

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1458 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持广西玉柴机器集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12玉柴MTN1”、“14玉柴MTN001”、“15玉柴MTN001A”、“15玉柴MTN001B” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

广西玉柴机器集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 玉柴 MTN1	8 亿元	2012/12/28~ 2015/12/28	AA	AA
14 玉柴 MTN001	5 亿元	2014/6/13~ 2017/6/13	AA	AA
15 玉柴 MTN001A	4 亿元	2015/4/28~ 2016/4/28	AA	AA
15 玉柴 MTN001B	1 亿元	2015/4/28~ 2016/4/28	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.88	17.77	15.61	11.48
资产总额(亿元)	190.33	186.93	184.96	186.80
所有者权益(亿元)	56.58	58.83	57.72	57.83
长期债务(亿元)	16.71	16.80	23.63	24.44
全部债务(亿元)	98.85	95.87	93.80	95.95
营业收入(亿元)	152.10	135.69	107.52	23.43
利润总额(亿元)	6.15	2.92	3.48	-0.11
EBITDA(亿元)	14.43	10.09	10.59	--
经营性净现金流(亿元)	-3.41	4.39	5.17	-4.67
营业利润率(%)	12.50	10.63	11.95	9.48
净资产收益率(%)	9.50	3.23	4.49	--
资产负债率(%)	70.27	68.53	68.80	69.04
全部债务资本化比率(%)	63.60	61.97	61.91	62.40
流动比率(%)	110.97	105.73	116.01	114.82
全部债务/EBITDA(倍)	6.85	9.50	8.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.15	1.93	2.04	--
经营现金流流动负债比(%)	-3.01	4.06	5.17	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计; 公司其他流动负债中的短期债务和长期应付款中的长期债务分别已纳入短期债务和长期债务的计算。

分析师

荣毅 贺苏凝

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 广西玉柴机器集团有限公司(以下称“公司”)积极拓展油脂业务及物流汽贸产业, 盈利能力保持稳定; 同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司能源化工业务收入下降, 同时传统工程机械板块收入及利润锐减, 未能走出困境等因素对公司经营带来一定的不利影响。

公司在发动机板块中逐步增加高附加值产品比例, 规模效益逐步显现; 同时公司积极发展能源化工、物流汽贸以及零部件等相关业务, 与传统板块构成完整的产业链及良好的协同效应使公司抗风险能力有所增强。

综合考虑, 联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA, 评级展望为稳定, 并维持“12 玉柴MTN1”、“14 玉柴MTN001”、“15 玉柴MTN001A”、“15 玉柴MTN001B”AA 的信用等级。

优势

1. 公司柴油机、挖掘机产品与零部件、润滑油、物流等上下游相关产业协同效应较好。
2. 地方政府给予公司支持力度较大, 公司发展的外部环境良好。
3. 公司现金类资产对“12 玉柴 MTN1”的覆盖能力较好; 经营活动现金流入量对一年后到期债券的保障能力好。

关注

1. 跟踪期内, 受行业景气度低迷影响, 公司工程机械业务收入大幅度下降, 2015 年一季度呈亏损状态。
2. 跟踪期内, 公司对外担保比例较高, 被担保企业经营业绩一般, 且 2015 年一季度均有亏损, 公司存在一定或有风险。
3. 公司债务负担重。

信用评级报告声明

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

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广西玉柴机器集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广西玉柴机器集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于广西玉柴机器集团有限公司主体长期信用及存续期内的“12 玉柴 MTN1”、“14 玉柴 MTN001”、“15 玉柴 MTN001A”、“15 玉柴 MTN001B”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广西玉柴机器集团有限公司(以下简称“公司”或“玉柴集团”)成立于 1992 年,前身是玉林泉塘工业社。公司是国有独资公司,出资人是广西玉林市政府,出资人授权玉林市国资委行使出资人权利。截至 2015 年 3 月底,公司注册资本为 10.00 亿元。

公司由广西玉林市政府授权经营,玉林市国资委实施监管。公司设有投融资部、规划部、财务部、审计部、法律事务部等 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 2015 年 3 月底,合并范围内的一级子公司有 18 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);成品油销售(此项目仅供分支机构经营);对出资人授权经营的国有资产开展有关投资、经营活动,对全资、控股子公司资产进行经营管理。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动。)

截至 2014 年底,公司(合并)资产总额 184.96 亿元,所有者权益(含少数股东权益) 57.72 亿元;2014 年实现营业收入 107.52 亿元,利润总额 3.48 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司(合并)资产

总额 186.80 亿元,所有者权益(含少数股东权益) 57.83 亿元;2015 年 1~3 月公司实现营业收入 23.43 亿元,利润总额-0.11 亿元。

公司注册地址:玉林市玉柴新城玉柴大道西侧;法定代表人:晏平。

三、宏观经济和政策环境

2014 年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值 636463 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为,在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万,调查失业率稳定在 5.1% 左右,居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户) 502005 亿元,比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级)

75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。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（润滑油）和物流等行业。

① 工程机械

（1）中国工程机械行业现状

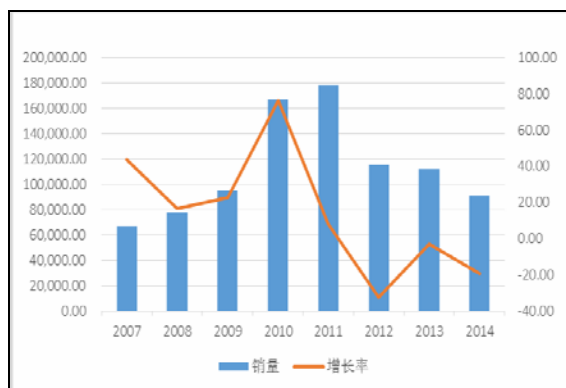
工程机械行业的生产特点是多品种、小批量，属于技术密集、劳动密集、资本密集型行业。经过50多年的发展，中国工程机械行业已基本形成了一个完整的体系，能生产18大类、4500多种规格型号的产品，并已经具备自主创新、对产品进行升级换代的能力。目前，不仅全行业产销数额双双排名世界第一，而且满足了国内近90%的市场需求。但由于国家产业政策调整和行业对外开放步伐的加快，工程机械行业已成为完全竞争性行业，民营企业 and 外资企业纷纷进入该领域，部分工程机械产品如装载机和叉车的市场竞争压力加大。

2014年中国固定资产投资增速继续放缓，全年固定资产投资额为512761亿元，比上年增长15.3%，增速比上年回落4.3个百分点。根据中国工程机械信息网的统计，2014年全行业挖掘机销售92583台，同比下滑19%；装载机销售150614台，同比下降17%；推土机销售7712台，同比下滑18.92%；压路机销售14270台，同比下降9.26%；叉车销售359622台，同比增长9.39%。

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。2014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，2014年挖掘机合计销量为9.26万台，同比下降19.00%。从2014年的销量来看，13T以下的小挖销量占比继续上升，达到48%左右；13-30T挖掘机占39%左右；30T以上挖掘机占11%左右。

