款无法收回，并在考虑担保方的财务状况后，对该笔委托贷款提取了全额减值

准备。

截至 2005 年底，公司长期投资 1034.44 万元，所占比重很小，主要是长期股权投资和长期委托贷款。

截至 2005 年底，公司固定资产原值 319048.96 万元，其中机器及设备占 69.97%，房屋及建筑物占 25.30%，土地使用权占 3.08%，车辆占 1.65%；在建工程 43891.10 万元，主要是柴油发动机生产技术改造项目、4F 柴油发动机项目和 6113 第二期柴油发动机项目。

截至 2006 年底，公司资产总额 660743.65 万元，比上年增长 12.49%，主要是流动资产中应收票据、应收账款和货币资金增加较多所致，其中应收票据增加 35810.64 万元，应收账款增加 16216.31 万元，货币资金增加 15536.99 万元。资产构成与 2005 年底相比变化不大。

总体看，公司资产以流动资产为主，存货、应收票据和应收账款占比较大，公司整体资产质量一般。

3、负债及所有者权益

截至 2005 年底，公司所有者权益 273662.89 万元，其中未分配利润占 36.44%，资本公积占 31.39%，实收资本占 17.28%，盈余公积占 14.89%，未分配利润占比较大，实收资本占比较小。2005 年公司派发现金股利 3.03 亿元，资本公积金较前两年变化不大，公司所有者权益稳定性一般。2006 年底，公司所有者权益构成与 2005 年年底相比，变化较小。

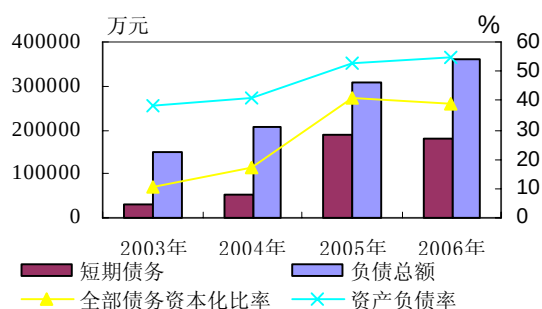
2003～2005 年公司负债总额年均增长 43.58%，高于总资产 22.03% 的增长率。截至 2005 年底，公司负债总额 309425.48 万元，其中流动负债占 98.21%，长期负债占 1.79%，以流动负债为主。流动负债中，应付票据占 31.58%，短期借款占 26.75%，应付账款占 22.48%，公司流动负债中应付票据和应付账款占比大，主要原因是：公司采取以期票为主的货款结算方式，以实现融通资金的目的；公司凭借在采购中的主导地位，占用供应商资金，以维持公司资金正常周转。长

期负债主要是长期借款。

从图 7 可以看出，近年资产负债率有所上升，2005 年底为 52.68%，整体负债水平正常；2005 年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 40.89%、1.77%，其中全部债务资本化比率上升较快，表明公司举债规模扩大。公司债务以短期债务为主，债务结构不合理，短期支付压力大，公司长期规划发展缺乏长期资金的支持。

截至 2006 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 3.21%、38.70%和 54.41%，与 2005 年底相比，公司债务负担变化不大。公司 2006 年 6 月发行的 5 亿元短期融资券主要用于置换银行贷款。

图 7 近年公司债务情况



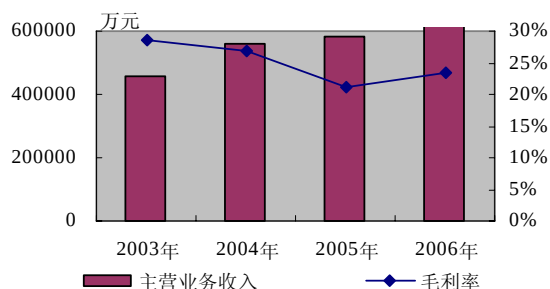
本期 6.5 亿元短期融资券发行后，以公司 2006 年底的财务数据为基准，预计资产负债率和全部债务资本化比率将分别升至 58.50% 和 45.87%，公司债务负担偏重，但考虑到本期短期融资券是在上期 5 亿元偿还之后发行，本期短期融资券发行后预计资产负债率和全部债务资本化比率分别为 55.42% 和 40.52%，公司债务负担增加较小，这与公司预测（见表 3）一致。

