

信用等级公告

联合[2011] 1057 号

联合资信评估有限公司通过对广西玉柴机器集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

广西玉柴机器集团有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二十八日



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、广西玉柴机器集团有限公司主体长期信用等级自 2011 年 12 月 28 日至 2012 年 12 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年十二月二十八日

广西玉柴机器集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA

评级展望：稳定

评级时间：2011 年 12 月 28 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(亿元)	54.98	69.44	124.90	166.38
所有者权益(亿元)	20.75	25.48	47.69	50.95
长期债务(亿元)	2.48	6.60	6.61	5.60
全部债务(亿元)	20.00	27.14	49.92	83.01
营业收入(亿元)	57.16	77.07	119.67	110.40
利润总额(亿元)	4.09	6.01	10.18	5.78
EBITDA(亿元)	5.76	7.85	12.90	--
营业利润率(%)	15.72	15.34	14.87	13.08
净资产收益率(%)	17.09	20.30	18.83	--
资产负债率(%)	62.26	63.30	61.81	69.37
全部债务资本化比率(%)	49.09	51.57	51.14	61.96
流动比率(%)	115.47	129.83	111.61	106.10
全部债务/EBITDA(倍)	3.47	3.46	3.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.41	6.36	6.92	--

注：1. 公司从 2009 年开始执行《企业会计准则（2006）》。

2. 公司 2011 年三季度报表未经审计。

分析师

于浩洋 周 旭

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（以下简称“联合资信”）对广西玉柴机器集团有限公司（以下简称“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。同时，联合资信也关注到国家宏观调控政策、原材料价格波动较大、债务负担呈加重趋势等因素对公司的经营可能带来一定的不利影响。

公司在工程机械板块中拓宽产品谱系，逐步增加高附加值产品比例，并依托于市场上较高的柴油机保有量，积极发展润滑油、物流、零部件等相关业务，各板块具有良好的协同效应；同时，地方政府给予公司支持力度较大。综合考虑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 地方政府给予公司支持力度较大，公司发展的外部环境良好。
2. 公司柴油机和中小型挖掘机市场占有率较高，品牌优势明显。
3. 公司围绕柴油机、挖掘机产品在零部件、润滑油、物流等上下游相关产业进行拓展，协同效应较好。
4. 近年公司资产与经营规模稳步增长，2010 年公司工程机械板块收入与利润大幅上升
5. 公司技术研发能力较强，技术优势明显。

关注

1. 国家宏观调控政策影响工程机械行业的景气程度。

2. 钢材价格波动较大对公司生产经营具有一定的不利影响。
3. 公司债务规模上升，债务负担呈加重趋势。
4. 公司 2011 年前三季度，公司存货与应收款规模增长较快，影响公司资金使用效率。
5. 公司经营性净现金流波动大。

一、主体概况

广西玉柴机器集团有限公司（以下简称“公司”）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。2011 年公司先后三次进行增资，截至 2011 年 11 月底，公司注册资本为 10 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 17 个职能部门（见附件 1），目前公司拥有控股子公司 17 家，参股公司 14 家，截至 2011 年 9 月底，合并范围内的子公司有 17 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、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。（凡涉及许可证的项目凭许可证在有效期限内经营）

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 124.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.69 亿元；2010 年实现营业收入 119.67 亿元，利润总额 10.18 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司（合并）资产总额 166.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）50.95 亿元；2011 年 1~9 月公司实现营业收入 110.40 亿元，利润总额 5.78 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。

二、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。

工程机械

1. 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、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，中国已成为世界工程机械生产大国和主要市场之一，工程机械产量仅次于美国、日本，位居全球第三位，国内市场总量占世界市场近 1/6。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，部分工程机械产品出现了产能过剩的局面，如装载机和叉车，市场竞争压力加大。

2001 年以来，随着中国 GDP、固定资产投资、基础建设投资的持续增长，中国工程机械行业实现了快速发展。据中国工程机械工业协会统计，2007 年工程机械行业实现销售收入 2268 亿元，同比增长 40%。2008 年以来，工程机械行业呈现前高后低的发展态势，前三季

度保持高速增长，第四季度则受国际金融危机及房地产市场低迷的影响，产品销售收入和主要产品销量均明显下滑。2008 年，全行业实现销售收入 2773 亿元，同比增长 22%，其中推土机和挖掘机销量增幅处于前列。同时据海关统计，工程机械产品进出口在 2006 年首次由逆差变为顺差的基础上，2007 年和 2008 年分别以 52.6%和 42.52%的增幅快速发展。2009 年为应对全球金融危机带来的不利影响和严峻挑战，国家出台了一系列扩大内需、促进经济增长的重大举措，国家 4 万亿投资及装备制造业振兴规划的实施，重大工程及项目的相继开工和深入推进，国内需求增加弥补了海外需求的不足，工程机械行业呈现明显回暖趋势。2010 年，在中国城市化进程、加强基础设施建设、发展高铁建设的交叠作用下，中国工程机械行业快速发展，全行业实现销售收入超 4000 亿元。

挖掘机在工程机械中占有重要地位，2006 年~2008 年，国内挖掘机市场销量连续跨越 4 万、6 万、7 万台大关。2009 年国内挖掘机销量达 9.5 万台，同比增长 23.3%，2009 年挖掘机行业产值超过 500 亿元。2010 年以来，中国在公路建设、房地产建设、铁路建设等领域的巨额投入直接拉动了市场对挖掘机的需求。据中国工程机械网统计，2010 年 1-12 月，中国共销售各类型液压挖掘机 16.58 万台，同比增长 74.53%，行业销售收入达到 4000 亿元左右。进入 2011 年，中国水利新开工重大施工项目将近 500 个，项目总投资额近 2000 亿元；铁路新开工重大施工项目 70 个，项目总投资额超过 7000 亿元，上述领域的巨额投资直接拉动了市场对挖掘机的需求，据统计，2011 年 1~10 月份，中国挖掘机产量达到约 17 万台，同比增长约 20.69%，行业保持快速发展态势。

2. 行业关注

竞争格局

截至目前，中国已成为世界工程机械生产大国和主要市场之一，工程机械产量仅次于美国、日本，位居全球第三位，国内市场总量占世界市场近 1/6。中国已有工程机械生产企业及科研单位 2000 多家，形成了国有、外资、民企三足鼎立的格局，产业集中度不断提高。以厦工、徐工、柳工为代表的国有企业，凭借丰富的行业经验、多元化的产品群和主导产品市场占有率高等优势实现了经营规模和市场影响力的较大发展；以美国卡特彼勒、日本小松、瑞典沃尔沃、韩国斗山、德国利勃海尔等为代表的外资企业凭借资金、技术、品牌优势在国内工程机械高端产品市场上占据主导地位；以中国龙工控股、三一重工为代表的民营企业，依靠产权清晰、机制灵活和特有的管理模式成为了行业的新生力量，市场竞争力快速增强。相反，一大批规模较小和技术薄弱的企业则面临被淘汰的局面。

在中大挖领域，外资品牌优势依然明显，10 大外资品牌中小松、斗山年销量 10000 台左右，日立、现代、神钢、卡特年销量在 5000 至 7000 台左右，沃尔沃、住友年销量 1500 至 3000 台，利勃海尔、阿特拉斯年销量 200 台左右，10 家内资品牌中，三一重工年销量 4500 台左右，柳工 2000 台，玉柴、山东众友、力士德、厦工、福田雷沃年销量 500 至 900 台左右，徐州徐挖、山河智能年销量 500 台以下。

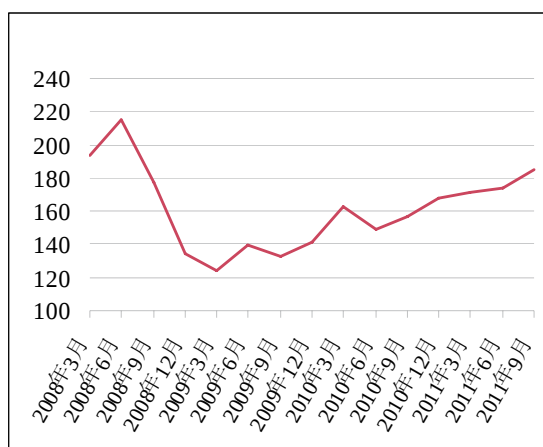
在小挖领域，2006 年以前主要由外资品牌控制，外资品牌中斗山、现代、小松、日立年销量 3500 至 5000 台，卡特、沃尔沃、神钢年销量 600 至 1100 台，目前内资品牌市场占有率不断提高，其中玉柴、山河智能年销量 2500 至 4000 台，三一重工年销量 1500 台左右，柳工、开元年销量 800 至 1000 台。

据中国工程机械工业协会统计，2010 年，中国工程机械制造商 20 强销售额约占行业总产值的 50%以上，市场份额日益向优势企业集

中。挖掘机领域未来 5 年内国有品牌占有率有望达到 50%。中小型挖掘机制造商面临资金、技术、市场的压力会逐渐被外资并购或者淘汰出局, 具有较强自主创新能力的企业会生存下来获得更广阔的生存空间, 预期国内挖掘机生产企业将由 40 多家减少至 20 家左右, 行业集中度将提高。

