

信用等级公告

联合[2015] 112 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及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的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

广西玉柴机器集团有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年一月二十三日



广西玉柴机器集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度:

品种一: 4 亿元

品种二: 1 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行贷款

评级时间: 2015 年 1 月 23 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	154.72	190.33	186.93	170.86
所有者权益(亿元)	47.88	56.58	58.83	55.86
长期债务(亿元)	5.52	15.44	14.94	19.52
全部债务(亿元)	79.68	97.58	94.01	87.61
营业收入(亿元)	149.02	152.10	135.69	63.75
利润总额(亿元)	11.39	6.15	2.92	2.35
EBITDA(亿元)	16.29	14.43	10.09	--
经营性净现金流(亿元)	-11.24	-3.41	4.39	-0.96
营业利润率(%)	13.65	12.50	10.63	13.30
净资产收益率(%)	20.45	9.50	3.23	--
资产负债率(%)	69.06	70.27	68.53	67.31
全部债务资本化比率(%)	62.47	63.30	61.51	61.07
流动比率(%)	105.55	110.97	105.73	114.51
全部债务/EBITDA(倍)	4.89	6.76	9.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.25	2.15	1.93	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	3.26	2.89	2.02	--

注: 2014 年三季度财务数据未经审计

分析师

于浩洋 周天

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,反映了公司在传统优势产业柴油机和中小型工程机械具备生产规模、市场地位、技术研发等方面的综合优势。此外,公司近年积极调整产业结构,大力拓展能源化工、物流汽贸及船舶动力产业。联合资信同时也关注到近年来受国内固定资产增速放缓影响,公司工程机械业务经营较为困难,对盈利贡献较大的贸易业务受不利经济环境的影响,整体规模较小,竞争力较弱。同时,原材料价格波动较大等因素对公司的经营可能带来一定的不利影响。

地方政府给予公司支持力度较大,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;同时物流汽贸、零部件等相关业务形成产业链优势,良好的协同效应使公司抗风险能力强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 公司在柴油机和中小型挖掘机市场占有率较高,品牌优势明显。
2. 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。
3. 公司技术研发能力较强,技术优势明显。
4. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 规模大,对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 受国内固定资产增速放缓导致工程机械行业景气度低迷影响，近年来公司整体盈利水平大幅下降。
2. 钢材及燃油价格波动较大对公司生产经营具有一定的不利影响。
3. 公司将油脂业务分立成立新公司茂名市广垦长晟粮油食品有限公司，该公司不在合并报表范围内，故2014年6月起公司资产、收入、利润规模等都相应减少。
4. 公司债务规模较大，债务负担偏重。
5. 公司对外担保比例较高，被担保企业经营业绩一般，存在一定或有风险。
6. 公司应收账款及存货规模大，对公司形成一定的资金占用，且存在一定的减值风险。

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、联合资信与评估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 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该中期票据的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

广西玉柴机器集团公司成立于 1992 年 8 月 4 日，2001 年 10 月 19 日改制为广西玉柴机器集团有限公司（以下简称“公司”），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 2014 年 9 月底，公司注册资本为 10 亿元。

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、成品油、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；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）

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 16 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 9 月底，合并范围内的一级子公司共计 14 家。

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 9 月底，公司（合并）资产总额 170.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.86 亿元；2014 年 1~9 月公司实现营业收入

63.75 亿元，利润总额 2.35 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、本期中期票据概况

公司于 2014 年注册总额度为 10 亿元的中期票据，计划分两期发行。2014 年 6 月 12 日，公司发行了 2014 年度第一期中期票据 5 亿元，2015 年第一期计划发行中期票据 5 亿元（以下简称“本期中期票据”），存续期限 3 年。

本期中期票据分为两个品种，品种一为付息式固定利率品种，品种二为付息式浮动利率品种，品种一预设发行规模 4 亿元，品种二预设发行规模 1 亿元。公司对簿记管理人有权根据簿记建档情况对品种一、品种二发行规模进行回拨调整，但回拨调整金额不超过 1 亿元。

品种一采用固定利率方式，根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定，协商一致确定，在中期票据存续期内固定不变。

品种二票面利率由基准利率加上基本利差确定。基准利率为发行首日和其他各计息年度起息日前 20 个工作日，中国债券信息网公布的 3 年期中债银行间固定利率政策性金融债（国开行）到期收益率算数平均值（四舍五入计算到 0.01%）；基本利差将由公司与簿记管理人按照国家有关规定，根据簿记建档结果确定。品种二基准利率在中期票据存续期内每年调整一次，基本利差在中期票据存续期内固定不变。

本期中期票据采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息。

本期中期票据募集的资金将全部用于偿还公司本部银行贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观政策和经济环境

2014 年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长

7.5%，三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%，比上年同期提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上年同期回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年同期回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（M2）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（M1）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M0）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有提质的发展态势，

但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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 1~11 月，中国挖掘、铲土运输机械累计生产 34.15 万台，同比减少 17.81%。其中：挖掘机累计生产 11.64 万台，同比减少 13.97%。起重机累计生产 46.70 万台，同比减少 2.34%；压实机械累计生产 4.84 万台，同比增长 19.51%。

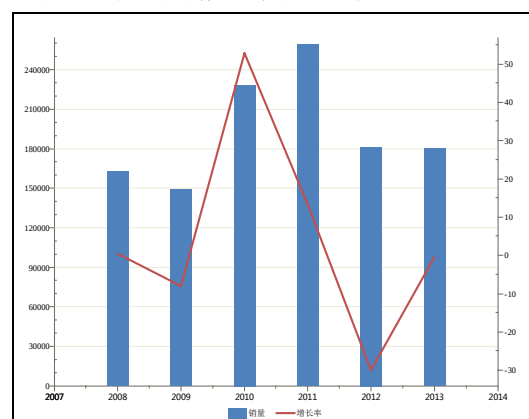
2014 年 1~10 月，工程机械行业累计完成出口总额 164.03 亿美元，同比增长 0.77%，其中装载机、挖掘机出口规模为 13.73 亿美元和 9.61 亿美元，分别同比下降了 6.54% 和 12.87%。1~9 月工程机械行业进口总额 36.50 亿美元，同比下降 8.08%。其中装载机、挖掘机进口规模为 0.51 亿美元和 7.41 亿美元，分别同比增长了 24.39% 和下降了 88.53%。

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，%）



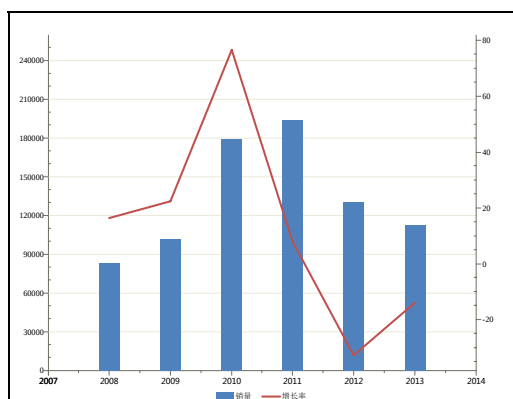
资料来源：Wind 资讯

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 年的产品结构与 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都略有下降。

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。

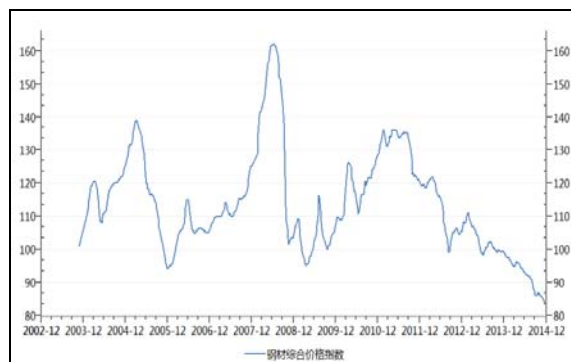
（2）行业关注

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12月19日，钢材价格指数为83.76点，比2013年底下降了15.81%。

