

跟踪评级公告

联合[2013] 706 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持广西玉柴机器股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持其“12玉柴股CP001”信用等级为A-1,“13玉柴股MTN1”信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年六月二十七日
评级业务专用章
1101030046109

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

广西玉柴机器股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 玉柴股 CP001	10 亿元	2012/8/29 2013/8/29	A-1	A-1
13 玉柴股 MTN1	10 亿元	2013/5/30 2016/5/30	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
现金类资产(亿元)	75.81	98.85	93.51	73.44
资产总额(亿元)	152.20	180.35	168.99	178.08
所有者权益(亿元)	59.93	66.06	70.20	73.46
短期债务(亿元)	34.96	63.82	23.63	23.65
全部债务(亿元)	35.96	64.78	24.23	24.25
营业收入(亿元)	160.12	153.35	134.45	38.92
利润总额(亿元)	18.59	14.32	9.03	3.06
EBITDA(亿元)	22.52	19.06	14.75	--
经营性净现金流(亿元)	17.05	-16.45	16.71	2.79
营业利润率(%)	24.30	22.31	21.21	21.37
净资产收益率(%)	26.45	18.23	11.09	--
资产负债率(%)	60.62	63.37	58.46	58.75
全部债务资本化比率(%)	37.50	49.51	25.66	24.82
流动比率(%)	125.55	121.75	126.09	130.33
全部债务/EBITDA(倍)	1.60	3.40	1.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.24	11.69	6.30	--
经营现金流动负债比(%)	19.32	-14.96	17.66	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

胡鑫

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内,广西玉柴机器股份有限公司(以下简称“公司”)继续保持其中国最大的柴油发动机生产企业的行业地位,以及在产销规模、技术研发实力、市场份额、管理水平和政策支持等方面所具有的突出优势。跟踪期内,受宏观经济下行、行业整体不景气的影响,公司收入有所下降。公司现金收入情况良好,负债水平明显下降,偿债能力保持稳定。同时,联合资信也关注到,柴油机行业持续低迷,市场竞争激烈以及配套厂商自产柴油机上升等因素可能对公司经营及发展带来不利影响。

随着环保要求的提高,公司研发实力更加凸显。中国物流业持续增长有望对中国商用车长期需求构成支撑。

综合以上,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定,并维持“12 玉柴股 CP001” A-1 的信用等级以及“13 玉柴股 MTN1” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 公司在发动机市场保持行业领先地位,技术产品优势和品牌优势较强。
2. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对公司待偿还债券的保障能力较强。
3. 公司在校车动力,农机动力等细分市场以及混合动力发动机、国 IV 国 V 等机型上优势明显。
4. 公司债务负担明显下降。

关注

1. 公司债务结构中短期债务占比高,债务结构有待改善。
2. 柴油机市场持续低迷,配套厂商自产柴油机上升等因素对公司产销影响较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广西玉柴机器股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广西玉柴机器股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因用友软件股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由用友软件股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广西玉柴机器股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广西玉柴机器股份有限公司（以下简称“公司”或“玉柴股份”）设立于 1951 年，前身为广西玉林柴油机总厂。截至 2013 年 3 月底，公司注册资本 47298.93 万股。其中，6 家外资股东持有 76.41% 股权，国家法人股股东广西玉柴机器集团有限公司（以下简称“玉柴集团”）持有 22.09% 股权，其他法人股股东持有 1.5% 股权。公司 6 家外资股东全部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新加坡丰隆亚洲股份有限公司（以下简称“丰隆亚洲”），截至 2013 年 3 月底，丰隆亚洲通过全资子公司持有玉柴国际 34.9% 的股权，且拥有对玉柴国际一票否决权的金股，新加坡郭氏家族（Kwek family）通过 Hong Leong Investment Holdings Pte. Ltd 等丰隆集团旗下子公司控制丰隆亚洲。郭氏家族的代表人物郭令明先生（Kwek Leng Beng）为丰隆亚洲的实际控制人，同时也为玉柴国际、公司的实际控制人。

截至 2013 年 3 月底，公司拥有控股一级子公司 8 家。

公司经营范围：柴油机、汽油机、发电机组、小型工程机械的制造销售，以及提供技术咨询等服务。

目前，公司设有规划部、财务部、工程研究院、采购部、生产部、质量部等职能部门。

截至 2012 年底，公司资产总额为 168.99 亿元，所有者权益 70.20 亿元；2012 年度公司

实现营业收入 134.45 亿元，利润总额 9.03 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额 178.08 亿元，所有者权益 73.46 亿元；2013 年 1~3 月公司实现营业收入 38.92 亿元，利润总额 3.06 亿元。