钢材、关键零部件

图 1 2008~2011 年 9 月底钢材价格指数



资料来源: www.mysteel.com

钢材、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 22.5%, 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%。①2007 年以来, 由于铁矿石、焦炭价格的上涨和下游需求的增加, 中国钢材价格呈现快速增长趋势, 钢材价格综合指数于 2008 年 5 月达到 217.4 的历史最高点, 2008 年 6 月以后呈现快速下降趋势, 2008 年 11 月为 130.8 点, 较 2008 年 5 月最高点下降 86.6 点, 2008 年 12 月底为 134.4 点, 较 11 月略有提高。进入 2009 年以来, 钢材价格综合指数呈波动上升态势, 截至 2010 年 12 月底为 168.1 点, 同比上升了 27 点。2011 年 9 月底为 184.7 点, 较 2010 年底上升了 16.6 点。②关键零部件方面, 由于中国机械行业整体技术水平不高, 工程机械零部件配套生产难以满足整机制造的质量要

求, 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, 在全球零部件供应紧张时, 国内企业必须面对接受提价或增加存货等不利局面, 加大了企业的库存压力和资金压力, 制约了行业的快速发展。

3. 行业政策

从产业政策看, 国家对工程机械行业的指导思想是: 进行结构性调整, 集中力量打造具有自主知识产权的名牌产品, 发展市场急需的大型施工装备, 同时开发小型工程机械, 提高产品质量, 使中国工程机械行业由数量型向质量效益型发展转变; 继续巩固和提高中国优势产品的市场地位, 培育企业的国际化竞争能力。在 2006 年出台的《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》中明确提出要逐渐取消整机和成套设备的进口免税政策; 财政部发布《国内投资项目不予免税的进口商品目录(2006 年修订)》于 2007 年 3 月 1 日起执行, 进口装备免税门槛大幅提高, 减少了进口产品的免税范围, 相关国外产品价格有 20% 左右的增长, 其市场竞争力被削弱, 为国内工程机械企业进行自主创新提供了一个相对公平的竞争环境。整体上看, 上述政策的实施有利于使整个行业的健康和可持续发展, 促进工程机械行业中具有产品、技术优势和经营特色的企业发展壮大。

为抵御国际经济环境对中国的不利影响, 2008 年 11 月 5 日召开的国务院常务会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。按照初步测算, 实施常务会议确定的十项工程建设, 到 2010 年底需投资 4 万亿元。同时提到, 为加快建设进度, 2008 年四季度增加安排中央投资 1000 亿元, 2009 年灾后重建基金提前安排 200 亿元, 带动地方和社会投资, 总规模达到 4000 亿元。从重点加大的工程建设来看, 主要是铁路、公路、机场、农村等基础设施, 加上灾后重建和廉租住房, 对工程机械行业的发展起到积极作用。由于铁路、公路

等基础设施建设周期较长，未来两年工程机械仍有可观的增长空间。

自 2008 年 8 月至 2009 年 4 月，国家先后 6 次上调出口商品退税率，涉及到 12 个税号的工程机械产品，2009 年 4 月后，工程机械大部分整机产品的出口退税率都提高到 17%，工程机械行业的产品出口退税率基本达到了较高档位的全面退税。

2009 年 1 月国家机电产品进出口办公室出台了《关于旧式挖掘机进口申请材料转报工作的通知》，对旧挖掘机的进口将按照《重点旧机电产品进口管理办法》由国家机电办进行统一管理，同时要求拟申请进口的旧挖掘机应符合《进口二手挖掘机验收规范》等标准。提高二手挖掘机进口均价降低了其在中国市场的占有率，在源头上控制了二手挖掘机流入国内市场，为国内挖掘机制造企业提供了更为广阔的新机市场空间。

2009 年 5 月，《装备制造业调整振兴规划》细则正式出台，其中工程机械配套用基础零部件已成为规划中的重点，并首次提出“主机与配套件同步发展”，一改过去“配套件由主机拉动发展”的模式，凸显了政策层面的重视，确立了基础配套件在工程机械产业中的地位。预计制约行业发展的关键配套件将得到政策优惠和资金扶持，长期依赖国外配套的历史将有所改变。

2010 至 2011 年国家出台一系列的房地产调控政策，房地产成交量下滑明显，未来房地产价格有下降趋势，同时在紧缩的信贷政策下，房地产投资趋于谨慎。房地产行业前景影响地方政府土地出让金收入，直接影响地方政府基础设施资金来源。因此，国家宏观经济形势的变化和对房地产行业的调控政策对工程机械行业未来整体景气程度有较大影响。

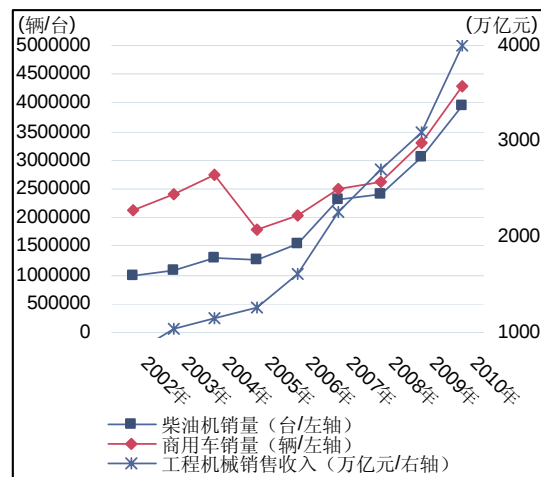
柴油机

1. 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，中国汽车产业近年来

均保持了 20~30% 的增长，从而带动了与之配套的车用发动机市场，而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，在商用汽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，进一步带动的柴油机的需求。2010 年，中国商用车市场继续保持高速发展，全年生产重卡 105.86 万辆，同比增长 65.44%，销售重卡 101.74 万辆，同比增长 59.93%，而工程机械行业全行业实现销售收入高达 4000 万亿元，共销售约 75.33 万台，同比增长 51.50%，受其影响，中国柴油机市场订单充足，继续保持高速增长态势。2010 年，中国生产发动机 16909453 台，其中柴油机 3935515 台。2011 年 1-7 月全国汽车产销 1046.24 万辆和 1060.18 万辆，同比分别增长 2.33% 和 3.22%，增速大幅放缓，受其影响，同期，柴油机累计产销量分别为 949.24 万台和 971.82 万台，同比累计下降 0.96% 和 0.81%。

图 2 近年中国柴油机、商用车、工程机械销售情况



资料来源：中国汽车工业协会

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）、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型考虑，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。到 2010 年末，实现“东网、中联、西通”的目标，建成 5-5.5 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。截至 2010 年 5 月底，全国共办理汽车以旧换新申请车辆 12.7 万辆，补贴金额 17 亿元，拉动新车消费 150 亿元，不仅促进了汽车消费，还加快了高排放高污染汽车的淘汰。

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。

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投资拉动,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。

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,添加剂可以以弥补和改善基础油性方面的不足,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。受金融危机影响,2008 年下半年润滑油主要消费区域如美国、欧洲需求下降,据德国福斯公司数据,2007 年~2009 年全球润滑油消费量(不包含船用油)分别为 3720 万吨、3630 万吨和 3200 万吨,2009 年消费量接近 1970 年水平,其中欧洲降幅为 17%,美国降幅为 13%。据国家统计局数据,2007 年~2009 年中国润滑油消费量分别为 592 万吨、590 万吨和 605 万吨。2008 年中国润滑油受益于中国汽车新车销量不断创出新高,汽车发动机用油保持增长势头,需求量为 220.72 万吨,占比 37.47%,钢铁、煤炭、水泥行业降低成本和环保要求对部分工业润滑油需求有所增长。2009 年初,国家出台《汽车产业调整与振兴规划》,乘用车市场回暖;2009 年下半年商用车市场受益于经济刺激政策逐步回暖并增长,2009 年汽车累计产销量超过 1300 万辆,在其他润滑油消费行业如钢铁、水泥加工、风电设备等行业均呈增长态势,基于以上行业需求增长带来的需求增加,2009 年中国润滑油消费量同比增长 6%至 8%。2010 年,在刺激内需的政策支持下,汽车累计产销量达到 1800 万辆,国家统计局公布的中国润滑油实际消费量达到了 680 万吨,增长速度较快。2011 年前三季度,中国实行紧缩的货币政策,华东、华南中小企业生产经营困难,同时中国汽车工业发展速度放缓,受此

影响中国润滑油工业增速放缓,2011 年前三季度中国累计润滑油消费量 495 万吨,同比小幅增长 2.7%。

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,2007 年~2009 年中国进口基础油分别为 115.25 万吨、136.93 万吨和 188 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。

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。

2002~2008 年,中国社会物流总额持续增长,年均复合增长率为 25.27%,高于同期中国 GDP 年均复合增长率(16.49%)。2008 年 9 月份以后,受全球性金融危机影响,物流行业受到的冲击相对较大,增幅出现明显下滑。2008 年,中国实现社会物流总额 898953 亿元,增幅为 19.5%(采用现价计算),增幅回落了 6.7 个百分点,增幅自 2003 年以来首次降到 20%

以下。2008 年全国物流业增加值为 19965 亿元,同比增长 15.4%,增幅比 2007 年回落 4.5 个百分点。2009 年,根据国家发改委统计数据,中国社会物流总额为 96.65 万亿元,同比增长 7.4%,反映出物流需求在经济增长带动下,企稳回升步伐有所加快。其中,工业品物流总额 87.41 万亿元,同比增长 9.4%,占社会物流总额比重为 90.40%,同比提高 1.7 个百分点,是带动社会物流总额增长的主要因素;进口物流总额 6.86 万亿元,同比下降 12.80%。

