

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1357 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集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14玉柴CP001” A-1的信用等级、维持“12玉柴MTN1”、“14玉柴MTN001” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年七月二十九日



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>

广西玉柴机器集团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
14 玉柴 CP001	5 亿元	2014/3/28~2015/3/28	A-1	A-1
12 玉柴 MTN1	8 亿元	2012/12/28~2015/12/28	AA	AA
14 玉柴 MTN001	5 亿元	2014/6/13~2017/6/13	AA	AA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.23	22.88	17.77	20.15
资产总额(亿元)	154.72	190.33	186.93	186.80
所有者权益(亿元)	47.88	56.58	58.83	57.76
长期债务(亿元)	5.52	15.44	14.94	15.65
全部债务(亿元)	79.68	97.58	94.01	96.81
营业收入(亿元)	149.02	152.10	135.69	25.57
利润总额(亿元)	11.39	6.15	2.92	0.66
EBITDA(亿元)	16.29	14.43	10.09	--
经营性净现金流(亿元)	-11.24	-3.41	4.39	-1.44
营业利润率(%)	13.65	12.50	10.63	10.90
净资产收益率(%)	20.45	9.50	3.23	--
资产负债率(%)	69.06	70.27	68.53	69.08
全部债务资本化比率(%)	62.47	63.30	61.51	62.63
流动比率(%)	105.55	110.97	105.73	108.84
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	6.76	9.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.25	2.15	1.93	--
经营现金流流动负债比(%)	-11.38	-3.01	4.06	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计

分析师

周天 王叶笛

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

联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对广西玉柴机器集团有限公司（以下称“公司”）的评级反映了其作为国内重要的柴油机和中小型工程机械制造商，在生产规模、市场地位、技术研发以及产品结构等方面的综合优势；积极拓展能源化工及物流汽贸产业稳步发展，收入有所增加。同时，联合资信也关注到跟踪期内，公司传统工程机械板块收入及利润锐减，未能走出困境，同时原材料波动大等因素对公司的经营可能带来一定的不利影响。

公司在发动机板块中逐步增加高附加值产品比例，规模效益逐步显现，其中柴油机在市场上拥有较高的保有量；同时公司积极发展能源化工、物流汽贸以及零部件等相关业务，与传统板块构成完整的产业链及良好的协同效应使公司抗风险能力强。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14玉柴CP001” A-1的信用等级，维持“12玉柴MTN1”、“14玉柴MTN001” AA的信用等级。

优势

1. 公司柴油机、挖掘机产品与零部件、润滑油、物流等上下游相关产业协同效应较好。
2. 地方政府予公司支持力度较大，公司发展的外部环境良好。
3. 经营活动现金流入量对存续期债券保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内，工程机械受行业景气度低迷影响，公司该业务收入大幅度下降，2014 年一季度呈亏损状态。
2. 跟踪期内，对外担保比例较高，被担保企业经营业绩一般，存在一定或有风险。

3. 公司债务负担重，且债务结构有待改善。
4. 经营活动现金流净额波动大。

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）与广西玉柴机器集团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集团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，未因广西玉柴机器集团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广西玉柴机器集团有限公司提供，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集团有限公司主体长期信用及存续期内的“14 玉柴 CP001”、“12 玉柴 MTN1”和“14 玉柴 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广西玉柴机器集团有限公司(以下简称“公司”或“玉柴集团”)成立于 2001 年 10 月 19 日,前身是玉林泉塘工业社。公司是国有独资公司,出资人是广西玉林市政府,出资人授权玉林市国资委行使出资人权利。截至 2014 年 3 月底,公司注册资本为 10.00 亿元。

公司由广西玉林市政府授权经营,玉林市国资委实施监管。公司设有投融资部、规划部、财务部、审计部、法律事务部等 13 个职能部门,目前公司拥有 40 多家全资、控股子公司及参股公司,截至 2014 年 3 月底,合并范围内的一级子公司有 14 家。

公司经营范围:资产管理,投资管理,融资服务(需国家审批的除外)与财务顾问服务,项目投资与策划,企业改制、重组、兼并、收购咨询,计算机软件、硬件及外围设备开发、销售及系统集成,科学技术咨询服务,外贸进出口业务;增值电信业务(第二类增值电信业务中的呼叫中心业务,有效期至 2015 年 7 月 9 日);以下所有项目仅由本公司下设企业经营:柴油机、汽油机、工程机械、汽车、发电机组、机电产品、润滑油、成品油、发动机防冻冷却液、制动液、各类机械零部件、纯净水及水处理设备、环保设备制造、销售;汽车动力改装;水处理技术开发及应用,复合反渗透膜及其技术开发和应用;旅业;餐饮业;房地产业;旅游业;物流业;太阳能发电;太阳能发电设备及其维护和技术咨询服务,节能技术研发与咨询;新能源项目投资。(凡涉及许可证的项目凭许可证在有效期限内经营)

截至 2013 年底,公司(合并)资产总额 186.93 亿元,所有者权益(含少数股东权益) 58.83 亿元;2013 年实现营业收入 135.69 亿元,利润总额 2.92 亿元。

截至 2014 年 3 月底,公司(合并)资产总额 186.80 亿元,所有者权益(含少数股东权益) 57.76 亿元;2014 年 1~3 月公司实现营业收入 25.57 亿元,利润总额 0.66 亿元。

公司注册地址:玉林市玉柴新城玉柴大道西侧;法定代表人:晏平。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元,同比增长 7.7%。

2013 年,中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%;同期,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)实现利润总额 62831 亿元,同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元,同比名义增长 13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资(不含农户)436528 亿元,同比增长 19.6%;三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013 年,中国进出口总额为 41600 亿美元,同比增长 7.6%;其中出口金额增长 7.9%,进口金额增长 7.3%,贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年

发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，

内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

公司主要产品包括柴油机、挖掘机、零部件和润滑油等，涉及柴油机、工程机械、能源化工（润滑油）和物流等行业。

① 工程机械

（1）中国工程机械行业现状

工程机械行业是中国机械工业的主要支柱产业之一。按照中国工程机械工业协会统计，工程机械可以分成铲土运输机械、挖掘机

械、工程起重机械、工业车辆、路面机械、压实机械、凿岩机械、气动工具、混凝土机械、桩工机械、市政工程与环卫机械、装修机械、钢筋及预应力机械、线路机械、军用工程机械、电梯与扶梯、专用工程机械、工程机械专用零部件等十八大类。

工程机械行业的生产特点是多品种、小批量，属于技术密集、劳动密集、资本密集型行业。经过 50 多年的发展，中国工程机械行业已基本形成了一个完整的体系，能生产 18 大类、4500 多种规格型号的产品，并已经具备自主创新、对产品进行升级换代的能力。目前，不仅全行业产销数额双双排名世界第一，而且满足了国内近 90% 的市场需求。但由于国家产业政策调整和行业对外开放步伐的加快，工程机械行业已成为完全竞争性行业，民营企业 and 外资企业纷纷进入该领域，部分工程机械产品如装载机和叉车的市场竞争压力加大。

受宏观经济增长偏弱和“新国五条”抑制房地产开发投资增速的影响，2013 年中国固定资产投资额为 436528 亿元，比上年增长 19.6%，增速比上年回落 1.0 个百分点。与 2012 年的大幅下滑不同，受益于低基数效应，2013 年工程机械市场主要产品销量同比涨跌互现。根据中国工程机械信息网的统计，2013 年全行业挖掘机销售 112277 台，同比下滑 3.10%；装载机销售 181660 台，同比增长 4.30%；推土机销售 9520 台，同比下滑 7.00%；压路机销售 15696 台，同比增长 17.80%；叉车销售 328764 台，同比增长 12.80%。

2014 年 1-3 月，中国挖掘、铲土运输机械累计生产 12.33 万台，同比增长 8.73%。其中：挖掘机累计生产 4.14 万台，同比增长 8.09%；装载机累计生产 5.35 万台，同比增长 11.69%；压实机械累计生产 1.06 万台，同比增长 16.48%。2014 年 1-3 月，工程机械行业累计实现主营业务收入 1320.82 亿元，同比增长 9.30%。工程机械行业主营业务利润率为 5.96%。1-3 月，全国工程机械行业累计实现利

润总额 78.76 亿元，同比增长 4.87%。

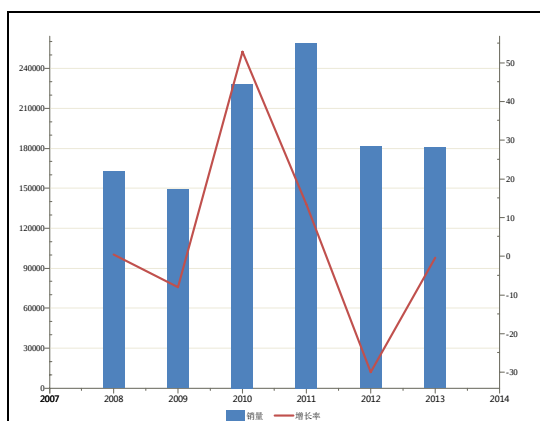
2014 年 1-3 月，工程机械行业累计进出口总额 52.18 亿美元，同比增长 6.82%，占机械工业进出口比重为 3.25%。1-3 月工程机械行业进口总额 11.35 亿美元，同比增长 14.65%，占机械工业比重为 1.57%。出口总额 40.83 亿美元，同比增长 4.83%，占机械工业比重为 4.62%。

装载机

挖掘机、装载机和推土机等土石方机械是工程机械销量最大的产品种类。其中装载机是中国工程机械行业最具代表性的产品之一。

目前中国已经成为全球最大的装载机生产和消费国，从产销量而言，装载机已经远超其他各类工程机械。中国轮式装载机主要是 20 世纪 70 年代初期发展起来的，经过多年的发展，已形成独立的产品系列和行业门类。与工程机械其他机种相比，轮式装载机的桥、箱、泵、阀及缸等零部件产品配套相对成熟，已形成了比较完整的配套体系。装载机应用范围广，下游包括采矿、铁路、公路、港口、水利、房地产等众多行业。

