

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1826 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持潍柴控股集团有限公司主体长期信用等级AAA，评级展望为稳定，并维持“11潍柴集MTN1”、“11潍柴集MTN2”信用等级AAA。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年八月十八日

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

潍柴控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 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
11 潍柴集 MTN1	20 亿元	2011/1/13-2016/1/13	AAA	AAA
11 潍柴集 MTN2	21 亿元	2011/12/7-2016/12/7	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 8 月 18 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	315.57	363.22	410.39	329.51
资产总额(亿元)	839.94	936.81	1360.63	1297.36
所有者权益合计(亿元)	328.12	348.26	406.12	390.91
长期债务(亿元)	142.26	178.76	247.14	242.93
全部债务(亿元)	263.64	286.34	466.85	435.07
营业收入(亿元)	532.29	649.57	867.72	188.64
利润总额(亿元)	34.53	37.69	64.47	8.98
EBITDA(亿元)	58.38	69.68	113.62	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	73.15	111.63	-26.19
营业利润率(%)	18.34	19.09	20.32	22.36
净资产收益率(%)	8.60	7.91	12.88	--
资产负债率(%)	60.94	62.83	70.15	69.87
全部债务资本化比率(%)	44.55	45.12	53.48	52.67
流动比率(%)	149.40	149.13	129.12	133.63
全部债务/EBITDA(倍)	4.52	4.11	4.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.06	8.39	9.75	--
经营现金流/流动负债(%)	1.05	19.63	19.95	--

注: 公司 2015 年一季度财务数据未经审计, 2014 年及 2015 年一季度的长期应付款已计入长期债务。

分析师

赵 阳 刘秀秀
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, 潍柴控股集团有限公司 (以下简称“公司”) 保持了其在产销规模、研发能力、产业链完整性、销售渠道等方面的显著优势, 取得了对德国凯傲公司的控制权, 形成了以动力总成、整车整机、液压控制和汽车零部件四大产业板块协同发展的格局。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到由于公司不断进行海外并购, 导致对海外分子公司的管控难度加大, 全部债务负担持续增加, 对公司的经营风险和偿债能力造成一定影响。

考虑到公司在“柴油发动机+变速箱+车桥+整车”产业链的竞争优势, 随着科研实力的提升以及产品体系的逐渐丰富, 公司将继续在大功率发动机、重型变速器市场保持领先地位。

综上, 联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11 潍柴集 MTN1”和“11 潍柴集 MTN2”AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 在行业需求下滑的背景下, 公司保持了其柴油发动机、变速箱等产品的市场占有率和行业领先地位。
2. 2014 年, 公司合并主营叉车生产及仓库技术服务的凯傲公司业务, 资产、所有者权益和收入规模大幅上升, 盈利能力有所提升。
3. 公司经营现金流入量和 EBITDA 对“11 潍柴集 MTN1”和“11 潍柴集 MTN2”覆盖程度高。

关注

1. 跟踪期内, 公司债务规模持续增长, 资产负债率不断提高。
2. 跟踪期内, 公司发动机和整车及总成业务产销量有所下滑, 未来受行业不景气影响, 仍有下降的可能。
3. 跟踪期内, 公司取得对凯傲公司的控制权,

未来经营情况受海外市场和跨国管理的风险影响加大。

4. 公司在对外担保和融资租赁等或有事项上存在一定的风险敞口。

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）与潍柴控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与潍柴控股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，未因潍柴控股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潍柴控股集团有限公司提供，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潍柴控股集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

潍柴控股集团有限公司（以下简称“公司”或“潍柴”）前身是成立于1946年的潍坊柴油机厂，属于山东省政府设立的国有独资公司，山东省国资委为其国有资本出资人。2007年根据山东省人民政府国有资产监督管理委员会鲁国资企改函[2007]45号文件《关于潍坊柴油机厂改为潍柴控股集团有限公司的批复》及鲁国资企改函[2007]64号文件《关于潍坊柴油机厂改制为潍柴控股集团有限公司国有资本金设置的批复》，同意潍坊柴油机厂改为潍柴控股集团有限公司。2009年6月，由潍柴控股集团有限公司、山东工程机械集团有限公司和山东汽车工业集团有限公司三家企业全部国有产权，以及山东省交通工业集团总公司持有的山东德工机械有限公司国有股权，划转而组建成立由山东省国资委管理的山东重工集团有限公司（以下简称“山东重工”），持股比例100%。公司实际控制人仍为山东省国资委。截至2014年底，公司注册资本12亿元。

公司经营范围包括：省政府授权范围内的国有资产经营；对外投资；企业经济担保；投资咨询；房地产开发经营；企业管理咨询服务；规划组织、协调管理集团所属企业的生产经营活动（以上范围不含国家法律法规禁止或限制性项目，需资质许可的凭资质许可证开展经营）。

截至2014年底，公司纳入合并报表范围的二级子公司8家，其中在中国大陆和香港上市的公司3家，包括潍柴动力股份有限公司（股票代码 HK2338, SZ000338，以下简称“潍柴动力”）、