2010 年,中国物流业深入贯彻落实国务院《物流业调整和振兴规划》,有效应对国际金融危机冲击,重回快速发展通道。2010 年全国社会物流总额 125.4 万亿元,按可比价格计算,同比增长 15%,增幅比上年提高 3.7 个百分点;2010 年全国社会物流总费用 7.1 万亿元,同比增长 16.7%,2010 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 17.8%,同比下降 0.3 个百分点,表明物流运行效率有所提高;2010 年全国物流业增加值 2.7 万亿元,按可比价格计算,同比增长 13.1%,增幅比上年提高 2.5 个百分点;2010 年全国物流业固定资产投资 3.07 万亿元,同比增长 19.4%,随着物流业固定资产投资的持续较快增长,物流基础设施条件明显改善。

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。总体看,规划为促进中国物流业平稳较快发展,为行业的发展创造了良好的发展契机。

2010 年,中国物流业出现了运行稳中趋升的积极变化。根据国家发改委统计数据,2010 年中国社会物流总额为 125.4 万亿元,同比增

长 15%，反映出物流需求在经济增长带动下，企稳回升步伐有所加快。其中，工业品物流总额 113.1 万亿元，同比增长 14.6%，占社会物流总额比重为 90.2%，是带动社会物流总额增长的主要因素；进口物流总额 9.4 万亿元，同比下降 22.1%。2011 年上半年，中国社会物流总额为 74.7 万亿元，按照可比价格同比增长 13.7%，增速同比回落 4.7 个百分点。

总体来看，物流业发展有着良好的政策环境，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。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。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是投融资管理型公司，目前拥有 17 家控股子公司、14 家参股公司，公司控股子公司产品涉及发动机、工程机械、能源化工（润滑油）、零部件、物流汽贸、专用汽车板块。

工程机械板块包括广西玉柴重工有限公司（以下简称“玉柴重工”）和浙江海宏液压科技股份有限公司（以下简称“海宏公司”），主要是中小型挖掘机和液压件配套产品。玉柴重工是国内最早进入小型挖掘机领域的制造商，拥有玉林、常州与泸州三个生产基地，目前是国内较大的中小型工程机械专业生产厂商，在中小型挖掘机领域居于行业前列，也是国内小型挖掘机的主要出口基地。

发动机板块主要经营实体为广西玉柴动力机械有限公司（以下简称“玉柴动力”），主要生产中小型柴油机。玉柴动力是公司小缸径多缸柴油机生产基地，具备年生产多缸小缸径柴油机 30 万台的能力。湖北玉柴发动机有限公司主要产品是单缸、两缸发动机、发电机组、

微耕机及其他农用机械及配件，是公司在北方的农用柴油机生产基地。

公司物流汽贸板块主要是广西玉柴物流集团有限公司（以下简称“玉柴物流”），玉柴物流运力达到 6000 辆以上，在全国各地设有物流分公司，并被广西交通厅批准首家货物运输企业跨国运输资格，可以参与到中国-东盟自贸区 and 泛北部湾经济圈的物流业务中。2008 年公司被评为“中国道路运输企业 100 强第二名”、“中国物流服务十大影响力品牌”等；零部件板块包括广西金创汽车零部件制造有限公司、玉柴华原机械（玉林）有限公司和玉林市成鑫机械有限责任公司等，拥有柴油机零部件（油底壳、飞轮壳、离合器壳、柴油机连杆、齿轮室盖板等）、汽车滤清器等产品；能源化工（润滑油）板块主要是玉柴重工控股子公司广西北海玉柴高级润滑油有限公司，拥有年产 10 万吨中高端润滑油产能。

公司曾荣获全国质量管理奖、中国名牌产品、中国驰名商标、全国文明单位、全面建设小康社会百佳诚信单位、全国用户满意服务、全国企业道德先进单位、标准化良好行为企业等奖励。2011 年，公司位列中国企业 500 强排行榜第 215 位，中国机械 500 强第 19 位，中国制造业 500 强第 108 位，“中国 500 强最具价值品牌”第 107 位，品牌价值 98.69 亿元。

总体看，公司经营规模较大，围绕工程机械和柴油机上下游进行产业链布局，具有较明显的技术优势和品牌优势，整体竞争力较强。

2. 人员素质

公司设总裁 1 名，副总裁 3 名，总工程师和总会计师各 1 名。总裁由董事局直接聘任，对董事局负责。公司董事局主席兼党委书记晏平先生，51 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，2005年5月至今任公司董事局主席兼党委书记等职。

公司总裁古堂生先生，38岁，博士研究生，曾任广东省科技风险投资有限公司发展部副总经理、广东省粤科风险投资集团公司项目投资部副总经理、玉林市政府市长助理等职，2005年加入公司，历任董事、董事长助理、党委委员、常务副总经理、代总经理等职，现任公司董事、总裁、党委委员。

截至2011年9月底，公司共有员工12236人，按学历划分，高中及以下、中专及技校、大专、本科及以上所占比例分别占30.21%、28.62%、22.78%和18.39%；按岗位构成划分，管理人员、研发人员、生产人员与销售及其他分别占14.20%、10.38%、51.65%、8.79%与14.98%；年龄构成来看，公司30岁以下占比44.14%，30至50岁占比50.64%，50岁以上占比5.22%。

总体看，公司高管具有丰富的管理经验和专业素质；企业员工素质较高，符合公司所处行业特点。

3. 技术水平

2007年公司成立玉柴工程研究院，工程研究院前身为玉柴技术中心，拥有国家级企业技术中心、国家认可实验室，是广西内燃机工程技术研究中心。玉柴工程研究院与国内外著名科研机构合作，产学研分部包括玉柴天大内燃机研究所、玉柴上海交大内燃机研究所、玉柴英国布鲁奈尔大学研究所、玉柴德国亚琛技术开发中心，逐步形成以自主研发技术为核心、以欧美技术为支撑的先进研发平台，并拥有国际先进水平的柴油机成套试制、试验、检测设备。玉柴工程研究院还设有摩擦与润滑研究所，以支持公司润滑油产品的开发。2009年玉柴重工成立了玉柴工程机械研究院，设有工作装置研究所、结构件研究所、电控技术研究所、动力技术研究所和液压技术研究所。公司参与

了25项国家行业标准拟订，并承担了重型商用车柴油机开发、大型公交用CNG发动机开发、轿车发动机开发技术、客车混合动力专用柴油机研发等7项国家“十一五”重点项目“863”课题。截至目前公司获得《柴油机四气门缸盖重力铸造模具及制造方法》等发明6项，《柴油机薄型风扇》等实用新型375项，《柴油机进气道铸造砂芯》等外观设计专利95项，其中，轻型高速轿车用柴油机、电控高压共轨、电控EGR和电控可变涡轮增压(VNT)、四气门、可变进气涡流等多项技术，填补了国内柴油机行业空白。

4. 外部环境

2008年2月国务院批准《广西北部湾经济区发展规划》，功能定位为立足北部湾、服务“三南”（西南、华南和中南）、建成中国-东盟开放合作的物流基地、商贸基地、加工制造基地和信息交流中心。北部湾经济区包括南宁、北海、钦州和防城港，在交通物流规划中包括玉林和崇左两市。2010年1月中国-东盟自贸区正式启动，广西壮族自治区尤其是北部湾经济区将在东盟自贸区中发挥重要作用。

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，在玉柴生产基地建设和周边配套设施上给予了大力支持。公司下属广西玉柴专用汽车有限公司、广西玉柴动力机械有限公司、玉林市成鑫机械有限责任公司享受西部大开发政策，减按15%的税率缴纳企业所得税，广西玉柴重工有限公司、浙江海宏液压科技股份有限公司属重点扶持高新技术企业，减按15%的税率缴纳企业所得税。

总体看，公司区域环境较好，地方政府支持力度较大。

四、管理分析

1. 治理结构

公司是依据《公司法》等有关现行法律法规的规定注册的国有独资企业，是经玉林市人民政府（以下简称“地方政府”）授权经营的国有资产运营公司。地方政府作为公司的出资人授权玉林市国资委履行出资人职责。

公司已建立法人治理结构，公司不设股东会，由玉林市国资委履行出资人职责，设董事局和监事会，采取董事局领导下的总裁班子负责制，由董事局对出资人负责。董事局是公司的最高权力机构和决策机构，在出资人授权范围内行使股东会的部分职权，决定公司重大事项并报出资人备案。董事局现有 12 名董事，包括 1 名职工董事。除职工董事由公司职工代表大会选举产生外，其他董事由地方政府委派或更换。董事局设董事局主席 1 人，副主席 1 人。

2. 管理质量

公司定位为投融资管理型公司，建立了以法人治理为主导，以产权代表请示为主线，以重大投资、公司改制、资金管理、融资担保管理、财务负责人委派制度等一系列规范化管理办法为支撑的母子公司管理体系。

公司本部下设投融资部、规划部、财务部、审计部、法律事务部等 17 个职能部门，各职能部门分工明确。公司不断完善制度建设，制定了财务管理、投资管理、人力资源等一系列规章制度。

在财务管理方面，公司实行统一管理与分层、分级管理相结合的财务管理体系。公司建立了财务风险管理制度和全面预算管理制度。在子公司财务管理上，公司实行财务管控和战略管控相结合的管控模式。通过财务负责人委派制度和全面预算管理制度对子公司资产的有效性进行监督、控制。在担保管理上，公司对外担保需取得董事局全体成员三分之二以