图1 中国挖掘机历年销量



资料来源：Wind 资讯

（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。

图2 中国钢材综合价格指数



资料来源：wind资讯

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。进入2014年，钢材价格延续了震荡走低的态势全年均价已接近2007年以来的历史低位。整体看，钢铁行业景气度持续减弱，重型机械行业成本压力有所缓解。

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、保障性住房和棚户区改造等建设投资需求仍然较大，未来中国工程机械行业仍有一定的发展空间。

②柴油发动机

(1) 中国柴油发动机行业现状

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。中国柴油发动机的生产销售主要集中在商用车及工程机械发动机市场。2014年，受宏观经济增速放缓和房地产行业调整影响，中国固定资产投资增速继续放缓，全年固定资产投资额为512761亿元，比上年增长15.3%，增速比上年回落4.3个百分点。根据中国工程机械信息网的统计，2014年全行业各类机器销售大多同比下滑10%~20%之间；受此影响，工程用柴油机市场需求下降明显。2014年中国商用车产销380.31万辆和379.13万辆，同比分别下降5.7%和6.5%；2015年1~4月，商用车产销分别为121.72万辆和117.09万辆，同比下降18.50%和19.13%。根据中汽协数据显示，2014年，中国制造汽车用发动机878.85万台，同比增长0.84%，但汽车用柴油发动机只有224.64万台，同比大幅下降15.76%，车用柴油机供求市场产量降幅较大。

竞争格局

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

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

技术趋势

车用柴油机国IV/国V标准相当于欧洲同等排放标准，为满足以上排放标准，柴油机在做好机内净化技术（包括电控高压燃油喷射技术、增压中冷技术、废气再循环（EGR）技术、多气门技术、可变涡流进气道技术、可变压缩比技术、均质混合压燃技术（HCCI）以及优化燃烧室结构和参数）升级外，必须综合柴油机机外净化来进行后处理控制排放，目前国际上技术路线包括SCR（选择性催化还原）技术和“EGR（冷却式废气再循环+DOC（氧化型催化器）+DPF（微粒过滤器）”技术。SCR技术对发动机本体改动小，耐久性、燃油经济性较好，对燃油品质和机油品质要求较低，不会堵塞催化器，技术升级连续性较好，发动机使用和保养费较低，但需增加尿素喷射系统和解决尿素供应问题，EGR技术油耗偏高，需要超低硫含量的燃油以及高品质润滑油，发动机后续保养要求较高，开发成本较高，标定难度大，技术连续升级性差。欧洲因为燃油成本因素多选择SCR技术，美国因燃油成本低和尿素供应系统未健全主要采用EGR技术，但美国EPA发布SCR技术认证，表明美国开始使用SCR技术。国内柴油机动力企业在重型柴油机技术路线上多选择SCR技术，轻型柴油机选择EGR技术。

（2）行业关注

技术发展重点仍将是降低排放和能耗

中国政府充分认识到经济发展所带来的环境压力，重视环境保护，防治机动车排放污染。在柴油机方面，2014年4月，工信部发布公告称，为落实《节能减排“十二五”规划》和《大气污染防治行动计划》，促进大气污染防治，减少汽车尾气排放，保护消费者权益，2014年12月31日废止适用于国家第三阶段汽车排放标准（以下简称国三）柴油车产品《公告》，2015年1月1日起国三柴油车产品将不得销售。目前国内采用的两种能够满足国四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。国家通过提升柴油机行业的技术水平、环保标准等措施推动柴油机行业发展的政策导向。

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。

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、固定资产投资的回落是的重卡和工程机械行业景气度低迷；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。

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。

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，2014年中国进口基础油分别为270.99万吨，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。2014年，中国润滑油表观消费量858.81万吨，同比上升2.13%；生产量568.66万吨，同比下降3.57%；进口依赖度达35.52%。

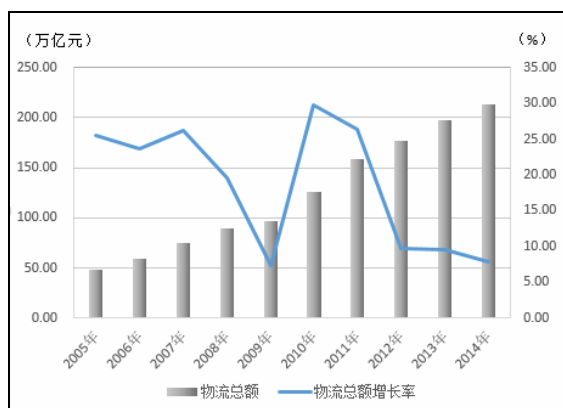
根据德国福斯润滑油公司最新公布数据显示，未来10年中，亚太地区润滑油需求量将达到1550万吨，而中国就将占该地区需求量的40%。到2020年，中国市场的润滑油需求将会翻一番，消费量将可能超过美国。国内对车用油需求的高速增长和车用油高档化趋势将推动车用润滑油行业进入快速发展期。在车用润滑油需求量逐年上升的同时，用油档次也将实现跨越式发展，高档油品直接与国际接

轨。

④物流

现代物流业是在传统的生产制造业、运输仓储业、商品流通业与现代信息产业融合、重组、提升的基础上形成的一种新的产业。近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。

图3 中国物流总额及增长率



资料来源：WIND资讯

根据中国物流与采购联合会统计，2014年全国社会物流总额 231.5 万亿元，同比增长 7.9%，增幅比上年回落 1.6 个百分点但仍保持较快增长。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 196.9 万亿元，同比增长 8.3%，增幅比上年回落 1.1 个百分点。进口货物物流总额 12.0 万亿元，同比增长 2.1%，增幅比上年回落 4.3 个百分点。农产品物流总额同比增长 4.1%，增幅比上年提高 0.1 个百分点。受电子商务和网络购物快速增长带动，单位与居民物品物流总额保持快速增长态势，同比增长 32.9%，增幅比上年上升 2.5 个百分点；受绿色经济、低碳经济和循环经济快速发展带动，再生资源物流总额快速增长，同比增长 14.1%，增幅比上年回落 6.2 个百分点。2014 年社会物流总费用与 GDP 的比率有所下降。2014 年社会物流总费用 10.6 万亿元，同比增长 6.9%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 16.6%，比上年下降 0.3 个百分点。与此同时，去年物流业总收入平稳增长。数据显示，2014 年物流业总收入 7.1 万亿元，同比增长 6.9%。物流发展形

势总体良好、稳中有进。物流需求规模保持较快增长但增速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级升级加快。

2. 区域经济环境

公司本部位于广西省玉林市，地方经济发展和政策支持对公司经营有一定的影响。

2014 年全年全市生产总值 1341.75 亿元，同比增长 8.4%。其中，第一产业增加值 248.81 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 591.66 亿元，增长 10.9%；第三产业增加值 501.27 亿元，增长 7.2%。

