

信用等级公告

联合[2011] 164 号

联合资信评估有限公司通过对广西柳工集团有限公司及其拟发行的 2011 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

广西柳工集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

广西柳工集团有限公司

2011 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
二零一一年三月十一日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广西柳工集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广西柳工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，未因广西柳工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柳工集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广西柳工集团有限公司 2011 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，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年三月十一日

广西柳工集团有限公司

2011 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: 8 亿元

本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2011 年 3 月 11 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	59.60	77.46	113.18	167.41
所有者权益(亿元)	32.10	34.38	51.70	63.92
长期债务(亿元)	1.34	7.65	1.99	4.78
全部债务(亿元)	10.40	28.48	31.99	55.19
营业收入(亿元)	85.43	99.63	107.44	125.63
利润总额(亿元)	6.27	3.98	10.28	15.28
EBITDA(亿元)	7.58	6.00	12.20	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	-7.32	16.86	10.01
营业利润率(%)	17.46	14.84	20.18	21.19
净资产收益率(%)	16.18	9.41	16.66	--
资产负债率(%)	46.14	55.62	54.32	61.82
全部债务资本化比率(%)	24.47	45.31	38.23	46.34
流动比率(%)	159.77	149.97	134.10	120.73
全部债务/EBITDA(倍)	1.37	4.75	2.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.85	6.56	20.63	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.95	0.75	1.52	--

注: 公司从 2007 年开始执行企业会计准则(2006); 2010 年 9 月数据未经审计

分析师

孙恒志 韩 霞

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(“联合资信”)对广西柳工集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为国内大型工程机械制造商,在行业前景、市场地位、生产规模、研发实力和盈利能力等方面的综合优势。同时,联合资信也关注到国家宏观调控政策变化、行业竞争加剧、部分核心零部件依靠外购等因素对公司的经营及发展可能带来一定的不利影响。

近年来,公司通过兼并收购等方式不断拓宽产品谱系、调整产品结构,以适应市场需求变化,并积极培育核心零部件自主研发能力;同时,地方政府给予公司支持力度较大。公司有望继续保持其在行业中的优势地位和良好的发展势头。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状况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很低,安全性很高。

优势

1. 2009 年以来,受国家拉动内需政策的持续影响,中国工程机械行业呈现明显回暖趋势。
2. 公司发展的外部环境良好,享受一系列税收优惠政策。
3. 公司主导产品具有较强的竞争优势,装载机产品市场份额多年持续保持国内行业第一,挖掘机产品位于国内品牌前列。
4. 公司技术研发能力较强,技术优势明显。
5. 公司是工程机械行业最早实行代理制的公司之一,营销网络较为完善。
6. 公司盈利能力较强,债务负担适宜。
7. 公司现金类资产、EBITDA 对本期中期票

据的保障程度较好。

关注

1. 国内宏观经济周期、房地产市场宏观政策调控及钢材价格的波动对工程机械行业的发展产生一定影响。
2. 国内工程机械行业竞争程度加剧。
3. 公司部分核心零部件主要依靠外购，对国外上游厂商依赖程度较大。
4. 公司近年来大量使用票据结算，导致经营净现金流波动较大。
5. 公司存货占比较大，产品出口业务受海外需求等因素影响，存在一定的波动。

一、主体概况

广西柳工集团有限公司(以下简称“公司”或“柳工集团”)最早是在 1958 年由上海华东金属结构件厂一部分分迁到柳州,组建成为“柳州建筑机械制造厂”,1958 年~1971 年历经了多次更名,1971 年 12 月更名为“柳州工程机械厂”。1989 年 1 月 23 日,根据柳州市政府柳政函(1989)3 号文,柳州工程机械厂更名为“柳州工程机械企业集团公司”。为确立集团公司与成员企业间的产权关系,1996 年,根据柳州市政府柳政发(1996)85 号文和柳州市国有资产管理局柳国资字(1996)33 号文,正式授权公司经营包括柳州市钢圈厂、柳州市链条厂总厂、柳州市标准件厂、柳州起重机运输机械总公司以及广西柳工机械股份有限公司等企业的国有资产,并更名为柳州工程机械(集团)有限公司。1999 年 7 月 25 日,根据柳州市政府柳政办函[1999]28 号文,公司正式更名为广西柳工集团有限公司,截至 2010 年 9 月底,公司注册资本为 5.63 亿元。

公司是国有资产授权经营的国有独资公司,实际控制人为广西壮族自治区国资委。截至 2010 年 9 月底,公司内设技术中心和办公室、战略管理部、人力资源部、资财部、运营管理部、风险控制部、社会工作部等部门;拥有柳工股份、扬州柳工建设机械有限公司、柳州肉类联合加工厂等 8 家全资或控股子公司(见附件 1)。

公司经营范围:投资与资产管理(政府授权经营)、工程机械、道路机械、建筑机械等相关技术的开发、咨询服务和租赁业务。

截至 2009 年底,公司(合并)资产总额 113.18 亿元,所有者权益 51.70 亿元(含少数股东权益 25.75 亿元);2009 年实现营业收入 107.44 亿元,利润总额 10.28 亿元。

截至 2010 年 9 月底,公司(合并)资产总额 167.41 亿元,所有者权益 63.92 亿元(含少数股东权益 32.55 亿元);2010 年 1~9 月,公司实

现营业收入 125.63 亿元,利润总额 15.28 亿元。

公司注册地址:柳州市柳太路 1 号;法定代表人:王晓华。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2011 年注册中期票据 12 亿元分两期发行,其中第一期拟发行 8 亿元(以下简称“本期中期票据”),剩余 4 亿元额度拟于 2011 年二季度一次性发行,品种初定为 5 年期品种。本期中期票据期限为 5 年。公司计划将募集资金的 75%,即 6 亿元用于置换银行贷款,其余 2 亿元用于补充日常流动资金需求。

三、行业分析

公司产品主要包括装载机和挖掘机等土石方机械,还涉及路面机械、建筑机械等领域,属于工程机械行业。

1. 行业现状

工程机械行业是中国机械工业的主要支柱产业之一。按照中国工程机械工业协会统计,工程机械可以分成铲土运输机械、挖掘机械、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,中国已成为世界工程机械生产大国和主要市场之一,工程机械产量仅次于美国、日本,位居全球第三位,国内市场总量占世界市场近

1/6。但由于国家产业政策调整和行业对外开放步伐的加快，工程机械行业已成为完全竞争性行业，民营企业和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。

2001 年以来，随着中国 GDP、固定资产投资、基础建设投资的持续增长，中国工程机械行业实现了快速发展。据中国工程机械工业协会统计，2007 年工程机械行业实现销售收入 2268 亿元，同比增长 40%。2008 年以来，工程机械行业呈现前高后低的发展势态，前三季度保持高速增长，第四季度则受国际金融危机及房地产市场低迷的影响，产品销售收入和主要产品销量均明显下滑。2008 年，全行业实现销售收入 2773 亿元，同比增长 22%，其中推土机和挖掘机销量增幅处于前列。2009 年为应对全球金融危机带来的不利影响和严峻挑战，国家出台了一系列扩大内需、促进经济增长的重大举措，国家 4 万亿投资及装备制造业振兴规划的实施，重大工程及项目的相继开工和深入推进，国内需求增加弥补了海外需求的不足，工程机械行业呈现明显回暖趋势。据中国工程机械工业协会初步统计，2009 年工程机械行业实现销售额约为 3100 亿元，同比增长 12%。

进入 2010 年，受国家拉动内需政策的持续影响，中国工程机械行业继续保持较快速度的增长，其中挖掘机、装载机、推土机等主要机器设备受开工项目增加而产销量增幅较大，根据中国工程机械工业协会统计，到 2010 年 8 月份，装载机、推土机、挖掘机、汽车起重机、压路机、摊铺机、叉车等主机销量已超过 2009 年全年销量，2010 全年同比增速将有望突破年初预计的 15%。