4、盈利能力分析

从图 8 可以看出，2003～2005 年公司主营业务收入保持了年均 12.95% 的增长，2005 年公司实现主营业务收入 583148.97 万元；但毛利率呈现下降趋势，三年分别为 28.46%、26.87%和 21.08%，主要原因是：公司通过对现

有生产线进行填平补齐技术改造,使得生产能力大幅提高,收入增加;钢材、铜、铝等原材料以及石油等能源价格的持续上涨,加大了公司的生产成本,同时由于近年国内汽车行业景气度下降,整车厂压价现象严重,挤压了公司的利润空间,使得毛利率下降。2006年公司实现主营业务收入673591.61万元,毛利率为23.26%,较2005年有所上升。

图8 近年公司主营业务收入及毛利率变动情况



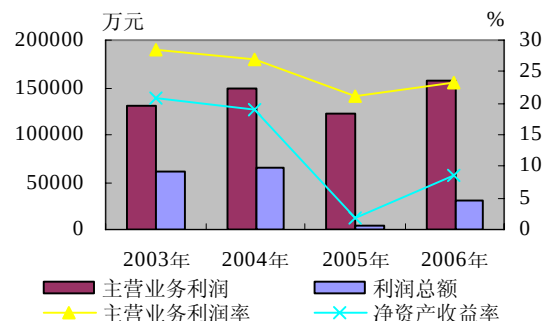
从图9可以看出,2003~2005年公司主营业务利润年均下降2.82%,2005年为122740.48万元;利润总额年均下降72.83%,三年分别为60548.34万元、65417.27万元和4468.25万元,其中2005年计提20500.00万元短期投资减值准备对公司利润总额影响大。

2003~2005年,公司净资产收益率分别为20.91%、18.90%和1.73%;总资本收益率分别为19.81%、16.84%和3.01%。2005年公司净资产收益率和总资本收益率指标异常,剔除计提的20500.00万元短期投资减值准备,2005年上述两指标分别为9.22%和7.37%,较上两年有所下降,但总体处于较高的水平。2003~2005年,公司管理费用占主营业务收入的比重分别为9.88%、9.38%、12.41%,处于较高的水平,主要是由于公司新产品研发投入大以及在激励关键技术人员方面的投入高;营业费用占主营业务收入的比重分别为4.40%、4.67%和6.52%,比重有所上升,主要原因是公司销售公司在桂林市办公,相关费用开支增加。较高的管理费用和营业费用在一定程度上影响了公司的盈利水平。

2006年公司净资产收益率、总资本收益率分

别为8.60%和7.09%,与前三年相比(其中2005年剔除短期投资减值准备因素),呈下降趋势。

图9 近年公司盈利情况



随着公司技改项目的完工,未来三年,公司的产能和产量将进一步提高,并随着行业景气度提高,产品价格将基本保持稳定,公司主营业务收入将保持较快的增长速度;随着公司在零部件采购成本和期间费用控制方面措施的进一步加强,经营成本将会降低,同时公司将进行产品结构调整,盈利较高的产品产量将会提高,预计未来公司盈利水平将会小幅提高(见表3)。

5、现金流量分析

从经营活动来看,2003~2005年公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长8.94%,2005年为663278.74万元,经营活动现金流入量与销售商品、提供劳务收到的现金一致;经营活动现金流出量年均增长18.75%,2005年为630816.82万元;经营活动现金流量净额分别为111582.59万元、62150.66万元和32461.92万元,呈下降趋势。2003~2005年公司现金收入比分别为122.27%、118.71%和113.74%,公司收入实现质量较高,但指标逐年下降。

从投资活动来看,2003~2005年公司投资活动现金流入量分别为304.03万元、1297.07万元和28265.37万元;投资活动现金流出量分别为35026.67万元、78865.49万元和78732.35万元,主要用于购建固定资产和其他长期资产。投资活动现金流入流出波动较大,与公司借出

和收回大额委托贷款有关。2003~2005 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-34722.64 万元、-77568.42 万元和-50466.98 万元。

2003~2005 年公司筹资活动前现金流量净额分别为 76859.95 万元、-15417.76 万元和-18005.06 万元，波动较大，除 2003 年外，经营活动产生的现金流量净额不能覆盖投资活动对资金的需求。