2014 年玉林市规模以上工业企业完成工业总产值 1439.27 亿元，同比增长 16.9%，实现工业增加值 410.89 亿元，同比增长 11.3%，其中专用设备制造业工业增加值同比增长 19.1%。玉林市工业企业总体主营业务收入 1306.50 亿元，同比增长 16.3%；盈亏相抵后实现利润额 87.12 亿元，同比增长 18.1%；实现利税总额 130.01 亿元，同比增长 11.1%；亏损企业亏损额 4.55 亿元，同比下降 44.4%。

2014 年玉林市固定资产 1123.71 亿元，同比增长 17.8%。其中，更新改造投资 512.15 亿元，同比增长 16.9%；房地产开发投资 96.33 亿元，同比增长 10.6%。

2013 年玉林市财政收入 128.17 亿元，同比增长 12.6%。其中，上划中央收入完成 30.17 亿元，同比增长 2.8%；上划自治区收入完成 9.19 亿元，同比增长 2.2%；公共财政预算收入完成 88.81 亿元，同比增长 17.7%。公共财政预算支出完成 229.10 亿元，同比增长 10.7%。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、基础素质分析

跟踪期内，公司在企业规模与竞争力、人员素质与结构、技术研发方面无重大变动。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司主要涉及的业务包括工程机械、柴油机、能源化工、零部件和物流汽贸业务，公司本部定位为投融资管理型公司，各板块经营实体为下属子公司。2014年公司营业收入为107.52亿元，受能源化工板块原油价格波动、高附加值产品开工率不足、减少煤炭和铁矿石贸易及工程机械板块收入锐减的影响，营业收入同比减少20.76%。从业务构成分析，能源化工（占比59.01%）、物流汽贸（占比21.10%）、发动机（占比9.98%）等业务对公司营业收入贡献较大。

从毛利率来看，2014年公司毛利率小幅上升1.26个百分点至12.96%，主要是由于收入占比最大的能源化工板块受原材料成本下降的影响毛利率回升所致。2014年，工程机械板块受市场需求影响，收入继续减少、产销量大幅下降，毛利率降至5.17%。

2015年1~3月，公司实现营业收入23.43亿元，为2014年全年的21.79%，同比下降8.55%，工程机械板块景气度持续走低，出现亏损，毛利率下降至-7.33%；能源化工板块贸易量增加拉低了板块毛利率；以上原因使2015年一季度公司整体毛利率较2014年底下降2.48个百分点至10.48%。以下主要分析公司营业收入占比5%以上的板块，包括工程机械、能源化工、发动机、零部件和物流汽贸业务。

表 1 公司营业收入构成及毛利率变动情况

业务分类	营业收入（万元）				收入占比（%）				毛利率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
能源化工	794457	791350	634478	151345	52.23	58.31	59.01	64.60	11.60	10.04	12.57	8.93
物流汽贸	287670	259809	226898	47091	18.92	19.15	21.10	20.10	8.58	9.96	10.78	9.68
发动机	148380	130332	107261	17320	9.76	9.61	9.98	7.39	10.72	12.34	11.81	16.85
零部件	86889	72711	66940	13651	5.71	5.36	6.23	5.83	28.94	23.72	23.79	23.09
工程机械	174680	77584	18010	1478	11.48	5.72	1.68	0.63	22.07	17.80	5.17	-7.33
专用汽车	23380	18199	13967	2140	1.54	1.34	1.30	0.91	19.60	22.57	19.98	18.92

其他板块	5506	6890	7640	1257	0.36	0.51	0.70	0.54	51.44	32.48	36.31	7.66
合计	1520962	1356875	1075193	234281	100	100	100	100	13.40	11.70	12.96	10.48

资料来源：公司提供

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。经营实体与业务具体对应关系见下表。

表 2 公司能源化工板块经营实体主要的财务数据（单位：亿元）

公司名称/2013 年	主营业务	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	净利润
广西玉柴石油化工有限公司（玉柴石化）	石化产品生产销售	7.68	1.50	16.01	-0.15	-0.16
广西北海玉柴马石油高级润滑油有限公司（北海马石油）	润滑油生产	7.31	2.98	10.41	1.50	1.16
广西南宁玉柴马石油润滑油有限公司（南宁马石油）	润滑油销售	2.46	0.58	10.48	0.21	0.15
广西玉柴能源化工有限公司（玉柴能化）	润滑油、食用植物油、煤炭、矿产等贸易	8.17	0.88	16.10	0.42	0.34
茂名市长晟油脂工业有限公司（长晟油脂）	油脂生产销售	20.04	4.57	26.22	0.52	0.31
公司名称/2014 年	主营业务	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	净利润
广西玉柴石油化工有限公司（玉柴石化）	石化产品生产销售	6.83	0.75	9.18	-0.79	-0.80
广西北海玉柴马石油高级润滑油有限公司（北海马石油）	润滑油生产及销售	9.28	4.46	11.10	1.83	1.49
广西南宁玉柴马石油润滑油有限公司（南宁马石油）	润滑油销售	3.49	0.71	12.22	0.16	0.12
广西玉柴能源化工有限公司（玉柴能化）	润滑油、食用植物油、煤炭、矿产等贸易	8.88	0.54	10.28	-0.34	-0.34
茂名市长晟油脂工业有限公司（长晟油脂）	油脂生产及销售	14.64	0.66	11.78	-0.28	-0.29
茂名市广垦长晟粮油食品有限公司（广垦长晟）	油脂生产及销售	20.40	4.39	21.17	1.04	0.77
公司名称/2015 年 1~3 月	主营业务	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	净利润
广西玉柴石油化工有限公司（玉柴石化）	石化产品生产销售	7.67	0.71	1.89	-0.05	-0.05
广西北海玉柴马石油高级润滑油有限公司（北海马石油）	润滑油生产及销售	8.48	3.57	1.7	0.13	0.11
广西南宁玉柴马石油润滑油有限公司（南宁马石油）	润滑油销售	2.75	0.63	2.01	0.03	0.03
广西玉柴能源化工有限公司（玉柴能化）	润滑油、食用植物油、煤炭、矿产等贸易	9.04	0.43	0.86	-0.09	-0.11
茂名市长晟油脂工业有限公司（长晟油脂）	油脂生产及销售	15.01	0.59	1.71	-0.07	-0.07
茂名市广垦长晟粮油食品有限公司（广垦长晟）	油脂生产及销售	22.44	4.44	8.73	0.07	0.05

资料来源：公司提供

跟踪期内，能源化工板块保持收入占比第一（59.01%），2014 年共实现收入 63.45 亿元，同比下降 19.82%，主要系原油价格波动、高附加值产品开工率不足、煤炭和铁矿石贸易量减少以及内部抵消业务量上升所致；2014 年板块毛利率同比上升 2.53 个百分点至 12.57%，主要是由于采购成本下降所致。2015 年一季度，公司该板块实现收入 15.13 亿元，与 2014 年同期持平，毛利率水平为 8.93%，较 2014 年底下降 3.64 个百分点，主要系贸易业务拉低毛利率所