图3 钢材价格指数



资料来源：Wind 资讯

销售模式方面，在中国经济高速增长时期，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。2014年1~11月，国内车用发动机产销分别完成1911.81万台和19153.14万台，比上年同期累计分别增长3.93%和4.44%，车用柴油机产销分别完成292.90万台和296.87万台，比上年同期累计，产量下降9.76%，销量下降9.26%。

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（氧化型催化剂）+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期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，中国基础设施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

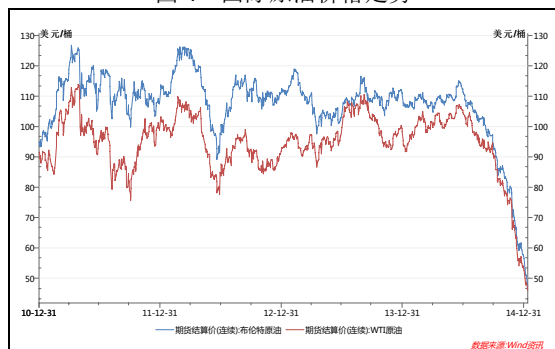
由于目前许多柴油机企业的主要客户重型卡车制造商正在致力于建立自己的发动机生产线，如中国重汽、上海汽车等。这些重卡制造商通过引进技术、利用 CKD（全散件组装）或 SKD（半散件组装）等手段生产适合自身重卡的发动机机型或直接通过收购现有的柴油机厂商完成生产链的延展。因此独立发动机生产商的生存空间将可能随着这些生产线的投产供货而被挤压，柴油机的配套终端竞争可能变得越来越激烈。由于发动机生产线的投入较大，周期较长，研发难度大，国际上重卡发动机技术类型较为集中，因此短期自我配套的重卡生产厂商形成规模较为缓慢，给独立发动机生产商留出了技术与规模的升级机会。

燃油价格波动

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准包括米纳斯、辛塔、杜里原油现货价格等，但基本与纽约WTI期货价格保持同步趋势。

2013年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，美国西得克萨斯中质原油（以下简称“WTI”）与其它基准油价差总体收窄。北海布伦特原油期货结算（连续）全年平均价格为108.70美元/桶，比上年下降2.97美元/桶，WTI原油期货结算（连续）全年平均价格为98.05美元/桶，比上年增长3.91美元/桶。2014年上半年，原油现货价格整体延续了2013年的波动走势，但下半年受美联储退出QE3、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，截至2015年1月12日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和WTI原油期货结算（连续）价格分别仅为47.43美元/桶和46.07美元/桶。同期，国内原油价格与国际市场原油价格走势基本一致。从长期来看，由于原油作为一次性能源的不可替代性，随着全球经济逐步恢复，原油价格仍有回升的潜力。

图4 国际原油价格走势



资料来源：Wind 资讯

成品油定价方面，2013年3月末，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从22个工作日缩短为10个工作日；取消平均价格波动4%的幅度限制并调整

挂靠油种，但是如果10个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升5分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。9月底，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价290元（约每升0.21元）、370元（约每升0.32元）；2017年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价170元和160元。从成品油价格调整情况看，2013年全年中国政府共15次调整国内汽油、柴油价格，汽油标准品价格累计上涨人民币5元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币15元/吨。2014年1~10月，中国对国内汽油、柴油价格的调整主要以下调为主基调，共累计调整国内汽油、柴油价格14次，汽油标准品价格累计下降人民币925元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币890元/吨。

（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。

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。

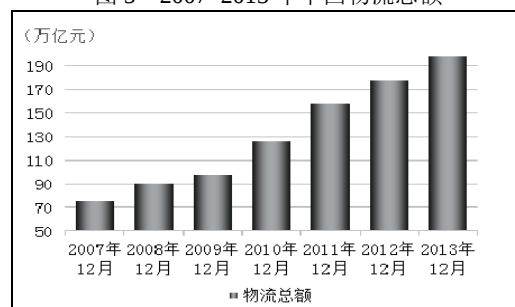
未来 10 年中，亚太地区润滑油需求量将达到 1550 万吨，而中国就将占该地区需求量的 40%。到 2020 年，中国市场的润滑油需求将会翻一番，消费量将可能超过美国。国内对车用油需求的高速增长和车用油高档化趋势将推动车用润滑油行业进入快速发展期。在车用润滑油需求量逐年上升的同时，用油档次也将实现跨越式发展，高档油品直接与国际接轨。

④物流与生产资料流通行业

生产资料流通行业受宏观经济形势影响较大。2013 年，随着中国转变经济发展方式步伐加快以及在国家促进流通业发展相关政策的支持下，生产资料流通行业继续保持平稳向好的发展态势，生产资料流通规模实现较快增长，增速全年基本保持平稳；需求温和回升，出口形势好转，但产能过剩、供大于求的矛盾依旧突出；市场价格继续波动下行，但波动幅度较上年略有收窄；企业效益有所好转，利润下滑趋势减缓，但未能实现企稳回升。从各行业来看，钢铁、化工、有色等周期性行业有所回升，但受产能过剩困扰，尚未达到景气状态。

根据中国物流信息中心初步统计核算，2013 年，中国全社会生产资料销售总额实现 55.0 万亿元，按可比价计算，同比增长 11.9%，增速较 2012 年持平；增速与 GDP 增速弹性为 1.55，保持在合理范围之内。据初步预测，2013 年，全社会物流总额 200 万亿元左右，按可比价格计算，同比增长 9.5%，增幅较去年同期回落 0.3 个百分点左右。总体上看，生产资料和物流市场规模均保持平稳增长，且增速快于 GDP 增长。

图 5 2007~2013 年中国物流总额



资料来源：WIND 资讯

2013 年，随着世界经济的缓慢复苏和国家“稳增长、调结构、促改革”政策措施效果逐步显现，生产资料行业总体市场环境好于上年，但受行业产能集中爆发、产能过剩问题突出影响，生产资料市场价格仍呈现震荡下跌趋势。以钢铁行业为例，由于产能释放较快，国内钢材市场继续呈现供大于求局面，钢材价格低位运行，行业盈利处于较低水平。据钢铁协会统计，2013 年，中国钢铁行业（黑色金属冶炼及压延业）固定资产投资仍达到 5060 亿元，虽同比下降 2.1%，但投资额仍然较大，必将形成新的产能。而企业为了发挥规模效益、降低费用，就要达产达效。产能过剩、产能释放快，造成钢材市场供大于求矛盾突出。

价格方面，2013 年，生产资料销售价格总体呈震荡下行趋势，市场综合平均价格比 2012 年下降 4.6%，比年初下降 1.2%。从监测的大类品种看，黑色金属、有色金属和机电类产品价格继续下行，环比分别下降 0.1%、0.9%和 0.2%，但跌幅分别收窄 0.6、0.3 和 0.2 个百分点；化工产品和汽车价格止跌回升，环比分别上涨 0.8%和 1.5%；原煤、成品油和建材类产品价格继续上涨，环比分别上涨 13.3%、3.2%和 1.1%，涨幅分别扩大 12.8、3.1 和 0.4 个百分点；木材类产品价格保持平稳，环比与上月基本持平。

从企业效益看，据重点联系的生产资料流通企业调查资料显示，2013 年 1-11 月，行业整体营业收入同比增长 9.3%，利润总额同比下降 11.1%，降幅较 2013 年前 10 个月扩大 2.9 个百分点，较 2012 年 1~11 月收窄 9.7 个百分点；销售利润率为 1.30%，同比下降 0.33 个百分点，

明显低于去年同期水平。值得注意的是，企业应收账款同比增幅高达 43.3%，表明企业资金流动性下降，一定程度上增加了企业的财务风险。总体看，2012 年受复杂的国内外经济形势影响，中国生产资料流通企业发展势头明显趋缓。2013 年，随着国内经济运行稳中趋升，行业内企业整体营业规模虽有所增长，但利润总额未能企稳回升，行业内企业仍面临较大经营困难。