上签署意见，并对被担保对象进行严格的资信审核，重大对外担保事项报玉林市国资委备案，下属企业之间的相互担保必须上报公司同意。经批准的担保事项设立备查账簿登记，实行跟踪监督。如属子公司担保事项，则及时将担保计划的详细信息，报公司财务部、投融资部备案，公司负责组织专人定期检查。

在投融资管理方面，公司对外投资业务实行统一管理，最终审批权由公司董事局或玉林市国资委按照权限批准。在子公司投融资管理上，公司实行重大投资项目集中管理制度，规定子公司重大对外投资项目必须经公司审批后方可组织实施。公司及子公司筹集债务资金的需要进行必要的资本结构决策，并签订书面合同。子公司接受投资的，产权代表在被投资企业的董事会或股东会进行表决并讨论通过后，报公司董事局审批。

在人事管理方面，公司董事可兼任下属子公司董事长。公司拥有子公司经营班子成员（含总经理、副总经理、总工程师、总会计师、总经济师）、董事长助理、总经理助理以及相当于同等职位的人员的任免权利。公司对子公司行政管理的负责人、党务管理的负责人及委派的财务负责人的人事、档案统一管理，薪酬由公司考核确定。

总体来看，公司法人治理结构较完善，现有财务管理制度较为规范和完善，建立了项目投融资管理体系和人事管理制度。公司已建立起适合自身特点的管理模式。

五、经营分析

1. 经营分析

公司定位为投融资管理型公司，各板块经营实体为下属子公司，公司主要涉及的业务包括为工程机械（挖掘机）、中轻型柴油机、润滑油、零部件和专用汽车的生产与销售，物流汽贸业务也占有较重要地位。

2008 年~2010 年，公司营业收入持续增

长，分别为 57.16 亿元、77.07 亿元与 119.67 亿元，三年年均复合增长率 44.69%。从业务构成分析，工程机械、发动机、能源化工（润滑油）、物流汽贸对公司营业收入贡献较大，2008 年~2010 年公司整体毛利率小幅下降，近三年分别为 16.49%、16.37%和 15.85%，2010 年公司毛利率下降主要是能源化工（润滑油）板块收入占比有所提升，但板块毛利率下降较快所

致；2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 110.40 亿元，为 2010 年全年的 92.25%，营业收入规模进一步扩大，但同期公司能源化工（润滑油）板块毛利率水平进一步下降至 8.96%，导致公司整体毛利率水平下降至 13.91%。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（润滑油）、发动机、零部件和物流汽贸业务。

表 1 公司营业收入构成

业务分类	营业收入（万元）			收入占比（%）			毛利率（%）		
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
工程机械	98213	150231	249637	17.18	19.49	20.86	25.52	21.70	24.94
能源化工（润滑油）	145321	202292	427512	25.42	26.25	35.73	18.21	19.91	13.57
发动机	98101	116981	118189	17.16	15.18	9.88	9.91	9.41	9.12
零部件	54676	67493	79428	9.56	8.76	6.64	25.72	19.35	22.68
物流汽贸	151638	206106	297002	26.53	26.74	24.82	10.02	10.30	10.48
专用汽车	18221	20323	16008	3.19	2.64	1.34	10.88	16.86	18.62
其他板块	5457	7255	8887	0.96	0.94	0.73	32.31	63.13	73.11
合计	571627	770681	1196663	100.00	100.00	100.00	16.49	16.37	15.85

资料来源：公司提供。

工程机械

2008 年~2010 年公司工程机械板块收入持续增长，三年分别为 9.82 亿元、15.02 亿元与 24.96 亿元；2011 年前三季度，公司该板块实现营业收入 25.57 亿元，同期公司毛利率水平略有波动。工程机械板块经营实体为玉柴重工与海宏公司，玉柴重工占地面积 143 万平方米，生产设备先进，拥有国外进口的大型加工设备和国内先进的数控切割机、涂装加工流水线等，厂区功能覆盖机加工、装配及产品检测。玉柴重工主要产品是中小型挖掘机，其中 9 吨以下挖掘机产量稳定增长；9 吨~20 吨挖掘机产量 2010 年有较大增长，2011 年 1-9 月 20 吨以上挖掘机在产品销售中占有一定比重。公司在挖掘机产品结构上向中大型挖掘机拓展，同时，公司已经研发出附加值较高的旋挖钻等矿山机械产品，旋挖钻产品正在试产阶段。产品谱系拓宽有助于增强公司竞争力。

表 2 2008 年-2011 年前三季度公司挖掘机产销量统计（台）

挖掘机	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
9 吨以下（产）	3877	3788	6131	4620
9 吨~20 吨（产）	202	577	966	893
20 吨以上（产）	114	350	937	1225
产量合计	4193	4715	8034	6738
9 吨以下（销）	2582	3443	4934	4372
9 吨~20 吨（销）	151	469	925	782
20 吨以上（销）	69	226	743	846
出口	941	225	402	322
销量合计	3743	4363	7004	6322

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%。液压件主要向国外厂商采购。2010 年玉柴重工前五大供应商采购金额合计占比 23.51%，集中度不高；在技术方面，公司与国外液压零件厂商在液压控制技术方面，与动力厂商在配套技术、降噪减震方面建立了长期的合作关系。

表3 2010年玉柴重工前五大供应商采购情况

	供应商名称	金额 (万元)	占比 (%)
1	Marubeni Techno-Systems Corporation	10744.10	5.28
2	山推工程机械股份有限公司	10244.99	5.03
3	上海博世力士乐液压及自动化邮箱 责任公司	9759.57	4.80
4	Hyst Corporation	8976.71	4.41
5	常州楚安东康国际贸易有限公司	8122.47	3.99
	合计	47847.85	23.51

资料来源：公司提供

玉柴重工现有 34 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。在营销渠道建设和营销模式创新上，玉柴重工积极扶持优秀专卖代理商向战略伙伴代理商转变，使其成为具有销售、服务、配件和信息化“四位一体”的市场终端，通过强化营销总部和办事处对代理商的指导和培训职能，提高其客户管理水平和风险监控能力；引导代理商充分运用“全程通”金融平台，提高资金周转效率。玉柴重工建立对代理商的考核与管理体系，完善了代理商的竞争机制和推出机制，在售后服务上，玉柴重工通过战略代理商合作建立配件物流中心和培训中心，提高了配件配送效率和服务水平。

公司持有海宏公司 35% 股权，为第一大股东，海宏公司主要产品是装载机、叉车、挖掘机、汽车、推土机、平地机等工作系统用多路换向阀、传动系统用变速操纵阀、转向系统用转向控制阀、制动系统用制动阀及中高压齿轮泵、液压平衡吊等液压元件，其中叉车、装载机系列液压产品在国内市场上具有较强竞争力。2010 年海宏公司实现营业收入 2.77 亿元，利润总额 0.63 亿元。目前，海宏公司正积极进行与玉柴重工挖掘机配套的液压件研发。

总体看，公司工程机械产品谱系逐步拓宽，并向液压件等上游产业链延伸，渠道建设和营销模式的创新增强了公司的市场竞争力。

发动机

公司发动机板块经营实体主要为玉柴动力，2008 年~2010 年发动机销售收入增长较快，近三年分别为 9.81 亿元、11.70 亿元与 11.82

亿元，2011 年前三季度实现营业收入 9.27 亿元，近年公司该板块毛利率波动上涨。

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，2003 年正式投产，2008 年进行改扩建并于 2009 年 3 月投产，年生产能力达到 20 万台，截至 2011 年 9 月底，公司拥有柴油机产能 30 万台。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，2010 年公司单缸柴油机产量为 8.9 万台。

表4 2008年-2011年前三季度公司柴油机产量（台）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
单缸机	95795	80966	88655	79637
二缸机	47405	60915	40441	33352
三缸机	155	140	800	891
轻型机	36170	60826	66852	52144
合计	179525	202847	196748	166024

资料来源：公司提供

原材料和关键零部件

公司主要原材料是铁铝等金属制成的柴油机零部件，关键零部件包括机体、曲轴、装机油泵、气缸盖总成等，以上关键零部件在产品成本中比重较高，约为 95.69%。公司议价能力较强，金属原材料价格变化较大时会引起零部件价格变化，年变化幅度约为 5% 左右。公司供应商主要分布在广西、北京、江浙、湖南、湖北、山西、四川等地。

表5 2010年零部件主要供应商情况（单位：%）

	供应商名称	采购产品	占比
1	广西玉柴机器股份有限公司	机体大配件	16.40
2	广西玉林玉柴机器配件制造有限公司	曲轴	3.23
3	亚新科南岳（衡阳）有限公司	油泵	7.67
4	河北瑞丰动力缸体公司	机体	3.23
5	广西玉林市桂冠机械有限责任公司	飞轮壳	2.69
	合计		33.22

资料来源：公司提供

公司原材料采购采取寄售采购方式，供应商按照采购订单交付的零部件验收合格后，在没有消耗（领料、发料）之前属于供应商所有，

当消耗（领料、发料）后相关成本才会暂估入应付款。公司领用、消耗材料后通知供应商开票、入账，入账满 2 个月帐龄按现金或银行承兑汇票（一般现金 20%，银行承兑汇票 80%）付款。