致。

（1）芳烃等石油化工产品

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

2014 年玉柴石化实现营业收入 9.18 亿元，

同比下降 42.68%，主要系原材料混合碳四的供应不足，导致高附加值产品 MTBE 产量严重不足（装置累计开工率仅为 17%，较 2013 年下降 41%），收入大幅减少 6.83 亿元；同时开工不足使得固定成本费用无法摊薄，公司出现亏损。2015 年 1 季度，原材料供应情况有所好转。

玉柴石化主要采购原材料由混合碳四、混合碳七、混合芳烃、甲醇等。2014 年以来公司

将部分主要供应商更换为中国石化炼油销售有限公司，2014 年全年主要原材料采购量为 12.99 万吨，采购均价有所波动；2015 年一季度主要原材料采购量为 3.16 万吨，占 2014 年全年的 24.30%，同比有所上升；受 2014 年下半年以来原材料采购价格下降的影响，公司当期采购均价均有下降。

表 3 近年来玉柴石化主要原材料采购情况表

主要供应商采购量（吨）	采购产品	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
中石油昆仑燃气	混合碳四、醚后碳四	200778.80	59143.73	--	13093.73
中国石化炼油销售有限公司	醚后碳四	--	25132.96	113161.89	18465.22
库柏贸易（国际）有限公司	液化石油气	--	--	10151.60	--
茂名市港安石油化工有限公司	燃料油	--	--	6557.88	--
富岛化工	--	8519.16	3842.60	--	--
鸿森化工	--	10316.14	3084.90	--	--
合计	--	219614.1	91204.19	129871.37	31558.95
平均采购价格（万元/吨）	采购产品	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
中石油昆仑燃气	混合碳四、醚后碳四	0.59	0.55	--	0.37
中国石化炼油销售有限公司	醚后碳四	--	0.55	0.54	0.35
库柏贸易（国际）有限公司	液化石油气	--	--	0.65	--
茂名市港安石油化工有限公司	燃料油	--	--	0.63	--
富岛化工	--	0.26	0.25	--	--
鸿森化工	--	0.26	0.25	--	--

资料来源：公司提供

2014 年，公司芳烃产销量分别为 13 万吨和 14 万吨，同比分别下降了 23.53%和 33.33%。2015 年 1 季度产销量基本为 2014 年全年水平的 25%左右。公司产品主要销售给广西天祁盛元石油化工有限公司、广西玉柴物流股份有限公司、广西钦州恒源石化有限公司等，2014 年销售均价为 0.68 元/吨，较 2013 年均价同比上升 13.33%；2015 年一季度销售均价大幅下降。

表 4 近年来公司芳烃产销量表

芳烃	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产量（万吨）	17	13	3
销量（万吨）	21	14	4
销售均价（万元/吨）	0.60	0.68	0.41

资料来源：公司提供

（2）润滑油

北海马石油进行润滑油生产及销售，产能

为 15 万吨；南宁马石油为贸易型公司，主要从事润滑油的贸易业务。

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 80%。2014 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、库柏贸易（国际）有限公司、GS CALTEX CORPORATION、PETRONAS BASE OIL(M) SDN BHD、深圳瑞远动力商贸有限公司等。2014 年基础油采购量为 72631 吨，同比增长 52.19%；2015 年第一季度，基础油采购量为 2014 年全年的 20%左右。跟踪期内，公司采购政策、结算方式、与主要供应商合作模式等情况无变化。

表 5 近年来公司主要基础油采购情况

主要供应商采购量（吨）	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
埃克森美孚亚太私人公司	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	--	--	35386.32	4874.52
GS CALTEX CORPORATION	--	--	8972.69	9254.40
深圳瑞远动力商贸有限公司	3530.88	5977.75	2952.55	--
合计	35558.18	30361.91	69598.31	14128.92
平均采购价格（万元/吨）	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
埃克森美孚亚太私人公司	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	--	--	0.64	0.40
GS CALTEX CORPORATION	--	--	0.64	0.40
深圳瑞远动力商贸有限公司	0.83	0.65	0.78	--

资料来源：公司提供

2014 年公司润滑油产量为 61464 吨，同比小幅下降 7.03%；当期持续消化库存，销量为 76684 吨，同比增长 11.70%。2015 年一季度，公司产量基本与 2014 年同期持平，销量较 2014 年同期下降 15.15%。

表 6 近年来公司润滑油产销情况（单位：吨）

润滑油	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
产量	57821	66115	61464	11710
销量	63915	68653	76684	11848

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司润滑油销售渠道、销售终端、覆盖范围以及主要三个品牌的价格制定、销售渠道、合同签订方式等均无变动。

（3）商品贸易

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。跟踪期内，公司进行产品结构调整，将业务重点转移至石化产品和食用油业务，减少煤炭和铁矿石贸易，受此影响，2014 年实现收入 10.28 亿元，同比下降 36.15%。

除了采购自关联方的石油化工产品，2014 年，玉柴能化的主要供应商有高州市晴昊燃料化工有限公司、高州市润捷燃料化工有限公司等。销售方面，主要客户无巨大变动，主要为广西钦州恒源石化有限公司、广州市公平油料供应有限公司等，前五名客户集中度上升至 56.76%（2013 年为 45.08%）。

（4）食用油

长晟油脂是粤西地区最大的食用油脂加工企业，油品仓储库容量 11 万吨，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；生产线水平国际领先，产品质量已通过行业验证；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。2014 年 5 月底长晟油脂派生分立广垦长晟，分立后，长晟油脂主要做码头、集装箱物流业务，油脂业务转移至广垦长晟，主营业务包括油料种植、食用油脂生产加工及销售、仓储物流等，主要产品有花生油、大豆油、菜籽油、棕榈油、调和油等。广垦长晟已通过 ISO9001 质量管理体系和 ISO22000 食品安全管理体系的认证，并分别被广东省人民政府和茂名市人民政府授予“广东省农业龙头企业”和“茂名市重点农业龙头企业”荣誉称号。目前广垦长晟拥有年油脂生产加工能力 50 万吨，油脂仓储能力 15 万立方米，预计 2015 年油脂加工能力达 65 万吨（其中精炼能力达 30 万吨，分提能力达 35 万吨，新增压榨生产特色油 15 万吨以上）。截至 2015 年 3 月底，公司持有长晟油脂和广垦长晟各 35% 的股权，但由于公司有权决定被投资公司的财务和经营政策，故纳入合并报表范围。

2014 年，长晟油脂和广垦长晟共实现营业收入（剔除内部交易后）30.48 亿元，同比增加约 4.26 亿元，主要由于散油贸易收入增加。盈利方面，由于散油贸易毛利较低，盈利能力一般。

公司食用油业务主要采购原料包括润菜籽油、棕榈油、大豆油等。跟踪期内主要原材料供应商无重大变化，总采购量略有下降，采购均价随大宗商品价格均有降低。2015 年一季度采购量约为 2014 年全年的 40.02%，采购均价有所波动。