公司注册地址：广西玉林市天桥西路 88 号，法定代表人：晏平。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速四季度温和回升态势显现。根据国家统计局数据，2012 年前三季度，中国实现国内生产总值 353480.0 亿元，同比增长 7.7%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.8%，三季度增长 7.7%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年 1~12 月，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，其中 12 月单月同比增速达 10.3%，已连续四个月回升，回升幅度分别为 0.3、0.4、0.5 和 0.4 个百分点。2012 年 1~11 月规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 823325 亿元，同比增长 10.8%，单月同比增速连续二个月回升，回升幅度分别为 0.1、0.5 个百分点。规模以上工业企业实现利润 46625 亿元，同比增长 3.0%，单月同比增速连续三个月回升，回升幅度分别为 1.3、2.3 和 2.5 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年 1~12 月，社会消费品零售总额为 20334 亿元，同比增长 15.2%，同比增速小幅回落 2.9 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年 1~11 月，固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投

资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年1~11月全国教育支出16394亿元，同比增长32.9%；医疗卫生支出6027亿元，同比增长19.7%；社会保障和就业支出11089亿元，同比增长15.7%；住房保障支出3688亿元，同比增长16.8%。2012年1~11月，全国财政累计收入为108903万亿元，累计支出为104896亿元，分别同比增长11.9%和17.9%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、

安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至11月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年12月26日，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.10%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，

落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业分析

中国柴油发动机的生产销售主要集中在车用发动机市场。据中国汽车工业协会统计分析，2012 年中国卡车产销形势总体低迷，重型卡车市场需求下降明显。2012 年我国卡车(含非完整车辆、半挂牵引车)产销 324.17 万辆和 331.38 万辆，同比分别下降 6.07%和 6.52%（2011 年产销分别为 345.10 万辆和 354.48 万辆）。在卡车品种中，重型卡车降幅居首，共销售 63.60 万辆，同比下降 27.78%，降幅较上年同期加大 14.34 个百分点。中型和轻型卡车略有下降，分别销售 29.03 万辆和 184.27 万辆，同比下降 0.58%和 1.99%；相比较而言，微型卡车市场整体表现较好，销量结束上年下降，呈小幅增长，共销售 53.48 万辆，同比增长 8.66%。

由于下游卡车市场持续低迷，据中国汽车

工业协会统计，2012 年中国车用柴油机产销分别完成 332.08 万台和 339.52 万台，同比分别下降 7.49%和 9.53%。2013 年第一季度中国车用柴油机产销量分别为 100.28 万台和 95.98 万台，与上年同期比较，产量增长 2.20%，但销量下降 2.80%。

2012 年中国柴油机生产厂家中产销量前 10 名如下表所示。可以看出，玉柴柴油机产量同比下降约 5.67%，但仍位居行业第一，玉柴加大了重型柴油机市场开拓，产品覆盖范围趋于均衡；由于东风汽车自产柴油机大幅增长，对玉柴配套构成一定的不利影响，玉柴与奇瑞等成立的集瑞重卡未来将对配套市场构成支撑；一汽柴油机主要在一汽大连道依茨发动机公司和一汽锡柴两家生产。前者主要是中轻型柴油机，后者以重型柴油机为主，一汽还将与俄罗斯合资建立一个中重型卡车生产基地，预计将继续拉动其柴油机销量增长；潍柴集团主要生产重型柴油机，为重卡和大中客车配套，潍柴集团控股陕西重汽，下游配套市场保障程度较高。2012 年重卡及大中客车景气度较差，拉低了以重型柴油机为主的潍柴业绩；安徽全柴以小排量柴油机为主，其研发的国 IV 柴油机随着 2012 年小微卡车市场的增长而需求旺盛；东风汽车生产的柴油机主要为自己配套，东风汽车商用车产销量的减少带动其业绩下降；东风朝柴主要以中轻型柴油机为主；昆明云内动力主要为轿车、轻卡配套，产销量上涨。

表 1 2012 年中国柴油机生产企业产销量排名

企业名称	2012 年产量(台)	同期增长(%)	2012 年销量(台)	同期增长(%)
玉柴	577348	-5.67	643415	-10.95
全柴	430464	13.10	428503	13.54
中国一汽	392083	-7.95	392444	-14.12
潍柴	243614	-34.12	259742	-27.87

云内动力	243095	13.09	236348	3.47
江铃控股	204912	4.87	205509	5.23
东风汽车	163296	-26.66	162231	-28.00
潍柴动力 扬柴	157635	12.50	153622	8.46
山东华源 莱动	141468	-15.45	141828	-17.35
朝柴	138389	-23.57	141219	-25.01