从 2014 年 1~9 月市场表现来看，物流与生产资料市场运行总体向好，发展的协调性进一步增强。据物流信息中心初步统计，2014 年 1~9 月，全社会生产资料销售总额 196.9 万亿元，按可比价格计算，增长 8.3%，增速比一季度回升 0.1 个百分点，较上年同期回落 1.3 个百分点。从物流总额构成看，物流市场结构有所优化。工业品物流总额 181.7 万亿元，可比增长 8.3%，增速较 1~10 月回落 0.1 个百分点。进口货物物流总额 11.0 万亿元，可比增长 7.8%。受到“双十一”各大电商促销活动影响，11 月全国规模以上快递服务企业业务量当月完成 16.5 亿件，同比增长 51.4%，环比 10 月增长 27.9%，刷新了快递业务量的新纪录；1~11 月累计完成 123.2 亿件，同比增长 51.8%。受此影响，单位与居民物品物流总额继续保持高速增长态势，可比增长 32.5%，较 1~10 月提高 0.6 个百分点。从生产资料市场发展来看，预计 2015 年经济运行中的有利条件和积极因素趋于增多，整体环境改善，特别是城镇化建设加快和物流业的发展，将为生产资料市场发展带来较大空间，市场供需增速将继续加快，企业经营状况将有所好转，市场价格也有望止跌趋稳。

2. 区域经济环境

公司本部位于广西壮族自治区玉林市，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、公司基础素质分析

1. 产权关系

公司为国有独资有限责任公司，玉林市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。实际控制人和控股股东均为玉林市人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 规模和市场竞争力

公司是投融资管理型公司，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 9 月底，合并范围内的一级子公司共计 14 家，行业涉及能源化工、物流汽贸、发动机、工程机械、零部件板块等。

工程机械板块主要经营主体为广西玉柴重工有限公司（以下简称“玉柴重工”），主要生产中小型挖掘机。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、常州二个生产基地，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经营实体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

自贸区和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、广西华原过滤系统股份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。

能源化工板块主要是广西北海玉柴马石油高级润滑油有限公司，拥有年产 15 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。2013 年，玉柴集团位列中国企业 500 强排行榜第 278 位，中国制造业企业 500 强第 138 位，中国 500 最具价值品牌第 103 位，中国机械 500 强企业第 17 位。

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，具有明显的技术优势和品牌优势，整体竞争力较强。

3. 技术和装备水平

在技术水平方面，玉柴集团是国家级高新技术企业，具备雄厚的技术研发实力，在南宁、玉林建立了两个研发基地。拥有国家级企业技术中心、国家认可实验室、博士后工作站、院士专家企业工作站，是内燃机国家工程实验室、广西柴油机工程院唯一依托建设单位。通过与英国布鲁奈尔大学、德国亚琛工业大学、上海交通大学、天津大学等国内外名校、研发机构合作，共同建立了 10 余个国内外产品技术研发中心。形成了以自主研发技术为核心、对接世界前沿技术、借力外部、服务内部的产品技术研发平台。玉柴拥有授权专利 1500 多项，多项发明专利填补了国内技术空白。《节能环保型柴油机关键技术及产业化》、《内燃机全工况高增压关键技术及工程应用》项目，分别荣获 2012 年度、2013 年度国家科技进步奖二等奖。2011

年，玉柴研发成功国内首台排放达标欧Ⅵ柴油发动机，在技术上始终与世界先进水平保持同步，引领了发动机行业的绿色革命。

4. 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，54 岁，公司董事局主席、党委书记，高级工程师，硕士研究生学历，曾任大连铁路分局办公室副主任、大连铁路分局旅行服务公司总经理、大连铁龙实业股份有限公司总经理；沈阳铁路局经济发展总公司总经理兼党委书记；大连火车站站长兼党委副书记；广深铁路股份有限公司广州东站长、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、党委副书记；玉柴联合动力股份有限公司董事长；广西玉柴重工有限公司董事长等职务；第十一届全国人大代表。现兼任广西玉柴机器股份有限公司董事长、并被选为第十二届全国人大代表，荣获 2010 年“全国劳动模范”、“2012 年度广西十佳企业家”和“2013 年广西壮族自治区优秀专家”光荣称号。

公司总裁古堂生先生，41 岁，公司董事、总裁、党委常委，工程师，博士研究生学历，曾任广东省科技风险投资有限公司项目经理、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；广西玉林市人民政府市长助理；公司常务副总经理、代总经理、董事局主席助理；广西玉柴机器股份有限公司董事长助理、湖北玉柴投资有限公司董事长等职务。现兼任广西玉柴新能源有限公司董事长、广西玉柴物流集团有限公司董事长。

截至 2014 年 9 月底，公司共有员工 8576 人，按学历划分，高中及以下、中专及技校、大专、本科、硕士及硕士以上所占比例分别占 31.08%、25.63%、23.27%、18.52%、1.50%；按岗位构成划分，管理人员、营销服务人员、财务人员、后勤服务人员、工程技术人员、生产人员分别占 14.69%、13.35%、4.00%、11.96%、

10.33%、45.66%；年龄构成来看，公司 30 岁以下占比 40.52%，30 至 55 岁占比 57.42%，56 岁及以上占比 2.06%。

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。

5. 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。公司下属广西北海玉柴马石油高级润滑油有限公司、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、广西金创汽车零部件制造有限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、广西华原过滤系统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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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 13 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。

2. 内部控制

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、预算管理、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。

公司下设投融资部、规划部、财务部、审计部、法律事务部等 16 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。担保应当符合法律、行政法规及有关规定，必须报请董事局审议，并根据《章程》权限由董事局审批或报经国资委批准方可提供担保，未经程序不得对外提供担保或互保。经批准的担保事项应当设立备查账簿登记，实行跟踪监督。如属子公司担保事项，则应当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）、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。

七、经营分析

1. 经营现状

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工程机械、柴油机、润滑油、零部件和专用汽车的生产和销售，物流汽贸业务也占有较重要地位。

2011 年~2013 年，公司营业收入波动中有所下降，分别为 149.02 亿元、152.10 亿元和 135.69 亿元，三年年均复合变动率为-4.58%。2013 年公司营业收入为 135.69 亿元，受工程机械收入锐减影响，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。2011 年~2013 年公司整体毛利率有所下降，分别为 14.50%、13.40%和 11.70%，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由于毛利率较高的工程机械板块收入占比快速下降，以及收入占比最大的能源化工板块毛利率下降所致。2014

年1~9月，公司实现营业收入63.75亿元，较2013年同期下降38.45%，仅为2013年全年的46.98%，其主要原因为：

A、工程机械板块营业收入较去年同期下降4.35亿元，降幅78.06%，主要原因是：2014年工程机械行业仍处于低谷，受国内固定资产投资实际增速放缓影响，挖掘机需求量大幅减少，2014年前三季度，公司挖掘机销售量419台，较去年同期下降61.02%。

B、能源化工板块营业收入较去年同期下降28.01亿元，降幅46.33%，其中：

①广西玉柴能源化工有限公司（以下简称“广西能化”）2014年1~9月剔除关联交易后营业收入为6.49亿元，较去年同期减少6.34亿元，降幅为49.44%，主要是由于国内整体经济处于下行态势，广西能化业务规模有大幅度的缩减，1~9月广西能化总体业务量为11.18万吨，较去年同期下降88.10%；

②茂名市长晟油脂工业有限公司2014年1~9月剔除关联交易后营业收入为8.66亿元，较去年同期减少10.32亿元，主要因为公司将油脂业务分立成立新公司茂名市广垦长晟粮油