从筹资活动看，2003~2005 年筹资活动现金流入年均增长 128.09%，2005 年为 123817.80 万元，公司主要以银行借款方式筹集资金；筹资活动现金流出年均增长 13.31%，2005 年为 119729.18 万元，主要是偿还银行借款和分配股利；2003~2005 年公司筹资活动现金流量净额分别为-69446.08 万元、20279.71 万元和 4088.62 万元，波动较大。

总体看，2003~2005 年，公司经营活动获现能力大幅下降，由于公司技改投资规模及委托贷款规模大，经营活动产生的现金流量净额对投资的覆盖能力较差，且有较大的股利分配。公司现金流状况一般。

表 4 现金流量

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
销售商品、提供劳务收到的现金	558932.41	662829.26	663278.74	588720.51
经营活动现金流量净额	111582.59	62150.66	32461.92	68516.86
投资活动现金流量净额	-34722.64	-77568.42	-50466.98	-28948.36
筹资活动现金流量净额	-69446.08	20279.71	4088.62	-25571.50
汇率变动对现金的影响	0	0	0	-2.14
现金及现金等价物净增加额	7413.87	4861.95	-13916.44	13994.86
指标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
现金收入比	122.27	118.71	113.74	87.40

2006 年，公司现金流状况较 2005 年有所好转，经营活动现金流量净额为 68516.86 万元，比上年增长 111.07%；投资活动现金流量净额为 -28948.36 万元，筹资活动现金流量净额为 -25571.50 万元。经营活动产生的现金流量净额较 2005 年增加较多，但现金收入比下降，2006 年仅

为 87.40%，主要原因是 2006 年大量应收票据贴现所得现金未计入销售商品、提供劳务收到的现金。2006 年公司购买商品、接受劳务支付的现金较 2005 年大幅下降，主要是公司大量使用票据支付货款，但该部分未计入购买商品、接受劳务支付的现金。

根据公司 2007 年~2009 年的现金流量预测（见表 5），经营活动现金流入与主营业务收入的预测相一致。未来三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 62753.90 万元、65669.20 万元和 69019.20 万元，公司经营活动获现能力稳定，基本保持 2006 年的水平。

表 5 2007 年~2009 年公司现金流量表预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年	2009 年
经营活动现金流入小计	919424.30	1058689.20	1186343.90
经营活动现金流出小计	856670.40	993020.00	1117324.70
经营活动产生的现金流量净额	62753.90	65669.20	69019.20
投资活动现金流入小计	635.10	762.20	914.60
投资活动现金流出小计	44000.00	47600.00	37200.00
投资活动产生的现金流量净额	-43364.90	-46837.80	-36285.40
筹资活动现金流入小计	86000.00	91000.00	96000.00
筹资活动现金流出小计	102717.70	109559.00	116334.40
筹资活动产生的现金流量净额	-16717.70	-18559.00	-20334.40
现金及现金等价物增加额	2671.30	272.40	12399.40

从投资活动来看，未来三年公司投资活动支出的现金预计分别为 44000.00 万元、47600.00 万元和 37200.00 万元，主要是 4F 微型机项目、铸造中心项目及其他技术改造项目，上述项目尚未经过董事会批准。

从筹资活动看，现金流入主要以银行借款和发行短期融资券为主；现金流出主要是偿还银行借款和短期融资券以及支付利息和股利。未来三年公司筹资活动产生的现金流量净额预计分别为 -16717.70 万元、-18559.00 万元和 -20334.40 万元。

总体来看，未来三年公司经营活动获现能力正常，对投资资金需求具有覆盖能力，公司对外部融资的依赖程度不高。

6、偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2003~2005年公司流动比率分别为155.32%、161.91%和121.06%，波动中下降很快，主要是应付票据和短期借款增加所致；速动比率分别为96.87%、93.81%和67.22%，指标下降较多，主要是流动资产中占比较大的存货增长较快所致，公司短期支付压力有所加大；2003年~2005年，公司筹资活动前现金流量净额利息偿还能力波动较大，三年分别为21.51倍、-2.98倍和-1.91倍。总体看，公司短期偿债能力一般。2006年，公司流动比率、速动比率和筹资活动前现金流量净额利息偿还能力分别为122.91%、75.46%和4.20倍，指标较2005年有所好转。