图 1 中国装载机历年销量（单位：台，%）



资料来源：Wind 资讯

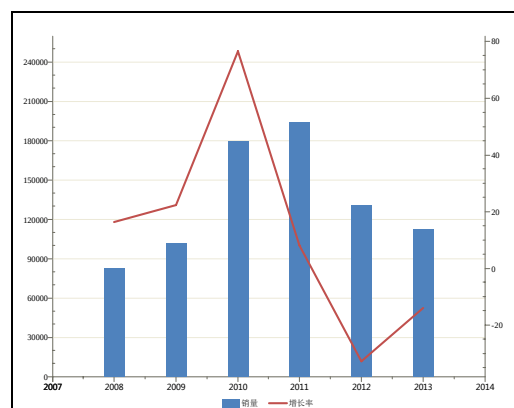
2013 年中国境内 26 家主要装载机制造商累计销售装载机 180775 台，同比增长 4.07%。其中：国内共销售装载机 151299 台，占总销量的 83.69%，同比增长 5.24%；出口装载机 29476 台，占总销量的 16.31%，同比下降

1.54%。总体来看，装载机市场开始复苏回暖，国内市场要好于出口市场，出口市场有略微下滑。据中国工程机械信息网调查统计，2013 年 5t 和 3t 产品仍然是装载机市场的主力产品，其中 5t 产品的市场占有率最高，为 61.35%；其次是 3t 产品，市场占有率达到 25.72%。2013 年的产品结构较 2012 年相比，5t 以下产品的市场占有率均有所下降；5t 产品的市场占有率有所提升；另外，其他吨级产品的市场占有率略有下降。

挖掘机

挖掘机在工程机械中占有重要地位，挖掘机的主要下游产业包括土建工程、房产建筑、矿山开采及公用设施建设等，与装载机存在一定的替代关系。从产品结构上来看，目前中国国内市场份额较大的挖掘机产品主要集中在小挖领域，而市场容量更大的中高端产品所占份额较小，且所需发动机、液压件主要依赖进口。

图 2 中国挖掘机历年销量（单位：台，%）



资料来源：Wind 资讯

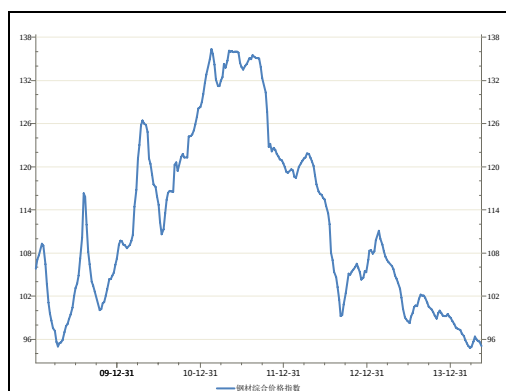
2013 年，挖掘机行业持续受下游行业景气度低迷影响，延续了前两年的下行趋势，2013 年挖掘机合计销量为 11.23 万台，同比下降 3.10%。从 2013 年的销量来看，13t 以下的小挖销量占比继续上升，达到 44.90%，高于 2012 年 41.30% 的份额 3.60 个百分点；此外，30t 以上的大挖占比有所下降；传统优势吨位 20-30t 产品市场份额较 2012 年变化不大。

（2）行业关注

关键零部件方面，高端发动机、液压元件、电控系统等关键配套件目前主要依靠进口，其中液压件和发动机是工程机械成本构成中最大的两项，占成本比重以机种的不同一般为30%-50%。由于目前中国工程机械基础零部件生产企业以中小企业为主，研发力量薄弱，大部分产品技术含量低，零部件配套生产难以满足整机制造的质量要求。中国的发动机功率等级大量集中于中小型，缺乏适合工程机械用的大功率发动机，对进口的依赖较为严重，大型设备配套的传动系统也需要通过进口填补。

原材料方面，钢材和关键零部件是工程机械产品的主要原材料，根据国家统计局的信息显示，钢材成本占工程机械企业总成本的20%以上，如果算上以钢材为原材料的主要配套件，占总成本的比例将达到70%~80%。因此，工程机械行业对钢材价格变动敏感度高。截至2012年底，钢材价格指数跌至105.31点，比2011年9月份的最高值138.11点下跌23.75%。之后钢材价格有小幅反弹，但截至2013年底，钢材价格指数继续下跌至99.14点，同比下降5.86%。进入2014年，钢材价格持续下跌，截至2014年3月底，钢材价格指数为94.83点，比2013年底下降了4.35%。

图3 钢材价格指数



资料来源：Wind 资讯

销售模式方面，在中国经济高增长时期，工程机械行业在信用销售（主要包括分期付款、银行按揭、以租代售和融资租赁等）的强

力推动下，工程机械企业在销售收入大幅增加的同时，应收账款增幅快速提高，经营活动现金流量净额持续为负。当经济进入下行周期，如果在之前按揭销售过程中有客户逾期不还款则企业面临向银行回购设备风险，而融资租赁的分期回款周期会挤占企业大量现金，再加上很多企业的信用风险意识不强，使行业潜在信用风险增加，工程机械企业因银行按揭及融资租赁方式销售机械设备而承担的回购风险也逐步增加。

产业政策方面，《中国工程机械行业“十二五”规划》提出工程机械行业将在2015年实现年营业收入突破9000亿元、出口实现260亿美元的目标，将在科技发展、质量与效益、节能降耗和减排等方面实现突破。并提出进一步优化产业结构、培育大型集团化企业、实现核心配套件的技术突破等发展重点和主要任务。整体看，上述政策的实施有利于整个行业的健康可持续发展，进一步促进工程机械行业内具有产品、技术优势和经营特色的企业发展壮大。

总体看，短期内国内房地产市场调控政策持续、市场需求低迷等因素，对整个工程机械行业的景气度产生了较大负面影响，工程机械行业重回较快增长仍需时日。但中长期来看，中国城镇化、交通基础设施和保障性住房等建设投资需求仍然较大，未来中国工程机械行业仍有一定的发展空间。

② 柴油发动机

（1）中国柴油发动机行业现状

中国发动机的生产销售主要集中在车用及工程机械发动机市场，中国的工程机械行业在国家固定资产投资的拉动下，近年亦保持在20%左右的高速增长态势，为柴油机市场提供了强大的需求支持。进入2006年后，在商用车强劲增长的带动之下，柴油机产销两旺。2008年受金融危机影响柴油机增速有所减缓，2009年后在国家出台经济刺激政策和汽车产

业调整和振兴规划后，中国汽车和工程机械市场销量大幅上涨，进一步带动柴油机的需求。2011 年，由于汽车购置优惠政策退出、部分城市治堵限购政策实施等因素影响，使得中国汽车行业呈现增速回落趋势。根据中国汽车技术研究中心的统计数据，2011 年，中国实现汽车产销 1841.89 万辆和 1850.51 万辆，同比分别微增 0.84%和 2.45%，增幅较上年分别回落 31.60 个百分点和 29.92 个百分点，产销增速 13 年来首次低于 3%，但中国汽车产销总量继续居全球第一位。2011 年，纳入统计范围的 56 家车用发动机企业，累计生产发动机 1671.91 万台，累计销售发动机 1697.14 万台，与 2010 年相比分别下降 1.21%和 0.26%。其中柴油机分别完成 358.96 万台和 375.29 万台的产销量，同比分别下降 8.80%和 6.15%，与上年同期的增长率相比更分别大幅下滑 34.14 和 36.25 个百分点。经过 2011 年汽车行业谷底，2012 年以来行业景气度小幅回升。

2012 年，中国实现汽车产销 1927.18 万辆和 1930.64 万辆，同比分别微增 4.63%和 4.33%，增幅较上年分别回升 3.79 个百分点和 1.88 个百分点；2012 年，纳入统计范围的 56 家车用发动机企业，累计生产发动机 1753.81 万台，累计销售发动机 1752.59 万台，与 2011 年相比分别上升 4.90%和 3.27%。其中柴油机分别完成 332.08 万台和 339.52 万台的产销量，同比分别下降 7.49%和 9.53%。

进入 2013 年，在经历两年 5%以下的低速增长后，市场新增购车和换购需求释放，汽车行业迎来恢复性增长，中国汽车产销分别达 2211.68 万辆和 2198.41 万辆，同比增长 14.76%和 13.87%，增速同比提升 10.2 和 9.6 个百分点；2013 年，全国车用发动机供求市场保持稳定增，产销量分别为 2040.71 万台和 2015.00 万台，比上年同期累计分别增长 16.95%和 16.19%。其中柴油机累计完成产销量 356.31 万台和 358.16 万台，同比分别增长 11.88%和 10.06%，柴油机供求市场产销增幅均小幅度下

降。

竞争格局

按机型分类，国内车用柴油机厂家大致划分为三大类型：一类是生产全系列机型的企业，以玉柴、锡柴和东风康明斯为代表；一类是以生产中重型机（6 缸）为主的企业，以潍柴动力股份有限公司（潍柴动力）、中国重型汽车集团有限公司（重汽动力/杭发）、上海柴油机股份有限公司（上柴）为代表；第三类是以生产中轻型机（4 缸）为主的企业，以昆明云内动力股份有限公司（云内）、安徽全柴集团有限公司（安徽全柴）、东风朝阳柴油机有限责任公司（朝柴）、江铃汽车股份有限公司（江铃）、扬州柴油机有限责任公司（扬柴）、道依茨一汽大连柴油机有限公司（大柴）为主。中国柴油机行业的集中度相对比较高，呈现多头垄断的态势。三至五家柴油机生产厂组成了行业第一梯队，而在 15 吨以上商用车领域，更是由三至五家柴油机生产厂完全垄断。

四缸的中轻机一直是中国发动机产业的弱项，且格局一直比较混乱，迄今，一直缺乏设计制造水平高、生产规模较大的领军企业，整体水平较低；四缸的重机领域，自主品牌产品借助各方面优势，在市场中占有主导地位，国外产品要进一步大幅提高市场份额的难度较大。六缸的重型机受近年重卡和工程机械市场的火爆增长影响，其发展速度和技术水平均处于国内外较高水平，且附加值高于中轻机。整体看，一方面，中国柴油机市场上中轻型机面临的竞争将远远高于重型机的生产企业；另一方面，发动机与整车厂的关系一直影响其发展，已出现向两端发展和整合的趋势。