装载机

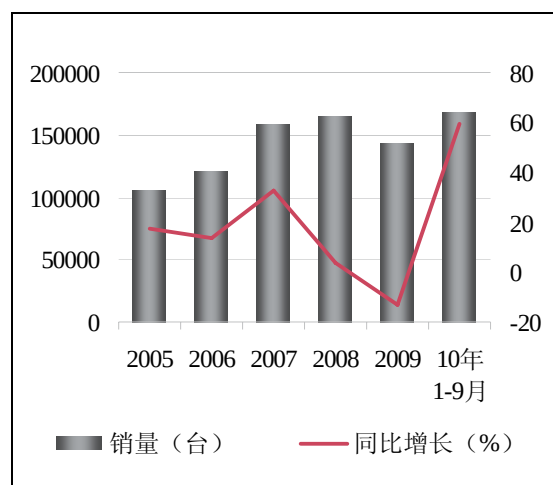
挖掘机、装载机和推土机等土石方机械是工程机械销量最大的产品种类。其中装载机是中国工程机械行业最具代表性的产品之一。

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。2005 年，装载机销量首次突破十万台大关，并保持了较长一段时间的快速增长。2008 年下半年国际金融危机爆发后，受采矿业、房地产业等行业需求放缓及国际市场疲软的影响，自当年 8 月份开始，装载机市场首次出现下滑，到 2009 年 8 月份才恢复增长，从而导致 2008 年和 2009 年装载机销量同比增速分别为 3.75% 和 -13.29%，其中 2009 年装载机出口量同比下降了 37.8%。

图 1 中国装载机销量



资料来源：中国工程机械工业协会铲土运输机械分会

2009 年上半年中国装载机市场销量波动较大，下半年市场发展较为平稳。进入 2010 年，装载机行业出现了产销两旺的情况。根据中国工程机械工业协会铲土运输机械分会报表数据，2010 年 1-9 月装载机累计销量 16.73 万台，较 2009 年同期的增长 59.12%，可见，大规模基建投资的回暖已经得到了积极体现。从下半年来看，房地产市场宏观政策调控给整

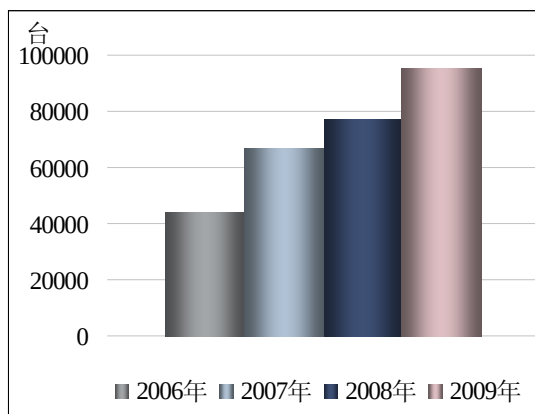
个工程机械市场带来了很大变数；同时，伴随着投资项目和投资额的季节性减少，装载机行业增速将有所放缓。

挖掘机

挖掘机在工程机械中占有重要地位，2009年挖掘机行业产值超过 500 亿元。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。

2006 年~2008 年，国内挖掘机市场销量连续跨越 4 万、6 万、7 万台大关。2009 年国内挖掘机销量达 9.5 万台，同比增长 23.3%。

图 2 2006 年-2009 年中国挖掘机销量



资料来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会

国际上挖掘机和装载机的保有量配比平均为 2:1，而国内该比例大约为 1:1.5，随着用户对工程质量和效率的要求不断提升，预计未来挖掘机对装载机替代仍有较大空间。

2. 竞争格局

截至目前，中国已有工程机械生产企业及科研单位 2000 多家，形成了国有、外资、民企三足鼎立的格局。以厦工、徐工、柳工为代表的国有企业，凭借丰富的行业经验、多元化的产品群和主导产品市场占有率高等优势实现了经营规模和市场影响力的较大发展；以美

国卡特彼勒、日本小松、瑞典沃尔沃、韩国斗山、德国利勃海尔等为代表的外资企业凭借资金、技术、品牌优势在国内工程机械高端产品市场上占据主导地位；以中国龙工控股、三一重工为代表的民营企业，依靠产权清晰、机制灵活和特有的管理模式成为了行业的新生力量，市场竞争力快速增强。相反，一大批规模较小和技术薄弱的企业则面临被淘汰的局面。

从国内工程机械行业集中度看，国内工程机械行业生产厂家较多，规模较大的有徐工、中联重科、三一、柳工等，行业集中度较低。前 20 家主要企业的销售额约占工程机械行业总产值的 53.9%，年销售额在 50 亿元以上的企业有 7 家，其中进入了百亿行列的制造商从 2008 年的 4 家增长为 5 家。品牌影响力的不断提升及产品线的完善给企业带来了更大的增长空间，增长较大的主要集中在排名前 3 位的企业。由于工程机械行业的产品品种较多，核心技术相对壁垒较大，因此各公司产品分布各有侧重，例如混凝土机械的主要厂商有三一集团、中联重科、安徽星马，路面机械的主要厂商有徐工科技、三一重工、常林集团，装载机和挖掘机的主要厂商有柳工和厦工股份，叉车的主要厂商有安徽合力和厦工股份，推土机的主要厂商有山推股份等，而企业的盈利能力也由于其产品机构的差异性而有所不同。由于近年来工程机械行业需求增长迅猛，各厂商均不断扩大产能，扩展产品线，同时国外厂商也大举进入中国。工程机械行业竞争日趋激烈，未来，随着行业内较大规模企业产品结构的扩充及国外企业的进入，其行业集中度有望提高。

据中国工程机械工业协会统计，2009 年，中国工程机械制造商 20 强销售额约占行业总产值的 50%以上，市场份额日益向优势企业集中。此外，工程机械行业“十二五”规划提出将鼓励行业重组并购，到“十二五”末，中国工程机械百强企业的销售规模要达到全行业的 85%以上。

装载机

目前,中国装载机行业企业总数约 130 家,年销售量在 500 台以上的共 22 家,5000 台以上的骨干企业除前 7 名中国企业外,加上福田雷沃重工、常林等共 9 家。前 7 名中国企业分别是柳工、厦工、龙工、沃尔沃临工、徐工、神钢成工和卡特山工,其中前 3 家企业装载机年销售量均在 2 万台以上,市场占有率合计超过 50%。

挖掘机

目前国内挖掘机市场仍主要由国外品牌主导,斗山、小松、日立三家企业占据约 44% 的市场份额,产品依赖进口较为严重。国产品牌挖掘机基本依靠消化国外技术发展,关键功能部件如液压件主要来自国外进口,总体上国产品牌在质量上与国外产品有一定差距,但价格也相对低廉。

随着近几年国内技术水平的提高,进口替代趋势比较明显,挖掘机中内资品牌占比不断提高,2009 年国内品牌销量占 26.07%,与韩系品牌接近,欧美品牌、韩系品牌占比逐渐下降,日系品牌维持在 35% 左右。其中,在中大挖领域,外资品牌优势依然明显,内资品牌的市场占有率从 2006 年的 7.64% 提高到 2009 年的 17.41%。在小挖领域,内资品牌的市场占有率从 2006 年的 30.67% 提高到 2009 年的 41.37%。预计挖掘机领域未来 5 年内国有品牌占有率有望达到 50%。其中,中小型挖掘机制造商面临资金、技术、市场的压力会逐渐被外资并购或者淘汰出局,具有较强自主创新能力的企业会生存下来获得更广阔的生存空间,预期国内挖掘机生产企业将由 40 多家减少至 20 家左右,行业集中度将提高。