产品销售

2008 年~2010 年公司柴油机销量稳步上升，2010 年销售量接近 20 万台，较 2008 年增长 8.35%，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 87%，在云南、贵州、湖南、湖北、四川占有率较高，在其他区域，玉柴动力与力佳、全柴、江动、常通等两缸柴油机的传统生产厂家有竞争关系。玉柴动力建立了 15 个销售片区：广西片区、粤海片区（负责广东、海南）、贵州片区、云南片区、四川片区（负责四川、重庆）、中南片区（负责湖南、江西）、福建片区、浙江片区、湖北片区、西北片区、安徽片区、江苏片区、北方片区（负责山东、河北、天津）、东北片区、越南片区。玉柴动力子公司湖北发动机公司通过经销商渠道销售，主要销售区域在湖北、湖南、江西、福建、浙江、安徽、山东、河南等。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 6 2008 年-2011 年前三季度公司柴油机销量（台）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
单缸机	104581	91416	88534	79122
二缸机	45933	57642	40628	33279
三缸机	140	98	570	1027
轻型机	32147	57530	68342	48355
合计	182801	206686	198074	161783

资料来源：公司提供

总体看，公司柴油机产品发展状况良好，但集中于附加值较低的小型机和轻型机，受原材料和零部件价格变动影响，盈利能力有所减弱。

能源化工（润滑油）

2008 年~2010 年公司能源化工（润滑油）营业收入稳步增长，2010 年能源化工（润滑油）

业务收入 42.75 亿元，较 2009 年增长 111.32%，毛利率水平为 13.57%，较 2009 年有所下降。2011 年前三季度，公司该板块实现收入 47.12 亿元，毛利率水平进一步下降至 8.96%。

原材料采购

润滑油原材料主要是基础油和添加剂，两者合计占营业成本的 80%左右。2008 年和 2009 年公司基础油供应商主要是埃克森美孚亚太私人公司和中国石油天然气股份有限公司西南润滑油销售分公司，2010 年公司基础油供应商主要是 GS AROMATICS PTE.LTD.和湛江市鸿泰昌燃料有限公司以及埃克森美孚亚太私人公司。2008 年~2010 年公司基础油采购量分别为 37726 吨、56028 吨和 21493 吨。基础油价格受国际原油价格波动影响较大，公司在价格较低时扩大采购量，增加储备；并与供货商签订年度合同以锁定采购价格的方式规避基础油价格的较大波动。

表 7 2008 年-2010 年公司基础油采购情况

采购量（吨）	2008 年	2009 年	2010 年
埃克森美孚	30217.08	55513.69	6095.07
中石油	7508.82	514.64	
GS AROMATICS PTE.LTD.	--	--	9587.60
湛江市鸿泰昌燃料有限公司	--	--	5810.56
合计	37725.90	56028.33	21493.23
平均采购价格（元）	2008 年	2009 年	2010 年
埃克森美孚	6870.50	6107.52	7014.40
湛江市鸿泰昌燃料有限公司	--	--	8987.16
GS AROMATICS PTE.LTD.	--	--	5441.52
中石油	9438.03	8599.92	--

资料来源：公司提供

生产销售

润滑油由玉柴重工控股子公司广西北海玉柴高级润滑油有限公司进行生产，产能为 10 万吨。玉柴能源化工为贸易型公司，不进行润滑油生产。公司通过引进国际著名添加剂公司的高新技术、选用优质的进口及国产原料精工研配，生产中高档汽油、柴油车润滑油，产品品质符合美国石油学会（API）相关规范要求，公司作为玉柴机器质量保修指定用油的唯一生产厂家，依托于玉柴柴油机较高的市场占有率和产品存量，能源化工（润滑油）业务有

望持续增长。2008 年~2010 年公司润滑油销量分别为 49053 吨、55689 吨和 57972 吨。

表 8 2008 年-2011 年前三季度公司润滑油产销量(吨)

润滑油	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
产量	52292	38120	61587	46449
销量	49053	55689	57972	43558

资料来源：公司提供

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。

总体看, 公司能源化工(润滑油)业务依托于柴油机的市场地位和较高的市场保有量, 发展状况良好, 但同时原油价格波动较大对公司经营有一定的不利影响。

物流汽贸

2008 年~2010 年公司物流汽贸业务收入持续增长, 近三年分别为 15.16 亿元、20.61 亿元和 29.70 亿元。物流汽贸业务经营实体为广西玉柴物流集团有限公司。2011 年 1~9 月, 公司物流汽贸业务收入为 20.21 亿元。

物流汽贸板块是玉柴集团重要的新增长点, 广西玉柴物流集团有限公司(简称玉柴物流)是玉柴集团全资子公司, 两大核心业务板块分别是物流业务和机电业务。广西玉林玉柴机电有限公司主营机电业务, 玉柴集团控股 5%, 玉柴物流控股 95%。

玉柴物流首批获得国家一级道路货物运输企业资质, 已形成包括专线运输、零担运输、

集装箱运输、跨国运输、物流信息服务、汽车销售等业务在内的第三方物流企业, 多年来, 一直在中国道路货物运输企业中位居前三甲。公司目前拥有可调配平板车、栅栏车、厢式车、集装箱车、冷冻冷藏车等各种货运汽车运力 6400 辆, 总吨位 62700 吨, 年货运量高达 2100 多万吨, 货运周转量 62 亿吨公里。在国内, 公司已在广西、广东、云南、湖南、江苏、北京、天津、四川、陕西、浙江、河南、河北、山东、湖北、福建、深圳等地设有物流分公司。公司在北部湾经济发展规划的政策下积极拓展海外业务, 进军东南亚市场。

公司专线运输业务已形成以广西为中心, 辐射华东、华南、华北、东北、华中、云贵川的物流网络体系, 专线运输已达到每天一车、定点发车、承诺时间到达、信息全程反馈的标准。在个性化服务上, 公司组建了包括项目经理、方案策划专员、分析专员、物流软件工程师、调度及安全专员在内的专业项目团队以服务于大客户。在仓储和配送环节, 公司在全国各地物流分公司配备了仓储设施, 完善了仓储工作流程、进出库管理、仓储维护及安全管理等, 并延伸了包装、分装、分拣、改包装、组合包装、贴标签、销售代码管理、简单装配等流通加工服务。

在商用车代理销售方面, 2010 年物流公司汽车销售数量达到 13000 多辆, 纯车辆销售收入近 18 亿元, 物流公司目前直接从事汽车贸易业务的工作人员近 1000 人。在商用车代理销售方面, 公司主要代理配套玉柴发动机的汽车品牌, 包括东风柳汽、东风商用车、福田、欧曼等品牌; 在乘用车代理销售方面, 同时代理高端、中端、低端产品, 重点开发中高端客户群体, 包括上海大众、东风悦达起亚、北京现代、青年莲花等品牌。在销售渠道上, 物流公司在广西境内各市建立了全资子(分)公司, 广西区外销售网络包括: 江苏常州、广东肇庆、茂名、广州, 乘用车方面公司将重点考虑在西南、西北区域省市建立销售网络。在商用车销售方

面，物流公司目前在广西市场处于寡头垄断地位，广西区域的市场集中度约为 26.7%（2010 年广西商用车的上牌数为 27463 辆，公司的商用车销量为 6394 辆，是广西排名第一的商用汽车经销商）。在汽车销售业务之外，物流公司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。

表 9 2008 年-2011 年前三季度汽车销售业务统计

销量(辆)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
商用车	4695	5227	6394	3653
乘用车	2910	5731	6674	4569
合计	7605	10958	13068	8222
销售额 (万元)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
商用车	64404	85110	124865	68759
乘用车	27504	52076	53495	51288
合计	91908	137186	178360	120047

资料来源：公司提供

总体看，公司物流汽贸业务依托于其他板块在全国范围内的原材料采购和产品销售，增长稳定；汽车销售等机电业务与物流网络有较好的协同效应。

零部件

公司零部件板块主要由玉柴华原机械（玉林）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组成，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，部分产品达到了国内、国际先进水平，是玉柴核心产业中具有增长潜力的板块，2008 年～2010 年公司零部件板块收入分别为 5.47 亿元、6.75 亿元与 7.94 亿元。公司零部件板块依托于下游柴油机业务，业务发展良好，钢材价格波动对公司零部件经营有一定的不利影响；零部件主要销售给玉柴股份等参股企业，关联交易规模较大。

主要参股企业

广西玉柴机器股份有限公司（以下简称“玉柴股份”）成立于 1992 年 7 月，公司持有玉柴股份 21.90% 股份，玉柴股份另外 6 家外资股东

持股比例为 76.41%，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），其经营实体为玉柴股份，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”，丰隆亚洲持有玉柴国际 21.2% 的股权），且拥有对玉柴国际一票否决权的金股，为公司的最终控制人。玉柴股份柴油机产品谱系宽，覆盖轻、中、重型发动机，排量覆盖 1.2L～16L，马力覆盖 75 马力～600 马力，拥有国家级企业技术中心，技术研发实力强，全系列柴油机产品达到国 IV 排放标准，部分产品达到国 V/国 VI 排放标准。截至 2010 年底，玉柴股份资产总额为 152.20 亿元，负债总额 92.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）59.93 亿元；2010 年度玉柴股份实现营业收入 160.12 亿元，利润总额 18.59 亿元。

2. 经营效率

公司营业收入增长较快，2008 年～2010 年公司销售债权周转次数分别为 5.20 次、6.67 次与 6.77 次；2008 年～2010 年公司存货周转次数分别为 5.15 次、5.24 次与 5.49 次，2008 年～2010 年公司总资产周转次数分别为 1.13 次、1.24 次与 1.23 次，总体看，公司经营效率保持稳定。