资料来源：中国汽车工业协会

2012 年柴油机行业延续 2011 年以来低迷势头，其中中卡、重卡市场需求继续下降；对柴油机生产厂家而言，配套下游厂商以自产柴油机为主的上游产业链延伸对单纯的柴油机生产企业构成一定不利影响，玉柴参股的集瑞重卡有利于其完善自身产业链优势，潍柴、一汽、重汽等商用车企业自产柴油机数量不断上升，目前的竞争格局有强化趋势。排放标准升级方面，玉柴、潍柴等行业龙头企业产品和技术储备充足，有望保持其竞争优势。为扩大产品市场领域，玉柴和潍柴大力发展工程机械市场以加强其市场地位。

作为汽车、工程机械、农机、船舶、发电等行业重要的动力来源，柴油机行业的发展直接与其密切相关。国内经济复苏、物流业发展将持续带动卡车市场增长。重卡与国内宏观经济形势尤其是固定资产投资关联较大，增长空间较大，具有技术优势和配套厂商资源的柴油机企业有望市场扩容而保持快速发展。中轻卡和农机方面，政府扶持力度较大，排放标准升级给存量市场更新带来动力。短期内，柴油机行业还将继续 2010 年爆发式增长后的阶段性调整，中长期看，随着排放标准升级带来的存量市场升级，以及物流业的快速增长，柴油机行业仍有较大的发展空间。

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2013 年 3 月底，公司注册资本 47298.93 万股。其中，6 家外资股股东持有 76.41% 股权，国家法人股股东广西玉柴机器集团有限公司（以下简称“玉柴集团”）持有 22.09% 股权，其他法人股股东持有 1.5% 股权。

2. 企业规模

公司是行业首家在境外上市的企业，现拥有员工 9000 多人，是中国最大的独立柴油发动机制造商，产品型谱最完整的内燃机生产基地。公司产品涵盖车用、船用、工程机械用、农业机械用、发电设备用等 7 大类 22 大系列的微、轻、中、重型柴油发动机和气体发动机，功率覆盖 75~2300 马力，全系列产品排放均达国 IV 以上排放标准。科研方面，2011 年，代表中国内燃机行业最高水平的高效节能内燃机国家工程实验室落户玉柴。公司与德国、奥地利等国家的著名科研机构，英国布鲁奈尔大学、清华大学、天津大学、上海交通大学、哈尔滨工程大学等名校合作，共同建立了 10 余个国内外产品技术研发中心，形成以自主研发技术为核心、对接世界前沿技术的强大研发平台。“玉柴”商标被评为“中国驰名商标”。

总体看，公司规模大，品种齐全，具有较强的科研实力和品牌影响力。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层等方面无重大变化。

七、经营分析

2012 年，受欧洲债务危机持续发酵、外部需求疲软、工程开工量不足等综合因素影响，公司 2012 年产销量分别较 2011 年下降 5.67 个百分点和 10.95 个百分点，为 577348 台和 643415 台。但总体看，公司产销下降幅度小于同行业

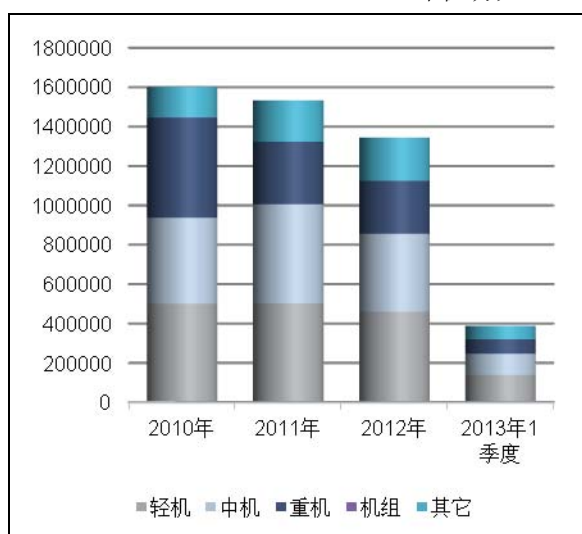
主要竞争对手，抗风险能力较强。同时，公司的市场份额增长3%。

2012 年公司实现营业收入 134.45 亿元，同比下降 12.32%，从产品分类看，公司主要产品营业收入均出现下降，其中轻机收入下降 8.38%，中机下降 21.60%，重机下降 14.79%，机组下降 40.99%。2012 年公司主营业务贡献最大的为轻机板块，完成收入 46.07 亿元，占总营业收入的 34.27%。中机、重机、机组分别完成营业收入 39.48 亿元、26.95 亿元和 0.02 亿元，分别占营业收入比重为 29.37%、20.04% 和 0.01%。2013 年第一季度，公司实现营业收入 38.92 亿元，其中轻型柴油机销售收入为 13.97 亿元，占比为 35.89%。