3. 行业关注

钢材价格波动

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 22.5%,如果算

上以钢材为原材料的主要配套件,占总成本的比例将达到 70%~80%。因此,工程机械行业对钢材价格变动敏感度高。

2006 年以来,受国际铁矿石价格持续大幅度提升以及焦炭、能源电力等综合影响,国内钢材价格不断上涨,使工程机械企业生产成本上升,而 2008 年下半年则出现不同幅度回落,2009 年在国家振兴钢铁行业的宏观政策带动下,钢材价格综合指数调整幅度明显减小。

进入 2010 年,在铁矿石和焦炭等成本暴涨的影响下,国内几大钢厂连续多次上调钢价,2010 年 4 月国家密集出台房地产业调控政策,钢材价格上涨趋势和上涨预期减弱,部分钢厂出现降价。钢材下游需求如房地产投资、汽车销量有减弱趋势,一定程度上抑制了钢材价格上行空间;铁矿石进口价格的上升和季度定价模式的出现,进一步抬高了钢材成本,钢材价格大幅波动在一定程度上加大了企业成本控制压力。中长期来看,钢材价格的波动将直接影响工程机械企业的利润空间和盈利水平。

关键零部件依赖进口

目前中国工程机械基础零部件生产企业以中小企业为主,企业本身的科研开发力量薄弱,大部分产品技术含量低,工程机械零部件配套生产难以满足整机制造的质量要求,高端发动机、液压元件、电控系统等关键配套件目前主要依靠进口,在全球零部件供应紧张时,国内企业必须面对接受提价或增加存货等不利局面,加大了企业的库存压力和资金压力,制约了行业的快速发展。

2007 年以来,由于全球性的原材料涨价,中国的工程机械行业企业被迫接受来自上游厂家转移来的成本压力,零部件的涨价,导致 70% 的利润被进口零部件侵蚀。针对上述情况,努力发展产品关键零部件核心技术,已成为企业和政府的共识。在振兴装备制造业三年规划纲要中,明确提出要组织实施关键零部件的制

术自主化研发体系作为振兴我国装备制造业的重要目标。未来，中国的工程机械的发展在一定程度上取决于关键核心零部件的配套能力。

出口波动风险

由于工程机械行业的生产特点是多品种、小批量、技术密集、劳动密集，很多产品不能实现流水线生产，因此中国企业的劳动力成本优势非常明显，产品价格可以比国际产品低20%~40%。随着中国工程机械企业研发力度的加强，以及配套服务的进一步完善，整机产品以及高端产品的出口比重将逐步提高。

近年，受世界性金融危机影响，国外经济普遍陷入低迷时期，严重影响了中国工程机械产品的海外需求。进入2010年，随着各国经济的起暖回升，工程机械产品出口量稳步回升，但与此同时，众多海外同行企业生产销售提速，国外市场竞争有所加剧，其出口业务的全面恢复尚需时日。

同时，随着中国工程机械产品出口的快速增长，企业也面临着一系列风险：知识产权风险、汇率波动风险、销售模式风险等。

4. 行业政策

从产业政策看，国家对工程机械行业的指导思想是：进行结构性调整，集中力量打造具有自主知识产权的名牌产品，发展市场急需的大型施工装备，同时开发小型工程机械，提高产品质量，使中国工程机械行业由数量型向质量效益型发展转变；继续巩固和提高中国优势产品的市场地位，培育企业的国际化竞争能力。在2006年出台的《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》中明确提出要逐渐取消整机和成套设备的进口免税政策；财政部发布《国内投资项目不予免税的进口商品目录（2006年修订）》于2007年3月1日起执行，进口装备免税门槛大幅提高，减少了进口产品的免税范围，相关国外产品价格有20%左右的增长，其市场竞争力被削弱，为国内工程机械

企业进行自主创新提供了一个相对公平的竞争环境。整体上看，上述政策的实施有利于使整个行业的健康和可持续发展，促进工程机械行业中具有产品、技术优势和经营特色的企业发展壮大。

工程机械产品主要用于满足民用建筑、铁路、公路、能源、机场、港口和水利水电等基础设施建设的施工，其市场需求与固定资产投资规模和工程项目量紧密相关，周期型波动的特征比较明显。为抵御国际经济环境对中国的不利影响，2008年11月5日召开的国务院常务会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。按照初步测算，实施常务会议确定的十项工程建设，到2010年底需投资4万亿元。同时提到，为加快建设进度，2008年四季度增加安排中央投资1000亿元，2009年灾后重建基金提前安排200亿元，带动地方和社会投资，总规模达到4000亿元。从重点加大的工程建设来看，主要是铁路、公路、机场、农村等基础设施，加上灾后重建和廉租住房，对工程机械行业的发展起到积极作用。由于铁路、公路等基础设施建设周期较长，未来两年工程机械仍有可观的增长空间。

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

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

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

5. 工程机械进出口情况

从2004年开始,中国工程机械产品进口额保持平稳发展,2005年甚至出现了大幅下降;而出口一直保持50%以上的高增长。2006年出口总额达到50.1亿美元,进口总额达到39.3亿美元,首次实现贸易顺差。2007年中国工程机械进出口贸易总额累计达到136.4亿美元,比上年增长52.6%。其中累计进口金额49.4亿美元,比上年增长25.7%;累计出口金额87亿美元,比上年增长73.5%。

2008年以来,受国际金融风暴影响,海外需求萎缩,对中国工程机械产品出口贸易影响加深。根据海关总署统计,2008年中国工程机械进出口贸易总额194.4亿美元,同比增长42.5%。其中进口60.2亿美元,同比增长21.8%,与2007年同期相比减少了3.9个百分点;出口金额134.2亿美元,同比增长54.3%,与2007年同期相比下降了19.2个百分点。2009年中国工程机械进出口均出现较大下滑,贸易总额为128.6亿美元,同比减少33.9%,其中进口金额51.5亿美元,同比减少14.4%;出口金额77.1亿美元,同比减少42.6%,贸易顺差25.6亿美元,同比减少65.4%。

进入2010年,随着国际经济的缓慢回暖,工程机械的海外市场亦较上年同期有所恢复,根据海关总署的统计数据,2010年1-8月,中国工程机械进出口贸易额为118.60亿美元,其中进口金额54.80亿美元,比上年同期增长74.90%;出口金额63.80亿美元,比上年增长

28.50%,贸易顺差9.00亿美元,出口呈现较好趋势。

从中国工程机械行业出口区域来看,除了传统的欧美地区外,中东、南美、东南亚、南亚、非洲等地区成为新的需求增长点。中国工程机械出口主要集中在新兴和发展中国家及地区,这些国家及地区崛起过程中的基建投资为中国工程机械产品带来广阔的市场空间。

总的来看,未来国内的基础设施建设仍将保持一定规模的稳定增长,同时国际市场的逐步回暖将进一步促进中国工程机械行业出口的增长;但同时国内房地产市场宏观政策调控、宏观经济周期及钢材价格的波动也将对整个行业的发展产生一定影响。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司是国家重点联系的首批300家国有大型企业集团之一,是广西“十一五”期间重点培育和发展的工程机械集群产业中的龙头企业,连续多年入选“中国500强企业”、“世界工程机械50强企业”和“中国企业信息化500强企业”,2009年在工程机械行业唯一荣获“CCTV 60年60品牌”大奖。公司下属核心企业柳工股份是工程机械行业和广西第一家上市公司,被誉为“中国工程机械行业的排头兵”。