食品有限公司（简称“广垦长晟”），广垦长晟不在公司合并报表范围内，导致营业收入同比减少8.75亿元；

③广西玉柴石油化工有限公司1~9月剔除关联交易后营业收入为2.96亿元，较去年同期减少6.38亿元，降幅为68.33%，主要由于原材料的供应不足，其中混合碳四1~9月累计采购量1.40万吨，较去年同期减少6.10万吨，导致累计开工率仅为17%，较去年同期下降41%，使得高附加值产品MTBE产量严重不足，收入大幅下降。

C、物流汽贸板块营业收入较去年同期下降4.26亿元，降幅22.17%，主要原因是受国三转国四影响，商用车销售量大幅下降。2014年前三季度，公司商用车销售量1398台，较去年同期下降55.39%。

2014年1~9月，由于能源化工板块以及物流板块的毛利率回暖，公司整体毛利率水平回升至14.34%。以下主要分析2013年公司营业收入占比5%以上的板块，包括能源化工、工程机械、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（%）			
	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月
工程机械	327362	174680	77584	12217	21.97	11.48	5.72	1.92	23.46	22.07	17.80	5.48
能源化工	628690	794457	791350	324478	42.19	52.23	58.31	50.90	10.74	11.60	10.04	14.77
发动机	137589	148380	130332	85228	9.23	9.76	9.61	13.36	9.83	10.72	12.34	11.77
零部件	89858	86889	72711	51452	6.03	5.71	5.36	8.07	22.45	28.94	23.72	23.56
物流汽贸	282030	287670	259809	149568	18.93	18.92	19.15	23.46	11.39	8.58	9.96	11.75
专用汽车	19976	23380	18199	9862	1.34	1.54	1.34	1.55	19.13	19.60	22.57	20.13
其他板块	4701	5506	6890	4675	0.31	0.36	0.51	0.73	44.37	51.44	32.48	24.11
合计	1490206	1520962	1356875	637479	100.00	100.00	100.00	100.00	14.50	13.40	11.70	14.34

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，因此工程机械板块和零部件板块数据统计口径较前两年不一致。自2013年8月起不再合并浙江海宏液压科技股份有限公司。

能源化工

公司能源化工板块主营业务主要有芳烃等

石油化工产品、润滑油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

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”）。

2011年~2013年公司能源化工营业收入波动中有所增长，能源化工板块已经取代了传统的工程机械板块以及发动机板块成为公司最大收入板块。2013年能源化工业务收入79.14亿元，较2012年下降0.39%，毛利率为10.04%，同比下降了1.56个百分点。2014年前三季度，公司该板块实现收入32.45亿元，毛利率水平回升至14.77%，其主要原因是茂名市长晟油脂工业有限公司将毛利率比较低的棕榈油业务分立出去，毛利率得以提升。

（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玉柴石化，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，年产值达20亿元。

截至2014年9月底，玉柴石化总资产为6.89亿元，总负债为5.82亿元，所有者权益为1.06亿元，2014年1~9月实现销售收入6.99亿元，利润总额-0.43亿元。由于原材料的供应不足，导致MTBE装置2014年1~9月累计开工率仅为17%，较去年同期下降41%，高附加值产品MTBE产量严重不足，收入、毛利大幅下降，同时，开工不足使得固定成本费用无法摊薄，加剧了毛利下降。

由下表可以看出，2013年，公司芳烃产销量分别为17万吨和21万吨，同比分别下降了

34.62%和16%。

表2 2012年~2014年1~9月公司芳烃产销量表

芳烃（万吨）	2012年	2013年	2014年1~9月
产量	26	17	10
销量	25	21	11

资料来源：公司提供

2013年玉柴石化原材料供应商主要是中石油昆仑燃气、富岛化工以及鸿森化工等。2012年~2013年玉柴石化主要原材料采购量分别为219614.10吨和91204.19吨。2014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年前三季度基础油采购量为92132.00吨。

12年~2014年1~9月玉柴石化主要原材料采购情况表

主要供应商采购量（吨）	2012年	2013年	2014年1~9月
中石油昆仑燃气	200778.80	59143.73	
中国石化炼油销售有限公司	0.00	25132.96	92132.00
富岛化工	8519.16	3842.60	
鸿森化工	10316.14	3084.90	
合计	219614.10	91204.19	92132.00
平均采购价格（万元/吨）	2012年	2013年	2014年1~9月
中石油昆仑燃气	0.59	0.55	
中国石化炼油销售有限公司	-	0.55	0.55
富岛化工	0.26	0.25	
鸿森化工	0.26	0.25	

资料来源：公司提供

（2）润滑油

润滑油主要由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。广西玉柴能源化工有限公司为贸易型公司，从事润滑油、食用植物油、煤炭、矿产品等产品的销售业务。

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 84%。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 48946.46 吨、51344.78 吨和 47723.09 吨。2014 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 PETRONAS BASE OIL(M) SDN BHD 与库柏贸易（国际）有限公司，2014 年前三季度基础油采购量为 61587.91 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 4 2011 年~2014 年 1~9 月公司主要基础油采购情况

主要供应商采购量（吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
埃克森美孚亚太私人公司	24364.06	32027.30	10504.24	17274.30
PETRONAS BASE OIL(M) SDN BHD			13879.92	5012.45
库柏贸易（国际）有限公司				25649.96
GS CALTEX CORPORATION				8972.69
深圳瑞远动力商贸有限公司		3530.88	5977.75	2795.77
平均采购价格（万元/吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
埃克森美孚亚太私人公司	0.78	0.74	0.62	0.69
PETRONAS BASE OIL(M) SDN BHD			0.70	0.70
库柏贸易（国际）有限公司				0.70
GS CALTEX CORPORATION				0.64
深圳瑞远动力商贸有限公司		0.83	0.65	0.64

资料来源：公司提供

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，生产中高档汽油车、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。2011 年~2014 年 1~9 月公司润滑油销量分别为 63017 吨、63915 吨、68653 吨和 49460 吨。

表 5 2011 年~2014 年 1~9 月公司润滑油产销量（吨）

润滑油	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
产量	59421	57821	66115	42433
销量	63017	63915	68653	49460

资料来源：公司提供

公司现有 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（以下简称“长晟公司”），长晟公司现注册资本 2000 万元，由珠海市晟洲投资有限公司与广西玉柴机器集团有限公司共同出资，其中：珠海市晟洲投资有限公司持股

65%，广西玉柴机器集团有限公司持股 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，因此，公司将长晟公司并入合并报表。

长晟公司是粤西地区最大的食用油脂加工企业，油品仓储库容达 11 万吨，拥有当今世界先进水平的马来西亚 OIL—TEK 公司生、精炼、分提炼、调和及分装棕榈油的全自动生产线，能生产加工棕榈油、花生油、豆油、菜油、调和油、人造奶油、起酥油等植物油脂系列产品；产品质量，经中华人民共和国质量监督总局检验测定，获得了广东省质量技术监督局颁发的食品生产许可证，同时通过 ISO9001: 2008 质量管理体系认证与 ISO22000: 2005 食品安全管理体系认证；生产线设计生产力分别为：精炼 1280 吨/天、分提 2500 吨/天、包装油 50 万吨/年；品种包括精炼棕榈油、棕榈油、半固体棕榈油、棕榈硬脂、小包装棕榈油等，品质优良且价格相宜，深受广大厂商和用户欢迎。

长晟油脂全自动生产线的核心设备由德国、波兰、新加坡等国家进口，从各加工工序到产品质量检测全都由电脑自动控制，生产工艺技术含量高，属国内高新技术加工产业。

2014 年 5 月，公司将油脂业务分立成立新公司茂名市广垦长晟粮油食品有限公司，该公

司不在公司合并报表范围内，故 2014 年 6 月起公司资产、收入、利润规模等都相应减少。

截至 2014 年 9 月末，长晟公司总资产为 7.54 亿元，总负债为 6.94 亿元，所有者权益为 0.60 亿元，2014 年 1~9 月实现销售收入 8.66 亿元，利润总额 0.24 亿元，净利润 0.18 亿元。