从长期偿债能力指标看，2003年~2005年，公司EBITDA分别为86441.05万元、93187.31万元和13894.23万元；EBITDA利息倍数分别为24.19倍、18.02倍和3.95倍，EBITDA对利息保护能力下降较快；债务保护倍数分别为2.45倍、1.27倍和0.15倍，其中2005年受计提的20500.00万元短期投资减值准备和举债规模扩大因素影响，债务保护倍数下降快，公司债务以短期债务为主，公司对全部债务保护能力较弱；公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为2.58倍、-0.25倍和-0.09倍，筹资活动前现金流量净额对债务的保护能力弱。2006年公司EBITDA利息倍数、债务保护倍数和筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为6.69倍、0.25倍和0.21倍，公司对全部债务的偿债能力有所提高。截止2006年底，公司长期借款余额为1.08亿元，偿还时间在2010年，公司未来三年无长期债务偿还压力。

八、本期短期融资券偿还能力

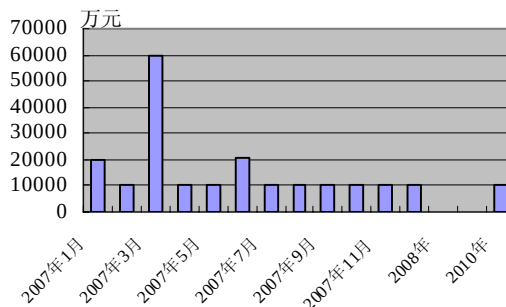
从发行方案看，公司将根据实际的资金需求，结合公司的现金回笼规模灵活安排债券发行期限。公司计划在2006年第一期短期融资券2007年3月到期后，发行2007年第一期额度为6.5亿元、期限为9个月的短期融资券；公司计划在2007年

第一期短期融资券发行后，择期发行2007年第二期额度为5亿元、期限为1年的短期融资券。公司短期融资券的分期发行有利于合理安排偿债资金。

公司本期6.5亿元短期融资券预计在2008年初偿还。根据预测，公司预计2007年经营活动产生的现金流量净额为62753.90万元，为本期短期融资券的0.97倍；经营活动现金流入为1058689.20万元，是本期短期融资券额度的16.29倍。未来公司经营活动现金流对短期融资券的保护能力正常。

图10是截至2006年底，公司债务偿还期限分布，公司债务以短期债务为主，长期债务规模较小。除2007年3月公司债务偿还规模较大外（主要是偿还2006年6月发行的5亿元短期融资券），公司债务偿还期限分布比较均匀。公司债务偿还期限分布有利于本期短期融资券的偿还安排。