自1989年成立以来,公司从过去专业生产装载机发展成为以装载机为主导,以挖掘机、路面机械为两翼,以及叉车、混凝土拖泵、泵车、砌块设备、混凝土搅拌机等相关产品业务多元化的工程机械企业集团。公司专注于包括轮式装载机、全液压履带式挖掘机、路面机械、小型工程机械、叉车、起重机、建筑机械等共计13大产品的研发、制造和销售,以及相应的配件销售和服务支持。其中“柳工牌”装载机是中国第一品牌、中国名牌产品,装载

机产品市场份额多年持续保持国内行业第一，累计装载机全球销量超过 20 万台，销量居世界首位。2009 年公司实现主营业务收入突破 100 亿元，各类工程机械整机销量超过 4 万台，综合竞争力处于行业领先地位。

公司始终坚持以做强做大为战略目标，以工程机械为核心的相关多元化的发展原则，通过兼并重组和对外投资建厂逐步实现了立足于柳州本部，布局东部和北部的生产格局。目前已形成柳州、上海、天津、镇江、江阴、扬州、蚌埠、常州、印度等 9 大制造基地，其中印度是第一个海外研发制造基地，于 2009 年 7 月投产。

2. 人员素质

公司董事长兼党委书记王晓华先生，现年 58 岁，硕士研究生，高级经济师，曾任柳州工程机械企业集团公司副厂长和副总经理，1999 年 7 月至今任公司董事长兼党委书记，同时兼任柳工股份董事长和党委书记。曾获全国五一劳动奖章、国家首批高级职业经理等荣誉，2007 年 6 月 当选中共十七大代表，2008 年 1 月当选第十一届全国人大代表。公司总裁兼党委副书记杨一川先生，现年 58 岁，大专学历，高级经济师，曾任柳工股份副总会计师、董事、副总裁等职，2010 年 1 月起任公司董事、总裁、党委副书记等职，并荣获“柳州市劳动模范”、“2010 年广西十佳企业家”等荣誉。

公司其他高级管理人员均具备多年行业管理经验，领导层整体素质较高。

截至 2010 年 9 月底，公司共有员工 11887 人，按学历划分，本科及以上学历占 19.60%，中专和大专学历占 32.25%，高中及以下学历占 48.15%。按年龄划分，35 岁以下占 65.11%，36-54 岁占 32.24%，55 岁以上占 2.65%。按岗位构成看，管理人员、研发人员、生产人员和销售人员分别占 20.58%、11.09%、63.63%和 4.70%。总体来看，公司员工素质较高，符合公司所处行业特点。

3. 技术水平

公司拥有自己的传动件、液压件、大型结构件、整机等专有成熟核心技术，从而支撑其业务多年来保持高速发展。公司重视新技术的开发和应用，不断提高产品的新技术含量，保持产品技术在国内市场的领先地位，并不断接近世界领先水平。

公司拥有国家级企业技术中心和博士后工作站。2006 年以来，为拓展产品线、增强关键部件的开发能力，公司增加了叉车、推土机、起重机、液压件、传动件等多个研究所，并于 2010 年起对研发机构进一步改革，分为中央研究院和各产品线设计开发研究院（所），进一步明确产品开发和共性技术研究两个平台的职责。目前，公司研发中心设置有中央研究院、装载机研究院、挖掘机研究院、起重机研究院、液压件研究所、传动件研究所等 16 个专业研究院所，3 个技术管理部，4 个合作研发中心和 1 个博士后工作站。研发中心拥有各专业技术人员 1047 人，其中博士 4 人、硕士 125 人，高级职称 49 人，其中教授级高工 9 人。研发人员大部分都有多年的技术开发经历，有较丰富的专业知识和技术开发经验。公司重视技术开发体系的建设，计算机辅助开发和试验验证手段齐全，技术管理手段先进有效，对技术开发团队有良好的激励制度，建立了良好的技术创新机制。技术研发基本满足公司未来的发展需要。

2007~2009 年，公司每年的研发相关投入约为 3-4 亿元，主要为下属子公司柳工股份的研发投入。2009 年，柳工股份研发投入约 39468 万元，完成装载机、压路机、起重机、推土机等新产品 34 个，开发新部件 17 项，新技术 5 项。其中，柳工股份成功研制出的 CLGB230、CLG320 推土机和 LCGP045 吊管机，填补了公司产品系列空白；成功开发出中国首个拥有自主知识产权的最小型滑移装载机，打破近 30 年来国外的技术垄断，在不同产品领域的研发实力不断增强。2009 年，柳工股份通过国家高

新技术企业复评，还承担了国家级 863 项目 1 项，自治区千亿元产业重大科技攻关专项等区级科技项目 8 项，市级科技项目 2 项，目前项目正在进行当中。

4. 外部环境

区域经济环境

广西壮族自治区作为中国重要的沿海省份之一，资源丰富，交通便利，拥有轻纺、电子、机械、钢铁、石化、煤炭和医药等工业生产体系。近年来，广西经济持续平稳发展，2009 年全区生产总值 7700.36 亿元，同比增长 13.9%；财政收入 966.89 亿元，同比增长 14.7%；全社会固定资产投资 5706.7 亿元，同比增长 50.8%。公司所在地柳州市是广西乃至西南地区的重要工业制造业基地，工业总量占到广西工业的四分之一，目前已经形成以汽车及零部件制造业、机械制造业和冶金工业三大支柱产业和轻工、化工、制糖和建材等主导产业为龙头的现代化工业体系。地区经济的快速发展为公司未来发展提供了有力保障。2010 年 1 月中国-东盟自贸区正式启动，广西壮族自治区将在东盟自贸区中发挥重要作用。

税收优惠

公司下属多个子公司均享受国家西部大开发企业所得税优惠政策或国家高新技术企业所得税优惠政策。其中，根据财税[2001]202 号《财政部、国家税务总局、海关总署关于西部大开发税收优惠问题的通知》的规定，在 2001 年至 2010 年期间，柳工股份减按 15% 的税率缴纳企业所得税；柳工股份子公司江苏柳工机械有限公司和安徽柳工起重机有限公司经认定为高新技术企业，按照《企业所得税法》享受 15% 的企业所得税税率。

总体看，公司区域环境较好，政府支持力度较大。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司是国有资产授权经营的国有独资公司，广西壮族自治区国资委经广西壮族自治区政府授权履行出资人职责。公司设董事会，董事会向股东负责，负责拟定和修订公司章程；制定公司的重大规章制度；决定经营计划、投资计划及投资方案等。公司设监事会，由外部监事和内部监事组成，其中外部监事成员由出资人委派，监事会对公司财务、董事会和高级管理层履职尽责情况进行监督。总经理等高级管理人员负责公司日常经营管理活动，主要依据法律、法规、规章和章程规定以及董事会的授权行使职权。

柳工股份为公司重要子公司，并于 1993 年在深圳证券交易所上市，截至 2010 年 9 月底，公司对柳工股份持股 38.69%，为其第一大股东。柳工股份已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律法规，构建了由股东、董事会、监事会和高级管理层组成的现代公司治理架构；建立独立董事制度，成立董事会专门委员会，形成权力机构、决策机构、执行机构和监督机构之间权责分明、各司其职、相互协调、有效制衡的组织架构和运作机制。

2. 公司内部管理

子公司管理方面，作为投资控股型企业，公司集团本部自身经营业务较少，除上市子公司外，公司主要采取人员委派、预算管理、财务检查等方式对下属子公司实行管理。具体来看，集团本部向持股比例超过 51% 的控股子公司委派总经理和财务总监；各控股子公司的年度预算方案及预算调整方案，由子公司拟订并核准后，报集团本部审批；各控股子公司投资项目由子公司提议并核准后，报集团本部审批；下属子公司可自行融资，集团本部负责审批和提供担保。公司遵循证监会要求，与柳工