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（润滑油）、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，海宏公司未来将研发与玉柴重工配套的液压件，工程机械产业链有所延伸；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”），玉柴船动将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，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，公司具有研发实力较强，品牌优势明显，市场竞争力有望增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2008 年度合并财务报告经广西同德会计师事务所有限责任公司审计，2009 年、2010 年合并财务报告经祥浩会计师事务所有限责任公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2011 年三季度财务报表未经审计。2010 年公司新纳入茂名长晟公司、高德曼公司 2 家子公司。

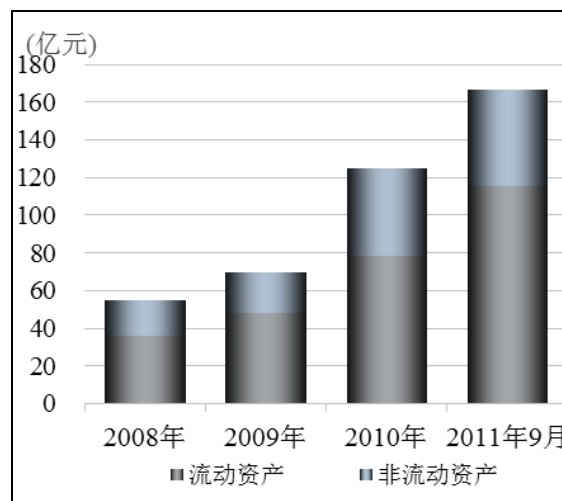
截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 124.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.69 亿元；2010 年实现营业收入 119.67 亿元，利润总额 10.18 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司（合并）资产总额 166.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）50.95 亿元；2011 年 1~9 月公司实现营业收入 110.40 亿元，利润总额 5.78 亿元。

2. 资产质量

2008~2010 年，公司资产总额快速增长，年均增长 50.73%。截至 2010 年底，公司资产总额为 124.90 亿元，较上年增长 79.88%，其中流动资产占比 62.81%，非流动资产占比 37.19%。公司资产以流动资产为主。

图 3 公司 2008-2011 年 9 月底资产构成

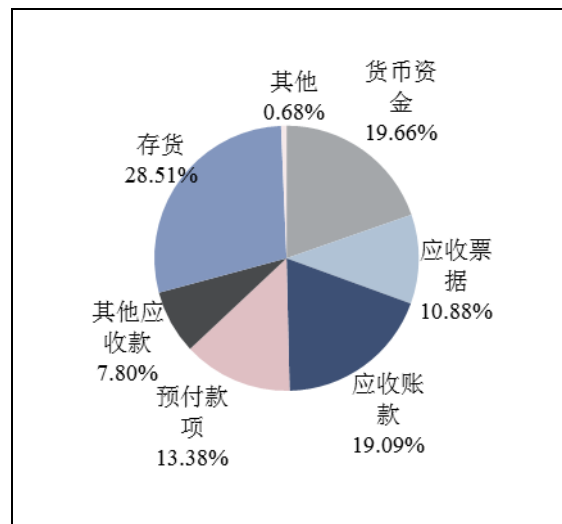


资料来源：公司提供

流动资产

2008~2010 年，公司流动资产快速增长，年均增长 47.06%。截至 2010 年底，公司流动资产总额 78.45 亿元，较上年增长 62.96%，主要来自于货币资金、应收票据、应收账款、预付账款和存货的增长，其中货币资金、存货、应收账款和预付账款占比较大。

图 4 公司 2010 年底流动资产构成



资料来源：公司提供。

2008~2010 年，公司货币资金增长迅速，年均增长 63.99%。截至 2010 年底，公司货币资金 15.43 亿元，较上年增长 62.25%，主要系 2010 年公司能源化工（润滑油）、工程机械及

物流汽贸板块收入大幅增长，资金快速回笼所致。

2008~2010 年，公司应收票据大幅增长，年均增长 166.66%。截至 2010 年底，公司应收票据 8.53 亿元，较上年增长 242.90%，主要系公司票据结算方式增加所致。

2008~2010 年，公司应收账款增长较快，年均增长 22.03%。截至 2010 年底，公司应收账款余额为 16.29 亿元，同比增长 67.61%，主要系公司销售规模增长所致。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 15.41 亿元，占全部应收账款的 94.60%。其中，1 年以内的应收账款占比 88.26%，1~2 年的应收账款占比 5.78%，2~3 年应收账款占比 3.00%，3 年以上的占 2.96%。公司共计提坏账准备 1.31 亿元，计提比例为 8.05%，计提较为充分。

2008~2010 年，公司预付账款增长迅速，年均增长 94.79%。截至 2010 年底，公司预付款项余额 10.53 亿元，较上年增长 151.01%，主要系工程设备款及材料采购款。公司按账龄分析法计提坏账准备的预付账款 4.21 亿元，占全部预付账款的 39.98%；采用个别认定法计提坏账准备的预付账款 5.88 亿元，占全部预付账款的 55.84%；采用余额比例法计提坏账准备的预付款 0.44 亿元，占全部预付账款的 4.18%。

2008~2010 年，公司其他应收款较为稳定，年均增长 0.46%。截至 2010 年底，公司其他应收款余额 6.66 亿元，较上年下降 18.95%，主要是公司对高德曼公司的 2.63 亿元其他应收款减少所致。公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 6.18 亿元，占全部其他应收款的 92.79%。其中，1 年以内的其他应收款占比 53.02%，1~2 年的其他应收款占比 21.95%，2~3 年的其他应收款占 10.63%，3~4 年的其他应收款占 14.35%，4 年以上其他应收款占 0.05%。公司计提其他应收款坏账准备 0.54 亿元，计提占比 8.08%，计提较为充分。

2008~2010 年，公司存货增长迅速，年均增长 47.50%。截至 2010 年底，公司存货 22.37

亿元，较上年增长 56.44%，主要由于公司销售迅速增长所致；其中原材料占比 32.14%，在产品占比 5.64%，库存商品占比 60.96%，周转材料占比 1.26%。

非流动资产

2008~2010 年，公司非流动资产增长迅速，年均增长 57.61%。截至 2010 年底，公司非流动资产总额 46.46 亿元，同比增长 118.13%，主要系可供出售金融资产增长所致其中长期股权投资（占比 32.25%）、可供出售金融资产（占比 30.67%）和固定资产（占比 20.58%）占比较大。

截至 2010 年底，公司可供出售金融资产 14.25 亿元，主要是子公司高德曼工业有限公司所持有的美国上市公司玉柴国际股权，可供出售权益工具增长。

2008~2010 年，公司长期股权投资增长较快，年均增长 21.91%。截至 2010 年底，长期股权投资为 14.98 亿元，同比增长 27.82%，长期股权投资全部为对参股公司的投资。

2008~2010 年，公司固定资产增长较快，年均增长 50.73%。截至 2010 年底，公司固定资产原值为 12.63 亿元，累计计提折旧 3.07 亿元，固定资产净值为 9.56 亿元，其中房屋建筑物和机器设备分别占比 45.13%和 23.96%，固定资产净值较 2009 年底增长 63.24%，主要是公司在建工程转入。

2008~2010 年，公司无形资产增长较快，年均增长 17.32%。截至 2010 年底，公司无形资产余额为 3.11 亿元，同比增长 65.27%。公司无形资产主要是土地使用权，占比 96.90%，无形资产累计摊销 0.30 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 166.38 亿元，较 2010 年底增长 33.21%，其中流动资产为 115.37 亿元，占比为 69.34%，非流动资产 51.00 亿元，占比为 30.66%。流动资产较 2010 年底增长 47.07%，主要系货币资金、应收账款和存货的增加所致。截至 2011 年 9 月底，公司非流动资产 51.00 亿元，较 2010 年

增长 9.79%，非流动资产结构变化不大。

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，资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益增长迅速，年均增长 51.63%。截至 2010 年底，公司所有者权益为 47.69 亿元，同比增长 87.15%，其中归属于母公司的所有者权益为 36.71 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 9.93%、42.10%、4.03%，未分配利润占比 47.04%，外币报表折算差额占比-3.10%。

截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益为 50.95 亿元，较上年增长 6.83%。公司实收资本增长至 7.00 亿元，较上年增长 91.94%，主要系股东增资所致。

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。

2008~2010 年，公司负债总额增长迅速，年均增长 50.18%。截至 2010 年底，公司负债总额为 77.21 亿元，其中流动负债占比 91.03%，非流动负债占比 8.97%。

2008~2010 年，公司流动负债增长迅速，年均增长 49.58%。截至 2010 年底，公司流动负债为 70.28 亿元，流动负债以短期借款、应付账款、应付票据和其他应付款为主，分别占比 46.55%、17.02%、15.07%和 11.90%。

2008~2010 年，公司短期借款增长较快，年均增长 76.89%。截至 2010 年底，公司短期借款余额 32.72 亿元，较 2009 年底增长 100.82%，其中信用借款增加较多，信用借款、保证借款、抵押借款分别占比为 65.43%、19.12%和 5.46%。

2008~2010 年，公司应付票据大幅增长，年均增长 103.26%。截至 2010 年底，公司应付

票据为 10.59 亿元，较 2009 年底增长 149.72%，全部是银行承兑汇票。

2008~2010 年，公司应付账款增长较快，年均增长 31.26%。公司应付账款余额 11.96 亿元，较 2009 年增长 29.20%，其中 1 年以内的应付账款占比 80.94%，1~2 年的应付状况占比 16.47%；主要系工程款及材料款。