潍柴重机股份有限公司（股票代码 SZ000880，以下简称“潍柴重机”）、扬州亚星客车股份有限公司（股票代码 SH600213，以下简称“亚星客车”）；其中潍柴动力通过换股吸收合并湘火炬汽车集团股份有限公司（以下简称“湘火炬”）于2007年4月在深交所挂牌上市，成为中国第一家通过换股吸收合并方式由H股回归A股的蓝筹股。公司总部下设公司办公室、战略规划部、党委工作部、人力资源部、投资管理部、计划财务部、法律事务部、审计部、公共关系部、安全环保部、后勤保障部、保卫部等。

截至2014年底，公司（合并）资产总额1360.63亿元，所有者权益合计406.12亿元（其中少数股东权益365.51亿元）。2014年公司实现营业收入867.72亿元，利润总额64.47亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额1297.36亿元，所有者权益合计390.91亿元（其中少数股东权益352.85亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入188.64亿元，利润总额8.98亿元。

公司地址：山东省潍坊市奎文区民生东街26号；法定代表人：谭旭光。

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，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 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、行业分析

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）、道依茨一汽大柴柴油机有限公司（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，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、环保标准等举措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。

五、基础素质分析

公司主要生产柴油机及相关零部件，并同时拥有整车、动力总成和汽车零部件三大业务板块，是中国汽车及装备制造行业的龙头企业。公司拥有国内发动机最丰富的产品谱系和较高的重型车桥、重型变速箱市场占有率，能够提供 WD615、WD618、226B、R6160、170 等 10 大系列柴油机，共 1000 多个品种，功率范围 8~2250 千瓦，产品广泛应用于重型汽车、大型客车、工程机械、农用机械以及发电、排灌和船舶动力。同时，公司也拥有整车及汽车零部件的生产配套能力，在中国山东、陕西、湖南、上海、重庆、江苏、黑龙江等省市设立了全资或控股子公司。

公司拥有现代化的“国家级企业技术中心”及国内一流水平的产品实验中心，设有“博士后工作站”，在美国、欧洲，以及中国潍坊、上海、重庆、扬州、西安等地建立了研发中心，确保企业技术水平始终紧跟世界前沿。依托全球领先的研发平台，公司先后承担和参与了 22 个国家“863 项目”、科技支撑计划、国际合作计划和科技攻关项目，获得产品和技术授权专利 1473 项，主持和参与行业和国家标准制定

45 项。其中高速大功率“蓝擎”发动机及 WP7 系列发动机均达到国 V 排放标准，在经济性、可靠性、环保性等方面均达到国际领先水平。2013 年公司《重型高速柴油发动机关键技术及产业化》项目获国家科技进步二等奖，打破了国外对重型高速柴油机的技术垄断。2014 年公司自主研发 ECU 电控系统成功配套天然气发动机，WP13 大马力重型商用车发动机发布并上市，企业自主创新能力显著提升。

公司加速传统业务国际化布局，分子公司遍及欧洲、北美、东南亚等地区，在美国芝加哥、法国马赛、意大利弗利、德国法兰克福和新加坡建立了全球五大运营中心，搭建了“五国十地”的全球研发中心。目前，公司在国内同行业率先通过 GJB9001B、ISO9001 和 ISO/TS16949 质量管理体系认证，在全国建立了由 5000 余家特殊维修服务中心组成的服务网络，在 30 多个国家建立了办事处，发展了 400 余家授权服务站，产品销往全球 100 多个国家和地区，发动机海外保有量达 25 万台，重型卡车突破 10 万辆，初步建成了覆盖全球的国际营销和服务网络。公司拥有“潍柴动力发动机”、“法士特变速器”、“汉德车桥”、“陕汽重卡”等品牌，在国内均处于市场领先和主导地位，形成了品牌集群效应。

六、重大事项

2014 年 6 月 12 日，德国法兰克福证券交易所上市公司 KION Group AG（以下简称“凯傲公司”）的原第一大股东 Superlift Holding S.à.r.l.（以下简称“Superlift”）将所持凯傲公司已发行的股份由 34.50%减持至 26.90%。由于公司透过间接全资子公司 Weichai Power (Luxembourg) Holding S.à.r.l.（以下简称“潍柴卢森堡”）持有凯傲公司已发行的 33.30%股份，在本次 Superlift 减持之后，潍柴卢森堡即成为凯傲公司第一大股东。根据潍柴卢森堡与 Superlift 签订的《凯傲公司股东协议》所约定联合表决安排，公司将对凯傲公司“有关重大事

项”拥有合计 60.20% 的投票表决权，即对凯傲公司实现控制并将凯傲公司纳入合并报表范围。

德国凯傲公司是欧洲排名第一、全球排名第二的工业叉车制造商和全球液压技术的领先者。公司通过收购凯傲公司股权进入全球领先的叉车和高端液压领域，为其产品结构调整奠定基础，有助于打破全球液压制造长期被国外大公司垄断的格局，改变中国高端液压产品长期依赖进口的现状，并将助推中国工程机械产业升级，实现向价值链高端拓展。