股份在业务、人员、资产（除“柳工”系列商标外）、机构和财务方面实行“五分开”，保证了上市公司的独立性。

对外担保方面，公司严格控制担保风险，规定集团本部和下属子公司均不得为集团外的单位和个人提供任何担保和抵押。

在关联交易及定价方面，关联交易主要存在上市子公司与其他子公司之间，交易内容主要是在集团范围内进行资金调配及商品交易。集团本部的资财部负责上市公司与其他子公司之间关联交易价格的制定、协调各子公司之间争议价格、相应 SAP 系统相关价格维护和监控各公司关联交易价格执行情况等。总的来说，交易定价以市场价格为准，按正常的企业商品交易进行结算。

总体来看，公司法人治理结构和内部控制机制较为完善，管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营现状

近年来，公司借助工程机械行业和资本市场的发展机遇，通过兼并、收购、重组、合资以及新建等方式，进行产品结构调整，有效实现战略布局和经营规模的跨越式成长，由以装载机为单一主导产品实现了以工程机械为核心的多元化、多品种发展。公司目前主要经营轮式装载机、挖掘机、路面机械（压路机、平地机）、建筑机械（起重机、搅拌机）、叉车和润滑油等产品的研发、制造和销售，以及相应的配件销售和服务支持。由表1可看出，公司核心产品主要为装载机和挖掘机。

作为投资控股型企业，公司集团本部自身经营业务较少，收入和利润主要来自上市子公司柳工股份。2009年，柳工股份实现营业收入101.83亿元，占公司总营业收入的94.78%。

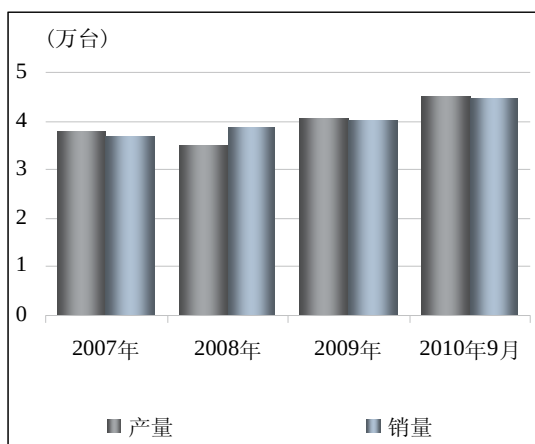
表 1 2007~2009 年公司业务板块收入及毛利润情况

业务分类	2007 年			2008 年			2009 年		
	营业收入 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)
装载机	56.56	66.21	10.51	65.32	65.08	9.71	67.36	62.70	14.59
挖掘机	11.41	13.36	2.36	11.78	11.82	2.68	14.10	13.12	3.37
路面机械	3.93	4.60	0.83	5.59	5.61	0.61	7.37	6.86	1.42
建筑机械	0.96	1.11	0.00	2.96	2.97	0.15	5.84	5.43	0.65
叉车	0.12	0.14	0.09	1.99	2.00	0.14	1.83	1.70	0.07
其他板块	12.46	14.58	1.59	14.54	12.59	1.75	12.77	10.18	2.13
合计	85.43	100.00	15.38	99.63	100.00	15.04	107.44	100.00	22.22

资料来源：公司提供

注：其他板块包括：配件、商贸、房地产、药业、肉类加工等

图 3 2007~2010 年 9 月公司产品产量



资料来源：公司提供

2009年，公司在金融危机背景下重点进行资源整合和产品结构调整，核心业务获得较大突破，装载机销量在全行业唯一保持了正增长，市场份额首次超越20%；挖掘机销量突破3000台。新兴业务快速成长，叉车销量在行业下降11%的情况下获得22%的增长；起重机稳定在行业前三名，压路机的行业排名取得较大提升，进入行业前三名。2009年底，公司产品总产量达40649台。

2010年1~9月份，公司业务呈加速上升趋势，总产量达45257台、销售量达44807台，已

超过2009年全年产销量。从产品结构上看，公司核心产品保持稳定增长，而新兴业务板块获得突破式增长，挖掘机、压路机、叉车增长率均超过100%。

表2 截至2009年底公司主要产品行业地位

产品名称	生产工艺技术含量	行业内地位
装载机	传动件制造技术国内领先；整机装配效率行业领先	1
挖掘机	构件生产技术与国际同行有一定的差距，液压件主要依赖进口	12
压路机	构件加工处于国内行业领先水平	3
平地机	构件生产技术与国际同行有一定的差距，主要传动件依赖采购	5
起重机	中小吨位的构件加工能力较强；汽车底盘仍受制于供方	3
叉车	构件加工及涂装技术处于国内行业领先水平	7

资料来源：公司提供

2. 生产布局

近年来，公司通过兼并重组和对外投资建厂逐步实现了立足于柳州本部、布局东部和北部的生产格局，制造布局发生重大战略改变。目前共有9大制造基地，分别为柳州本部、上海、天津、镇江、江阴、扬州、安徽蚌埠、常州、印度等地。2008年公司在印度投资建设第一个海外研发制造基地，2009年7月开业并投产。

表3 公司生产基地分布情况

生产基地	主要产品
柳州本部	装载机、挖掘机、叉车、路面机械、润滑油
上海	叉车
天津	推土机、装载机
镇江	小型装载机、滑移装载机、挖掘装载机
江阴	压路机
蚌埠	起重机
扬州	混凝土机械
常州	挖掘机
印度	装载机

资料来源：公司提供

2008年9月，柳工高级润滑油有限公司（公司控股51%）正式成立运营，并于2009年5月开始采购基础油试生产，2010年4月正式投产，

公司润滑油年产能达10万吨，成为公司新的经济增长点。

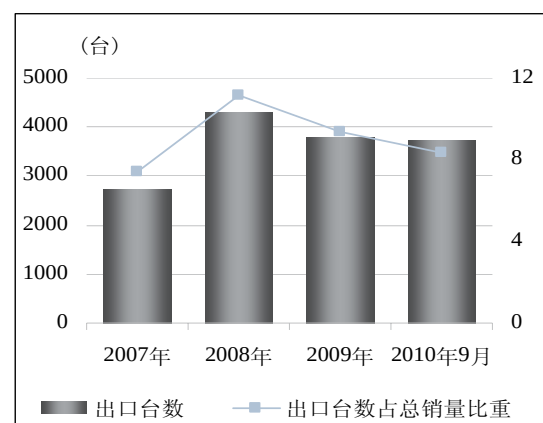
为进一步完善工程机械产业支撑体系，公司正在推进柳工国际工业园项目，做为柳工综合零部件制造基地，同时吸引关键零部件的战略供应商进入园区，旨在减少外部依赖，使柳工品牌效应、产业集聚效应得到最大体现，从而增强公司综合实力。

3. 海外市场情况

2007~2008年全球工程机械需求达到历史顶峰，2009年受全球金融危机的影响，中国工程机械市场受到拖累，出口下滑态势明显，2010年受全球经济复苏及中国经济强劲增长的拉动，国内外工程机械市场需求呈现较大回升。公司从市场开拓、产品推广、品牌推广和服务提升等方面加强海外工程机械市场的竞争力，柳工产品的市场契合度较高，支撑了海外业务快速上升，同时公司全系列产品均可提供高端、通过欧美当地强制认证高准入门槛的机型，为注重高性价比的高端客户提供了新的选择方案，公司产品海外市场在金融危机中得以拓展。

公司出口业务规模不大，产品出口约占总体销量的10%左右。受金融危机影响，2009年出口规模有所下滑，但2010年以来已出现恢复性增长，前三季度出口量已达3722台，全年有望超过2008年出口销量。