技术趋势

车用柴油机国 IV/国 V 标准相当于欧洲同等排放标准，为满足以上排放标准，柴油机在做好机内净化技术（包括电控高压燃油喷射技术、增压中冷技术、废气再循环（EGR）技术、多气门技术、可变涡流进气道技术、可变压缩比技术、均质混合压燃技术（HCCI）以及优

化燃烧室结构和参数)升级外,必须综合柴油机机外净化来进行后处理控制排放,目前国际上技术路线包括 SCR(选择性催化还原)技术和“EGR(冷却式废气再循环+DOC(氧化型催化器)+DPF(微粒过滤器)”技术。SCR 技术对发动机本体改动小,耐久性、燃油经济性较好,对燃油品质和机油品质要求较低,不会堵塞催化器,技术升级连续性较好,发动机使用和保养费较低,但需增加尿素喷射系统和解决尿素供应问题,EGR 技术油耗偏高,需要超低硫含量的燃油以及高品质润滑油,发动机后续保养要求较高,开发成本较高,标定难度大,技术连续升级性差。

欧洲因为燃油成本因素多选择 SCR 技术,美国因燃油成本低和尿素供应系统未健全主要采用 EGR 技术,但美国 EPA 发布 SCR 技术认证,表明美国开始使用 SCR 技术。国内柴油机动力企业在重型柴油机技术路线上多选择 SCR 技术,轻型柴油机选择 EGR 技术。

(2) 行业关注

技术发展重点仍将是降低排放和能耗

中国政府充分认识到经济发展所带来的环境压力,重视环境保护,防治机动车排放污染。在柴油机方面,国家环保总局根据《中华人民共和国大气污染防治法》,制定了《柴油车排放污染防治技术政策》。2008 年 7 月 1 日起针对重型卡车实行的国 III 排放标准对发动机提出了更加严格的尾气排放限制,促使各家发动机生产厂商对发动机技术进行更新换代。

目前国内采用的两种能够满足国 III 排放技术的主流发动机技术分别为高压供轨技术和 EGR 技术。从国际上的主流技术来看,降低柴油机的排放和能耗将在今后很长一段时间内都是柴油机技术的主要发展点。

下游行业周期性明显

发动机的下游行业,如商用车、工程机械及造船业等行业与宏观经济形势密切相关,国民经济的持续快速增长、固定资产投资的高位运行和国家政策的制订及实施会拉动对该类

行业产品的需求。继国际金融风暴后,中国政府实施宽松的货币政策和财政政策、扩大基础设施投资规模,为重卡和工程机械行业的发展提供一定的空间。中期看,中国基础建设项目及固定资产投资将在 3~5 年中仍将保持持续增长,这就为柴油机行业的发展提供了有利的支撑;但长期看,中国柴油机行业的持续发展必将依赖于技术的不断升级和国内外市场的持续开拓。

重卡制造商开始建立发动机生产线

由于目前许多柴油机企业的主要客户重型卡车制造商正在致力于建立自己的发动机生产线,如中国重汽、上海汽车等。这些重卡制造商通过引进技术、利用 CKD(全散件组装)或 SKD(半散件组装)等手段生产适合自身重卡的发动机机型或直接通过收购现有的柴油机厂商完成生产链的延展。因此独立发动机生产商的生存空间将可能随着这些生产线的投产供货而被挤压,柴油机的配套终端竞争可能变得越来越激烈。由于发动机生产线的投入较大,周期较长,研发难度大,国际上重卡发动机技术类型较为集中,因此短期自我配套的重卡生产厂商形成规模较为缓慢,给独立发动机生产商留出了技术与规模的升级机会。

燃油价格波动

燃油价格上涨将提高用车成本,直接影响乘用车消费和需求结构;同时上游的塑料、玻璃、橡胶、有色金属等原材料价格也随着原油成本增加而上涨,间接作用于整车和零部件制造企业的生产成本。中国经济的快速发展对原油需求量保持高速增长,中国原油对外依存度进一步提高,国际油价高位运行使得近年来国内成品油价格一路攀升。中长期看,由于国际原油产量增长有限,作为稀缺性资源价格仍趋于上涨。

从成品油价格来看,中国政府自 2009 年决定实行国内成品油价格与国际原油价格间接接轨的定价机制,2009 年至今,发改委对国内成品油价格多次上调,油价一路上涨。从油

价对汽车需求的影响来看,突破一定区域的高油价将导致消费理念的转变,潜在消费者可能放弃购买或由小排量轿车替代中大排量,这在一定程度上将抑制汽车消费。

(3) 行业政策

2005 年 10 月交通部颁布《关于收费公路试行计重收费实施指导意见》,“车型加计重”收费模式被全计重收费模式所取代,2010 年,随着计重收费模式在全国华东、华北、华南、东北 20 多个省份的施行,中国公路运输企业出于对经济考虑,在长途运输中对重卡具有一定的刚性需求,以及市区及短途运输中对轻卡及半挂车的需求出现较大的增长,而对中卡、准重卡的需求会相应减少。大吨位、大功率、高效率、自重轻的重型卡车得到市场追捧,销售量大幅增加,重型发动机的发展空间进一步扩大。

根据交通运输部公布数据,2009 年公路水路民航完成固定资产投资 1.13 万亿元,新增公路通车里程 9.8 万公里,其中高速公路 4719 公里,全国公路总里程达 387 万公里,其中高速公路 6.5 万公里,均居世界第二位。2005 年交通部发布《国家高速公路网规划》明确未来 30 年内,中国高速公路网络将采用放射线与纵横网格相结合布局方案,建设 7 条首都放射线、9 条南北纵线和 18 条东西横线,形成“7918”网状格局,通车总里程约达 8.5 万公里。

2009 年 7 月,财政部、商务部联合发布《汽车以旧换新实施细则》,2009 年 6 月 1 日至 2010 年 5 月 31 日老旧微型载货车、老旧中型出租载客车、老旧中、轻型载货车等可以享受以旧换新补贴,补贴金额从 3000 元到 6000 元不等,2009 年 6 月该细则延期至 2010 年底。

中国已颁布实施《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国 III、IV 阶段)》(GB18352.3-2005)和《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车排气污染物排放限值及测量方法(中国 III、IV、V 阶段)》(GB17691-2005)涵盖了各种燃料的轻型汽车

和柴油、LNG/LPG 燃气发动机的重型汽车污染物排放标准。全国在 2010 年 1 月 1 日统一实施重型柴油车领域国 IV 标准的型式核准,但根据惯例,国 III 公告的重卡销售仍会延续一年,国 IV 标准重型柴油车将在 2013 年释放需求,有利于柴油发动机行业的发展。

上述政策体现了国家通过提升柴油机行业的技术水平、环保标准等举措推动柴油机行业发展的政策导向。

(4) 行业发展

作为汽车、工程机械、造船等行业的上游产业,柴油机行业的发展直接与其密切相关。目前,国内重型汽车市场保有量约为 190 万辆,全国货运总量平均每年增长约 10%,根据车辆报废新标准分析,重型汽车报废里程约为 60 万公里,基本上五年内要报废。每年更新车辆总量约 23~25 万辆,这是拉动重型汽车市场需求上涨的重要因素。工程机械行业受国家固定资产拉动,中短期内也将保持稳定增长。相应的,柴油机作为上述行业产品的配套产品,其发展前景良好。

从细分产品发展看,中重型机(6 缸机)的发展受国家宏观经济形势及相关政策的落实影响较大。未来,随着国家固定资产的高位运行及国外经济的逐渐回暖,该细分行业有望保持较高的增幅。同时,受技术瓶颈影响,该细分行业内的竞争集中度将进一步加剧;中轻型机(4 缸机)受汽车下乡政策影响,透支消费严重,而且行业内企业数量较多,在技术水平和生产规模上较国外生产厂商具有一定的差距,其未来将保持一定的增长,但增幅将有所回落。

③ 润滑油

润滑油是涂在机器轴承等运动表面的油状液体,可以起到冷却、洗涤、防锈、缓冲冲击荷载等作用。润滑油按其来源主要分石油润滑油和合成润滑油两类,以石油润滑油为主。润滑油按照用途分为工业润滑油和车用润滑油,其中车用润滑油包括发动机油,冷却系统

用油、齿轮油等。润滑油一般由基础油和添加剂两部分组成。基础油是润滑油主要成分，决定了润滑油的基本性质，添加剂可以弥补和改善基础油性能方面的不足，并赋予新性能，是润滑油的重要组成部分。润滑油作为石油产业的下游产品具有技术含量高、产品附加值较高的特点，一国润滑油消费水平反映了该国经济发展程度、设备控制状况和生产效率的差异。

根据德国福斯润滑油公司最新公布数据显示，2013 年全球润滑油消费量为 3530 万吨，与上年持平，增速远低于全球 GDP 增速，且各地区表现继续分化。2013 年全球 GDP 同比增长了 3%，而全球润滑油需求仅上升 0.9%。按地区来看，2013 年润滑剂需求增长具体数据如下：北美为 0、拉丁美洲 1.7%、西欧-0.6%、东欧 0.9%、中东 1.5%、非洲 0.9%、亚太地区 1.4%。

2012 年 9 月初国家发改委连续批复 60 个基建项目，很多项目的实施需要基础设施先行，钢铁、水泥等基建相关行业的需求受到拉动，润滑油需求保持增长。2012 年，润滑油表观消费量 1054.04 万吨，同比下降 0.8%，降幅较前三季度收窄 1.9 个百分点。其中，4 季度消费 266.0 万吨，较上季度增加 12.3 万吨。

润滑油的供应主要是进行基础油贸易，添加剂公司在世界各地供应添加剂，在目标市场进行成品润滑油的调和后销售，因此，润滑油供应能力主要决定于基础油的生产能力。中国基础油生产能力主要集中于中国石油、中国石化，两者合计基础油生产能力达到 500 万吨，其中中石油约占 70%。国内基础油产能主要是 I 类基础油，II 类、III 类等高端润滑油，产能较低，2013 年中国进口基础油分别为 234.48 万吨，主要 II 类、III 类基础油，这表明中国高端润滑油市场比例快速增加，低端市场占比将减少。