表 7 近年来食用油业务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	2015 年 1~3 月
珠海市中良企业有限公司	172488.98	236086.58	230155.33	99858.04
东马油脂(广州保税区)有限公司	--	--	30200	--
河南中储粮购销公司(中央储备粮河南公司)	--	9730.6	14811.18	--
茂名长轩实业有限公司	92247.04	28720	45161.68	24000
嘉吉粮油(阳江)有限公司	10092.6	25760.52	10154.98	4114.37
湛江渤海农业发展有限公司	4472.18	43709.99	6606.29	6915.76
合计	279300.8	344007.69	337089.46	134888.17
平均采购价格（万元/吨）	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
珠海市中良企业有限公司	0.67	0.54	0.50	0.59
东马油脂(广州保税区)有限公司	--	--	0.50	--
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	0.80	0.65	0.50	0.54
茂名长轩实业有限公司	0.58	0.59	0.63	0.24
湛江渤海农业发展有限公司	0.79	0.69	0.50	0.57

资料来源：公司提供

2014 年，公司食用油业务产量同比下降 21.54%至 46.37 万吨，但销量保持上升趋势，2014 年同比上升 25.47%至 46.94 亿元，销售均价有所下降。2015 年一季度，产销趋势与 2014 年一致。跟踪期内，食用油业务的营销战略、销售模式、主要客户、结算模式等均无重大变动；前五名客户集中度上升至 45.76%（2013 年为 39.71%）。

表 8 近年来公司食用油产销量表

食用油（万吨）	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产量（万吨）	32.22	59.10	46.37	8.46
销量（包装油每箱以 0.02 吨计算）	33.88	37.41	46.94	13.56
平均销售单价（万元/吨）	0.80	0.70	0.60	0.70

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司能源化工板块在公司收入中占据主导地位，但石油化工产品受原油价格波动及高附加值产品开工率不足影响收入大幅下降；玉柴能化贸易产品结构调整从而收入减少；润滑油及食用油业务品牌优势明显，发展状况良好；能源化工板块是公司未来发展的重点。

物流汽贸

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（以下简称“玉柴物流”），车辆贸易（代理销售）业务是物流汽贸的主要收入来源，2014 年，行业竞争激烈导致公司商用

车代理（毛利率较低）销量下降，公司物流汽贸业务实现销售 22.69 亿元，同比下降 12.67%；当期毛利率小幅上升 0.82 个百分点至 10.78%。2015 年一季度，公司物流汽贸业务收入为 4.71 亿元，同比增长 7.69%，毛利率回落至 9.68%，主要系供应链业务毛利率较低所致。

跟踪期内，物流业务主要汽车运力、运量、周转量、分/子公司设立、市场地位、盈利模式方面无变化，运营平稳。车辆贸易方面，受商用车代理销量下降的影响，2014 年玉柴物流汽车销售数量和车辆代理销售收入均有所下降，分别为 9607 辆、16.17 亿元；同期乘用车业务量有小幅上升。汽车贸易业务的市场地位、业务范围等在跟踪期内均无变化。2015 年一季度，汽车贸易业务收入为 3.58 亿元，同比增长 25.75%，为 2014 年全年的 22.11%，以乘用车代理销售为主。

表 9 近年来汽车贸易销售业务统计

销量（辆）	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
商用车	5285	4681	3030	449
乘用车	6872	6289	6577	1841
合计	12157	10970	9607	2290
销售额（万元）	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
商用车	117844	107880	72111	10295
乘用车	90881	88856	89614	25466
合计	208725	196736	161725	35761

资料来源：公司提供

工程机械

工程机械板块经营实体主要为广西玉柴重工有限公司（以下简称“玉柴重工”），主要产品是 20 吨以下的中小型挖掘机。跟踪期内，受国内固定资产投资实际增速放缓，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，工程机械市场需求持续萎缩，行业销量和收入持续下滑。2014 年公司主要挖掘机产销量持续下滑趋势，工程机械板块收入仅为 1.80 亿元，同比大幅下降 76.79%，毛利率持续下降，同比减少 12.63 个百分点至 5.17%。2015 年一季度，行业景气度并无好转，工程机械板块呈现亏损状态，收入仅为 1478 万元，基本停产处于去库存状态，经营状况持续恶化。联合资信将持续关注公司此业务板块的运行情况。

表 10 近年来公司挖掘机产销量统计（单位：台）

挖掘机	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
9 吨以下（产）	2054	521	608	75
9 吨~20 吨（产）	364	93	68	--
20 吨以上（产）	562	43	3	1
其他（产）	205	147	13	--
产量合计	3185	804	692	76
9 吨以下（销）	2689	583	256	46
9 吨~20 吨（销）	695	95	29	2
20 吨以上（销）	589	215	37	5
其他（销）	191	147	6	--
出口	410	239	223	44
销量合计	4574	1279	551	97

资料来源：公司提供

发动机

公司发动机板块经营实体主要为广西玉柴动力机械有限公司（以下简称“玉柴动力”），主要生产小缸径柴油机，年产能 30 万台，产品包括单缸到四缸四大类。跟踪期内，发动机板块受下游行业景气度下行及排放标准升级的影响，收入同比下降 17.70%至 10.73 亿元，毛利率水平基本与 2013 年持平，为 11.81%；2015 年一季度板块实现收入 1.73 亿元（占 2014 年全年的 16.15%），持续下滑趋势，毛利较高机型销量占比上升，毛利率较 2014 年上升 5.04 个百分点至 16.85%。

采购方面，跟踪期内，公司主要原材料种类、采购成本、供应商及就结算方式无重大变动，2014 年板块前五大供应商采购集中度上升至 64.40%（2013 年为 54.10%），其中 53.66% 采购自重要参股公司广西玉柴机器股份有限公司，（以下简称“玉柴股份”），占比较 2013 年上升 9.68 个百分点（2013 年为 43.98%）。

生产方面，2014 年受下游行业景气度下行及排放标准升级的影响，玉柴动力各型产品产销量合计分别下降 29.83%和 25.85%，分别为 12.71 万台和 13.24 万台。2015 年 1 季度情况持续恶化，产销量分别占 2014 年全年的 29.96%、21.06%，分别同比下降 26.59%和 41.33%。

表 11 近年来公司柴油机产销量（单位：台）

挖掘机	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
单缸机（产）	87398	64262	43116	17075
二缸机（产）	48690	44855	23360	5527
三缸机（产）	1635	430	195	52
轻型机（产）	67432	71614	60442	15432
产量合计	205155	181161	127113	38086
单缸机（销）	90378	66007	47715	14903
二缸机（销）	50943	43856	23579	5057
三缸机（销）	1657	436	184	44
轻型机（销）	68761	68321	60970	7888
销量合计	211739	178620	132448	27892

资料来源：公司提供

销售方面，跟踪期内，公司主要销售策略和模式、销售区域、客户分布、结算方式无重大变动；前五名客户集中度上升至 67.00%（2013 年为 57.57%）；其中 47.03% 销售给广西玉柴机器股份有限公司（2013 年为 33.18%）。

总体看，跟踪期内，公司柴油机产品受下游行业不景气影响收入下降，且 2015 年一季度有持续恶化趋势，盈利能力保持稳定；发动机板块对广西玉柴机器股份有限公司的依赖性较强，关联交易占比愈发扩大。