截至 2014 年底，凯傲公司总资产 383.81 亿元，所有者权益 34.87 亿元。2014 年凯傲公司营业收入 199.75 亿元，营业利润 9.58 亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司在人员以及企业管理体系和管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

经营概况

表1 公司主营业务收入构成情况（单位:亿元）

主营业务	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
发动机	221.66	27.15%	41.64%	278.06	28.06%	42.81%	296.00	25.20%	34.11%	50.07	22.21%	26.69%
整车及总成	228.61	8.55%	42.95%	245.60	9.75%	37.81%	258.80	8.95%	29.80%	30.37	9.12%	16.19%
零部件及其他	82.02	24.75%	15.41%	125.91	19.89%	19.38%	312.90	26.16%	36.09%	107.16	25.29%	57.12%
合计	532.29	18.79%	100.00%	649.57	19.55%	100.00%	867.70	20.7%	100.00%	187.60	21.85%	100.00%

资料来源：公司提供

发动机业务

公司是中国柴油发动机的主要制造商之一，主要向国内重型汽车、工程机械及大型客车等主要制造商供应产品。受经济增速放缓、基建投资萎缩、排放法规升级等因素的影响，2014 年公司发动机产销量有所减少，降幅分别为 12.38% 和 5.87%。2015 年一季度，受市场需求大幅下滑影响，公司销售发动机 66740 台，

跟踪期内，受合并凯傲公司业务收入影响，2014 年公司实现营业收入 867.70 亿元，较上年增长 33.58%；具体来看，受排放标准提高，公司销售产品升级影响，发动机业务收入较上年增长 5.37%，整车及总成业务收入较上年增长 7.43%，受凯傲公司业务收入并入零部件及其他业务收入影响，该板块较上年大幅增长 248.51%。

毛利率和收入占比方面，受细分产品结构调整影响，公司发动机业务毛利率较上年下降 2.86 个百分点，收入占比下降 8.70 个百分点；整车及总成业务毛利率下降 0.80 个百分点，收入占比下降 8.01 个百分点；零部件及其他业务受高毛利的叉车和高端液压并入影响，毛利率上升 6.27 个百分点，收入占比上升 16.71 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司整体实现营业收入 187.60 亿元，毛利率为 21.85%，收入和毛利率较上年同期略有回升，主要是零部件和其他业务收入大幅增长，发动机和整车及总成收入下滑严重。

销量较上年同期下降 51.93%。

表 2 跟踪期内公司发动机产销情况

时间	产量（台）	销量（台）
2012 年	325556	353416
2013 年	452088	433486
2014 年	396118	408028
2015 年 1-3 月	67367	66740

资料来源：公司提供

注：不包括潍柴动力扬州柴油机产销量。

2014年，公司主要子公司潍柴动力销售重卡用发动机 27.13 万台，同比下滑 3.10%，配套市场份额达到 36.50%，同比上升 0.30 个百分点，在行业内依然保持领先优势；销售配套 5 吨装载机发动机 5.29 万台，同比增长 26.60%，在 5 吨装载机市场的占有率达 57.44%。公司在重卡用发动机和工程机械用发动机市场上继续保持行业领先地位。

整车业务

公司的整车业务是通过潍柴动力控股子公司陕西重型汽车有限公司（以下简称“陕西重汽”）生产销售，其中最主要的产品是重型卡车。目前，陕西重汽具有完整的产品开发、生产制造、检测调试和市场营销体系，并首批通过了中国国家强制认证（3C）、GJB9001A-2001国军标认证及 ISO9001：2000质量体系认证。陕西重汽拥有自营进出口权，产品出口到亚洲、欧洲、美洲、大洋洲、非洲的十几个国家和地区，被国务院批准为扩大出口企业和首批汽车出口基地。

2014年，公司在国内市场上发挥成本优势，销售同比有所增长，缓冲了国内外市场不景气所带来的负面影响；2014年，陕西重汽生产重卡9.22万辆，较上年增长6.40%；2014年，陕西重汽销售重卡9.18万辆，销量较上年增长7.00%；2014年，陕西重汽出口创汇58427万美元，较上年减少6.10%。2015年一季度，受市场需求大幅下滑影响，陕西重汽销售重卡9946辆，销量较上年同期下降52.60%。

汽车零部件及其他业务

公司变速箱的生产主要是由潍柴动力旗下的陕西法士特齿轮有限责任公司（以下简称“法士特”）完成。法士特是目前世界上最大的汽车变速箱厂商之一，也在中国重型卡车市场上保持龙头地位，在重型汽车市场占有率达到78%，构成了重型卡车产业链中占据重要优势的一环。2014年，公司变速箱产量为58.93万台，较