未来 10 年中，亚太地区润滑油需求量将达到 1550 万吨，而中国就将占该地区需求量的 40%。到 2020 年，中国市场的润滑油需求

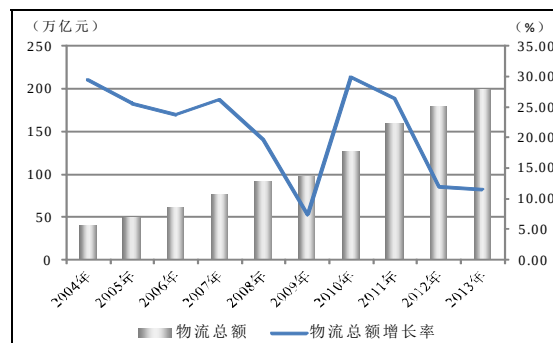
将会翻一番，消费量将可能超过美国。国内对车用油需求的高速增长和车用油高档化趋势将推动车用润滑油行业进入快速发展期。在车用润滑油需求量逐年上升的同时，用油档次也将实现跨越式发展，高档油品直接与国际接轨。

④物流

现代物流业是在传统的生产制造业、运输仓储业、商品流通业与现代信息产业融合、重组、提升的基础上形成的一种新的产业。

物流行业的发展与宏观经济发展密切相关。全社会商品、信息和服务流通的加快，为中国物流发展提供了广阔的市场空间。

图4 中国物流总额及增长率



资料来源：WIND资讯

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2013年全国社会物流总额197.8万亿元，同比增长9.5%，增幅比上年回落0.3个百分点但仍保持较快增长。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额181.5万亿元，同比增长9.7%，增幅比上年回落0.3个百分点。进口货物物流总额12.1万亿元，同比增长6.4%，增幅比上年回落1.3个百分点。农产品物流总额同比增长4.0%，增幅比上年回落0.6个百分点。受电子商务和网络购物快速增长带动，单位与居民物品物流总额保持快速增长态势，同比增长30.4%，增幅比上年加快6.9个百分点；受绿色经济、低碳经济和循环经济快速发展带动，再生资源物流总额快速增长，同比增长20.3%，增幅比上年加

快10.2个百分点。2013年全国物流业增加值为3.9万亿元，同比增长8.5%；物流业增加值占GDP的比重为6.8%，占服务业增加值的比重为14.8%。物流发展形势总体良好、稳中有进。物流需求规模保持较快增长但增速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

政策方面，在物流行业受金融危机冲击较大的背景下，国务院于2009年3月正式出台《物流业调整和振兴规划》（以下简称“物流振兴规划”）。规划提出了近期和三年两个阶段的目标，即在2009年，要力争改善物流企业经营困难的状况，保持产业的稳定发展；到2011年，培育一批具有国际竞争力的大型综合物流企业集团，物流业增加值年均递增10%以上；物流整体运行效率显著提高，全社会物流总费用与GDP的比率比目前的水平有所下降。在物流振兴规划的基础上，国家财政部、国家税务总局2012年3月联合发布《关于物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策的通知》：自2012年1月1日起至2014年12月31日止，对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税。

总体来看，物流业是国家重点支持的服务业之一，享受较多的政策支持和资金支持，良好的政策环境为行业的发展创造了良好的发展契机。随着国民经济的持续增长和经济发展对物流依赖程度的逐步提高，以及经济全球化、一体化的发展，物流行业的市场需求将逐步增长，其发展潜力较大，但外资的进入及新兴国内现代物流企业的成长将显著增加行业竞争。

2. 区域经济环境

公司本部位位于广西省玉林市，地方经济发展和政策支持对公司经营有一定的影响。

2013年全市生产总值1198.46亿元，按可比价格计算，同比增长10.0%。其中，第一产业增加值243.83亿元，增长4.2%；第二产业增加值526.62亿元，增长13.8%；第三产业增加值428.01亿元，增长7.8%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为20.35%、43.94%和35.71%。按常住人口计算，人均地区生产总值21349元。

2013年全部工业增加值434.06亿元，比上年增长12.9%。规模以上工业增加值增长16.5%、轻工业增长22.8%、重工业增长12.0%。

2013年全社会固定资产投资974.78亿元，比上年增长29.9%。其中，固定资产投资953.59亿元，比上年增长30.5%。

2013年玉林市财政收入完成113.81亿元，比上年增长13.4%，其中公共财政预算收入75.48亿元，增长15.1%；上划中央收入29.34亿元，增长10.8%；上划自治区收入8.99亿元，增长8.0%。公共财政预算支出203.73亿元，增长5.8%。随着财政支出规模的迅速扩大，财政支持经济社会各项事业发展的力度不断加大，经济支持力度和基础设施建设投入力度不断加大。

玉林市是桂东南重要的商品贸易中心和重要的商品集散地。目前非公有制经济蓬勃发展，占全市企业数量比例高达80%以上，民营经济已占全市生产总值的63%以上，为玉林打造中小企业名城奠定了扎实的基础。目前玉林市重点打造有区域特色的机械、健康、陶瓷水泥和服装皮革四大产业集群。目前，四大产业工业产值在全市规模以上工业产值中的比重逾八成，其中机械产业集群的龙头企业是玉柴集团，该集团以柴油发动机和工程机械为主营业务。玉柴集团是广西销售收入过百亿的为数不多的企业之一。许多中小企业为玉柴配套生产，拉动了相关的汽配、农用机械等行业。

目前玉林市正在开发北部湾中小企业名城，提升了玉林工业竞争力，通过打造中小企业名城，吸引了海螺、燕京、旺旺等一大批国

内外知名企业来玉林投资，结束了玉林市没有知名品牌工业企业来投资的历史。

整体来看，近年来玉林市经济发展水平持续增长，工业发展较为迅速，财政实力逐年增强，固定资产投资力度不断加大，为公司发展提供了良好的外部环境。玉林市民营经济发展迅速，目前市政府着力发展有区域特色的机械、健康、陶瓷水泥和服装皮革四大产业集群及北部湾中小企业名城，为公司相关业务的发展提供了有力支撑。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司在企业规模与竞争力、人员素质与结构、技术研发方面无重大变动。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司主要涉及的业务包括工程机械、柴油机、能源化工、零部件和物流汽贸

业务，公司本部定位为投融资管理型公司，各板块经营实体为下属子公司。2013年公司营业收入为135.69亿元，受工程机械板块收入锐减影响，营业收入同比减少10.79%。从业务构成分析，发动机（占比9.61%）、能源化工（占比58.31%）、物流汽贸（占比19.15%）等业务对公司营业收入贡献较大。

从毛利率来看，2013年公司毛利率为11.70%，较2012年下降了1.70个百分点。2013年公司毛利率下降主要是工程机械板块毛利率快速下降所致。

2014年1~3月，公司实现营业收入25.57亿元，为2013年全年的18.84%，同比下降21.95%。2014年1~3月，公司毛利率为11.69%，与2013年持平，但各板块毛利率有所波动，公司工程机械板块受市场需求影响，收入继续减少、产销量大幅下降，出现亏损，毛利率下降至-12.83%；同时能源化工板块以及物流汽贸板块由于产品销售结构发生变化，毛利率均有所上升；以上原因使2014年一季度公司整体毛利率较2013年底保持稳定，为11.69%。以下主要分析公司营业收入占比5%以上的板块，包括工程机械、能源化工、发动机、零部件和物流汽贸业务。

表1 公司营业收入构成及毛利率变动情况

业务分类	营业收入（万元）				收入占比（%）				毛利率（%）			
	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
能源化工	628690	794457	791350	151218	42.19	52.23	58.31	59.14	10.74	11.60	10.04	10.87
物流汽贸	282030	287670	259809	43728	18.93	18.92	19.15	17.10	11.39	8.58	9.96	12.00
发动机	137589	148380	130332	34748	9.23	9.76	9.61	13.58	9.83	10.72	12.34	10.87
零部件	89858	86889	72711	17743	6.03	5.71	5.36	6.94	22.45	28.94	23.73	21.13
工程机械	327362	174680	77584	3315	21.97	11.48	5.72	1.30	23.46	22.07	17.80	-12.83
专用汽车	19976	23380	18199	3471	1.34	1.54	1.34	1.36	19.13	19.60	22.57	20.48
其他板块	4701	5506	6890	1479	0.31	0.36	0.51	0.58	44.37	51.44	32.48	26.78
合计	1490206	1520962	1356875	255702	100	100	100	100	14.50	13.40	11.70	11.69

资料来源：公司提供。

注：自 2012 年起，浙江海宏液压科技股份有限公司纳入零部件板块，不再纳入工程机械板块进行管理，上述表格中 2012 年数据相应作了调整，因此工程机械板块和零部件板块数据统计口径较 2011 年不一致。自 2013 年起，减少合并浙江海宏液压科技股份有限公司，因此零部件板块 2013 年及 2014 年一季度数据口径较 2012 年不一致。

能源化工（润滑油）

2013 年能源化工业务收入 79.14 亿元，较 2012 年下降 0.39%，毛利率水平为 10.04%，同比下降了 1.56 个百分点，主要是由于公司原料价格逐年上升，产品价格无法与原料价格同比上涨，故近年来该板块毛利率受到挤压，波动下降。2014 年一季度，公司该板块实现收入 15.12 亿元，毛利率水平为 10.87%，同比上涨了 0.83 个百分点，主要系公司食用油板块长晟油脂工业有限公司毛利率大幅增加所致（见表 2、表 3）。

公司能源化工板块主营业务主要有芳烃、润滑油等石油化工产品以及食用油的生产和销售业务。经营实体包括广西玉柴石油化工有限公司（以下简称“玉柴石化”）、广西北海玉柴马石油高级润滑油有限公司、广西南宁玉柴马石油润滑油有限公司（两家润滑油企业及其下属公司合称“润滑油板块”）、茂名市长晟油脂工业有限公司（简称“长晟公司”）以及广西玉柴能源化工有限公司等公司（简称“玉柴能化”）。

表 2 2013 年能源化工板块主要公司情况（亿元）

	营业收入	收入占比	毛利率
玉柴石化	16.01	20.23%	2.70%
润滑油板块	11.31	14.29%	41.32%
长晟公司	26.22	33.13%	5.43%
玉柴能化	16.10	20.35%	4.22%
总计	69.64	88.00%	