虽然受行业景气度下降影响，公司各板块产销和营业收入整体有所下降，但在校车、天然气发动机、混合动力系统以及轻客动力领域，公司实现了较快增长。

2012 年，公司推出了校车发动机，效果显著，全年销量超过 1 万台；在新能源特别是气体机领域，销量超过 2 万台，其中客车 1.8 万台，卡车 2000 台，增长幅度超过 50%；在欧系和日系轻客配套市场上，公司也取得了一定的进步，板块增长幅度在 20%以上。

图 1 2010 年~2013 年一季度公司营业收入构成
单位:万元

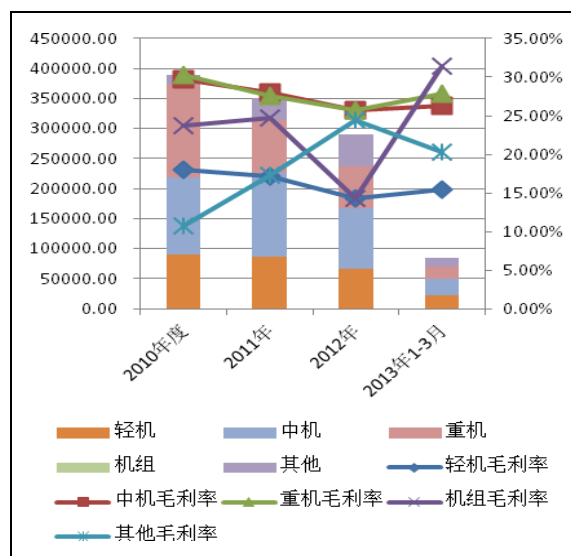


资料来源：公司提供

在其他领域，公司发动机也实现了逆势增长。2012 年，在船用、发电行业大幅下滑的情况下，公司增幅超过 18%，销量达到 2.5 万台左右；在农业机械市场，全行业整体下滑 20% 左右，公司借助在拖拉机动力以及在玉米收割机动力的增长，使得 2012 的业绩和上年持平。

从毛利率来看，由于公司产品线较为丰富，不同产品系列毛利率不尽相同，因此公司轻机，中机、重机毛利率可比性较差。总体看，2012 年公司所有柴油机机型均出现下滑，其中轻机下滑 2.78%、中机下滑 2.29%、重机下滑 1.88%。从毛利润贡献看，毛利率较高且销售额最大的中机贡献毛利润最大，公司重点发展的重型柴油机面临激烈的市场竞争，毛利润贡献排在第二位，略高于轻机。2013 年第一季度，公司各型号柴油机毛利率水平均有所恢复。

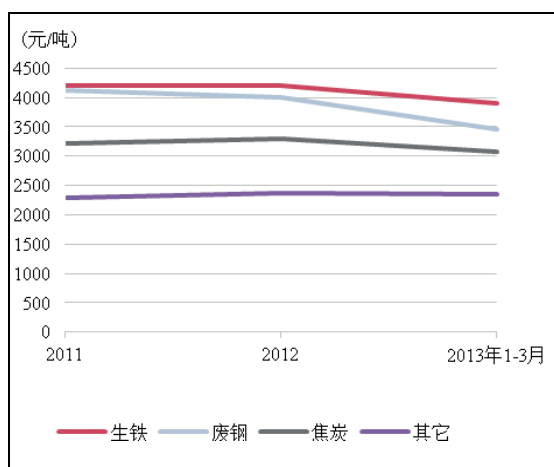
图 2 2010 年~2013 年 3 月公司产品毛利润构成及毛利率变化情况



资料来源：公司提供

原材料采购方面，生铁、废钢、焦炭等原材料采购价格呈下降趋势，配套件方面，活塞、机体、缸盖和油泵等配套件采购价格呈大幅下降趋势。总体上，原材料价格的下降缓解了目前公司面临的市场竞争激烈、需求不足、销售价格下降等不利因素。

图3 2010年~2013年3月原材料价格走势



资料来源：公司提供

产品研发方面，2012年，玉柴取得了一系列研发成果：成功发布YC12VC、YC12VT、YC8C三款具有自主知识产权的重型船电发动机新产品及YC4DN-50、YC4S等七款国5天然气发动机和五款国4柴油发动机；MK项目C样机荣获“中国心”2012年度商用车发动机称号，成为玉柴最具竞争力的重机产品；世界首台Yuchai-Wartsila W6X35智能船用低速柴油机顺利通过船级社验收；大型船舶动力新产品6RT-flex48TD成功动车；国内首台具有自主知识产权的单缸功率超500kW的NY9320大功率中速发动机完成性能试验；成功研发CED2200-7特大型电动液压挖掘机，填补了国内特大型电动液压挖掘机制造的空白。