上年下降0.70%；2014年，变速箱销量为62.01万台，销量较上年增长9.60%；出口创汇4062万美元，较上年下降12.10%。2015年一季度，受市场需求大幅下滑影响，变速箱销量为12.11万台，销量较上年同期下降39.50%。

2014年，公司顺利实现对德国凯傲公司的控制，将其纳入合并报表范围，汽车零部件及其他业务板块新增产品类别“叉车生产及仓库技术服务”，2014年实现营业收入199.75亿元，叉车生产及仓库技术服务已成为公司重要的经营分部。

此外，公司还拥有车桥、汽车零部件等其他业务板块，其中汽车零部件业务被定位为“公司新的盈利增长点”。公司计划利用自身品牌优势和网络资源优势，将零部件业务板块打造成为具有较强竞争力的业务板块。

整体看，跟踪期内，公司坚持产品经营、资本运营“双轮驱动”的运营策略，成功构筑起了以动力总成（发动机、变速箱、车桥）、整车整机、液压控制和汽车零部件四大产业板块协同发展的格局。但同时，受宏观经济和行业发展不景气影响，公司发动力和整车的毛利率有所下降，未来产品的产销量仍存在下滑的风险。

九、募集资金使用情况

公司发行的“11 潍柴集 MTN1”募集的 20 亿元资金均按照募集说明书中披露的资金用途使用，其中 2 亿元用于补充公司本部中期流动资金，18 亿元用于置换银行贷款。截至本报告出具之日，公司募集资金已全部使用完毕。

公司发行的“11 潍柴集 MTN2”募集的 21 亿元资金均按照募集说明书中披露的资金用途使用，其中 19.6 亿元用于补充公司本部及下属公司中期营运资金，1.4 亿元用于置换银行贷款。截至本报告出具之日，公司募集资金已全部使用完毕。

十、财务分析

公司2012年合并财务报表经大信会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留审计意见；公司2013年和2014年合并财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司审计，出具了标准无保留审计意见。2015年一季度财务数据未经审计。

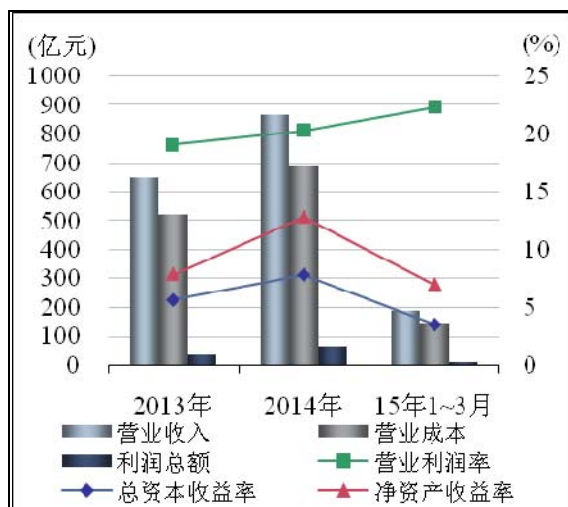
2014年6月12日，公司通过间接全资子公司潍柴卢森堡获得在德国上市的凯傲公司的控制权，实现非同一控制下企业合并。公司将凯傲公司自购买日起至2014年底的经营成果计入营业收入，将购买日之前与原持有股权相关的其他综合收益转入投资收益。公司合并范围的变化对财务报表的可比性有一定影响。

截至2014年底，公司（合并）资产总额1360.63亿元，所有者权益合计406.12亿元（其中少数股东权益365.51亿元）。2014年公司实现营业收入867.72亿元，利润总额64.47亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额1297.36亿元，所有者权益合计390.91亿元（其中少数股东权益352.85亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入188.64亿元，利润总额8.98亿元。

1. 盈利能力

图1 2013年~2015年3月公司盈利分析



资料来源：公司审计报告

受凯傲公司纳入合并报表范围影响，公司2014年实现营业收入和利润总额有所增长，分别为867.72亿元和64.47亿元，分别较2013年上升33.58%和71.06%。2013~2014年，期间费用占营业收入的比重分别为13.21%和14.80%。

2014年，公司的资产减值损失为4.58亿元，同比下降3.17%，主要是对应收账款和存货计提的坏账损失和存货跌价损失等，其中下属子公司陕西重汽计提2.09亿元，海外子公司法拉帝公司计提0.83亿元。

2014年，公司的投资收益为17.89亿元，同比大幅增长，主要包括企业合并中对原持有股权重新计量产生的收益16.22亿元。其中，由于公司纳入合并范围的凯傲公司系在德国上市的公司，其股价有活跃市场报价，购买日的公允价值按股份数乘以其当日的股价。根据公允价值重新计量所产生的利得为199016463.64欧元（按照购买日汇率折算为人民币1670663605.67元）。公司取得的投资收益对利润总额的增长贡献较大。

2014年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所增长，分别为20.32%、7.33%和12.88%。