表 3 2014 年 1~3 月能源化工板块主要公司情况（亿元）

	营业收入	收入占比	毛利率
玉柴石化	1.73	11.46%	-3.87%
润滑油板块	2.49	16.45%	41.03%
长晟公司	4.89	32.36%	8.13%
玉柴能化	1.28	8.46%	3.69%
总计	10.39	68.73%	

资料来源：公司提供

（1）芳烃等石油化工产品

芳烃等石油化工产品的主要经营实体为广西玉柴石油化工有限公司，玉柴石化成立于 2008 年 8 月 8 日，注册资本 8000 万元，坐落在钦州市，成为落户中国（钦州）石化产业园承接中石油下游产业的第一家石化企业，现有员工近 200 人。

玉柴石化建设 20 万吨/年溶剂油项目，项目主要包括 6 万吨/年 MTBE、20 万吨/年液化气芳构化、20 万吨/年裂化尾油加氢和 10 万吨/年重整抽余油精馏四套装置，总投资 6.1 亿元，项目占地 300 亩。项目于 2011 年 9 月 7 日一次性投料试生产成功，形成年产 26 万吨石化产品规模，年产值预计将达 20 亿元。

2013 年，玉柴石化实现销售收入 16.01 亿元，收入占能源化工板块总收入的 20.23%，毛利率为 2.70%。

2014 年 1~3 月，玉柴石化实现销售收入 1.73 亿元，收入占能源化工板块总收入的 11.46%，毛利率为-3.87%。其中毛利率大幅下降的原因主要是由于玉柴石化 2014 年一季度停产检修所致。

表 4 2011~2014 年 1~3 月公司芳烃产销量表

芳烃（万吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
产量	7	26	17	2
销量	7	25	15	2

资料来源：公司提供

2013 年，公司芳烃产销量分别为 17 万吨和 15 万吨，同比分别减少了 34.62%和 40.00%，主要原因是玉柴石化公司 2013 年上半年进行了停产检修，影响了整年的产量。目前公司正在规划建设石化二期项目 200 万吨/年重油制烯烃和芳烃项目，该项目已启动。

2013 年玉柴石化主要原材料供应商主要是

中石油昆仑燃气、中国石化炼油销售有限公司、富岛化工以及鸿森化工等。2013 年玉柴石化主要原材料采购量为 9.3 万吨。自 2013 年以来公

司将部分供应商更换为中国石化炼油销售有限公司，2014 年一季度主要原材料采购量为 1.9 万吨。

表 5 2011~2014 年一季度玉柴石化主要原材料采购情况表

主要供应商采购量（万吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
中石油昆仑燃气	6.2	20	5.9	
中国石化炼油销售有限公司			2.5	1.6
东莞市同舟化工有限公司			0.2	0.2
富岛化工	0.5	1.0	0.4	
鸿森化工	0.3	1.0	0.3	
广西彦凯化工有限公司				0.1
合计	7	22	9.3	1.9
平均采购价格（万元/吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
中石油昆仑燃气	0.6	0.6	0.6	
中国石化炼油销售有限公司	-	-	0.6	0.6
东莞市同舟化工有限公司				0.7
富岛化工	0.3	0.3	0.3	
鸿森化工	0.3	0.3	0.3	
广西彦凯化工有限公司				1

资料来源：公司提供

（2）润滑油

润滑油主要由广西玉柴重工有限公司（简称“玉柴重工”）控股子公司广西北海玉柴马石油高级润滑油有限公司进行生产，产能为 15 万吨。广西南宁玉柴马石油润滑油有限公司为贸易型公司，从事润滑油产品的销售业务。

2013 年公司原材料基础油供应商主要是埃克森美孚亚太私人公司、PETRONAS BASE

OIL(M) SDN BHD、上海富盈石化产品有限公司、深圳瑞远动力商贸有限公司等。2011 年~2013 年公司基础油采购量分别为 4.9 万吨、5.1 万吨和 4.8 万吨。自 2013 年以来公司从采购原材料性价比出发，将部分供应商更换为上海富盈石化产品有限公司和 PETRONAS BASE OIL(M) SDN BHD，2014 年第一季度基础油采购量为 0.6 万吨。2014 年第一季度，润滑油板块的毛利率与 2013 年基本持平。

表 6 2011~2014 年一季度公司基础油采购情况

主要供应商采购量（万吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
				1-3 月
埃克森美孚亚太私人公司	2.4	3.2	1.1	0.5
PETRONAS BASE OIL(M) SDN BHD			1.4	0.0
上海富盈石化产品有限公司			0.7	0.1
大连润龙高级润滑油有限公司	0.9	0.4		
湛江鸿泰昌燃料有限公司	0.6			
茂名昌泰工贸有限公司	0.4			
四川极速石油化工有限公司	0.3	0.2		
大连骏龙高级润滑油有限公司	0.2	0.9		
广西动力源科技发展有限公司		0.1	0.4	
其他		0.3	1.3	
合计	4.9	5.1	4.8	0.6

平均采购价格（万元/吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
				1-3 月
埃克森美孚亚太私人公司	0.8	0.7	0.6	0.7
PETRONAS BASE OIL(M) SDN BHD			0.7	
上海富盈石化产品有限公司			0.6	0.7
大连润龙高级润滑油有限公司	1	1		
湛江鸿泰昌燃料有限公司	1			
茂名昌泰工贸有限公司	1			
四川极速石油化工有限公司	1	0.9		
大连骏龙高级润滑油有限公司	1	0.8		
广西动力源科技发展有限公司		0.8	0.7	
其他		0.8	0.7	

资料来源：公司提供

2013 年公司润滑油产量和销量分别为 66115 吨和 68653 吨，分别同比上升了 14.34% 和 7.41%。虽然公司在 2013 年减少采购量，但是依然保持了销量上升。

表 7 2011~2014 年一季度公司润滑油产销（吨）

润滑油	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
产量	59421	57821	66115	11950
销量	63017	63915	68653	13963

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司在全国 34 个省市辖区设有 83 家一级经销商，1300 多家二级经销商，1000 多家玉柴服务站。在价格制定上，公司有一级经销价(服务价)、批发价和零售价三个价格，产品主要分为 YC、悍虎、拓路三个品牌，其中 YC 品牌为中高端油品，产品定位为玉柴柴油机三包期后市场用油，通过经销商渠道销售；悍虎品牌定位为玉柴服务体系三包期内走保用油，产品通过玉柴服务渠道销售；拓路品牌为低端用油，主要面向整机厂装机用油及服务用油。三个品牌由 YC、悍虎、拓路三个营销部分别负责市场营销和管理。公司通过与各经销商签订年度经销合同，通过任务考核和年度激励确保销售任务的完成。

（3）食用油

公司食用油业务的经营实体是茂名市长晟油脂工业有限公司，长晟公司注册资本 1.2 亿元，由珠海市晟洲投资有限公司与玉柴集团出

资，其中：珠海市晟洲投资有限公司持股 65%，玉柴集团持股 35%，黄少波为公司法人代表。根据公司与珠海市晟洲投资有限公司的协议，公司有权决定被投资公司的财务和经营政策。

截至 2013 年底，长晟公司资产总额 20.04 亿元，2013 年营业收入 26.22 亿元，利润总额 0.52 亿元。2014 年 3 月底资产总额 19.35 亿元，2014 年 1-3 月营业收入 4.89 亿元，利润总额 0.24 亿元。公司毛利率较 2013 年底上升了 2.70 个百分点，主要是因为公司产品销售结构调整所致。

表 8 2011~2014 年一季度公司食用油产销（吨）

食用油（万吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
产量	27.15	32.22	59.10	13.74
销量	29.97	33.88	37.41	7.42

资料来源：公司提供

从上表可以看出，长晟公司的产销量在不断稳步增长。2013 年，公司产销量分别达到了 59.10 万吨以及 37.41 万吨。2014 年 1~3 月，公司产销量分别达到了 13.74 万吨以及 7.42 万吨。

2013 年公司主要原材料供应商主要是茂名长轩实业有限公司、嘉吉粮油（阳江）有限公司、湛江渤海农业发展有限公司以及珠海市中良企业有限公司等。2011~2013 年公司主要原材料采购量分别为 21.3 万吨、32.1 万吨和 35.1 万吨。自 2013 年以来公司将部分供应商更换为嘉吉粮油（阳江）有限公司、湛江渤海农业发

展有限公司以及珠海市中良企业有限公司公司。吨。
司，2014 年一季度主要原材料采购量为 5.3 万

表 9 2011~2014 年一季度长晟公司主要原材料采购情况表

主要供应商采购量（万吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
河南中储粮购销公司(中央储备粮河南公司)			1.0	
嘉吉粮油(阳江)有限公司	1.2	1.0	2.6	
金光食品（宁波）有限公司	2.2	1.5		
茂名长轩实业有限公司	0.9	9.2	2.9	0.5
日照昌华海产食品有限公司	1.1	0.6	0.7	
天津市邦柱贸易有限责任公司	0.7	2.1		
湛江渤海农业发展有限公司		0.4	4.4	
珠海市中良企业有限公司	15.1	17.2	23.6	4.8
合计	21.3	32.1	35.1	5.3
平均采购价格（万元/吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
河南中储粮购销公司(中央储备粮河南公司)			0.9	
嘉吉粮油(阳江)有限公司	0.9	0.8	0.6	
金光食品（宁波）有限公司	0.8	0.7		
茂名长轩实业有限公司	0.7	0.6	0.6	0.5
日照昌华海产食品有限公司	0.8	0.7	0.7	
天津市邦柱贸易有限责任公司	0.7	0.7		
湛江渤海农业发展有限公司		0.8	0.7	
珠海市中良企业有限公司	0.8	0.7	0.5	0.6

资料来源：公司提供

总体看，公司能源化工业务发展状况良好，在公司收入中占据主导地位，但同时原油价格波动较大对公司该版块经营有一定的不利影响。该板块将逐渐成为公司未来发展的重点。

物流汽贸

2013 年公司物流汽贸业务收入为 25.98 亿元，较 2012 年小幅下降。物流汽贸业务主要经营实体为广西玉柴物流集团有限公司。2013 年受毛利率较低的大宗物资运输占比降低的影响，该板块毛利率上升至 9.96%。2014 年 1~3 月，公司物流汽贸业务收入为 4.37 亿元，毛利率较 2013 年继续上升至 12.00%。