2008~2010 年，公司非流动负债快速增长，年均增长 56.81%。截至 2010 年底，公司非流动负债 6.92 亿元，主要是长期借款 6.61 亿元，占比 95.40%；，长期借款余额与上年持平。

截至 2010 年底，公司债务总额为 49.92 亿元，同比增长 83.96%，其中短期债务和长期债务分别为 43.31 亿元和 6.61 亿元，占比分别为 86.77%和 13.23%。公司债务以短期债务为主。

从债务指标分析，公司 2010 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 61.81%、51.14%和 12.16%。公司债务负担正常。

截至 2011 年 9 月底，公司负债总额为 115.42 亿元，较 2010 年底增长 49.50%，主要来自流动负债中短期借款、应付票据和应付账款的增长。截至 2011 年 9 月底，公司债务总额为 83.01 亿元，其中短期债务占比 93.25%，长期债务占比 6.75%。公司 2011 年 9 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 69.37%、61.96%和 9.90%。公司债务负担有所加重，债务水平有所上升。

总体看，公司债务负担有加重趋势，但仍处于合理水平。

4. 盈利能力

2010 年公司除专用汽车及发动机板块外，其余各板块营业收入均有大幅增长。2010 年公司实现营业收入 119.67 亿元，其能源化工（润滑油）、工程机械、物流汽贸分别实现收入 42.75 亿元、24.96 亿元和 29.70 亿元。

2010 年公司实现营业利润、利润总额和净利润分别为 9.83 亿元、10.18 亿元和 8.98 亿元，

分别同比增长 76.46%、69.37%和 73.53%，其中能源化工（润滑油）、工程机械、物流汽贸分别实现毛利润 5.80 亿元、6.23 亿元、3.11 亿元。

受益于国内基础设施建设投入，工程机械板块中的挖掘机销售增长较快，玉柴重工的产品谱系逐步拓展到附加值更高的中大挖产品；能源化工（润滑油）中的润滑油依托于公司柴油机在国内市场的优势地位和较高的市场保有量，对公司收入和利润贡献较大。

2010 年公司期间费用在营业收入中占比为 8.96%，较 2009 年降低 0.97 个百分点，期间费用控制程度较好。

2010 年公司投资收益为 3.59 亿元，同比增长 103.41%，主要是对 2010 年公司参股企业玉柴股份的投资收益。

从盈利指标分析，2010 年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 14.87%、11.11%和 18.83%，分别较 2009 年降低 0.47 个百分点、1.07 个百分点和 1.47 个百分点，公司盈利能力略有下降。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入、利润总额、净利润分别为 110.40 亿元、5.78 亿元和 4.87 亿元，分别占 2010 年全年比重的 92.25%、56.78%和 54.21%，营业利润率为 13.08%，公司整体经营状态正常。

总体看，公司营业收入快速增长，除专用汽车及发动机板块外，其余各板块营业收入均呈上升趋势，其中工程机械、能源化工（润滑油）、物流汽贸收入稳定增长；整体盈利能力较稳定。

5. 偿债能力

截至 2010 年底，公司流动比率和速动比率分别为 111.61%和 79.79%，较 2009 年底分别下降 18.22 个百分点和 11.48 个百分点。截至 2011 年 9 月底，公司流动负债中短期借款、应付账款和应付票据有所增加，流动比率和速动比率分别为 106.10%和 73.19%。总体看，公司短期偿债能力较强。

2008 年~2010 年公司 EBITDA 稳步增长，近三年 EBITDA 分别为 5.76 亿元、7.85 亿元和 12.90 亿元。2008 年~2010 年公司 EBITDA 利息倍数小幅上升，分别为 5.41 倍、6.36 倍和 6.92 倍；全部债务/EBITDA 倍数小幅上升，分别为 3.47 倍、3.46 倍和 3.87 倍。总体看，公司长期偿债能力适宜。

截至 2011 年 9 月底，公司对外担保余额 11.84 亿元，被担保企业经营状况良好。

截至 2011 年 9 月底，公司共获银行授信额度 25.92 亿元，已使用的授信额度为 16.73 亿元，尚未使用的额度为 9.19 亿元。公司间接融资渠道畅通。

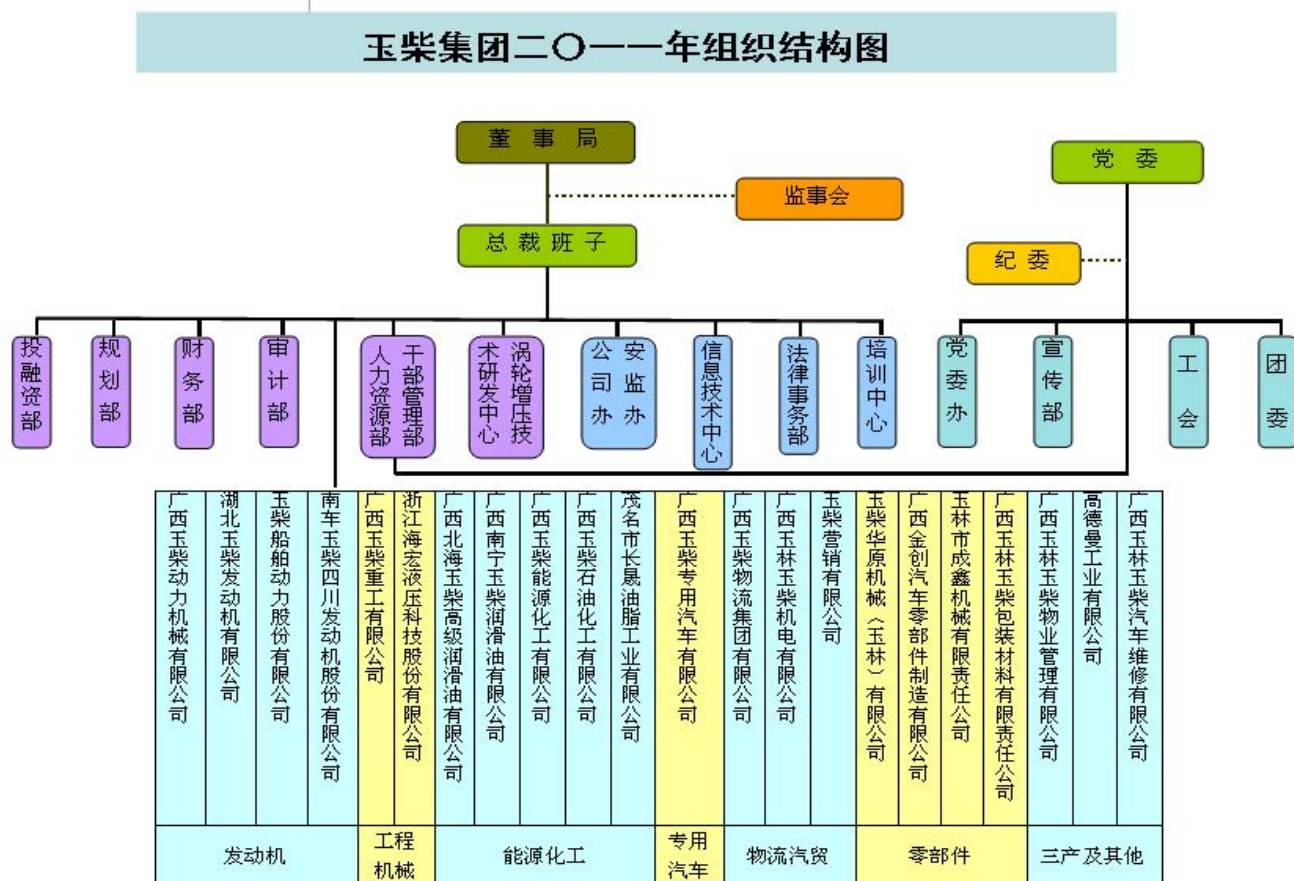
七、综合评价

公司作为国内重要的柴油机和中小型工程机械制造商，具有较高的市场地位；技术研发实力强，具有技术优势和品牌优势；围绕柴油机和挖掘机两条产品链上下游在零部件、润滑油、物流等相关产业进行延伸，协同效应较好，同时，作为广西区内重要的国有独资企业，地方政府给予公司支持力度较大。

公司资产总额增长较快，以流动资产为主，结构相对稳定，资产质量较好；所有者权益中未分配利润较大，稳定性一般；债务水平呈上升趋势，但仍处于合理水平。公司营业收入增长较快，整体盈利能力稳定；短期偿债能力较强，长期偿债能力适宜。

综合分析，公司主体长期信用风险很低。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 2-1 2008 年~2011 年 9 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	57362.70	95072.76	154259.98	63.99	262972.83
交易性金融资产	1348.10	1119.00	1246.00	-3.86	1246.00
应收票据	12001.45	24888.35	85341.52	166.66	32175.95
应收账款	100591.12	93653.47	149782.45	22.03	310473.99
预付款项	27673.62	41856.62	104999.11	94.79	126066.17
应收利息					
应收股利	303.93	1156.14	308.22	0.70	307.41
其他应收款	60619.79	78385.33	61179.32	0.46	58130.89
存货	102800.39	142962.63	223652.85	47.50	357870.30
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	50.99	2279.65	3700.32	751.91	4490.35
流动资产合计	362752.09	481373.96	784469.75	47.06	1153733.89
非流动资产：					
可供出售金融资产			142493.02		136045.52
持有至到期投资			5000.00		
长期应收款					1164.62
长期股权投资	100812.25	117229.41	149837.27	21.91	164461.01
投资性房地产	4333.35	3948.89	5842.72	16.12	4987.44
固定资产	42089.91	58579.00	95627.17	50.73	101613.91
在建工程	8308.42	4334.96	18469.43	49.10	38252.36
工程物资		5.73	5.73		5.73
固定资产清理	0.85	3.33	0.00	-100.00	2.70
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	22564.93	18791.58	31057.74	17.32	47645.78
开发支出					50.76
商誉	1219.22	3640.31	8293.17	160.81	10383.34
合并价差					
长期待摊费用	368.24	348.52	742.86	42.03	1229.86
递延所得税资产	5031.98	5233.74	7189.70	19.53	4198.46
其他非流动资产	2277.67	862.70	0.00	-100.00	0.00
非流动资产合计	187006.82	212978.16	464558.82	57.61	510041.49
资产总计	549758.91	694352.12	1249028.57	50.73	1663775.37