表 6 2011 年~2014 年 1~9 月公司食用油产销量表

食用油(万吨)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
产量(万吨)	27.15	32.22	59.10	22.42
销量(包装油每箱以 0.02 吨计算)	29.97	33.88	37.41	12.69
平均销售单价(万元/吨)	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司提供

从上表可以看出，2011 年~2013 年食用油产销量复合增长率分别达到了 47.54% 和 11.73%。2014 年 1~9 月，公司产销量分别为 22.42 万吨以及 12.69 万吨。

2013 年长晟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 年~2013 年公司主要原材料采购量分别为 212873.46 吨、321014.05 吨和 351007.69 吨。2014 年以来长晟公司将部分供应商更换为东马油脂有限公司，2014 年前三季度基础油采购量为 102048.52 吨。

表 7 2011 年~2014 年 1~9 月长晟公司主要原材料采购情况表

主要供应商采购量(吨)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
珠海市中良企业有限公司	151038.40	172488.98	236086.58	65375.34
东马油脂(广州保税区)有限公司				17000.00
河南中储粮购销公司(中央储备粮河南公司)			9730.60	14811.18
茂名长轩实业有限公司	9230.00	92247.04	28720.00	4862.00
嘉吉粮油(阳江)有限公司	12172.89	10092.60	25760.52	
湛江渤海农业发展有限公司		4472.18	43709.99	
平均采购价格(万元/吨)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
珠海市中良企业有限公司	0.77	0.67	0.54	0.55
东马油脂(广州保税区)有限公司				0.53
河南中储粮购销公司(中央储备粮河南公司)			0.94	0.65
嘉吉粮油(阳江)有限公司	0.89	0.80	0.65	

主要供应商采购量（吨）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
茂名长轩实业有限公司	0.69	0.58	0.59	0.53
湛江渤海农业发展有限公司		0.79	0.69	

资料来源：公司提供

总体看，公司能源化工业务在公司收入中已经占据了主导地位，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

2011 年~2013 年公司物流汽贸业务收入较为稳定，近三年分别为 28.20 亿元、28.77 亿元和 25.98 亿元。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 1~9 月，公司物流汽贸业务收入为 14.96 亿元，受该板块毛利率较低的商用车销量下降带动，毛利率较 2013 年小幅上升至 11.75%。

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，年货运量高达 2100 多万吨，货运周转量 62 亿吨公里。在国内，公司已在无锡、上海、天津、淄博、郑州、西安、广州、成都、贵阳、昆明、长沙、杭州、厦门、十堰、南宁、柳州、桂林、玉林、钦州、北海等地设立了三十多家物流业务分、子公司。

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

制度等，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。

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 1~9 月，汽车销售业务收入为 10.74 亿元，仅为 2013 年的 57.58%，其销量下降的主要原因是商用车销量的大幅下降。

表 8 2011 年~2014 年 1~9 月汽车销售业务统计

销量（辆）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
商用车	5057	5285	4681	1398
乘用车	6372	6872	6289	4833
合计	11429	12157	10970	6231
销售额（万元）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
商用车	126412	117844	107880	39491
乘用车	84899	90881	88856	67885
合计	211311	208725	196736	107376

资料来源：公司提供

注：公司 2011 年乘用车销售额增长较快主要是由于 2011 年度高端车品牌销售占比提高所致。

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，波动增长；汽车销售等机电业务与物流网络有较好的协同效应。

工程机械

2011 年~2013 年公司工程机械板块收入分别为 32.74 亿元、17.47 亿元和 7.76 亿元，2013 年同比大幅下降 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 年前三季度公司实现销售收入 1.22 亿元, 仅完成 2013 年全年收入的 15.72%。

工程机械板块经营实体主要为玉柴重工, 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, 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。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。

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 年三季度, 公司销售情况进一步恶化, 各类挖掘机销量合计仅为 419 台。

表 9 2011 年~2014 年 1~9 月公司挖掘机产销量统计
单位: (台)

挖掘机	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
9 吨以下 (产)	5332	2054	521	424
9 吨~20 吨 (产)	1131	364	93	43
20 吨以上 (产)	1478	562	43	3
其他	379	205	147	2
产量合计	8320	3185	804	472
9 吨以下 (销)	5581	2689	583	191
9 吨~20 吨 (销)	901	695	95	25
20 吨以上 (销)	1208	589	215	31
其他	336	191	147	1
出口	501	410	239	171
销量合计	8527	4574	1279	419

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, 2013 年约为 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 9 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, 公司工程机械产品谱系逐步拓宽, 渠道建设和营销模式的创新增强了公司的市场竞争力。但 2012 年以来, 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 年前三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动力, 2011 年~2013 年发动机销售收入波动中有所下降, 近三年分别为 13.76 亿元、14.84 亿元和 13.03 亿元, 毛利水平尚可, 2013 年为 12.34%; 2014 年前三季度实现营业收入 8.52 亿元, 公司毛利率下降至 11.77%。

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 年公司对生产线进行改扩建, 2009 年与 2010 年分别有一条 10 万台生产能力生产线投产, 截至 2014 年 9 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 6.43 万台。

表 10 2011 年~2014 年 1~9 月公司柴油机产量 (台)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
单缸机	98734	87398	64262	38193
二缸机	44815	48690	44855	18611
三缸机	1231	1635	430	144
轻型机	67243	67432	71614	50384
合计	212023	205155	181161	107332

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、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 70%。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 4%~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。

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 10%，银行承兑汇票 90%）付款。公司对关联方原材料供应商在付款方式上是否与上述结算方式没有不同。

产品销售

2011 年~2013 年公司柴油机销量波动下降，2013 年销售量 17.86 万台，较 2011 年下降 13.31%。2014 年前三季度柴油机销量为 10.99 万台，完成 2013 年全年的 61.52%。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 14 个销售片区：广西片区、安徽片区、川渝片区、东北片区、福建片区、贵州片区、湖北片区、华北片区、江苏片区、琼粤片区、西北片区、湘赣片区、云南片区、浙江片区。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 11 2011 年~2014 年 1~9 月公司柴油机销量（台）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
单缸机	96632	90378	66007	41168
二缸机	43709	50943	43856	18717
三缸机	1369	1657	436	145
轻型机	64332	68761	68321	49860
合计	206042	211739	178620	109890

资料来源：公司提供

总体看，公司柴油机板块 2013 年以来收入有所下降，但受益于公司附加值较高的二缸机

销量占比增加，规模效益逐步显现，毛利率有所提高。

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，2011 年~2014 年 9 月，公司零部件板块收入分别为 8.99 亿元、8.69 亿元、7.27 亿元和 5.15 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；2013 年由于减少合并浙江海宏液压科技股份有限公司导致公司零部件板块收入有所减少。

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 21.92% 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，玉柴国际的控股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 34.9% 的股权），且拥有对玉柴国际一票否决权的金股（该金股为 1994 年上市时发行给其股东的），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 2013 年底，玉柴股份资产总额为 181.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.40 亿元；2013 年度玉

柴股份实现营业收入 159.41 亿元，利润总额 12.22 亿元。截至 2014 年 9 月底，玉柴股份资产总额为 185.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）79.31 亿元；2014 年 1~9 月玉柴股份实现营业收入 128.25 亿元，利润总额 8.35 亿元。

2. 经营效率

2011 年~2013 年公司销售债权周转次数分别为 5.08 次、3.29 次和 2.39 次；2011 年~2013 年公司存货周转次数分别为 4.81 次、4.46 次和 4.40 次，2011 年~2013 年公司总资产周转次数分别为 1.07 次、0.88 次和 0.71 次，总体看，公司经营效率有所下降。