3. 未来发展

2012年，受欧洲债务危机持续发酵、外部需求疲软、工程开工量不足等综合因素影响，汽车、工程机械等产品市场需求持续疲软，国内各主要制造企业均出现大幅下滑，公司遭遇了生产订单不足、销售收入下滑等困难。但由于公司产品机型丰富，科技含量高，公司保持了较强的抗风险能力，产销下降幅度较小，市场份额上升3%。短期来看，2013年一季度经营数据显示公司整体业绩有向好趋势，预计2013年公司业绩将会有所回升。但同时，宏观经济的不确定性以及下游企业自产柴油机的增加也

将对公司经营带来挑战。长期来看，未来公司将抓住环保要求提高以及细分产品需求增长的机遇，大力发展国IV国V发动机、混合动力发动机以及校车、农业机械、微客等细分市场产品，巩固其行业领先地位。

八、重大事项

跟踪期内，公司未发生资本运作、经济纠纷、关联主体法律事件等重大事件。

九、募集资金使用情况

公司发行的“12玉柴股CP001”和“13玉柴股MTN1”所募集资金共计20亿元用于公司本部置换存量债务和日常经营支出，进一步优化融资结构，降低融资成本，增强公司竞争力。截至2013年3月31日，上述资金已全部使用。

十、财务分析

安永华明会计师事务所对公司提供的2010-2012年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2012年度，纳入合并报表范围内子公司新增三家，分别为新成立的广西尚林贸易有限公司、徐州玉柴机器实业发展有限公司和广西玉柴机器配件制造有限公司，不再纳入合并范围的子公司四家，为玉柴三立、玉柴捷运担保有限公司、YACC Investments Limited和昆明玉柴营销有限公司。公司2013年一季度报未经审计。

1. 盈利能力

2012年公司柴油机产销规模有所下降，该年度实现营业收入134.45亿元，同比下降12.32%。2012年车用柴油机行业产销量同比下降较大，公司营业收入下滑也受行业整体景气度影响。2013年第一季度公司营业收入为38.92亿元，较上年同期增长3.15%。

跟踪期内，公司柴油机盈利能力总体稳定，2012年和2013年第一季度营业利润率分别为

21.21%和 21.37%。从期间费用看，2012 年期间费用占营业收入比重为 14.07%，较 2011 年下降 1.33 个百分点。2013 年第一季度下降至 13.83%。投资收益和营业外收入对公司利润总额影响较小。2012 年公司实现营业利润和利润总额分别为 8.91 亿元和 9.03 亿元，分别同比下降 37.67%和 36.97%。一方面是跟踪期内公司收入规模下降，另一方面是管理费用和财务费用的增长，使利润总额有所下降。2013 年第一季度，公司利润总额为 3.06 亿元，较上年同期增长 22.89%。

从盈利指标看，2012 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 10.72%和 11.09%，较 2011 年分别提高 0.27 个百分点和下降 7.14 个百分点。2013 年第一季度公司利润总额同比有所上升，预计 2013 年全年盈利指标可能会有所改善。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2012 年公司现金收入比为 117.59%，较上年大幅提高。经营活动现金流入量主要是销售商品、提供劳务收到的资金，2012 年为 158.09 亿元，2012 年公司经营性应收项目应收账款规模减少 4.81 亿元，预收账款增加 20.67 亿元，且支付给职工以及为职工支付的现金减少 3.31 亿元，使 2012 年公司经营活动现金流量净额上升至 16.71 亿元，较 2011 年大幅改善。2013 年第一季度，公司经营活动现金流净额为 2.79 亿元，现金收入比为 84.70%，主要是受季节性影响，公司收款主要集中于下半年，应收账款规模较 2012 年底大幅增加 742.13%所致。

投资活动方面，公司购置固定资产和无形资产的现金持续增长，2012 年公司投资活动现金流出量 13.29 亿元；筹资活动前现金净流量 6.48 亿元，经营活动现金净流量能够覆盖投资活动现金流出。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入量和现金流出量主要是取得借款获取的现金和偿

还债务支付的现金，主要满足营运资金需求和偿还部分债务，2012 年公司筹资活动现金净流量为-18.41 亿元，银行借款规模有所上升。

2013 年第一季度，公司经营活动现金净流量为-10.23 亿元；筹资活动现金净流量为-0.66 亿元。

总体分析，公司收入实现质量较高，但也受季节性波动影响；经营活动现金净流量对投资支出覆盖程度良好。公司现金类资产充足并拓宽融资渠道，现金流稳健。

3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产总额有所下降，截至 2012 年底，资产总额为 168.99 亿元，同比下降 6.30%，其中流动资产为 119.28 亿元，同比下降 10.91%，非流动资产为 49.71 亿元，同比增长 6.96%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2012 年底，公司流动资产占比为 70.58%。