2015年1~3月，受下游汽车行业及工程机械行业景气度下滑影响，公司实现营业收入188.64亿元、利润总额8.98亿元，分别占2014年全年的21.74%和13.93%，同比分别上升2.89%和下降24.66%；公司2015年1~3月营业利润率较2014年底略有上升，为22.36%。

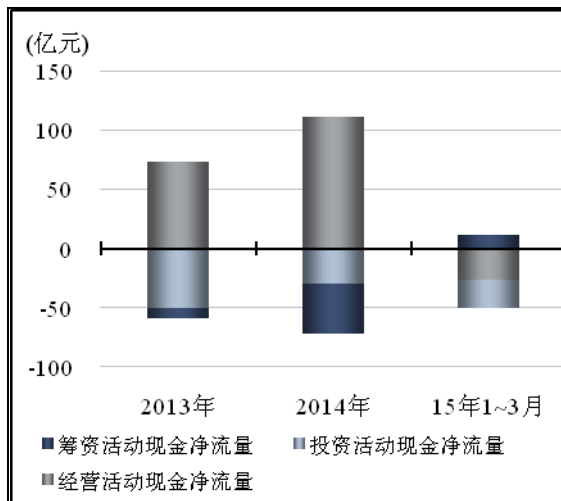
总体看，跟踪期内，凯傲公司的叉车生产及仓库技术服务业务提升了公司的盈利能力，但宏观行业的不景气对公司发动机和整车及总成等传统业务盈利能力的影响程度较大。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2014年公司经营活动现金流入较上年增长50.62%至762.65亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金741.11亿元；收到其他与经营活动有关现金较上年下降

43.55%至17.10亿元，主要由于2013年有18.15亿元内保外贷保证金到期转回。经营活动现金流出较2013年上升50.28%至651.02亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金419.13亿元。2014年经营活动现金流量净额较上年增长52.60%至111.63亿元。从收入实现质量来看，2014年公司现金收入比为85.41%，较2013年有所提高。

图2 2013年~2015年3月公司现金流分析



资料来源：公司审计报告

从投资活动看，公司投资活动现金流入规模大幅增长，2014年为24.72亿元，较2013年增长182.41%，其中收到其他与投资活动有关的现金为12.91亿元，主要是凯傲公司的货币资金余额纳入合并范围；公司投资活动现金流出为54.67亿元，较2013年下降7.70%。2014年公司投资活动产生的现金流量净额为-29.95亿元。

2013~2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为22.67亿元和81.68亿元，经营活动产生的现金流量净额在2014年能够满足投资活动现金需要，公司的融资需求有所缓解。

筹资活动方面，2014年，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款，现金流出主要是偿还银行借款和分配股利、利润及偿付利息。公司筹资活动产生的现金流量净额为-41.58亿元，主要因为公司偿还债务支付的现金106.57亿元，较上年同比增长73.20%，系公司归还了部分短期借款所致。

2015年1~3月，公司经营活动现金流量净额由正转负，为-26.19亿元，主要受公司发动机销售商务政策影响，导致一季度应收账款和应收票据大幅增长，占用营运资金；投资活动现金流量净额为-24.20亿元；筹资活动现金流量净额为11.78亿元，其中取得借款收到的现金47.66亿元。

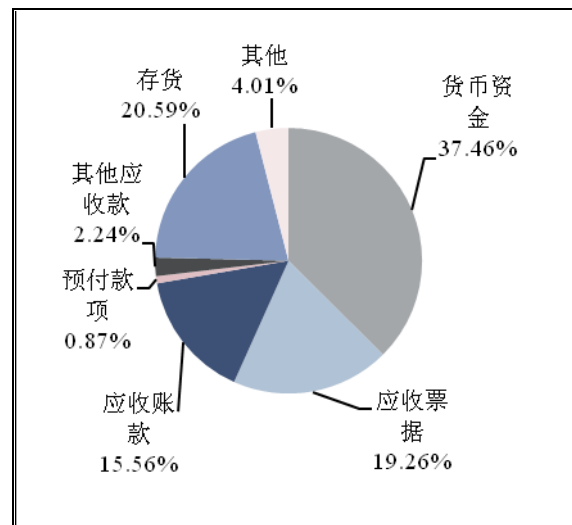
总体看，跟踪期内，公司经营获现能力有所增强，投资支出大幅放缓，筹资压力有所缓解。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额为1360.63亿元，较2013年底增长45.24%，其中流动资产占53.09%，非流动资产占46.91%。公司资产以流动资产为主，资产结构较为稳定。

图3 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司流动资产为722.35亿元，较2013年底增长29.99%，主要由货币资金（占37.46%）、应收票据（占19.26%）、应收账款（占15.56%）、和存货（占20.59%）构成；货币资金为270.60亿元，较2013年底增长23.09%，货币资金以银行存款及其他货币资金为主，分别占80.58%和19.34%。应收票据为139.12亿元，较2013年底略有下降。存货为