附件 2-2 2008 年~2011 年 9 月合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	104573.63	162935.91	327201.33	76.89	566608.43
交易性金融负债					
应付票据	25641.87	42422.82	105939.35	103.26	155996.80
应付账款	69413.87	92565.45	119593.77	31.26	186535.34
预收款项	12852.73	14631.20	43179.94	83.29	63808.90
应付职工薪酬	6911.12	9188.76	12546.84	34.74	11003.48
应交税费	-301.92	748.99	5647.31		-15536.03
应付利息		116.56	304.60		26.86
应付股利	1451.30	4778.16	4820.02	82.24	7648.09
其他应付款	48608.37	43385.65	83610.98	31.15	57127.75
预计负债					
一年内到期的非流动负债	45000.00			-100.00	
其他流动负债					54224.15
流动负债合计	314150.97	370773.50	702844.13	49.58	1087443.77
非流动负债：					
长期借款	24814.89	66000.00	66050.00	63.15	56000.00
应付债券					
长期应付款	106.42	350.00	1304.16	250.08	8236.07
专项应付款	0.00	0.00	44.13	-	177.46
预计负债	72.36	93.12	104.57	20.21	20.00
递延收益					
递延所得税负债	3162.22	2288.38	286.13	-69.92	286.13
其他非流动负债	0.00	0.00	1446.63	-	2079.00
非流动负债合计	28155.89	68731.50	69235.61	56.81	66798.66
负债合计	342306.86	439505.00	772079.74	50.18	1154242.44
所有者权益：					
实收资本(或股本)	36470.10	36470.10	36470.10	0.00	70000.00
资本公积	34347.69	26725.07	154563.41	112.13	142649.42
盈余公积	8701.98	11105.91	14791.51	30.38	9117.53
未分配利润	69634.96	99093.94	172711.53	57.49	185584.65
外币报表折算差额			-11407.90		-19290.84
归属于母公司权益合计	149154.73	173395.02	367128.65	56.89	388060.75
少数股东权益	58297.31	81452.10	109820.18	37.25	121472.18
所有者权益合计	207452.04	254847.13	476948.83	51.63	509532.94
负债和所有者权益总计	549758.91	694352.12	1249028.57	50.73	1663775.37

附件 3 2008 年~2011 年 9 月合并利润表

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	571626.72	770681.01	1196662.66	44.69	1103976.49
减: 营业成本	477392.34	644504.00	1007004.93	45.24	950422.64
营业税金及附加	4399.64	7946.39	11725.53	63.25	9141.51
销售费用	30662.04	35631.54	48841.01	26.21	46237.17
管理费用	26630.59	28839.83	40618.24	23.50	36083.93
财务费用	8206.72	12057.57	17782.27	47.20	25137.91
资产减值损失		4226.58	8501.79		1102.64
加: 公允价值变动收益		570.90	127.00		
投资收益	12307.57	17662.00	35926.28	70.85	18836.75
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益			57.64		
二、营业利润	36642.97	55708.00	98299.81	63.79	54687.43
加: 营业外收入	6283.62	5486.58	5463.56	-6.75	3981.52
减: 营业外支出	2037.68	1061.83	1919.41	-2.95	838.92
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	40888.90	60132.74	101843.96	57.82	57830.03
减: 所得税费用	5433.32	8390.91	12057.43	48.97	9160.96
四、净利润	35455.58	51741.83	89786.53	59.13	48669.07

附件 4 2008 年~2011 年 9 月合并现金流量表

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 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	530211.53	786194.20	1321249.61	57.86	980380.54
收到的税费返还	1113.73	657.86	848.23	-12.73	194.70
收到其他与经营活动有关的现金	81406.51	66611.11	99722.74	10.68	158707.75
经营活动现金流入小计	612731.77	853463.17	1421820.58	52.33	1139282.99
购买商品、接受劳务支付的现金	471407.25	618255.20	1153325.63	56.41	909898.79
支付给职工以及为职工支付的现金	30982.83	37734.07	45393.60	21.04	42318.92
支付的各项税费	20725.52	32993.93	51481.70	57.61	43025.28
支付其他与经营活动有关的现金	79230.75	133921.25	173612.12	48.03	198257.71
经营活动现金流出小计	602346.35	822904.45	1423813.05	53.75	1193500.69
经营活动产生的现金流量净额	10385.42	30558.71	-1992.47	-	-54217.71
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	2461.17	3730.66	7239.57	71.51	1976.10
取得投资收益收到的现金	2631.43	2930.45	9218.78	87.17	20074.16
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2954.82	427.75	332.94	-66.43	1329.68
处置子公司及其他单位收到的现金净额	780.57	42.90	624.78	-10.53	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	3.51	0.00	4.42	12.26	0.82
投资活动现金流入小计	8831.50	7131.76	17420.49	40.45	23380.76
购建固定资产、无形资产等支付的现金	18837.93	17159.91	49760.20	62.53	49509.44
投资支付的现金	34932.44	13378.64	27319.63	-11.57	27160.10
取得子公司等支付的现金净额		224.42	0.00		1905.19
支付其他与投资活动有关的现金	901.36	124.40	372.03	-35.75	900.00
投资活动现金流出小计	54671.73	30887.37	77451.86	19.02	79474.73
投资活动产生的现金流量净额	-45840.23	-23755.61	-60031.38	14.44	-56093.97
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	166.00	435.85	5861.25	494.21	6822.78
取得借款收到的现金	248877.04	321797.04	447290.55	34.06	658897.52
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	6240.96	1054.56	33839.24	132.85	2179.28
筹资活动现金流入小计	255284.00	323287.46	486991.04	38.12	667899.58
偿还债务支付的现金	203065.11	268333.76	318203.52	25.18	390582.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15426.95	23512.50	31134.32	42.06	32264.79
支付其他与筹资活动有关的现金	6232.87	0.00	17169.35	65.97	4203.15
筹资活动现金流出小计	224724.93	291846.26	366507.19	27.71	427050.72
筹资活动产生的现金流量净额	30559.07	31441.20	120483.85	98.56	240848.86

附件 5 2008 年~2010 年
 公司合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	35455.58	51741.83	89786.53	59.13
加：资产减值准备	1456.32	4226.58	8469.09	141.15
固定资产折旧及其他	4938.45	5210.69	7191.73	20.68
无形资产摊销	713.17	665.65	875.20	10.78
长期待摊费用摊销	421.25	140.76	472.23	5.88
处置固定资产、无形资产等损失	-1619.47	126.86	292.37	
固定资产报废损失	0.02	2.61	153.38	9398.70
公允价值变动损失	0.00	-570.90	-127.00	
财务费用	10881.25	12919.94	18069.30	28.86
投资损失	-12245.43	-17662.00	-35926.28	71.28
递延所得税资产减少	0.00	-172.07	-2229.42	
递延所得税负债增加	0.00	-873.84	-2002.26	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-21162.26	-38761.60	-67032.22	77.98
经营性应收项目的减少	-5630.21	-28441.70	-136322.39	392.06
经营性应付项目的增加	-2761.11	44684.58	138953.07	
其他	-62.14	-2678.68	-22615.79	1807.77
经营活动产生的现金流量净额	10385.42	30558.71	-1992.47	

附件 6 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	5.20	6.67	6.77	6.40	--
存货周转次数(次)	5.15	5.24	5.49	5.25	--
总资产周转次数(次)	1.13	1.24	1.23	1.20	--
盈利能力					
营业利润率(%)	15.72	15.34	14.87	15.18	13.08
总资本收益率(%)	11.32	12.18	11.11	11.47	--
净资产收益率(%)	17.09	20.30	18.83	18.92	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	10.68	20.57	12.16	14.39	9.90
全部债务资本化比率(%)	49.09	51.57	51.14	50.86	61.96
资产负债率(%)	62.26	63.30	61.81	62.35	69.37
偿债能力					
流动比率(%)	115.47	129.83	111.61	117.85	106.10
速动比率(%)	82.75	91.27	79.79	83.83	73.19
经营现金流动负债比(%)	3.31	8.24	-0.28	2.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.41	6.36	6.92	6.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.47	3.46	3.87	3.67	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.18	0.03	-0.12	-0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.33	0.55	-3.33	-2.17	--

注：公司从 2009 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2011 年 3 季度数据未经审计。

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
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

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(非流动)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 8 主体长期信用等级设置及其含义

注：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

联合资信评估有限公司关于 广西玉柴机器集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在广西玉柴机器集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广西玉柴机器集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广西玉柴机器集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广西玉柴机器集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广西玉柴机器集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如广西玉柴机器集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如广西玉柴机器集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广西玉柴机器集团有限公司、主管部门、交易机构等。