跟踪期内，公司流动资产下降主要是货币资金和存货减少，与 2012 年公司经营业绩下滑有直接关系。2012 年底，以上科目在流动资产中占比分别为 24.42%和 16.79%。现金类资产合计 93.51 亿元，保持较高规模。从流动资产构成看，公司现金类资产充裕，应收账款及存货控制在较合理规模，资产流动性保持较高水平。跟踪期内，公司非流动资产增长主要来自固定资产和在建工程。2012 年固定资产账面原值新增 3.71 亿元，在建工程新增 1.52 亿元。

2012 年底，公司所有者权益（包括少数股东权益）同比增长 6.28%，主要来自未分配利润的增长。截至 2012 年底，公司所有者权益 70.20 亿元，归属于母公司所有者权益合计 68.33 亿元，其中未分配利润占 74.61%，资本公积占 12.62%，实收资本占 6.92%，盈余公积占 5.85%。截至 2013 年 3 月底，公司所有者权益为 73.46 亿元，归属于母公司所有者权益为 71.67 亿元，较 2012 年底增长 4.89%，主要来自未分配利润的增长。总体看，公司所有者权

益以未分配利润为主，整体稳定性较弱。

2012 年底，公司负债总额为 98.78 亿元，同比下降 13.57%。其中流动负债为 94.60 亿元，同比下降 13.97%，主要是交易性金融负债和应收票据的下降。公司流动负债中应付账款和预收账款占比大（2012 年底分别占比 27.61%和 23.34%），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；凭借在采购中的主导地位，占用供应商资金较大，以维持公司资金正常周转。其他流动负债主要是三包服务费、销售折让费和应付工程款。2012 年底，公司非流动负债为 4.19 亿元，同比下降 3.42%，主要是长期应付款的减少。总体看，公司负债结构以流动负债为主，流动负债减少与公司营业收入下降直接相关。

债务方面，2012 年底全部债务为 24.23 亿元，其中长期债务 0.60 亿元，短期债务 23.63 亿元。公司 2012 年全部债务下降 62.60%。短期债务中主要是短期借款和应付票据。短期借款较上年增长 12.01%，应付票据减少 63.44%，主要是公司销量同比有所回落，以票据支付的采购款减少所致。总体看，公司债务大幅下降，仍以短期债务为主，债务结构有待改善。

2013 年 3 月底，公司资产总额为 178.08 亿元，较 2012 年底增长 5.38%。其中流动资产 129.24 亿元，主要来自应收账款和其它应收款的增长，由于公司货款回收集中于下半年，使应收账款增长较快。非流动资产规模变化较小。负债方面，截至 2013 年 3 月底，公司负债为 104.62 亿元，较 2012 年底增长 5.91%，主要是预收账款的增加。

从债务指标看，2012 年底，公司债务指标同比呈下降趋势，全部债务资本化比率和资产负债率分别下降 23.85 个百分点和 4.91 个百分点至 25.66%和 58.46%。2013 年 3 月底，公司短期债务和全部债务变动不大，全部债务资本化比率和资产负债率分别为 24.82%和 58.75%。

跟踪期内，公司柴油机产销量下降，营运规模缩小带动了资产和流动负债的同步减少。

公司现金类资产充足，资产流动性较高，短期整体债务规模处于合理范围之内。

4. 偿债能力

公司采用期票方式结算，应收票据全部为银行承兑汇票，流动性较强。应收账款信用期较短，总体规模控制有力，2012 年底公司现金类资产为 93.51 亿元，短期债务 23.63 亿元，短期偿债能力较强。2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 126.09%和 104.92%，分别较 2011 年底上升 4.34 和 5.84 个百分点，2012 年公司经营现金流动负债比为 17.66%。总体看，公司短期偿债能力较强。

2012 年公司 EBITDA 为 14.75 亿元，同比下降 22.61%。EBITDA 利息倍数由 2011 年的 11.69 倍下降到 6.30 倍。EBITDA 对利息覆盖能力下降。虽然 2012 年底 EBITDA 下降，但由于债务规模大幅减少，全部债务/EBITDA 倍数由 2011 年的 3.40 倍降至 1.64 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

2012 年公司经营活动产生的现金流入量为 159.31 亿元，为待偿还债券本金（“12 玉柴股 CP001” + “13 玉柴股 MTN1”）共计 20 亿元的 7.97 倍；经营活动产生的现金流量净额为 16.71 亿元，为待偿还债券本金总额的 0.84 倍。2012 年公司 EBITDA 为 14.75 亿元，为待偿还债券本金总额的 0.74 倍。截至 2013 年 3 月底，公司现金类资产合计 73.44 亿元，为待偿还债券本金总额的 3.67 倍。公司经营活动现金流入量和现金类资产对公司待偿还债券的保障能力较强。

截至2013年3月底，公司无对外担保事项。

截至 2013 年 3 月底，公司共获银行授信额度 52.50 亿元，已使用的授信额度为 27.53 亿元，尚未使用的额度为 24.97 亿元。公司间接融资渠道畅通。同时，公司可通过玉柴国际在纽约证券交易所融资，具备直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据债券市场公开信息查询，公司无未结