148.73亿元，其中库存商品84.92亿元，原材料27.42亿元，自制半成品及在产品21.21亿元，整体较2013年底增长28.63%，主要是受凯傲公司的存货纳入合并范围影响，公司已计提存货跌价准备5.11亿元，并对库龄较长的存货提高了计提标准。公司应收账款为112.43亿元，按组合计提坏账准备的应收账款占比89.42%，其中账龄组合占比53.01%，境外板块组合占比36.09%，整体较2013年底大幅增长106.65%，主要是受凯傲公司的应收账款纳入合并范围影响，坏账计提比例为9.28%。

截至2014年底，公司非流动资产为638.28亿元，较2013年底大幅增长67.48%，主要由固定资产（占39.87%）、无形资产（占23.18%）和商誉（占13.20%）构成；非流动资产的增长主要是固定资产和无形资产的增长，分别较2013年增长61.05%和220.23%至254.49亿元和147.96亿元。截至2014年底，固定资产主要由房屋及建筑物93.99亿元，机器设备78.69亿元和其他74.35亿元等构成；无形资产主要由土地所有权18.05亿元，商标权62.67亿元和客户关系36.94亿元等构成。截至2014年底，商誉主要由合并湘火炬5.38亿元、林德液压合伙企业7.91亿元、凯傲公司70.19亿元等构成，公司已通过资产组组合减值测试并认为合并湘火炬、林德液压合伙企业、凯傲公司的商誉和商标无减值风险。

截至2015年3月底，公司资产总额1297.36亿元，较2014年底下降4.65%，其中流动资产占53.48%，非流动资产占46.52%，流动资产占比有所上升。公司应收账款144.20亿元，较2014年底增长28.26%，主要受公司发动机销售商务政策影响，对不同的客户给予不同的付款周期，并且实行半年末及年末结清的货款回收控制政策。

总体看，公司资产规模持续扩大，以流动资产为主，现金类资产充足，资产流动性较好；非流动资产中固定资产、无形资产所占比重较大。整体看，公司资产质量较好。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益为406.12亿元，较2013年底增长16.61%。其中归属于母公司所有者权益为40.61亿元，公司股本占29.55%、资本公积占6.54%、盈余公积占0.59%、未分配利润占63.15%；少数股东权益为365.51亿元，占所有者权益比为90.00%；权益稳定性一般。

截至2015年3月底，公司所有者权益为390.91亿元，较2014年底略降3.75%。

负债

截至2014年底，公司负债总额为954.52亿元，较2013年底增长62.18%，其中流动负债占58.61%，非流动负债占41.39%，公司负债主要以流动负债为主，但占比有所下降。

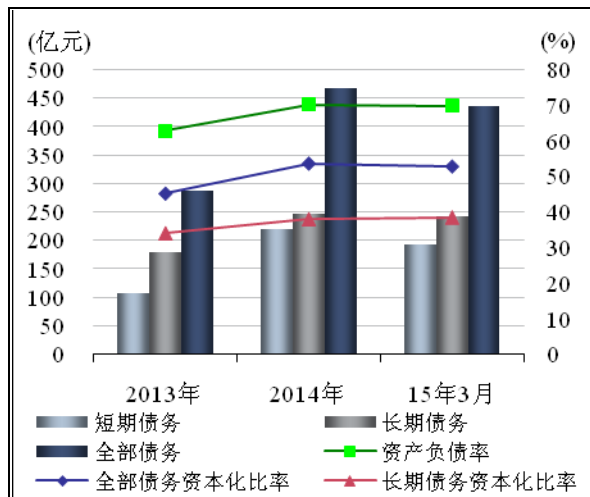
截至2014年底，公司流动负债为559.45亿元，较2013年底增长50.13%，主要由短期借款（占7.07%）、应付票据（占21.99%）、应付账款（占33.07%）、其他应付款（占10.31%）和一年内到期的非流动负债（占10.08%）构成。截至2014年底，公司短期借款为39.55亿元，较2013年底大幅增长50.38%，主要受凯傲公司的短期借款纳入合并范围影响；公司应付票据为123.02亿元，较2013年底大幅增长58.26%，主要由于凯傲公司的应付票据纳入合并范围，其中银行承兑汇票为111.05亿元，所占比重较大是由于公司较多原材料采购方面采用挂账3个月后付承兑的方式；公司应付账款为185.01亿元，较2013年底增长13.53%，主要受销量上升采购额增加和部分客户延长付款周期影响；其他应付款为57.70亿元，较2013年底增长32.48%，主要构成为保兑仓业务和代销费等。

截至2014年底，公司非流动负债为395.07亿元，主要由长期借款（占24.07%）、应付债券（占25.11%）、长期应付款（占13.37%）和长期应付职工薪酬（占18.13%）构成，较2013年底大幅增长82.97%，主要由于公司将德国凯傲公司纳入合并范围，长期应付款增加应付售后租回租赁款34.42亿元和应付融资租赁款