3. 未来发展

在建工程

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”，广西玉林华源投资有限公司持股 75%，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 9 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。

公司发展战略

加快玉柴产业新城建设，扩大国内、国际间的合资合作和高新技术的引进、应用，重点拓展“发动机”和“石油化工”两条产业链，构筑“金融”和“物流”两大服务平台，整合资源，优化结构，推动转型升级，提升核心竞争力，实现企业永续经营和健康发展。

在经营体制、人才机制、管理体系、产品结构、技术创新应用、企业文化升级等方面取得根本性改善，企业运营能力明显增强，企业综合实力稳步提升，初步完成“二次创业”阶段性目标，为确保集团持续、稳定、健康发展夯实基础。2018 年底，年销售规模超过 1000 亿元。

集团化运作、精益化管理、品牌化发展的投融资管理型公司。通过“战略管理中心、投融资管理中心、财务监控中心、人力资源中心”四大控制中心进行精益化管理，并发挥战略协同优势来实现集团化运作，把集团公司打造成为国内领先的具有产业基础和产业优势的投融资管理型公司。

表 12 截至 2014 年 9 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9月底已完成投资	2014年投资额	2015年拟投资额	相关批文
玉柴润滑油三期项目	27130	14278		3100	北工管企复（2010）36号北环复字[2011]402号

200万吨/年重油制烯烃和芳烃项目	930000	13861	14023		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

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2011~2012 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 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 年三季度财务报表未经审计。2013 年 12 月 16 日，因玉柴集团 2012 年度合并现金流量表和财务报表附注中的数据填写错误，玉柴集团已对错误数据进行更正。从合并范围来看，2011 年纳入合并报表范围的下属一级子公司 13 户，二级子公司 51 户，与 2010 年底相比，公司纳入合并范围内的一级子公司减少 1 户，二级子公司增加 6 户，减少 1 户。截至 2012 年底纳入合并报表范围的下属一级子公司 15 户，二级子公司 57 户。与 2011 年相比，公司纳入合并范围内的一级子公司增加 2 户，二级子公司增加 7 户，减少 1 户。截至 2013 年底公司纳入合并报表范围的下属一级子公司 14 户，二级子公司 56 户，与 2012 年底相比，公司 2013 年纳入合并报表范围的一级子公司减少 1 户、二级子公司增加 1 户，减少 2 户。

2014 年 3 月 18 日，公司在中国货币网发布公告称：为调整公司对外投资结构，公司控股子公司玉柴重工决定出让其下属全资子公司中河有限公司持有的盈德投资有限公司 100% 股权，转让款为人民币 2400 万元，本次交易完成后，公司资产总额减少约 5.73 亿元，占公司资产总额约 3.00%。

2014 年 5 月，公司将长晟公司分立成立新公司茂名市广垦长晟粮油食品有限公司，该公

司不在公司合并报表范围内。

总体看，公司合并范围变动相对不大，财务报表可比性较好。

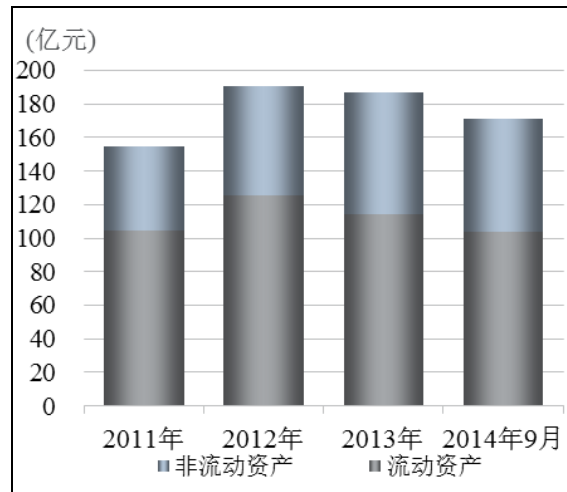
截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 186.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.83 亿元；2013 年实现营业收入 135.69 亿元，利润总额 2.92 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 170.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.86 亿元；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 63.75 亿元，利润总额 2.35 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额波动增长，年均增长 9.92%。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。

图 6 公司 2011~2014 年 9 月底资产构成



资料来源：公司提供

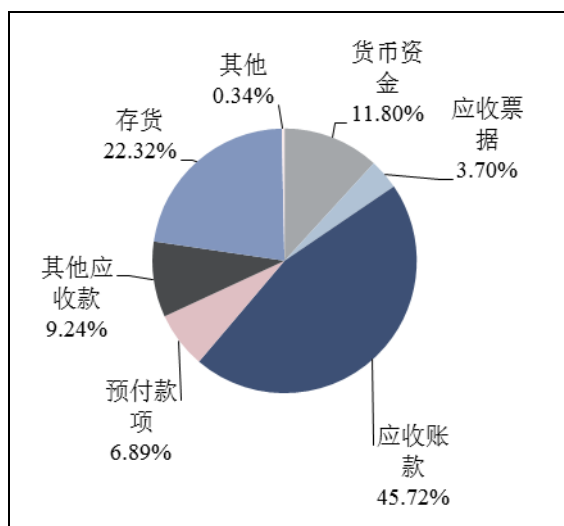
流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年均复合增长 4.63%。截至 2013 年底，公司流动资产总额

114.19 亿元，同比下降 9.15%，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%。

2011~2013 年，公司货币资金不断减少，年均复合变动率为-14.23%。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。

图 7 公司 2013 年底流动资产构成



资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司应收账款年均增长 29.08%。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%。

2011~2013 年，公司预付账款小幅波动减少。截至 2013 年底，公司预付账款为 7.87 亿元，同比减少 18.61%。

2011~2013 年，公司其他应收款年均复合增长 4.08%。截至 2013 年底，公司其他应收款余额为 11.06 亿元，主要是与合并报表范围外

的参股公司的往来款，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 年的占比 16.38%，2~3 年的占比 26.60%，3 年以上的占比 16.37%。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%，主要采用单项计提坏账准备的方法，计提较为充分。

2011~2013 年，公司存货不断减少，年均复合变动率为-8.75%。截至 2013 年底，公司存货余额为 25.84 亿元，其中原材料占比 37.64%，在产品占比 6.05%，库存商品占比 54.42%。2013 年公司共计提存货跌价准备 0.36 亿元，计提比例 1.39%，存货净额为 25.48 亿元，同比减少了 10.47%，主要是库存商品的减少。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产年均复合增长 20.11%。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%，为持有的玉柴国际股票升值所致，价值增加 2.12 亿元。

2011~2013 年，公司长期股权投资复合增长 16.98%。截至 2013 年底，长期股权投资 25.63 亿元，同比增长 14.37%，主要为对按照权益法核算的玉柴股份等公司的长期股权投资账面价值增加所致。

2011~2013 年，公司固定资产增长较快，年均复合增长率为 25.78%。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。

2011~2013 年，公司在建工程不断减少，年均复合变动率为-16.11%。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。

2011~2013 年，公司无形资产增长较快，年均增长 30.72%。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 9 月底，公司资产总额为 170.86 亿元，较 2013 年底减少 8.60%，主要原因是长晟公司分立以及玉柴重工出让其下属全资子公司中河有限公司持有的盈德投资有限公司 100%股权等合并报表范围变化导致的应收账款、固定资产、存货以及无形资产有所减少，其中流动资产为 103.68 亿元（占 60.68%），非流动资产 67.18 亿元（占 39.32%），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，流动资产中应收账款、存货占比高；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。

3. 负债及所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益年均增长 10.85%。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，可供出售金融资产公允价值变动增加了 2.21 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 9 月底，公司所有者权益为 55.86 亿元，其中少数股东权益为 11.28 亿元，均较上年有所下降，主要原因是长晟公司的分立以及玉柴重工出让其下属全资子公司中河有限公司持有的盈德投资有限公司 100%股权。