图4 2007-2010年9月海外市场情况



资料来源：公司提供

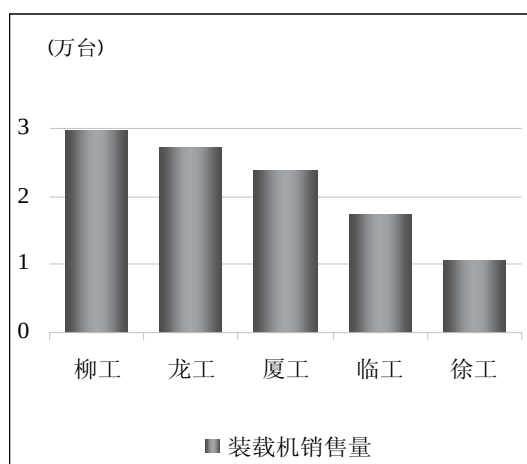
4. 主要产品介绍

装载机

装载机作为公司主导产品，是公司核心竞争力的体现，多年来保持行业领先地位，市场占有率处于首位。

自1966年公司试制成功第一台轮式装载机Z435以来，公司已成功自主开发出第三代轮式装载机。公司拥有完整的产品系列，能够生产0.8吨~10吨等各种规格的装载机，目前主要产品为3吨和5吨装载机。公司装载机传动件制造技术国内领先、整机装配效率处于行业前列、销量增速快于行业整体增速。近年来，公司进一步提高产品自主开发能力，完善研发流程，提高研发效率，成功研制出中国最大型装载机CLG899。研发能力保证了公司持续竞争力，稳固了行业领先地位。

图5 2009年底行业内前五名装载机销量情况



资料来源：公司提供

从市场竞争来看，近年来，装载机行业最大的前三家企业柳工、龙工和厦工基本占据了市场过半的份额。公司作为最大的装载机生产企业，产品质量优良、技术性能稳定，在作业要求较高的工程建筑市场占有较高的份额。根据装载机行业网统计资料，2007~2009年，公司装载机市场占有率（按14家主要装载机生产企业销量口径）分别为19.6%、17.7%和20.5%，2009年度装载机销量在全行业唯一保持增长，市场份额实现突破，首次迈过20%关口。2009

年公司销售装载机29412台，实现销售收入67.36亿元，占公司营业收入的62.70%，2010年1~9月，公司销售装载机29942台，已超过2009年全年销量，增长速度加快。

柳工装载机具有较好的客户基础和较高的品牌认知度，价格高于同类产品，较高的产品价格保证了较高的毛利率水平。

挖掘机

公司凭借多年工程机械产品的制造经验，融合关键部件国际化采购，进行挖掘机的研制与生产。目前挖掘机产品已成为公司第二大重要产品，并表现出较大的增长潜力。公司已先后研制出CLG200-3、CLG230、CLG920C、CLG922C、CLG925等型号的液压挖掘机，产品范围涵盖4-30吨，以7吨和20吨为主。公司的挖掘机性价比较高，技术性能接近国内合资企业产品水平，部分技术性能优于韩国大宇、现代同等型号产品，如中挖产品积累了一定的技术，局部区域市场取得一定突破，品牌知名度初步形成。

挖掘机和装载机同属土石方机械，挖掘机相对于装载机投资回报周期短，是未来市场需求方向。挖掘机对装载机具有一定的替代作用，公司自2001年开始批量生产以来，挖掘机始终处于快速发展轨道。2006年，公司成为国内挖掘机厂家中首个年度销量突破1000台的企业。2009年公司挖掘机销量超过3000台，在行业内排名12（包括日韩等外资系列产品），在国内民族品牌的挖掘机生产企业中位居前列。2007~2009年，公司挖掘机保持快速增长，产品结构持续优化，2009年挖掘机实现销售收入14.10亿元，较2008年增长19.69%，占公司营业收入的13.12%。

从市场竞争情况来看，柳工目前的竞争对手主要为斗山、现代、三一、玉柴和福田等。2007~2009年，公司挖掘机市场占有率在3.1%~3.3%之间波动，与外资、合资企业相比差距较大。公司虽然具备一定的品牌优势和技术积累，但公司的产品研发实力及供应链管理

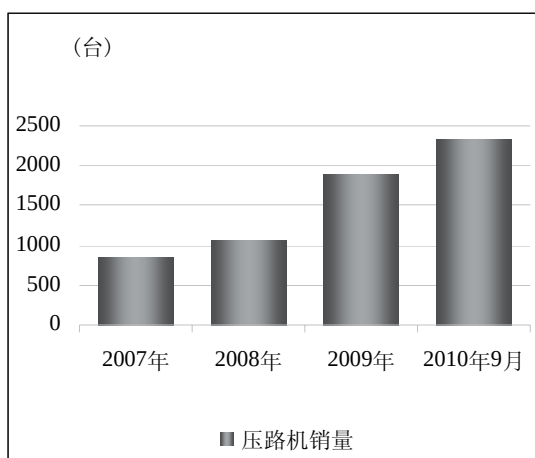
能力落后于国外品牌，产品结构不够合理，特别是大挖产品线有待完善。

挖掘机具有良好的市场潜力，以一机多用、工作效率高优于其他工程机械产品，全世界各种土石方施工中约有60%是由挖掘机来完成，而中国目前比重仍处于较低水平，未来增长空间较大。随着公司年产4430台挖掘机技术改造项目的实施以及常州年产1万台挖掘机项目的建成，公司挖掘机市场占有率逐步提高，有望形成公司新的利润增长点。

路面机械

公司于2000年收购江阴道路机械厂，成立江阴柳工道路机械有限公司，从而进入路面机械行业，开始压路机、平地机、摊铺机等产品的研发与生产。目前平地机、摊铺机尚未开始批量生产，主导产品为压路机。公司压路机发展较快，从最初年产几十台到2009年底产量突破2000台，销量由2007年的843台上升至2009年1893台，实现销售收入4.43亿元，市场占有率保持在9%左右，行业地位从第9位升至第3位。2010年1~9月，完成销售2345台，呈加速增长态势。

图6 2007~2010年9月底公司压路机销量



资料来源：公司提供

压路机是工程施工重要设备之一，主要客户为路桥公司以及省、地市公路局等。从市场竞争来看，压路机的市场竞争正从低档次、低价格的初级竞争向高配置、高利润的技术实力

竞争转变，公司适应市场需求升级，产品线不断完善，目前压路机已有6大系列，27种产品。公司在行业中首先推出配置带同步器变速箱、发动机倒置机构、流线型后罩、独立振动室、铰接式车架压路机，研制开发了全液压双钢轮、单钢轮压路机等产品，技术含量处于较高水平，但与路面机械龙头企业徐工尚有一定差距，公司压路机技术领先于国内其他竞争对手。

建筑机械

公司建筑机械板块产品主要包括起重机和混凝土搅拌机等。

承担起重机研制的经营主体是2008年公司收购的安徽蚌埠起重机厂。通过近两年的资源整合，起重机板块得到快速发展，产量由2008年的801台提高至2009年的1323台，行业地位由第五升至第三名，市场占有率现为5%左右。

近年来，中国工程起重机市场快速发展，即使在金融危机影响下也保持了良好发展趋势，成为工程机械市场发展最快的产品。据相关预测，中国起重机市场还将维持20%以上的高速增长。受益于行业整体良好发展机遇，公司起重机销量有望继续保持增长。

公司其他建筑机械产品的承担主体为子公司扬州柳工建设机械有限公司（以下简称“扬州柳工”）研制，扬州柳工是公司于2003年收购的国有企业，公司的主要经营范围是混凝土输送设备、混凝土搅拌运输设备、混凝土切块成型设备等混凝土制品机械。