17.55亿元，长期应付职工薪酬增加设定受益义务66.83亿元。

截至2015年3月底，公司负债总额为906.45亿元，较2014年底下降5.04%，其中流动负债占57.28%，非流动负债占42.72%，基本上保持稳定。

图4 2013年~2015年3月公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司全部债务为466.85亿元，较2013年底增长63.04%；其中短期债务占比47.06%，较2013年底大幅增长104.21%，长期债务占比52.94%，较2013年底增长63.04%，公司债务以长期债务为主。

截至2014年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为37.83%、53.48%和70.15%，较2013年底分别增加3.91个百分点、8.36个百分点和7.33个百分点，公司债务负担水平有所上升，财务结构保持良好。

截至2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.87%、52.67%和38.33%，较2014年底分别降低0.28个百分点和0.80个百分点、增加0.50个百分点，公司债务负担保持稳定。

整体看，公司债务中以长期债务为主，债务水平增长较快，整体债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为129.12%和102.53%，较2013年底分别下降20.01个百分点和15.57个百分点。2014年公司经营现金流流动负债比为19.95%，较2013年上升0.32个百分点。整体看，公司短期偿债能力有所下降，但仍保持在较好水平。

从长期偿债指标来看，2014年公司EBITDA为113.62亿元，较2013年增长63.06%，公司全部债务/EBITDA的比率为4.11倍，同时EBITDA利息倍数为9.75倍，公司长期偿债能力有所提升，EBITDA对债务和利息的保护能力很强。

公司存续期内票据“11潍柴集MTN1”和“11潍柴集MTN2”额度合计为41亿元。2014年，公司EBITDA为113.62亿元，为存续期内票据额度的2.77倍；经营性现金流入量和经营性现金流量净额分别为762.65亿元和111.63亿元，为存续期内票据额度的18.60和2.72倍。公司经营现金流入量及EBITDA对存续期内票据覆盖程度高。

公司与各大银行建立了良好的合作关系。截至2015年3月底，公司获得的国内银行授信总额655.50亿元，其中尚未使用授信额度634.55亿元，同时公司拥有3家在中国大陆和香港上市的公司，直接和间接融资渠道畅通。

对外担保方面，公司2007年11月28日为山东省汽车工业集团有限公司提供保证担保一笔，总担保额330万美元（折合人民币24444090元），同时山东省汽车工业集团有限公司提供了反担保，担保方式为连带责任保证（保证期间为合同生效之日起至信托贷款到期后二年），该笔担保借款已于2010年11月28日到期。公司分别于2010年8月、2010年11月、2011年8月、2012年5月与山东省汽车工业集团有限公司补签了针对此笔担保贷款的质押协议，对公司可能承担的连带责任进行资产质押。截至2014年12月31日，该项对外担保事项正在法院诉讼过程中。

融资租赁方面，公司的子公司潍柴动力股份有限公司之子公司陕西重型汽车有限公司与山重融资租赁有限公司签订合作协议，双方约定山重融资租赁有限公司为陕西重型汽车有限公司或其经销商提供融资租赁服务，陕西重型汽车有限公司为融资租赁的承租方未能支付的融资租赁分期付款及利息提供连带保证责任。截至2014年12月31日，连带责任保证风险敞口为人民币1142020000元。在跟踪期内，公司尚未发生融资租赁代偿事项。

联合资信将对上述或有事项的后续进展予以关注。

5. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告》（银行版，编号：B201507140088023010，机构信用代码：G10370705000353300）显示，截至2015年7月14日，公司无未结清不良信贷信息记录，有2笔已结清的不良信贷信息记录，系历史遗留问题，均已正常收回，过往债务履约情况良好。