车辆代理销售业务是物流汽贸的主要收入来源，在车辆代理销售方面，2013 年玉柴物流汽车销售数量为 10970 辆，纯车辆销售收入 19.67 亿元，玉柴物流目前直接从事汽车贸易业

务的工作人员近 1000 人。在商用车销售方面，玉柴物流目前在广西市场处于寡头垄断地位，是广西排名第一的商用汽车经销商。在汽车销售业务之外，玉柴物流同时提供汽车金融服务、汽车租赁、汽车配件等汽车服务解决方案。2014 年 1~3 月，汽车销售业务收入为 2.84 亿元，仅为 2013 年的 14.44%，且较 2013 年一季度下降 33.41%，销量下降的主要原因是商用车销量的大幅下降。

表 10 2012 年~2014 年一季度汽车销售业务统计

销量（辆）	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
商用车	5285	4681	110
乘用车	6872	6289	1797
合计	12157	10970	1907
销售额（万元）	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
商用车	117844	107880	3322
乘用车	90881	88856	25117
合计	208725	196736	28439

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司物流汽贸业务营业收入以及毛利率增长稳定。

工程机械

2013年公司工程机械板块收入仅为7.76亿元，同比大幅下降55.58%；2012年以来，由于国内固定资产投资实际增速的放缓影响，房地产、公路铁路等土方工程项目开工率低，施工规模小，挖掘机需求量大幅减少，工程机械市场销售同比大幅度下滑，公司2013年毛利率水平同时也大幅下降，工程机械板块收入占比大幅下降。2014年一季度公司实现销售收入0.33亿元，仅完成2013年全年收入的4.25%，已经出现亏损，毛利率为-12.83%。

工程机械板块经营实体主要为玉柴重工。2012年以来，受下游需求减少导致销售订单锐减影响，公司各型号挖掘机产量均大幅下滑。其中，9吨以下挖掘机订单锐减，公司处于消化以前年度库存商品状态。

从销售看，2013年，受中国各类项目开工减少影响，全部种类产品销量均下降较快。2014年一季度，公司销售情况进一步恶化，各类挖掘机销量合计仅为109台。

表 11 2011~2014 年一季度公司挖掘机产销量统计
(单位：台)

挖掘机	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 一季度
9 吨以下 (产)	5332	2054	521	136
9 吨 ~ 20 吨 (产)	1131	364	93	1
20 吨以上 (产)	1478	562	43	-
其他	379	205	147	-
产量合计	8320	3185	804	137
9 吨以下 (销)	5581	2689	583	35
9 吨 ~ 20 吨 (销)	901	695	95	2
20 吨以上 (销)	1208	589	215	1
其他	336	191	147	-
出口	501	410	239	71
销量合计	8527	4574	1279	109

资料来源：公司提供

挖掘机主要原材料和关键零部件有液压件、发动机、钢材、履带，近三年在直接材料成本中占比相对稳定，其中液压件占比最大，

约为 38.38%，发动机、钢材、履带占比分别为 11.59%、6.41%和 6.95%。

截至 2014 年 3 月底，玉柴重工有 30 多家代理商，覆盖 30 个省市，销售网点 250 个以上，覆盖城市 300 个以上。在结算方式方面，玉柴重工对主要代理商及客户主要采取按揭、融资租赁以及现金与承兑汇票等方式进行结算。

总体看，跟踪期内，受国内固定资产投资实际增速的放缓影响，挖掘机需求量大幅减少，工程机械市场销售同比大幅度下滑。2014 年一季度销售情况进一步恶化。

发动机

公司发动机板块经营实体主要为玉柴联合动力股份有限公司（以下简称“玉柴动力”），2013 年发动机销售收入为 13.03 亿元，同比减少 12.16%，毛利率为 12.34%，较 2012 年小幅上升 1.62 个百分点，其主要原因为 2013 年产品销售结构调整所致；2014 年一季度实现营业收入 3.47 亿元，毛利率较上年有所下降。

产品生产

玉柴动力是公司小缸径多缸柴油机主要生产基地，截至 2014 年 3 月底，公司拥有柴油机产能 30 万台/年。公司拥有三条半自动化装配流水线，生产工艺先进，生产流水线上有多个质量控制点，设备技术含量较高。湖北和宜州主要生产单缸柴油机，2013 年公司单缸柴油机产量为 6.42 万台。

表 12 2011~2014 年一季度公司柴油机产量 (台)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
单缸机	98734	87398	64262	18697
二缸机	44815	48690	44855	8840
三缸机	1231	1635	430	57
轻型机	67243	67432	71614	24285
合计	212023	205155	181161	51879

资料来源：公司提供

产品销售

2013 年销售量 17.86 万台，较 2012 年减少

15.64%。玉柴动力主要销售区域为广西、云南、贵州、湖南、湖北、四川、广东、海南等。两缸柴油机在广西的市场占有率约为 88%，在云南、贵州、湖南、湖北、四川占有率较高。玉柴动力建立了 15 个销售片区，主要销售区域在湖北、湖南、江西、福建、浙江、安徽、山东、河南等。目前公司在全国设有约 1300 家技术服务站，建立了较完善的销售渠道和售后服务体系。

表 13 2011~2014 年一季度公司柴油机销量（台）

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
单缸机	96632	90378	66007	17979
二缸机	43709	50943	43856	8569
三缸机	1369	1657	436	53
轻型机	64332	68761	68321	20941
合计	206042	211739	178620	47542

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司柴油机产品产销量有所下降，但总体来看，柴油机板块盈利能力有所增强。

零部件

公司零部件板块主要由广西华原过滤系统股份有限公司、广西金创汽车零部件制造有限公司、玉林市成鑫机械有限责任公司等负责运营，主要生产多路阀、汽车变速器、滤清器、冷却器、中冷器、转向泵、发动机曲轴、飞轮壳、离合器壳、油底壳、电机、电器等数百种汽车和发动机零部件。2013 年公司零部件板块收入为 7.27 亿元。公司零部件板块依托于下游柴油机业务，钢材价格波动对公司零部件经营有一定影响；零部件主要销售给广西玉柴机器股份有限公司（以下简称“玉柴股份”）等参股企业，关联交易规模较大；2013 年由于合并范围发生变化导致公司零部件板块收入有所减少。

2. 经营效率

从经营效率来看，2013 年，公司销售债权

周转次数、存货周转率和总资产周转次数均较 2012 年有所下降，分别为 2.39 次、4.44 次和 0.72 次，公司经营效率一般。

3. 未来发展

公司将全面展开国内、国际间的合资合作和加速高新技术引进、应用，围绕经营主业拓展产业链，重点发展发动机、工程机械、物流汽贸、零部件、能源化工、专用汽车等相关产业产品，整合技术优势，进一步提升市场竞争力。在工程机械板块，公司逐步进入中大型挖掘机和旋挖钻等高附加值产品领域；在发动机板块，公司投资设立玉柴船舶动力股份有限公司（以下简称“玉柴船动”，公司持股 25%），玉柴船动引进瓦锡兰生产许可证，生产全电控共轨船用低速柴油机；在物流汽贸板块，公司逐步建设广西区外的物流网络和渠道，并积极参与中国-东盟自贸区物流业务。北部湾玉柴能源化工有限公司（广西玉柴机器集团有限公司参股 35%，无实际控制权）200 吨/年重油制烯烃和芳烃项目建设地点位于广西钦州石化产业园，公司该项目的建成将有效解决广西玉柴石油化工有限公司 20 万吨/年溶剂油项目的原料供应问题，广西玉柴石油化工有限公司的芳烃产品，又可以作为 200 万吨/年重油制烯烃和芳烃项目生产的原料，形成良性循环。目前此项目截至 2014 年 3 月底已投入 1.39 亿，主要用于预付土地款。由于此项目投资额大，投资周期长，公司目前投入并不多，且公司参股 35%，对于在建项目公司只承担项目资本金的 35%。总体看，公司围绕柴油机、工程机械产品链进行布局的各板块业务协同效应较好，公司研发实力较强，品牌优势明显，市场竞争力有望增强。另外，公司未来项目资金需求较大，新项目融资压力大，运营时间长。面对筹资压力，未来公司债务规模会不断加大，对公司的偿债能力造成影响。

表 14 截至 2014 年 3 月底公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	计划投资额	2014年3月末已完成投资	2014年	2015年	相关批文
玉柴润滑油三期项目	27130	14278	5000	2000	北工管企复（2010）36号
200万吨/年重油制烯烃和芳烃项目	930000	13855	130000	-	钦市发改备案字[2010]30号
物流基地项目	30000	4396	5000	15000	玉发改备字[2011]3号
合计	987130	32529	140000	17000	

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司 2013 年合并财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）广西分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年一季度财务报表未经审计。2013 年，增加子公司河池通华汽车贸易服务有限公司；减少子公司浙江海宏液压科技股份有限公司、广西都安玉柴农业机械有限公司、广西玉林市朗泰汽车零部件有限公司。公司合并范围对财务可比性影响不大。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 186.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.83 亿元；2013 年实现营业收入 135.69 亿元，利润总额 2.92 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 186.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.76 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 25.57 亿元，利润总额 0.66 亿元。

1. 盈利能力

2013 年公司各板块业务收入均有不同幅度下降，尤其是工程机械行业下降较为明显，导致 2013 年公司实现营业收入同比下降至 135.69 亿元。

2013 年公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为 2.23 亿元、2.92 亿元和 1.90 亿元，分别同比下降 53.35%、52.52%和 64.62%，其主要原因为主营业务的收入减少以及毛利率的

降低。

2013 年公司期间费用在营业收入中占比为 11.65%，较 2012 年增加 0.64 个百分点，变化不大，期间费用控制程度一般。

2013 年公司投资收益为 3.87 亿元，同比增加 46.59%，主要由于公司持有玉柴机器股份有限公司 21.9197%的股权，而获得的投资收益 2.21 亿元，同比增加了 0.57 亿元。2013 年，公司投资收益是利润总额的 1.33 倍，对公司利润总额贡献很大。