截至2009年底，扬州柳工一直处于亏损状态，生产工艺及设备技术含量、先进程度一般，与国内外同行业相比处于中等水平。近两年，扬州柳工把技术团队建设、新产品研发作为首要任务，2008年初组建和完善柳工技术中心建设机械研究所，专注于新产品开发。2008年下半年，在继续开发大方量新品种搅拌运输车的同时，对已完成样机试制的各种搅拌运输车陆续进行了性能测试，并于2009年顺利实现批量

生产，质量和可靠性得到市场认可。目前，公司混凝土搅拌车已经形成8m³、9m³、10m³、12m³和14m³等多种底盘的共计18种型号的系列产品，均达到国内领先技术水平。在产品销售上，将混凝土机械产品纳入到了柳工的代理销售体系之中，充分利用公司资源，取得较好效果，规模效应明显。目前，混凝土机械已被定位为与装载机、挖掘机和起重机并重的公司“四大核心产品”之一，未来公司将打造柳工最大的混凝土车、泵、站的研发、制造、销售基地。

根据广西壮族自治区人民政府“打造千亿元工业产业”的要求，未来将以公司为主组建“广西柳工机械集团”，其中建筑机械板块是未来发展的重要战略板块之一。为此，公司加大对扬州柳工的扶持力度，尤其是在研发方面提供支持。扬州柳工在2010年进入发展快车道。2010年1~9月，扬州柳工实现销售收入2.49亿元，实现了跨越式发展，有望进入良性发展通道。

另据公司及各大相关网站资料，公司已于2010年8月26日和柳州欧维姆机械股份有限公司（以下简称“欧维姆”或“OVM”）第一控股股东景丰投资公司签订了股权转让协议，公司将受让景丰投资公司持有的欧维姆69.5%的股权，成为其第一控股股东。欧维姆隶属于建筑机械制造业的细分行业预应力行业，是国内规模最大的预应力产品专业生产厂家，在行业内具有较高知名度与影响力。通过此次收购，公司将有望借助OVM行业地位及研发能力，整合建筑板块资源，全面提升建筑板块规模及核心竞争力，逐步扭转建设机械发展滞后的局面。

叉车

叉车为工业搬运车辆，是对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式搬运车辆，常用于仓储大型物件的运输，通常使用燃油机或者电池驱动，属于物流设备。目前公司叉车的主销产品为1.5-16吨内燃叉车和1.5-3吨的电动叉车。近三年，公司的叉车业务

处于高速上升期，产品销量增长较快，由2007年的1408台上升至2009年的2949台。2010年1~9月，销量达4493台，完成2009年全年的152.36%。市场占有率为2.5%，行业排名第五，其主要竞争对手为合力、杭叉、大连、龙工等。

整体来看，公司叉车保持了良好的增长态势，但公司进入叉车领域时间较短，品牌知名度相对较低，产品技术和质量水平均处于行业低端，缺乏竞争优势。

考虑到中国是制造业大国，目前国内制造业仍大量使用人工搬运，加上农村城市化进程的加快，国内叉车市场空间还会不断放大，发展前景较好。

5. 原材料采购

主要原材料

公司产品按主要零部件采购或自制分为A、B两种模式。公司除装载机以外的产品均采用A模式，即：核心零售部件全部以采购为主，采购成本比重为70%~80%。而B模式体现为公司自有技术含量和零部件自制率均较高，采购主要以基础原材料为主。综合来看，公司主要采购原材料为柴油机、铸锻件、轮胎、液压件以及钢材。

表4 2009年公司零部件采购及供应商情况

零部件名称	采购额 (亿元)	主要供应商	采购比例 (%)
柴油机	10.36	潍柴动力	74.24
		广西玉柴	8.06
		东风康明斯	5.79
		康明斯公司（进口）	5.66
		潍柴道依茨柴油机公司	2.25
铸锻件	5.56	柳州励志铸造公司	16.53
		柳州江航工贸公司	16.01
		章丘桑园荆山锻造公司	12.48
		宁波鄞州华兴精密铸造公司	8.44
		山东蒙凌工程机械公司	8.02
钢材	4.39	柳州禾田商贸有限公司	48.47
		湖南华菱湘潭钢铁公司	22.29
		武汉钢铁股份有限公司	7.21
		湖北大冶特殊钢股份有限公司	4.83
		四川长城江油特殊钢公司	3.95
轮胎	3.62	风神轮胎股份有限公司	79.27
		贵州前进轮胎销售公司	8.91
		天津国际联合轮胎橡胶公司	7.25

液压件	1.95	杭州中策橡胶公司	1.16
		万力通橡胶公司	1.11
		日本丸红株式会社（进口）	61.62
		济南液压泵有限责任公司	14.81
		浙江海宏液压科技股份有限公司	7.98
		泊姆克（天津）液压有限公司	6.98
		德州宇力液压有限公司	5.55

资料来源：公司提供

公司原材料货款的结算方式为：①零部件结算方式为货到入库后75天支付货款（2008年由60天调整为75天），50%货款现汇、50%货款为6个月承兑；②进口件采用信用证模式，常规签订年度采购协议后，按月签订合同并开具信用证，银行按合同约定分远期（常规60天）和近期（即时支付）两种方式付款；③钢材采购采用30天预付方式。

原材料成本控制

公司作为行业内较大企业，对供应商形成较强的吸引力，供应保障可以实现，行业议价能力较强，对原材料价格影响具有一定控制力。

公司每年以年度招标方式确定次年年度价格及配套比例，采用合格供方采购体系，通过企业资质核查、样品、小批、外反馈跟踪、小配额批量试配及跟踪，确认供应商在价格、供货、质量及服务满足柳工需求后纳入合格供方名录，年度招标以合格名录内供方为应标对象，保证采购渠道的稳定；年度招标发布新年度采购政策，包括付款方式及质量、延期供货赔偿等。

公司钢厂采购基本可获得钢厂直供价，优于常规市场采购价格。但关键零部件方面，如柴油机、液压件等，公司议价能力相对较弱，对供方的依赖程度较大，从表4可看出，公司柴油机在供应商潍柴动力的采购比重接近80%，公司通过战略合作模式尽可能减小影响，同时发展新的战略合作对象，如供方东风康明斯的战略引入等。随着公司规模扩大及产品升级，在不影响原有战略合作规模的情况下降低对单一供方的过重依赖风险，常规配套件遵循两到三家供方配置，避免单一供方的波动影响。

由于中国机械行业整体技术水平不高，工程机械零部件配套生产难以满足整机制造的质量要求，高端发动机、液压元件、电控系统等关键配套件目前主要依靠进口，在全球零部件供应紧张时，国内企业必须面对接受提价或增加存货等不利局面，将加大企业的库存压力和资金压力。

6. 产品销售

产品定价

公司产品成熟度、市场地位不同，故采取的定价方式有所不同：①公司装载机处于行业主导地位，对产品具有一定的定价权，产品价格高于行业同类产品；②挖掘机的市场定价采取跟随策略，产品价格与韩系产品价格相持平，低于日本二线品牌10~15%，突出高性价比；③公司路面机械产品目前跻身行业前列，具有一定竞争优势，产品定价略高于国内大多数同档次产品；④由于公司叉车品牌地位尚未建立，且叉车销售区域化差异较大，个别地区具有较高市场占有率，故公司依据不同地区产品优势度、客户消费层次等对产品售价进行差异化细分，以尽可能保证产品的竞争力，整体价格处于行业中上水平。

营销网络

公司产品主要由销售分公司和国际事业部负责销售。其中，销售分公司负责国内销售，国际事业部负责产品的出口业务。销售分公司按区域划分为西北、西南、华北、华东、中南、东北六大区域共31个办事处、分公司，共有93家特约维修中心。产品主要销往浙江、江苏、山东等沿海发达地区和山西、内蒙等煤炭钢铁基地。

公司推行大客户销售战略，建立了一批关键客户战略合作伙伴，目前拥有注册行业大客户约2500家，促使大客户购买率和大型设备销售快速提升，2009年公司关键客户销售贡献率达29%。