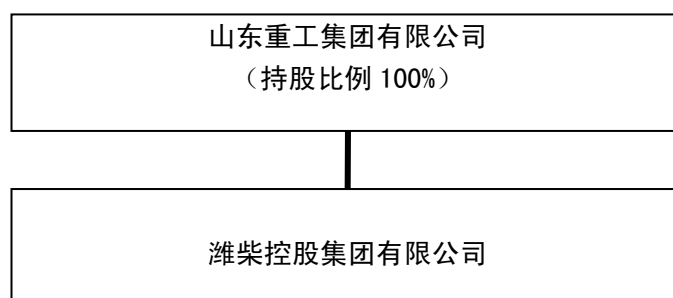
6. 抗风险能力

基于对公司所属行业运行状况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

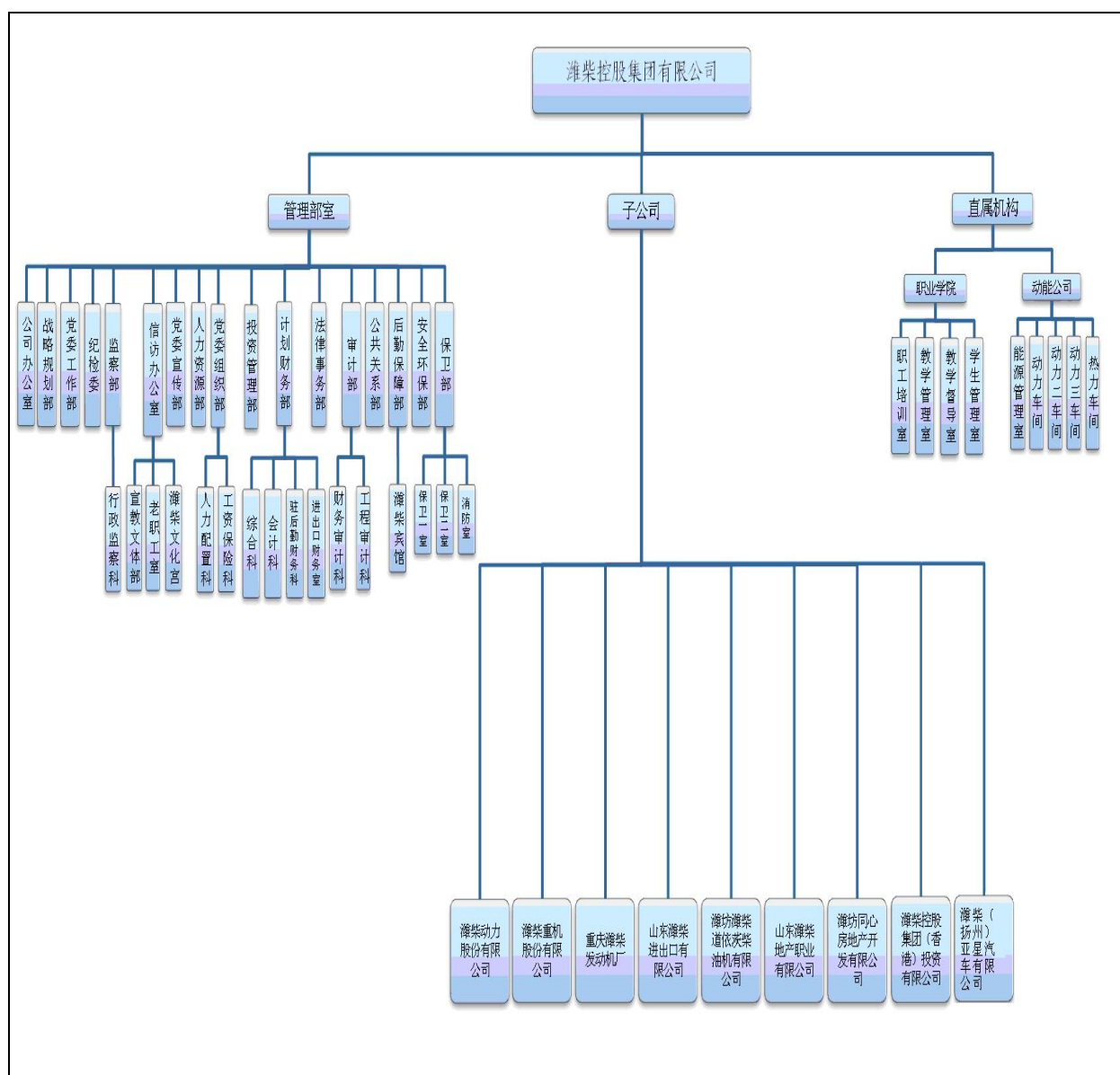
十一、 结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11潍柴集 MTN1”、“11潍柴集 MTN2” AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 组织结构图



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)	315.57	363.22	410.39	329.51
资产总额(亿元)	839.94	936.81	1360.63	1297.36
所有者权益(亿元)	328.12	348.26	406.12	390.91
短期债务(亿元)	121.38	107.59	219.71	192.14
长期债务(亿元)	142.26	178.76	247.14	242.93
全部债务(亿元)	263.64	286.34	466.85	435.07
营业收入(亿元)	532.29	649.57	867.72	188.64
利润总额(亿元)	34.53	37.69	64.47	8.98
EBITDA(亿元)	58.38	69.68	113.62	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	73.15	111.63	-26.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.65	3.82	3.87	--
存货周转次数(次)	4.16	4.97	5.21	--
总资产周转次数(次)	0.68	0.73	0.76	--
现金收入比(%)	79.32	72.42	85.41	89.62
营业利润率(%)	18.34	19.09	20.32	22.36
总资本收益率(%)	5.86	5.65	7.33	--
净资产收益率(%)	8.60	7.91	12.88	--
长期债务资本化比率(%)	30.24	33.92	37.83	38.33
全部债务资本化比率(%)	44.55	45.12	53.48	52.67
资产负债率(%)	60.94	62.83	70.15	69.87
流动比率(%)	149.40	149.13	129.12	133.63
速动比率(%)	121.31	118.10	102.53	101.06
经营现金流动负债比(%)	1.05	19.63	19.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.06	8.39	9.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.52	4.11	4.11	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计，2014 年及 2015 年一季度的长期应付款已计入长期债务。

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+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级