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。

2011~2013 年，公司负债总额增长迅速，年均增长 9.50%。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%。

2011~2013 年，公司流动负债年均复合增长 4.54%。截至 2013 年底，公司流动负债为 108.00 亿元，较上年减少 4.65%。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%。

2011~2013 年，公司短期借款大幅增长，年均增长 15.26%。截至 2013 年底，公司短期借款为 71.74 亿元，较 2012 年底增长 19.93%，其中信用借款和保证借款分别占比 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 36.51%，全部是银行承兑汇票。

2011~2013 年，公司应付账款年均增长 7.91%。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。

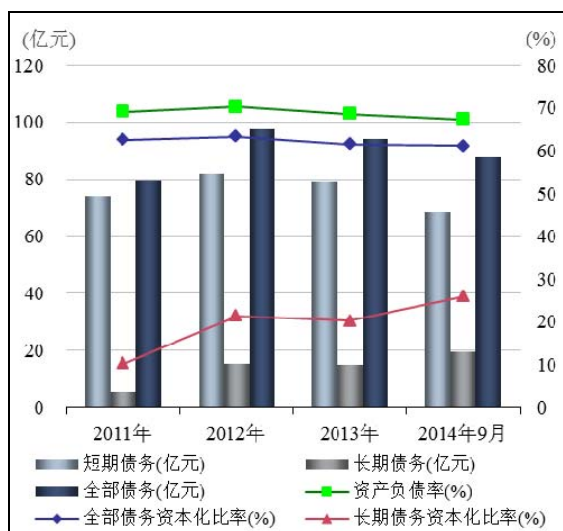
截至 2013 年底，公司其他应付账款为 8.70 亿元，较 2012 年增长 14.45%，主要由土地返还款及公司参股公司往来款增加所致。

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%。公司债务负担偏重。

图 8 公司 2011~2014 年 9 月底债务情况



资料来源：公司提供

截至 2014 年 9 月底, 公司负债总额为 115.01 亿元, 较 2013 年底减少 10.22%, 主要来自短期借款、应付账款的减少。截至 2014 年 9 月底, 公司债务总额为 87.61 亿元, 较 2013 年减少 6.81%, 其中短期债务占比 77.72%, 长期债务占比 22.28%。公司 2014 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 67.31%、61.07%和 25.90%。

总体看, 近年来公司有息债务规模波动中有所增长, 债务负担偏重。

4. 盈利能力

2011 年~2013 年, 公司营业收入波动中有所下降, 分别为 149.02 亿元、152.10 亿元和 135.69 亿元, 三年年均复合变动率为-4.58%。2013 年公司营业收入为 135.69 亿元, 营业收

入同比减少 10.79%。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。

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股份 21.92%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、总资产收益率、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 1~9 月, 公司实现营业收入、利润总额、净利润分别为 63.75 亿元、2.35 亿元和 1.89 亿元, 分别占 2013 年全年的 46.98%、80.48%和 99.47%, 营业利润率有所上升, 至 13.30%。

总体看, 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, 整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面, 2011~2013 年公司销售商品提供劳务收到的现金年均变动率-5.44%, 近年公司主要业务回款质量有所下降, 应收账款比例不断提高, 公司现金收入比波动中有所下

降，2011~2013 年公司现金收入比分别为 98.57%、95.59%和 96.81%，公司近年收入质量一般。2011~2013 年公司经营活动现金流入量分别为 164.83 亿元、147.63 亿元和 141.75 亿元；2011~2013 年公司经营活动现金流量净额分别为-11.24 亿元、-3.41 亿元和 4.39 亿元，2013 年，公司经营性净现金流由负转正。

投资活动方面，2011~2013 年公司投资活动现金流入量分别为 2.93 亿元、2.58 亿元和 3.19 亿元，主要是收回投资收到的现金、从参股公司取得的投资收益。公司投资活动现金流出量主要是投资及购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2011~2013 年公司投资活动现金流出量分别为 9.32 亿元、7.75 亿元和 7.36 亿元，投资活动现金净流量分别为 -6.39 亿元、-5.17 亿元和-4.17 亿元。

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，2011~2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 20.51 亿元、6.70 亿元和-3.49 亿元。

2014 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 68.86 亿元，为 2013 年全年的 52.42%，现金收入比上升至 108.02%。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 59.29 亿元。2014 年 1~9 月公司经营活动产生的现金流量净额为-0.96 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 1.25 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-3.27 亿元。

总体看，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净流出，公司存在一定的外部筹资需求；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波动下降。

6. 偿债能力

2011~2013 年，公司流动比率分别为 105.55%、110.97%和 105.73%，速动比率分别为 74.58%、85.84%和 82.14%，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率较 2012 年底分别下降 5.24 个百分点和 3.70 个百分点。截至 2014 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 114.51%和 89.42%，2011~2013 年公司经营现金流流动负债比为-11.38%、-3.01%以及 4.06%，公司短期偿债能力一般。

2011~2013 年，公司 EBITDA 持续减少，近三年 EBITDA 分别为 16.29 亿元、14.43 亿元和 10.09 亿元。2011~2013 年，公司有息负债大幅增加，EBITDA 利息倍数逐年下降，分别为 4.25 倍、2.15 倍和 1.93 倍；全部债务/EBITDA 倍数逐年上升，分别为 4.89 倍、6.76 倍和 9.31 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保余额 11.80 亿元，担保比率达到 21.12%。

表 13 2014 年 9 月底公司对外担保情况(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
茂名市广垦长晟粮油食品有限公司	2014.03.25-2015.03.24	保证	17212.00
玉柴船舶动力股份有限公司	2011.07.20-2018.12.31	保证	89460.00
玉柴东特专用汽车有限公司	2014.02.28-2015.02.27	保证	3500.00
合计			117972.00

资料来源：公司提供

截至 2014 年 9 月末，南车玉柴四川发动机股份有限公司总资产为 7.93 亿元，所有者权益为 3.41 亿元，2014 年 1~9 月营业收入 8.95 亿元，利润总额-0.37 亿元。

截至 2014 年 9 月末，玉柴船舶动力股份有限公司总资产为 14.14 亿元，所有者权益为 1.01 亿元，2014 年 1~9 月营业收入 0.60 亿元，利润总额-0.57 亿元。

截至 2014 年 9 月末，茂名市广垦长晟粮

油食品有限公司总资产为 16.35 亿元，所有者权益为 3.77 亿元，2014 年 1~9 月累计营业收入 8.75 亿元，利润总额 0.20 亿元。

截至 2014 年 9 月末，玉柴东特专用汽车有限公司总资产为 3.43 亿元，所有者权益为 0.92 亿元，2014 年 1~9 月累计营业收入 1.53 亿元，利润总额-27.00 万元。

公司对外担保金额较大，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 9 月底，公司共获银行授信额度 81.92 亿元，已使用的授信额度为 58.17 亿元，尚未使用的额度为 23.75 亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 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。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及玉林市政府对于公司的各项支持等的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划发行 2015 年第一期 5 亿元中期票据，分别是 2014 年 9 月底全部债务和长期债务的 5.71%和 25.61%，本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响。

截至 2014 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.31%和 61.07%，债务负担偏重。以 2014 年 9 月底数

据为基础，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 68.24%和 62.38%，公司债务负担进一步提升，但考虑本期中期票据发行后将全部用于偿还金融机构借款，公司实际债务负担上升程度将低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年，经营活动现金流入为 164.83 亿元、147.63 亿元和 141.75 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 32.97 倍、29.53 倍和 28.35 倍，经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。2011~2013 年公司经营活动现金流量净额为-11.24 亿元、-3.41 亿元和 4.39 亿元，仅 2013 年经营活动现金流量净额对本期中期票据具备保障能力。近三年，公司 EBITDA/本期发债额度分别为 3.26 倍、2.89 倍和 2.02 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度好。