图10 公司债务偿还期限分布



截止2005年底，公司无对外担保，无逾期未偿还借款。

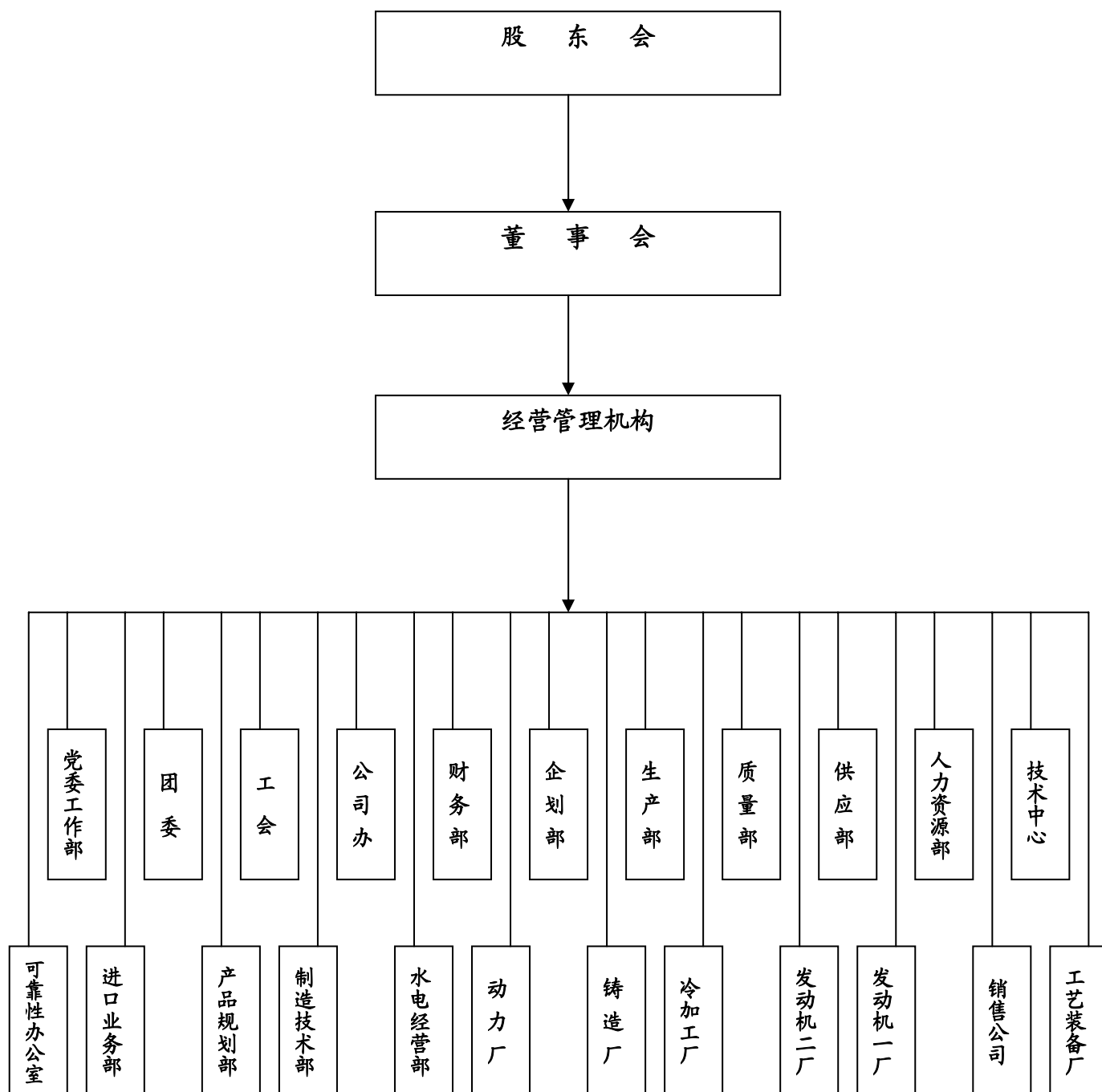
公司与国内银行建立了稳固的合作关系，截至2006年底，公司共获银行授信额度33.00亿元，其中未使用授信额度19.95亿元。