2013 年公司营业外收入为 1.22 亿元，主要为政府补助 0.94 亿元。

从盈利指标分析，2013 年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 10.63%、4.67%和 3.23%，分别较 2012 年降低 1.87 个百分点、3.16 个百分点和 6.27 个百分点，公司盈利能力降幅较大。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入、利润总额、净利润分别为 25.57 亿元、0.66 亿元和 0.50 亿元，分别占 2013 年全年的 18.84%、22.60%和 26.32%，营业利润率有所上升，至 10.90%。

总体看，跟踪期内，受工程机械板块收入下降影响，公司营业收入有所下降；近年来，公司利润总额中投资收益的占比较大，整体盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 131.35 亿元，同比下降

9.65%。2013 年，公司现金收入比有所上升，为 96.81%，同比上升 1.22 个百分点，公司近年收入质量较差。2013 年公司经营活动现金流入量为 141.75 亿元；2013 年公司经营活动现金流量净额为 4.39 亿元，公司经营性净现金流由负转正。

投资活动方面，2013 年公司投资活动现金流入量为 3.19 亿元，同比增加 23.64%，主要系收回投资收到的现金、从参股公司取得的投资收益、处置与主业关联较小子公司收到的现金。公司投资活动现金流出量主要是购置固定资产、无形资产和其他长期投资支付的现金以及投资支付的现金，2013 年公司投资活动现金流出量为 7.36 亿元，较上年变化不大，投资活动现金净流量为-4.17 亿元。2013 年，筹资活动前现金净流量为 0.22 亿元，公司存在一定的对外融资需求。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要是取得银行借款收到的现金，筹资活动现金流出量主要是偿还借款本息支付的现金。公司围绕柴油机、工程机械及能源化工（润滑油）上下游产业链对部分企业进行投资，有一定的对外筹资需求，2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.49 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 22.18 亿元，现金收入比下降至 86.75%，主要是因为公司应收账款增长所致。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 19.76 亿元。2014 年 1~3 月公司经营活动产生的现金流量净额为-1.44 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.12 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 3.74 亿元。

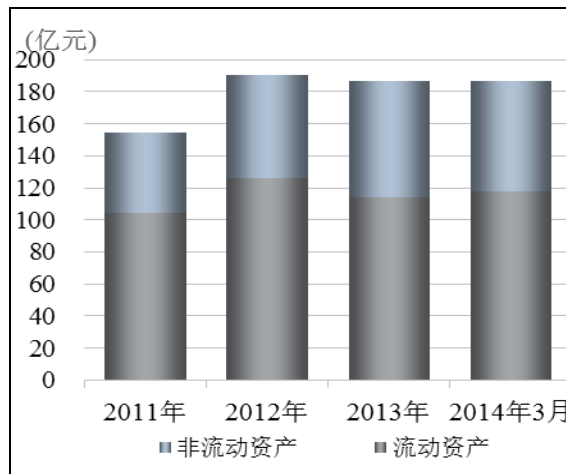
总体看，近年来随应收账款逐年增加，现金收入比波动中有所下降。购置固定资产和对公司相关产业的企业投资，同时收回对与主业关联较小子公司的投资使近年来投资活动产生的现金流量净额持续表现为流出，公司存在一定的对外筹资需求；近年来随偿还到期债务规模大幅增加影响，公司筹资活动净流入不断减

少。

3. 资本及债务结构

资产

图 5 公司 2011~2014 年 3 月底资产构成



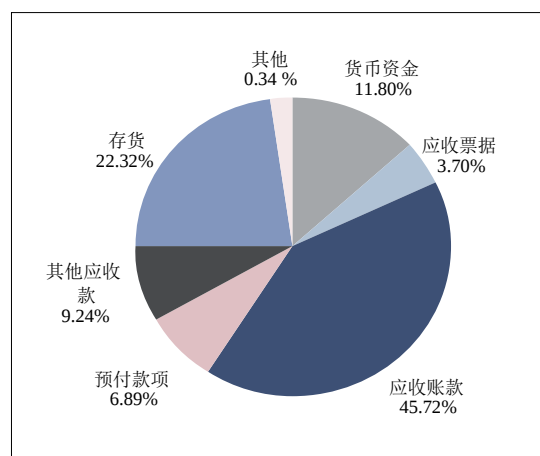
资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司资产总额为 186.93 亿元，较上年减少 1.79%，其中流动资产占比 61.09%，非流动资产占比 38.91%。公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产总额 114.19 亿元，同比下降 9.14%，主要来自于货币资金和存货的下降；其中货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货占比较大，分别为 11.80%、45.72%、6.89%、9.24%和 22.32%。

图 6 公司 2013 年底流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2013 年底,公司货币资金 13.47 亿元,其中银行存款占 79.88%,其他受限的货币资金(主要是银承汇票及信用证保证金)占 20.04%。货币资金较上年减少 20.10%,其主要原因是公司为减少债务负担,偿还一部分借款。

截至 2013 年底,公司应收账款余额为 53.56 亿元,与 2012 年基本持平,按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中,1 年以内的应收账款占比 61.16%,1~2 年的应收账款占比 31.23%。截至 2013 年底,公司共计提坏账准备 1.36 亿元,计提比例为 2.54%。

截至 2013 年底,公司预付账款为 7.87 亿元,同比减少 18.61%。

截至 2013 年底,公司其他应收款 10.55 亿元,主要是与参股公司的往来款,较上年基本持平,其中 1 年以内的其他应收款占比 40.65%,1~2 年的其他应收款占比 16.38%,账龄较短。截至 2013 年底,公司共计提其他应收款坏账准备 0.51 亿元,计提比例 4.61%,计提较为充分。

截至 2013 年底,公司存货 25.48 亿元,同比减少了 10.47%,主要是库存商品的减少,其中原材料占比 37.87%,在产品占比 25.70%,库存商品占比 32.91%。公司共计提存货跌价准备 0.36 亿元,计提比例 1.39%。

非流动资产

截至 2013 年底,公司非流动资产总额 72.74 亿元,同比增长 12.53%,主要系长期股权投资、可供出售金融资产和无形资产增长所致。其中长期股权投资(占 35.23%)、可供出售金融资产(占 12.42%)、固定资产(占 28.26%)、在建工程(占 3.96%)和无形资产(占 11.78%)占比较大。

截至 2013 年底,公司可供出售金融资产 9.04 亿元,较上年增加 30.64%,为持有的中国玉柴国际有限公司(以下简称“玉柴国际”)股票升值所致,价值增加 2.12 亿元。

截至 2013 年底,长期股权投资 25.63 亿元,同比增长 14.37%,主要为按照权益法计提对广西玉柴机器股份有限公司等公司的投资收益所

致

截至 2013 年底,公司固定资产原值为 27.26 亿元,累计计提折旧 6.70 亿元,固定资产净值为 20.56 亿元,成新率为 75.42%。其中房屋建筑物和机器设备分别占比 48.44%和 46.21%,固定资产净值较 2012 年底增长 2.80%,由于公司未计提减值准备,公司固定资产账面价值为 20.56 亿元。本期在建工程完工转入固定资产的原值为 3.07 亿元。

截至 2013 年底,公司在建工程为 2.88 亿元,同比减少 29.06%。公司在建项目主要为大型环保电动系列液压挖掘机技改搬迁、商务中心、柳东项目土地等项目。

截至 2013 年底,公司无形资产为 8.57 亿元,同比增长 47.25%。公司无形资产主要是土地使用权,占比 90.78%,无形资产累计摊销 0.85 亿元。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额为 186.80 亿元,与 2013 年底基本持平,其中流动资产为 118.03 亿元(占 63.18%),非流动资产 68.77 亿元(占 36.82%),结构较 2013 年底基本保持稳定。

总体看,公司资产以流动资产为主,流动资产中货币资金、应收账款、存货占比较高;非流动资产以长期股权投资、可供出售金融资产及固定资产为主。公司资产结构相对稳定,资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底,公司所有者权益为 58.83 亿元,同比增长 3.98%,主要来自资本公积的增长,资本公积增长的原因主要是可供出售金融资产公允价值变动增加了 2.12 亿元(玉柴国际股票价值上升)。其中归属于母公司的所有者权益为 43.21 亿元,在归属于母公司的所有者权益中,实收资本、资本公积、盈余公积分别占比 23.14%、25.18%、4.33%,未分配利润占 51.63%,外币报表折算差额占比-4.28%。

截至 2014 年 3 月底,公司所有者权益为 57.76 亿元,与上年底基本持平。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较大，稳定性一般。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 128.10 亿元，同比减少 4.22%，其中流动负债占比 84.31%，非流动负债占比 15.69%。

截至 2013 年底，公司流动负债为 108.00 亿元，较上年减少 4.64%。公司流动负债以短期借款、应付账款、应付票据及其他应付款为主，分别占比 66.43%、14.41%、6.06%和 8.05%。

截至 2013 年底，公司短期借款为 71.74 亿元，较 2012 年底增长 19.93%，其中保证借款和信用借款分别占比 19.90%和 67.37%。

截至 2013 年底，公司应付票据为 6.55 亿元，较 2012 年底减少 36.47%，全部是银行承兑汇票。

截至 2013 年底，公司应付账款为 15.56 亿元，与 2012 年底基本持平，主要由应付工程款及材料款组成。

截至 2013 年底，公司其他应付账款为 8.70 亿元，较 2012 年增长 14.47%，主要由土地返还款及公司参股公司往来款增加所致。

截至 2013 年底，公司非流动负债与 2012 年基本持平，为 20.11 亿元，其中长期借款 6.94 亿元（占 34.50%）、应付债券 8.00 亿元（占 39.81%，为 2012 年发行的 3 年期“12 玉柴 MTN1”）和其他非流动负债 3.17 亿元（占 15.78%，主要为厂区并网发电项目建设专项财政补贴）。

截至 2013 年底，公司债务总额为 94.01 亿元，同比减少 3.66%，其中短期债务和长期债务分别为 79.07 亿元和 14.94 亿元，占比分别为 84.11%和 15.89%。公司债务以短期债务为主。从债务指标分析，公司 2013 年底资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 68.53%、61.51%和 20.25%。公司债务负担较重。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 129.04 亿元，较 2013 年底基本持平。截至 2014

年 3 月底，公司债务总额为 96.77 亿元，其中短期债务占比 83.83%，长期债务占比 16.17%。公司 2014 年 3 月底资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 69.08%、62.62%和 21.32%。公司债务负担有所加重。