总体看，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据具有良好的保障能力。

十、结论

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。

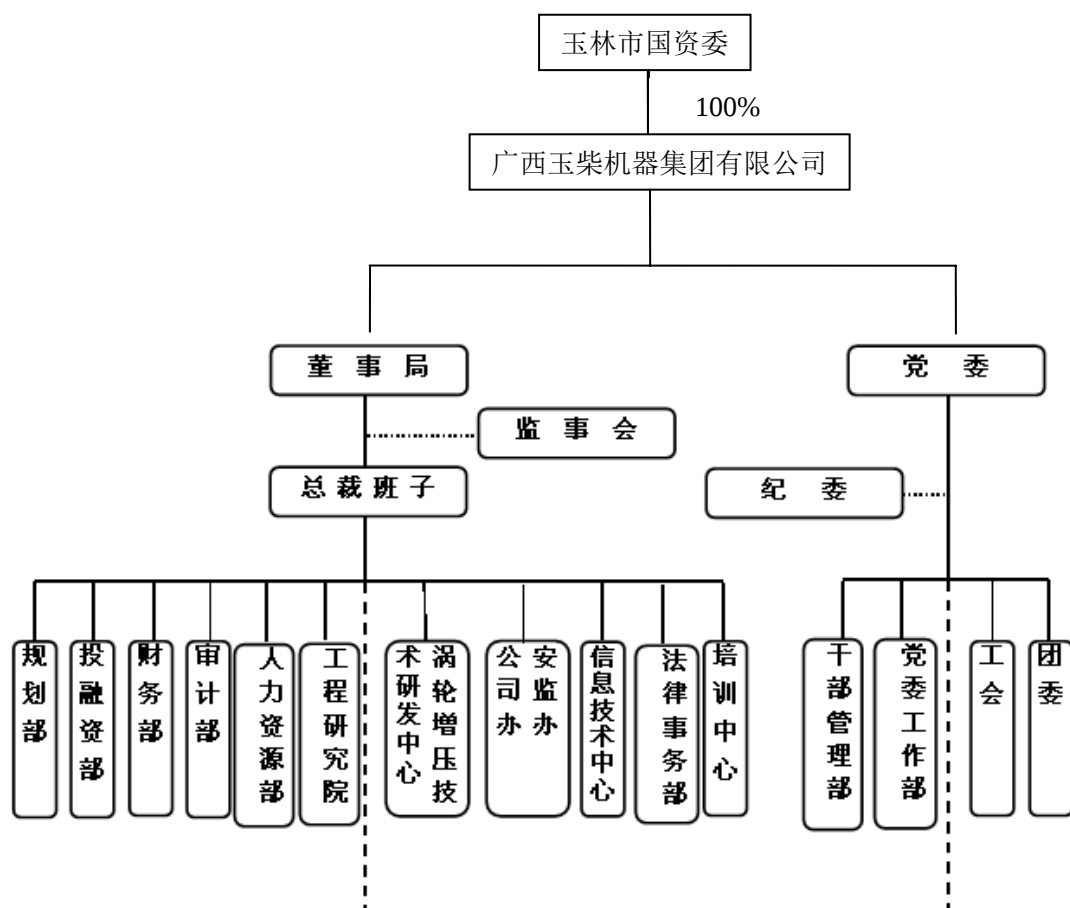
公司资产总额以流动资产为主，结构相对稳定；所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性一般；债务规模波动中有所增长，债务负担偏重。但 2012 年以来公司主要板块工程机械板块受国内固定资产投资增速放缓，行业景气度低迷影响，收入及利润大幅下降，存在一定的经营压力，对公司整体盈利水平造成较大负面影响；短期偿债能力一般，有一定支

付压力，长期偿债能力一般。总体看，公司主体信用风险低。

本期中期票据发行后对公司现有债务有一定影响，且公司EBITDA较为充裕，经营活动现金流入规模较大，对本期中期票据保障能力好。

总体看，公司主体长期信用风险低。本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图和组织结构图



附件 1-2 截至 2014 年 9 月底纳入公司合并范围的一级子公司情况

序号	单位名称	直接 控股 比例 (%)	注册资金 (万元)	主营业务及规模
1	广西玉柴重工有限公司	42.5	70941	制造销售各种工程机械、农用机械及配件, 2013 年实现收入 18.91 亿元。
2	广西玉柴物流集团有限公司	100	6700	道路运输、汽车销售, 2013 年实现收入 25.98 亿元。
3	广西玉柴动力机械有限公司	51	1000	农用柴油机及发电机组、农用机械及配件的制造、加工、销售, 2013 年实现收入 13.03 亿元。
4	广西玉柴专用汽车有限公司	85	7500	固体废弃物处理设备制造和安装, 专用汽车改装制造(包括小型养路汽车制造), 2013 年实现收入 1.82 亿元。
5	广西金创汽车零部件制造有限公司	60	5000	生产制造汽车零部件、内燃机零部件, 2013 年实现收入 2.06 亿元。
6	广西华原过滤系统股份有限公司	25.2	12000	内燃机用滤清器产品及内燃机配附件的生产销售, 2013 年实现收入 3.43 亿元。
7	玉林市成鑫机械有限责任公司	30	1000	汽车及内燃机的零配件、农机零配件、工程机械配件的加工、销售, 2013 年实现收入 1.04 亿元。
8	广西玉林玉柴包装材料有限公司	20	150	铁、木、纸、泡沫塑料包装箱、木制品、家具的制造、销售、木材的批发、零售, 2013 年实现收入 0.75 亿元。
9	广西玉柴能源化工有限公司	29	1000	润滑油、食用植物油批发、零售, 2013 年实现收入 16.10 亿元。
10	广西玉林玉柴物业管理有限公司	70	300	物业管理、家政服务, 园林施工
11	茂名市长晟油脂工业有限公司	35	2000	生产、加工、销售、储存食用植物油; 码头和其他港口设施经营, 2013 年实现收入 26.22 亿元。
12	高德曼工业有限公司	100	600 美元	机械制造业投资
13	广西玉柴石油化工有限公司	30	8000	气体烃、液态烃、芳烃、溶剂油化工产品项目投资; 溶剂油的试生产; 信息服务、技术咨询, 2013 年实现收入 16.01 亿元。
14	广西玉柴新能源有限公司	100	5000	太阳能发电; 太阳能电站工程建设; 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, 2013 年实现收入 0.15 亿元。

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 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.23	22.88	17.77	13.88
资产总额(亿元)	154.72	190.33	186.93	170.86
所有者权益(亿元)	47.88	56.58	58.83	55.86
短期债务(亿元)	74.17	82.14	79.07	68.09
长期债务(亿元)	5.52	15.44	14.94	19.52
全部债务(亿元)	79.68	97.58	94.01	87.61
营业收入(亿元)	149.02	152.10	135.69	63.75
利润总额(亿元)	11.39	6.15	2.92	2.35
EBITDA(亿元)	16.29	14.43	10.09	--
经营性净现金流(亿元)	-11.24	-3.41	4.39	-0.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.08	3.29	2.35	--
存货周转次数(次)	4.81	4.46	4.40	--
总资产周转次数(次)	1.07	0.88	0.71	--
现金收入比(%)	98.57	95.59	96.81	108.02
营业利润率(%)	13.65	12.50	10.63	13.30
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(%)	10.33	21.44	20.25	25.90
全部债务资本化比率(%)	62.47	63.30	61.51	61.07
资产负债率(%)	69.06	70.27	68.53	67.31
流动比率(%)	105.55	110.97	105.73	114.51
速动比率(%)	74.58	85.84	82.14	89.42
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	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	32.97	29.53	28.35	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.25	-0.68	0.88	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.26	2.89	2.02	--

注：2014 年三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+费用化利息支出) / (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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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

附件 4 中长期债券信用等级的定义

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，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级的含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 广西玉柴机器集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，广西玉柴机器集团有限公司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，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