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。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。2014 年和 2015 年一季度零部件板块实现销售收入 6.69 亿元和 1.37 亿元，分别同比下降 7.94%和 23.06%。

专用汽车

该板块主要生产企业为广西玉柴专用汽车有限公司，主要生产环卫设备系列（压缩式垃圾车、摆臂式垃圾车、吸粪车、洒水车、压缩式垃圾中转站设备）、自卸车系列等多种专用汽车。垃圾压缩转运设备被评为“国家重点新产品”，是中国环卫协会第一批向用户推荐的环卫专用车辆。跟踪期内，受整体经济下行影响，收入下降 23.25%至 1.40 亿元，毛利率维持在 20%左右。

主要参股企业

广西玉柴机器股份有限公司成立于 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 75~2300 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 2014 年底，公司资产总额为 175.15 亿元，所有者权益 82.82 亿元；2014 年度公司实现营业收入 164.63 亿元，利润总额 11.84 亿元。截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 184.26 亿元，所有者权益 84.80 亿元；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 38.29 亿元，利润总额 2.41 亿元。

2. 经营效率

2014 年，公司营业收入和营业成本均有不同程度的下降，受此影响，经营效率方面，公司销售债权周转次数、存货周转率和总资产周转次数均较 2013 年有所下降，分别为 2.00 次、3.60 次和 0.58 次，公司经营效率一般。

3. 未来发展

公司将全面展开国内、国际间的合资合作和加速高新技术引进、应用，围绕经营主业拓展产业链，重点发展发动机、工程机械、物流汽贸、零部件、能源化工、专用汽车等相关产业产品，整合技术优势，进一步提升市场竞争力。在工程机械板块，公司逐步进入中大型挖掘机和旋挖钻等高附加值产品领域；在发动机板块，公司投资设立玉柴船舶动力股份有限公司（以下简称“玉柴船动”，公司持股 25%），玉柴船动引进瓦锡兰生产许可证，生产全电控共轨船用低速柴油机；在物流汽贸板块，公司逐步建设广西区外的物流网络和渠道，并积极参与中国-东盟自贸区物流业务。截至 2015 年 3 月底，公司主要在建项目有润滑油三期项目和物流基地项目，计划总投资 5.71 亿元，截至 2015 年 3 月底已投资 2.85 亿元，2015 年计划再投入 1.81 亿元，2016 年拟投资 1.00 亿元。总体看，未来项目资金需求一般，公司对外融资压力较小。

表 12 截至 2015 年 3 月底公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	计划投资额	2015年3月末已完成投资	2015年4~12月拟投资额	2016年拟投资额	相关批文
玉柴润滑油三期项目	27130	24074	3100	-	北工管企复（2010）36号、北环复字[2011]402号
物流基地项目	30000	4396	15000	10000	玉发改备字[2011]3号

合计	57130	28470	18100	10000	--
----	-------	-------	-------	-------	----

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司发行的“12玉柴MTN1”、“14玉柴MTN001”、“15玉柴MTN001A”、“15玉柴MTN001B”所募集资金共计18亿元用于公司偿还银行贷款；截至2015年3月底，上述资金已全部使用。

九、财务分析

公司 2014 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；2015 年一季度财务报表未经审计。2014 年，公司合并范围增加新设的一级子公司 2 家广垦长晟和广西玉林产业新城投资发展有限公司；2015 年一季度合并范围未发生变动。总体看，公司合并范围对财务数据的可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 184.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.72 亿元；2014 年实现营业收入 107.52 亿元，利润总额 3.48 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 186.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.83 亿元；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 23.43 亿元，利润总额-0.11 亿元。

1. 盈利能力

2014 年公司各板块业务收入均有不同幅度下降，尤其是能源化工和工程机械行业下降较为明显，导致 2014 年公司实现营业收入同比下降 20.76%至 107.52 亿元；当期营业成本下降 21.88%至 93.59 亿元，下降幅度小幅大于营业收入下降幅度，受此影响，2014 年公司营业利润率小幅上升至 11.95%。

期间费用在 2014 年同比下降 8.21%，占当期收入比重上升至 13.50%，整体看，公司期间

费用控制程度一般。

2014 年，公司投资收益为 2.95 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益 2.02 亿元。2014 年，公司投资收益是利润总额的 0.85 倍，持续对公司利润总额提供较强支撑。当期营业外收入为 2.43 亿元，主要为政府补助 1.31 亿元。

从盈利指标分析，受 2014 年营业成本下降幅度小幅大于营业收入下降幅度的影响，公司总资产收益率和净资产收益率均有小幅回升，分别为 5.14%和 4.49%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.43 亿元，受发动机销量下降的影响，公司营业收入同比小幅下降 8.55%，占 2014 年全年的 21.79%；利润总额-0.11 亿元，营业利润率下降至 9.48%。

总体看，跟踪期内，受能源化工板块内部抵消占比上升和工程机械板块收入下降的影响，公司营业收入有所下降；近年来，公司利润总额中投资收益和营业外收入的占比较大，整体盈利能力有所波动。

2. 现金流及保障

经营活动方面，受收入下降影响，2014 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 118.40 亿元，同比下降 9.86%；2014 年，公司现金收入比上升 13.31 个百分点至 110.12%，公司收入质量有所提升；2014 年公司经营活动现金流入量为 134.67 亿元，流量净额为 5.17 亿元，公司经营净现金流保持稳定。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入量为 5.65 亿元，主要是收回投资收到的现金 2.52 亿元和取得的投资收益 2.33 亿元。公司投资活动现金流出量主要是购置固定资产、无形资产和其他长期投资支付的现金 2.07 亿元以及投资支付的现金 2.78 亿元，2014 年公司投资活动现金流出量为 4.85 亿元，投资活动现金净流量为 0.80 亿元。

筹资活动方面, 2014 年, 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, 投资活动净流出 7.66 亿元。公司在建项目未来投资规模很小, 对外融资需求较小。

2015 年 1~3 月, 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 25.45 亿元, 现金收入比下降至 108.62%, 主要是因为公司应收账款较 2014 年底增长所致; 同期, 公司购买商品、接受劳务支付的现金为 26.26 亿元; 公司经营活动产生的现金流量净额为-4.67 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-1.54 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为 2.63 亿元。

总体看, 跟踪期内, 随应收账款规模下降, 公司收现质量有所回升; 公司在建项目未来投资规模很小, 对外融资需求较小; 随偿还到期债务的影响, 公司筹资活动总体呈现净流出状态。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底, 公司资产总额 184.96 亿元, 整体规模与结构与上年比变化不大, 流动资产占 62.74%, 非流动资产占 37.26%, 以流动资产为主。