清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及未来公司发展的综合判断，公司整体抗风险能力一般。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“12玉柴股CP001”A-1的信用等级，以及“13玉柴股MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	388397.27	391661.98	291258.19	-13.40	298339.17
持有至到期投资			24056.61		24056.61
应收票据	369746.43	596838.14	619821.08	29.47	412038.11
应收账款	58817.04	89434.52	41308.69	-16.20	306486.51
预付款项	20164.52	7774.53	1219.07	-75.41	5788.97
应收利息	600.18	384.61	1014.00	29.98	1074.95
应收股利					2691.52
其他应收款	4828.76	10431.90	10041.14	44.20	238467.82
存货	264263.00	241345.52	200279.04	-12.94	147.16
一年内到期的非流动资产	210.90	146.76	147.16	-16.47	3330.74
其他流动资产	685.83	756.10	3634.81	130.21	1292421.55
流动资产合计	1107713.93	1338774.06	1192779.79	3.77	1292421.55
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款	661.92	221.73	84.56	-64.26	
长期股权投资	25337.49	27922.47	24379.19	-1.91	26190.84
投资性房地产					
固定资产	254534.78	272797.06	285829.11	5.97	293140.66
在建工程	52213.78	75733.72	90874.33	31.93	85274.94
工程物资					
固定资产清理					0.68
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	37376.52	41945.78	38158.96	1.04	40026.93
开发支出	1338.90	2475.42	14077.23	224.25	14262.42
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	248.22	561.90	517.34	44.37	755.94
递延所得税资产	35989.87	35833.30	38016.01	2.78	26559.61
其他非流动资产	6630.00	7275.42	5162.97	-11.75	2202.30
非流动资产合计	414331.48	464766.81	497099.70	9.53	488414.31
资产总计	1522045.42	1803540.87	1689879.49	5.37	1780835.86

注：2013 年一季度数据未经审计。

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	26262.00	111081.84	124420.27	117.66	133031.37
交易性金融负债		244433.26	946.67		946.67
应付票据	312392.81	277113.00	101325.21	-43.05	102498.97
应付账款	278861.48	236460.25	261235.49	-3.21	238622.31
预收款项	13684.53	14075.29	220772.41	301.66	322119.64
应付职工薪酬	64810.23	48822.95	12337.45	-56.37	7248.41
应交税费	17171.09	-4162.62	51421.84	73.05	43211.05
应付利息			5414.02		8308.08
应付股利	1495.82	1965.42	2037.21	16.70	2028.24
其他应付款	12080.63	10307.94	6922.41	-24.30	10975.45
一年内到期的非流动负债	10974.27	5600.00	9611.40	-6.42	
其他流动负债	144581.24	153935.30	149545.94	1.70	122633.87
流动负债合计	882314.11	1099632.64	945990.33	3.55	991624.04
非流动负债：					
长期借款	10000.00	9611.40	6000.00	-22.54	6000.00
应付债券					
长期应付款	1800.79			-100.00	
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	652.71	597.45	704.41	3.88	1344.26
其他非流动负债	27972.41	33124.93	35146.40	12.09	47267.89
非流动负债合计	40425.92	43333.77	41850.80	1.75	54612.15
负债合计	922740.03	1142966.41	987841.13	3.47	1046236.19
所有者权益：					
实收资本(或股本)	47298.93	47298.93	47298.93		47298.93
资本公积	85242.57	85242.57	86186.78	0.55	86185.84
减：库存股					
盈余公积	39979.75	39979.75	39979.75		39979.75
未分配利润	405839.38	464853.93	509833.61	12.08	543214.48
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	578360.64	637375.18	683299.08	8.69	716679.00
少数股东权益	20944.75	23199.28	18739.27	-5.41	17920.67
所有者权益合计	599305.39	660574.46	702038.35	8.23	734599.67
负债和所有者权益总计	1522045.42	1803540.87	1689879.49	5.37	1780835.86

附件 2 公司合并利润表

(单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	1601178.23	1533453.35	1344471.18	-8.37	389173.58
减: 营业成本	1210993.85	1182715.92	1054205.93	-6.70	305069.51
营业税金及附加	1033.75	8548.97	5051.53	121.06	941.59
销售费用	102247.59	95083.28	82746.93	-10.04	29744.21
管理费用	91233.22	89646.69	92757.29	0.83	21539.09
财务费用	6309.77	10683.04	13624.76	46.95	2534.07
资产减值损失	2883.49	3296.28	4159.73	20.11	-928.58
加: 公允价值变动收益			-946.67		
投资收益	-1351.47	-600.68	-1916.48	19.08	
其中: 对合营企业投资收益	-1447.86	-600.68	-2963.85	43.08	
汇兑收益					
二、营业利润	185125.09	142878.50	89061.87	-30.64	30273.69
加: 营业外收入	2021.50	2532.05	4471.93	48.73	600.14
减: 营业外支出	1236.08	2177.92	3257.24	62.33	272.81
其中: 非流动资产处置损失	758.90	713.99	2731.18	89.71	138.23
三、利润总额	185910.51	143232.63	90276.56	-30.32	30601.01
减: 所得税费用	27420.82	22839.89	12403.09	-32.74	5039.45
四、净利润	158489.70	120392.74	77873.47	-29.90	25561.56