总体看，近年来公司债务负担偏重，债务结构有待改善。

4. 偿债能力

截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 105.73%和 82.14%，较 2012 年底分别下降 5.24 个百分点和 3.71 个百分点。截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 108.84%和 86.60%，2013 年公司经营现金流动负债比为 4.06%，公司短期偿债能力一般。

截至 2013 年底，公司 EBITDA 10.09 亿元，同比减少 30.08%。2013 年，公司有息负债大幅增加，EBITDA 利息倍数有所下降，为 1.93 倍；全部债务/EBITDA 倍数上升，为 9.31 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保余额 11.36 亿元，担保比率达到 19.67%。公司对外担保额度较大，被担保企业经营业绩一般，存在一定的或有风险。

表 15 2013 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保期限	担保方式	实际担保额
南车玉柴四川发动机股份有限公司	2009.08.10-2016.12.29	保证	7800.00
北海天翔航空油料储运有限责任公司	2013.05.09-2014.10.30	保证	14300.00
玉柴船舶动力股份有限公司	2011.07.20-2018.12.31	保证	87981.00
玉柴东特专用汽车有限公司	2014.02.28-2015.02.27	保证	3500.00
合计			113581.00

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，南车玉柴四川发动机股份有限公司总资产为 8.44 亿元，所有者权益为 3.78 亿元，2014 年 1~3 月实现销售收入 3.50 亿元，利润总额 0.01 亿元。

截至 2014 年 3 月底，北海天翔航空油料储

运有限责任公司总资产为 8.05 亿元，所有者权益为 0.6 亿元，2014 年 1~3 月实现销售收入 0.69 亿元，利润总额-0.11 亿元。

截至 2014 年 3 月末，玉柴船舶动力股份有限公司总资产为 14.09 亿元，总负债 12.63 亿元，所有者权益为 1.46 亿元；2014 年 1-3 月实现销售收入 46.60 万元，利润总额-0.13 亿元。

截至 2014 年 3 月，玉柴东特专用汽车有限公司资产总额为 2.86 亿元，负债总额为 2.05 亿元，所有者权益总额为 0.81 亿元，2014 年 1-3 月营业收入为 0.43 亿元，利润总额为-0.10 亿元。

公司对外担保金额较大，主要被担保企业整体运营情况一般，公司存在一定或有负债风险。

截至 2014 年 3 月底，公司共获银行授信额度 113.90 亿元，已使用的授信额度为 83.66 亿元，尚未使用的额度为 30.24 亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据 2013 年 7 月 22 日公司于公开市场发布的公告，2013 年 7 月初公司二级子公司天津重工发生一笔逾期金额为 2 亿元的光大银行贷款。联合资信针对上述子公司贷款逾期事项，于 2013 年 8 月 8 日在公开市场发布将广西玉柴机器集团有限公司列入信用评级观察名单的公告。2013 年 10 月 12 日，公司公告，天津重工于 2013 年 9 月 29 日足额偿还上述逾期贷款本息。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、债券偿债能力

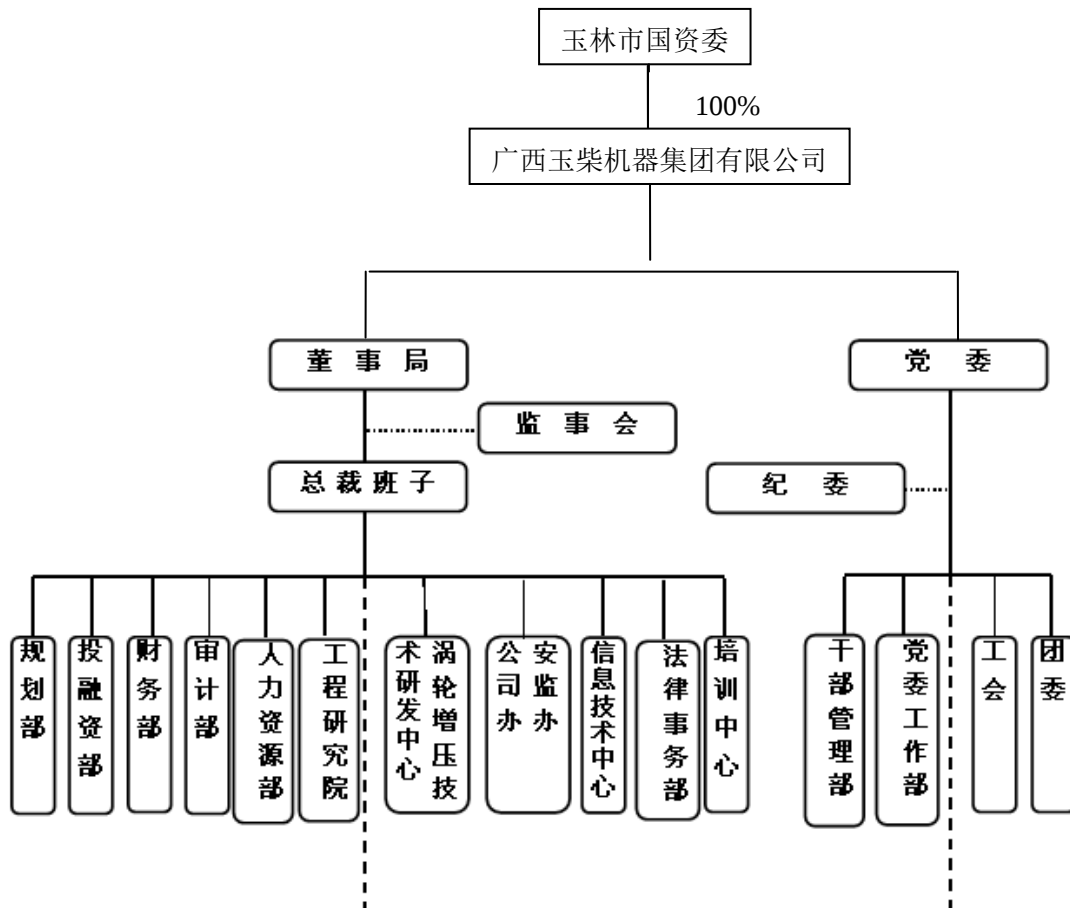
截至2013年底，公司现金类资产（扣除其他货币资金后）为15.08亿元，为待偿还债券“14玉柴CP001”本金5亿元的3.02倍。2013年公司

经营活动现金流入为141.75亿元，为待偿还债券“14玉柴CP001”本金5亿元的28.35倍；2013年公司EBITDA为10.09亿元，为待偿还债券“12玉柴MTN1”以及“14玉柴MTN001”本金13亿元的0.78倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量对待偿还债券“14玉柴CP001”的保障能力较好；公司EBITDA对待偿还债券“12玉柴MTN1”以及“14玉柴MTN001”的保障能力较好。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14玉柴CP001” A-1的信用等级、维持“12玉柴MTN1”、“14玉柴MTN001” AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构及组织结构图



附件 1-2 截至 2014 年 3 月底纳入公司合并范围的主要子公司情况

序号	子公司名称（简称）	子公司类型	注册资金（万元）	主营业务及规模
1	玉柴重工	控股公司	70941	制造、销售各种工程机械
2	玉柴物流	全资子公司	6700	道路运输、汽车销售等
3	玉柴动力	控股公司	1000	农用柴油机及发电机组制造、销售
4	玉柴能化	实际控制公司	1000	润滑油、食用植物油批发、零售
5	高德曼	全资子公司	600 美元	控股投资
6	华原公司	实际控制公司	12000	生产制造汽车零部件
7	玉柴包装	实际控制公司	150	各种型号的木制包装箱
8	玉柴新能源	全资子公司	5000	光伏太阳能发电
9	玉柴物业	控股公司	300	物业管理、家政服务、园林施工
10	玉柴石化	控股公司	8000	制造、销售
11	长晟公司	实际控制	12000	生产、加工、销售、储存食用植物油等
12	玉柴专汽	控股公司	7500	垃圾车等制造销售
13	金创公司	控股公司	5000	生产制造汽车零部件、内燃机零部件等
14	成鑫公司	实际控制公司	1000	专业制造柴油机连杆、齿轮室盖板和工程机械配件等产品

注：公司纳入合并报表范围中包括广西玉柴重工有限公司、广西华原过滤系统股份有限公司、玉林市成鑫机械有限责任公司、广西玉林玉柴包装材料有限公司、广西玉柴能源化工有限公司、茂名市长晟油脂工业有限公司、广西玉柴石油化工有限公司在内的 7 家公司，公司直接控股比例小于 50%，根据公司章程或相关协议，公司有权决定被投资公司的财务和经营政策，因此，将上述公司并入合并报表。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.23	22.88	17.77	20.15
资产总额(亿元)	154.72	190.33	186.93	186.80
所有者权益(亿元)	47.88	56.58	58.83	57.76
短期债务(亿元)	74.17	82.14	79.07	81.12
长期债务(亿元)	5.52	15.44	14.94	15.65
全部债务(亿元)	79.68	97.58	94.01	96.77
营业收入(亿元)	149.02	152.10	135.69	25.57
利润总额(亿元)	11.39	6.15	2.92	0.66
EBITDA(亿元)	16.29	14.43	10.09	--
经营性净现金流(亿元)	-11.24	-3.41	4.39	-1.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.08	3.29	2.39	--
存货周转次数(次)	4.81	4.46	4.44	--
总资产周转次数(次)	1.07	0.88	0.72	--
现金收入比(%)	98.57	95.59	96.81	86.75
营业利润率(%)	13.65	12.50	10.63	10.90
总资本收益率(%)	10.68	7.83	4.67	--
净资产收益率(%)	20.45	9.50	3.23	--
长期债务资本化比率(%) ⁰	10.33	21.44	20.25	21.32
全部债务资本化比率(%)	62.47	63.30	61.51	62.63
资产负债率(%)	69.06	70.27	68.53	69.08
流动比率(%)	105.55	110.97	105.73	108.84
速动比率(%)	74.58	85.84	82.14	86.60
经营现金流动负债比(%)	-11.38	-3.01	4.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.25	2.15	1.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	6.76	9.31	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 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%

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
 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 4 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等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期融资券信用等级设置及定义

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