截至 2014 年底, 公司流动资产合计 116.05 亿元, 整体规模与上年比变化不大, 以货币资金 (占 9.75%)、应收账款 (占 40.30%)、预付账款 (占 12.09%)、其他应收款 (占 9.60%)、存货 (占 22.84%) 为主。跟踪期内, 公司加强应收账款管理, 截至 2014 年底, 公司应收账款规模同比下降 10.42%至 46.76 亿元, 其中一年以内的占比 44.94%, 1~2 年的占比 21.86%, 2~3 年的占比 27.13%, 整体账龄较短, 按 2.15%共计提坏账准备 1.03 亿元; 预付款项同比增长 78.32%至 14.03 亿元, 主要系大宗原材料价格波动频繁, 公司为锁定价格而预付货款, 构成主要以一年以内的为主 (占 79.61%)。

截至 2014 年底, 公司非流动资产为 68.91

亿元, 同比下降 5.26%, 主要是长期应收款规模下降所致; 构成方面基本与 2013 年无变动, 主要由可供出售金融资产 (占 13.58%)、长期股权投资 (占 36.83%)、固定资产 (占 29.00%)、和无形资产 (占 11.20%) 组成。截至 2014 年底, 公司长期应收款同比下降 74.46%至 0.64 亿元, 主要由于有 1.40 亿元融资租赁款转入一年内到期的非流动资产所致。

截至 2015 年 3 月底, 公司资产总计 186.80 亿元, 资产规模、构成基本与 2014 年底无变化。

总体看, 跟踪期内, 公司资产规模保持稳定, 资产构成以流动资产为主, 资产结构相对稳定, 应收账款规模大, 资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底, 公司所有者权益合计 57.72 亿元, 同比小幅下降 1.89%, 所有者权益结构基本无变化, 归属于母公司所有者权益合计 43.07 亿元, 其中未分配利润占 54.41%。2014 年公司资本公积规模大幅下降, 主要系公司按照《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》及应用指南的相关规定将 2014 年初的资本公积—其他资本公积中的 8.11 亿元重新确认为其他综合收益所致, 本次调整未对公司 2013 年度净利润产生影响。

截至 2015 年 3 月底, 公司所有者权益 57.83 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 43.90 亿元, 较 2014 年底小幅上升 1.92%, 主要系未分配利润增加所致。公司归属母公司所有者权益构成与期初相比变化不大, 仍以未分配利润为主。

总体看, 跟踪期内, 公司所有者权益保持稳定, 未分配利润占比大, 所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2014 年底, 公司负债合计 127.25 亿元, 规模与去年同期持平; 其中, 流动负债占比由 2013 年底为 84.30%小幅下降至 78.61%, 非流动负债占 21.39%。

截至 2014 年底，公司流动负债 100.03 亿元，同比下降 7.37%，主要系短期借款和应付账款规模下降所致。跟踪期内，公司短期借款同比下降 38.44%至 44.17 亿元，主要系信用借款减少 38.04 亿元至 10.67 亿元所致；公司应付账款受采购量下降及货款结算影响而同比下降 28.37%至 11.08 亿元；公司其他应付款同比增长 68.09%至 14.62 亿元，主要系收到的往来款有所增加；公司一年内到期的非流动负债规模增加 11.08 亿元（2013 年底为 0.78 亿元），主要由于新增 1 年内到期的长期借款 3.15 亿元和 1 年内到期的应付债券 8.00 亿元（2012 年发行的 3 年期“12 玉柴 MTN1”）；公司新增应付短期融资券 5.24 亿元及应付超短期融资券 3.02 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债 27.21 亿元，同比增长 35.36%，增加主要来自长期借款；跟踪期内，公司新增抵押借款 13.77 亿元，导致长期借款规模大幅上升至 17.74 亿元。

截至 2014 年底，公司全部债务规模较 2013 年底小幅下降 2.16%至 93.80 亿元；其中短期债务 70.17 亿元，占比由 2013 年底的 82.48%降至 74.81%。截至 2014 年底，公司资产负债率小幅上升至 68.80%；全部债务资本化比率为 61.91%，基本与 2013 年持平；长期债务资本化比率较上年同比上升 6.83 个百分点至 29.04%。公司债务结构有所调整。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 128.97 亿元，较 2014 年底小幅增长 1.35%，主要系应付票据（季节效应）的增长所致；受此影响，截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 95.95 元，较 2014 年底小幅增长 2.32%，构成结构无大变动；资产负债率和全部债务资本化比率分别小幅上升至 69.04%和 62.40%。

整体看，跟踪期内，公司债务规模小幅下降，债务结构有所调整但债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014 年公司流动资产规模小幅上升、流动负债规模有所下降，公司

流动比率和速动比率较 2013 年均有所上升，分别为 116.01%和 89.52%，同比分别上升 10.28 个和 7.38 个百分点。截至 2015 年 3 月底，两项指标分别为 114.82%和 83.81%，较 2014 年底略有下降。2014 年，公司经营现金流动负债比为 5.17%，较上年小幅上升 1.11 个百分点。公司目前短期债务规模较 2013 年有所下降，但处于较高水平，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司实现 EBITDA10.59 亿元，同比上升 4.87%。EBITDA 利息倍数从上年的 1.93 倍上升至 2.04 倍；全部债务/EBITDA 倍数从上年的 9.50 倍小幅下降 8.86 倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额 10.05 亿元，担保比率达到 17.37%。

表 15 2015 年 3 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	4800.00
玉柴船舶动力股份有限公司	2011.07.20-2018.12.31	保证	84668.00
玉柴东特专用汽车有限公司	2015.02.11-2020.02.10	保证	11000.00
合计			100468.00

资料来源：公司提供

截至 2015 年 3 月底，南车玉柴四川发动机股份有限公司总资产为 7.97 亿元，所有者权益为 3.05 亿元，2015 年 1~3 月实现营业收入 1.25 亿元，利润总额-0.23 亿元。截至 2015 年 3 月底，玉柴船舶动力股份有限公司总资产为 16.21 亿元，所有者权益为 3.58 亿元；2015 年 1~3 月实现营业收入 55.82 万元，利润总额-0.26 亿元。截至 2015 年 3 月底，玉柴东特专用汽车有限公司资产总额为 4.00 亿元，所有者权益总额为 0.90 亿元，2015 年 1~3 月实现营业收入为 0.37 亿元，利润总额为-0.05 亿元。

公司对外担保额度较大，被担保企业经营业绩一般，2015 年一季度均有亏损，公司存在一定的或有风险。

截至 2015 年 3 月底，公司共获银行授信额度 85.89 亿元，尚未使用的额度为 8.18 亿元。公司间接融资通道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据 2013 年 7 月 22 日公司于公开市场发布的公告，2013 年 7 月初公司二级子公司天津重工发生一笔逾期金额为 2 亿元的光大银行贷款。联合资信针对上述子公司贷款逾期事项，于 2013 年 8 月 8 日在公开市场发布将广西玉柴机器集团有限公司列入信用评级观察名单的公告。2013 年 10 月 12 日，公司公告，天津重工于 2013 年 9 月 29 日足额偿还上述逾期贷款本息。除此之外，根据中国人民银行征信中心的企业信用报告（2015 年 7 月 1 日），公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