九、综合评价

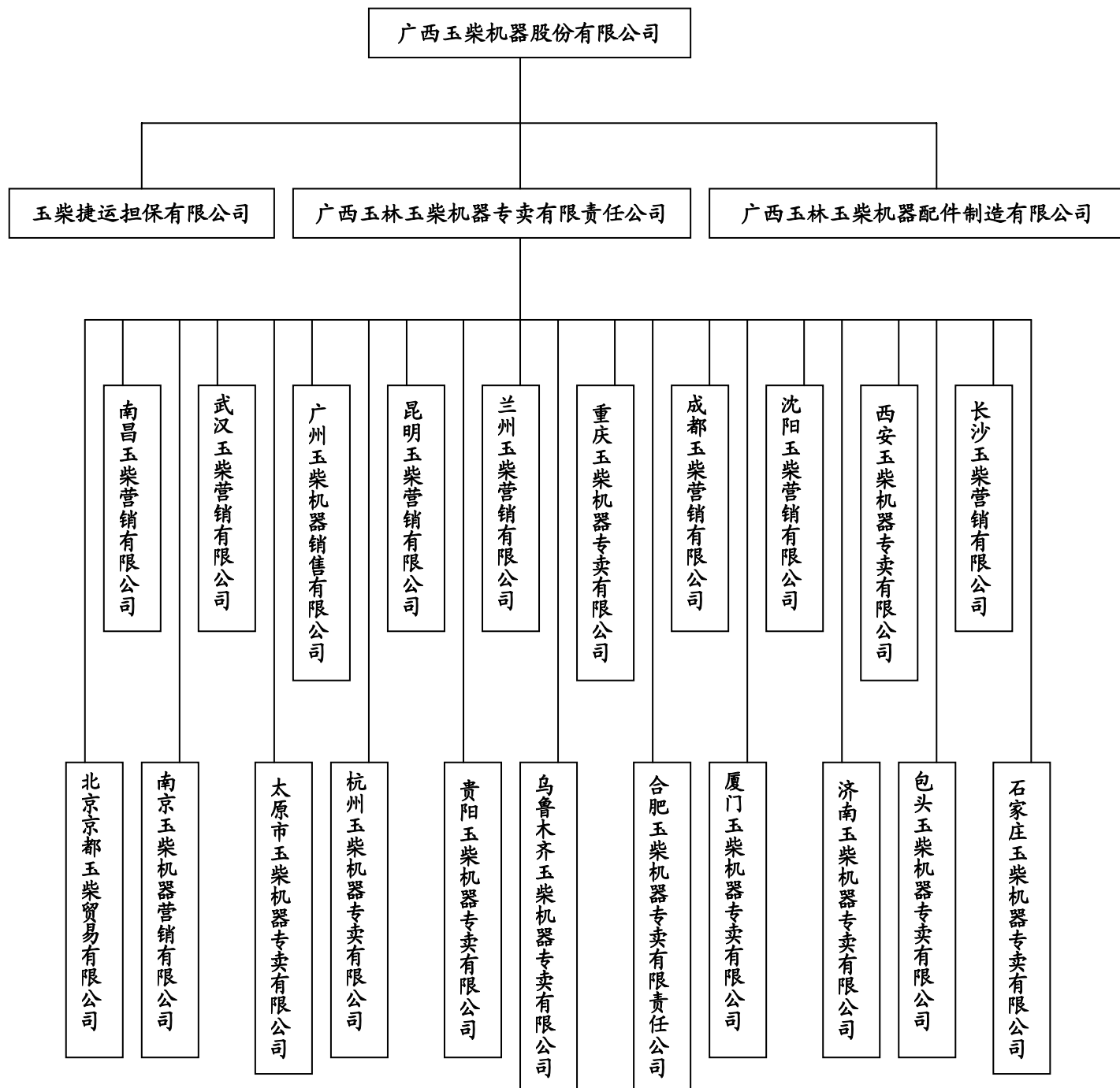
综上所述，随着汽车产业的高速发展，柴油发动机行业发展前景看好。公司作为我国规模最大的柴油发动机制造厂商，规模优势明显，产品类型多，抗风险能力强。近年公司债务负

担有较大幅度提高，但仍处于合理范围之内。随着公司产能产量增加以及产品结构的调整，公司的主营业务收入保持波动增长的态势，盈利水平维持在较高水平。公司现金流状况基本正常。总体看，本期短期融资券到期不能偿付的风险较小。

附件 5 公司组织结构图



附件 6 公司股权结构图



附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
应收账款周转次数	主营业务收入净额 / (平均应收账款 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (股东权益 + 少数股东权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 股东权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
担保比率	担保余额 / (股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期偿债能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数 = EBITDA / 支出利息
债务保护倍数	(净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出 + 当年应偿还的债务本金)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期短期融资券到期偿还额

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

附件 8-1 短期融资券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的《中国人民银行信用评级管理指导意见》（银发〔2006〕95 号）的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。等级含义如下表：

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 8-2 企业长期信用等级设置及其含义

企业长期信用划分成 10 级，分别用 AAA 级、AA 级、A 级、BBB 级、BB 级、B 级、CCC 级、CC 级、C 级和 D 级表示，其中 AA-CCC 级可用“+”、“-”号微调。等级含义如下表：

级别设置	含 义
AAA 级	AAA 级企业为最高级企业，其还本付息能力最强。
AA 级	AA 级企业属高级企业，其还本付息能力很强，基本无风险。
A 级	A 级企业还本付息能力较强，尽管其还本付息能力易受内外部不确定因素不良变化的影响，但风险较低。
BBB 级	BBB 级企业还本付息能力一般，内外部不确定因素不良变化易弱化其还本付息能力，投资风险一般，是正常情况下所能接受的最低信用等级。
BB、B、CCC 和 CC 级	BB、B、CCC 和 CC 级企业属于投机级企业。BB 级企业的投机性最低，CC 级企业的投机性最高。投机级企业的还本付息能力在内外部不确定因素不断变化的情况下，具有很大的不确定性，违约风险很大。
C 级	C 级企业濒临违约，其还本付息的能力极弱。
D 级	D 级企业属违约企业。

附件 8-3 长、短期信用等级的对应关系