附件 3 公司合并现金流量表
 (单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	1810561.93	1625859.08	1580938.49	-6.56	329648.32
收到的税费返还	38.74	182.19	170.57	109.84	
收到其他与经营活动有关的现金	25299.74	7831.99	12009.26	-31.10	1061.64
经营活动现金流入小计	1835900.41	1633873.25	1593118.31	-6.85	330709.96
购买商品、接受劳务支付的现金	1420343.01	1508849.19	1224456.28	-7.15	218619.65
支付给职工以及为职工支付的现金	125777.36	138494.34	105351.12	-8.48	39384.84
支付的各项税费	96241.26	114197.51	61142.05	-20.29	12534.33
支付其他与经营活动有关的现金	23062.41	36803.54	35116.70	23.40	32303.92
经营活动现金流出小计	1665424.04	1798344.58	1426066.15	-7.46	302842.74
经营活动产生的现金流量净额	170476.37	-164471.33	167052.17	-1.01	27867.22
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	59065.00	33015.83	20050.00	-41.74	
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的 现金净额	386.07	13836.29	829.10	46.55	53.78
处置子公司及其他单位收到的现金净 额	645.57		4405.61	161.24	
收到其他与投资活动有关的现金			5373.22		
投资活动现金流入小计	60096.63	46852.12	30657.92	-28.58	53.78
购建固定资产、无形资产等支付的现金	71040.91	81048.56	66229.89	-3.45	13477.88
投资支付的现金	33015.83	20050.00	66708.61	42.14	720.00
取得子公司等支付的现金净额	19190.62	3328.93		-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金					0.05
投资活动现金流出小计	123247.36	104427.49	132938.50	3.86	14247.88
投资活动产生的现金流量净额	-63150.73	-57575.37	-102280.58	27.26	-14194.10
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	4800.00	134750.90	400.00	-71.13	
取得借款收到的现金	38652.00	238078.50	245973.77	152.27	26782.70
发行债券收到的现金			99750.00		
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	43452.00	372829.40	346123.77	182.23	26782.70
偿还债务支付的现金	49779.31	55719.66	471235.34	207.68	32243.81
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	33814.41	68938.55	58818.43	31.89	1119.21
支付其他与筹资活动有关的现金	794.26	62.73	198.81	-49.97	

筹资活动现金流出小计	84387.98	124720.94	530252.58	150.67	33363.02
筹资活动产生的现金流量净额	-40935.98	248108.47	-184128.81	112.08	-6580.32
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	31.25	339.32	533.80	313.28	-11.83
五、现金及现金等价物净增加额	66420.92	26401.09	-118823.42		7080.97
加：期初现金及现金等价物余额	274319.90	340740.82	367141.91	15.69	291258.19
六、期末现金及现金等价物余额	340740.82	367141.91	248318.49	-14.63	298339.17

附件 4 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	3.74	2.23	2.03	2.43	--
存货周转次数(次)	4.58	4.90	5.26	5.02	--
总资产周转次数(次)	1.05	0.85	0.80	0.86	--
现金收入比(%)	113.08	106.03	117.59	113.22	84.70
盈利能力					
营业利润率(%)	24.30	22.31	21.21	22.16	21.37
总资本收益率(%)	17.89	10.45	10.72	12.07	--
净资产收益率(%)	26.45	18.23	11.09	16.30	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	1.64	1.43	0.85	1.18	0.81
全部债务资本化比率(%)	37.50	49.51	25.66	35.18	24.82
资产负债率(%)	60.62	63.37	58.46	60.37	58.75
偿债能力					
流动比率(%)	125.55	121.75	126.09	124.68	130.33
速动比率(%)	95.60	99.80	104.92	101.52	130.32
经营现金流动负债比(%)	19.32	-14.96	17.66	8.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.24	11.69	6.30	10.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.60	3.40	1.64	2.16	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.30	-0.34	0.27	0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	9.14	-14.40	2.86	-1.06	--
现金偿债倍数(倍)	3.79	4.94	4.68	4.58	3.67
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.18	8.17	7.97	8.27	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.85	-0.82	0.84	0.34	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×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+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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
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	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期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“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 7 短期债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“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，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。

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