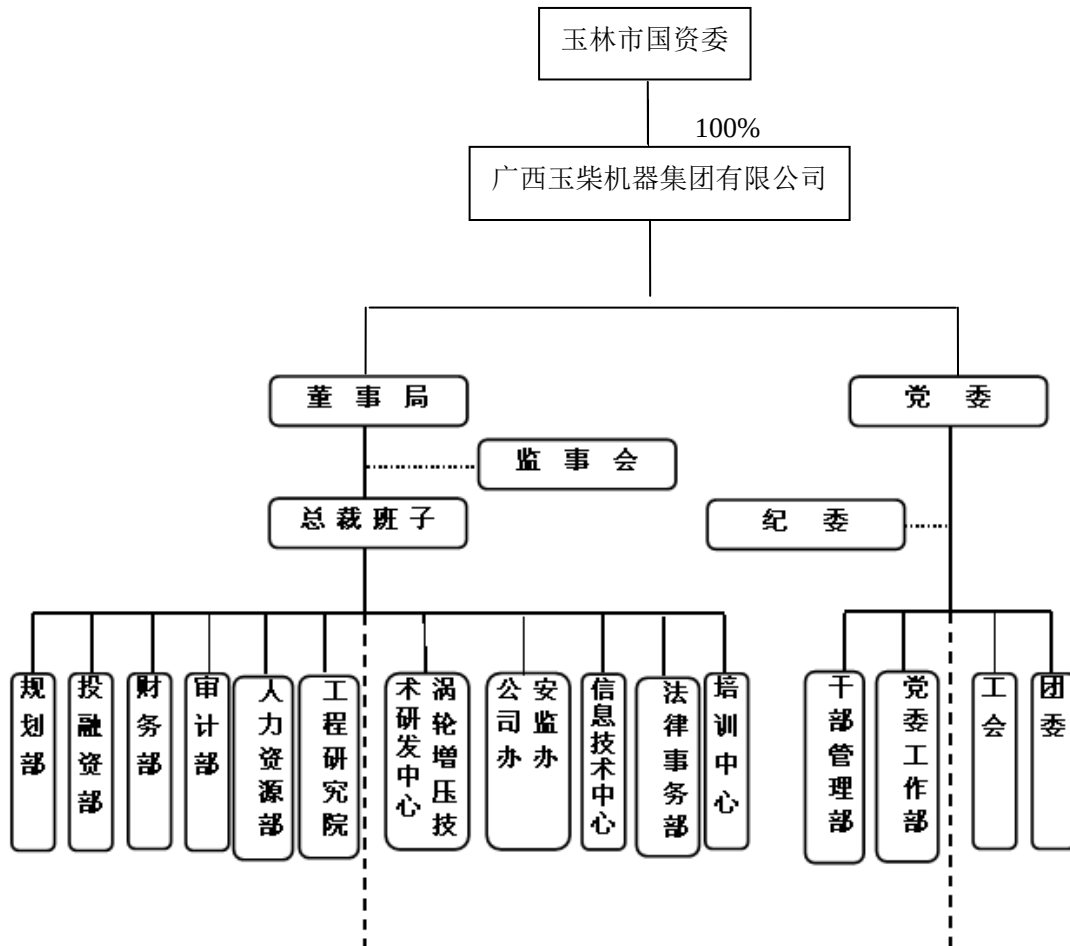
十、债券偿债能力

公司 2012 年发行的“12 玉柴 MTN001”（8 亿元）将于一年内到期，截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产为 11.48 亿元，为“12 玉柴 MTN001”本金的 1.44 倍。一年后到期的债券为“14 玉柴 MTN001”、“15 玉柴 MTN001A”、“15 玉柴 MTN001B”，本金合计 10 亿元。2014 年公司经营活动现金流入为 134.67 亿元，为一年后到期债券本金的 13.47 倍；2014 年公司 EBITDA 为 10.59 亿元，为一年后到期债券本金的 1.06 倍。总体看，公司现金类资产对“12 玉柴 MTN001”的保障能力较好；公司经营活动现金流入量对“14 玉柴 MTN001”、“15 玉柴 MTN001A”、“15 玉柴 MTN001B”的保障能力好。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 玉柴 MTN1”、“14 玉柴 MTN001”、“15 玉柴 MTN001A”、“15 玉柴 MTN001B” AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构及组织结构图



附件 1-2 截至 2015 年 3 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	广西玉柴物流集团有限公司	100	6700	道路运输、汽车销售
2	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
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，
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）
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
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
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
8	广西玉林玉柴包装材料有限公司有限责任公司	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
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
10	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
11	茂名市广垦长晟粮油食品工业有限公司	35	10000	生产、压榨、销售、储存：大豆、菜籽、花生、食用植物油；仓储、销售：粮食；货物进出口技术进出口
12	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
13	高德曼工业有限公司	100	600 美元	机械制造业投资
14	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
15	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
16	广西玉林产业新城投资发展有限公司	100	5000	投资服务、技术咨询，管理服务
17	广西北海玉柴马石油高级润滑油有限公司	61.575	1550	润滑油、机动车制动液及包装桶的加工、销售；重油、润滑油添加剂，经营本企业所需原辅材料及技术的进口业务等
18	广西南宁玉柴马石油润滑油有限公司	61.575	2000	润滑油、包装桶、化工产品（除危险化学品）、重油、防冻液等的销售

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、茂名市广垦长晟粮油食品工业有限公司、广西玉柴石油化工有限公司在内的 8 家公司，公司直接控股比例小于 50%，根据公司章程或相关协议，公司有权决定被投资公司的财务和经营政策，因此，将上述公司并入合并报表。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.88	17.77	15.61	11.48
资产总额(亿元)	190.33	186.93	184.96	186.80
所有者权益(亿元)	56.58	58.83	57.72	57.83
短期债务(亿元)	82.14	79.07	70.17	71.54
长期债务(亿元)	16.71	16.80	23.63	24.44
全部债务(亿元)	98.85	95.87	93.80	95.95
营业收入(亿元)	152.10	135.69	107.52	23.43
利润总额(亿元)	6.15	2.92	3.48	-0.11
EBITDA(亿元)	14.43	10.09	10.59	--
经营性净现金流(亿元)	-3.41	4.39	5.17	-4.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.29	2.39	2.00	--
存货周转次数(次)	4.46	4.44	3.60	--
总资产周转次数(次)	0.88	0.72	0.58	--
现金收入比(%)	95.59	96.81	110.12	108.62
营业利润率(%)	12.50	10.63	11.95	9.48
总资本收益率(%)	7.77	4.61	5.14	--
净资产收益率(%)	9.50	3.23	4.49	--
长期债务资本化比率(%) ⁰	22.80	22.21	29.04	29.70
全部债务资本化比率(%)	63.60	61.97	61.91	62.40
资产负债率(%)	70.27	68.53	68.80	69.04
流动比率(%)	110.97	105.73	116.01	114.82
速动比率(%)	85.84	82.14	89.52	83.81
经营现金流动负债比(%)	-3.01	4.06	5.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.15	1.93	2.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.85	9.50	8.86	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；公司其他流动负债中的短期债务和长期应付款中的长期债务分别已纳入短期债务和长期债务的计算。

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 / 营业收入 × 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%
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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。