表 5 截至 2009 年底公司前五大客户情况

客户名称	销售额(亿元)	占营业收入比(%)
四川同创工程机械公司	5.34	5.0%
云南柳工机械设备公司	4.51	4.2%
陕西柳工机械公司	3.87	3.6%
贵州柳工机械设备公司	3.11	2.9%
甘肃桂柳工程机械公司	2.22	2.1%
合 计	19.05	17.7%

资料来源：公司提供

公司是行业中最早实行代理制的公司之一，所有产品国内销售均采用经销商代理销售模式，有利于公司集中资源专注于产品的研发和生产。截至2010年9月底，公司在海外拥有115家一级经销商，覆盖全球六大洲，包括北美、欧洲、拉美、澳洲、印度等87个地区和国家，在海外设立8个子公司、17个办事处。公司建立了一套系统的经销商管理制度，对经销商的准入与淘汰、市场开拓与维护进行严格规定，并对其进行辅导。完善的营销网络和售后服务体系，使公司产品能够较好地覆盖市场，并具有较强的信息捕捉能力，确保公司经营业绩不断提升，顾客满意度和忠诚度不断提高。随着公司产品多样化，目前网络和业务仍在快速发展。

销售模式

随着市场逐渐成熟，一些新的服务和销售模式将成为吸引客户的重要手段。目前公司产品的购买方式有全款、分期、银行按揭和融资租赁等。融资租赁的比重呈迅速上升趋势，利润将向价值链前端及配件销售等售后服务两端拓展。

①按揭业务的操作模式：目前公司主要与光大银行、交通银行、中国银行总行进行全国网络合作的方式开展按揭业务，具体由经销商与当地合作银行的经办行开展合作，为工程机械客户提供按揭业务服务，由经销商为客户还款提供第一担保，柳工为客户还款提供第二回购担保。

②分期操作模式：由经销商自行为其客户提供短期赊销服务，一般为客户交一定比例的首付款，并合同约定还款期限与相关权利与义

务。

③融资租赁模式：由公司组建相应的融资租赁公司与经销商签约合作，由经销商负责推荐客户，并提供担保，由租赁公司向经销商购买设备并租给客户，到期后，所有权转移给客户。租赁业务合作银行包括光大银行、交通银行、中国银行、建设银行、民生银行等。目前公司融资租赁业务仅限于国内，海外融资租赁业务尚未展开，与行业内同等地位的竞争对手相比，有所落后。2009年，公司租赁业务占比：按金额为50.24%，按台量为41.99%，主要由柳工股份下属子公司中恒国际租赁有限公司（原名柳工国际租赁有限公司）负责。

7. 未来发展

当前，国内、国外工程机械制造商通过新建生产基地或并购重组在中国积极进行战略布局，向上游产业链延伸，旨在零部件、研发和服务等价值链关键环节上提升在中国市场上的核心竞争力。新一轮行业竞争即将展开，公司相应进行布局。

根据广西壮族自治区“打造总产值超千亿的七大工业产业”、“做强、做大以工程机械为主的机械产业”等经济发展政策，未来自治区将以公司为主，组建“广西柳工机械集团”，该集团整机业务板块包括工程机械、混凝土机械、建筑机械、矿山机械、农业机械等。自治区政策为公司扩展新产业、整合相关机械制造企业创造了良好外部环境。

“十二五”期间，公司将继续推进业务结构调整，优化整合内部资源，全力提升核心业务的整体优势和赢利能力，为公司跨越发展、迎接经济复苏后的新一轮竞争奠定基础。

公司战略目标是在工程机械、建筑机械、起重机械及专用零部件制造等业务领域为全国乃至全球用户提供一流的产品和服务，销售收入2015年达到500亿，成为具有国际影响力的制造企业，成为工程机械行业的世界级企业。为达到战略目标，公司进入在建工程项目

大规模开工兴建阶段，主要包括：①柳工股份液压元件研发制造基地投资项目，该项目计划在柳州设立柳工液压件公司，投资总额约为11.10亿元，主要研制和生产工程机械配套用的高精度液压元件，2010年6月18日正式开工。项目实施后，将提升液压元件的研发制造水平，提高主机产品的技术水平，改变关键核心液压部件依赖进口的局面，降低主机制造成本，提高公司装载机、挖掘机以及其它工程机械产品的核心竞争力；②2010年6月21日柳工东部研发制造基地项目在常州开工，该项目总投资15.80亿元，是公司目前在柳州以外最大的投资项目，计划于2010年12月一期项目建成投产。项目达产后将年产挖掘机1万台，销售收入达40亿元；③公司在天津建设“柳工北部工程机械研发制造基地”，投资总额约9.1亿元，目的在于充分利用天津当地优势资源，建设柳工北部工程机械研发、制造和出口基地。该基地主要研制、生产推土机、装载机及其他相关工程机械产品。

可以看出，公司在建工程的建成将有利支撑公司战略目标的实现，另一方面，公司在建和拟建项目预计五年内（2011-2015年）需投资约47.30亿元，资本支出压力较大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007~2009年财务报告已经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2010年9月财务报表未经审计。

2007~2009年，公司执行新《企业会计准则》和《企业会计制度》。截至2010年9月底，公司拥有8家全资或控股子公司，其中，柳工股份是其核心业务板块，占公司总资产、营业收入的90%左右。2009年因柳工股份发行的“柳工转债”转股，致使公司的控股比例由原来的44.34%下降至2009年底的38.69%。整体看公司近三年合并报表范围变化不大，财务报表可比

性较强。

截至2009年底，公司（合并）资产总额113.18亿元，所有者权益51.70亿元（含少数股东权益25.75亿元）；2009年实现营业收入107.44亿元，利润总额10.28亿元；2009年公司经营活动产生的现金流入量为109.40亿元，现金及现金等价物净增加额11.65亿元。

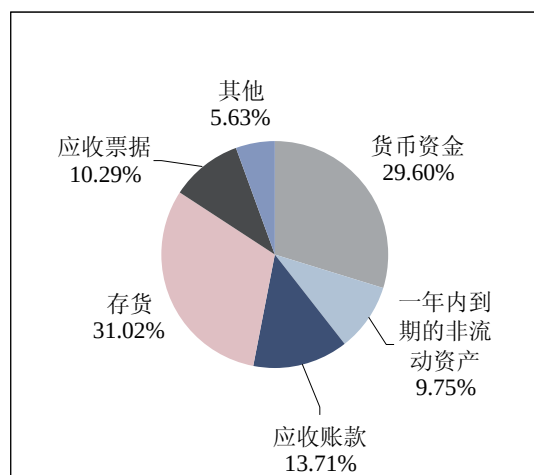
截至2010年9月底，公司（合并）资产总额167.41亿元，所有者权益63.92亿元（含少数股东权益32.55亿元）；2010年1~9月，公司实现营业收入125.63亿元，利润总额15.28亿元；2010年1~9月，公司经营活动产生的现金流入量为150.65亿元，现金及现金等价物净增加额10.07亿元。

2. 资产质量

2007~2009年，公司资产总额年均复合增长37.81%，增长较快。截至2009年底，公司资产总额113.18亿元，其中流动资产占66.53%，非流动资产占33.47%，近三年公司资产构成基本稳定，均以流动资产为主，符合制造行业资产分布特征。

2007~2009年，公司流动资产年均复合增长36.54%，基本持平于公司总资产增长速度。截至2009年底公司流动资产为75.30亿元，构成以货币资金、应收账款、存货为主（见图7）。

图7 2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2009年底，公司货币资金余额22.29亿元，较2008年大幅增长113.68%。主要是期末销售集中回款和票据贴现增加所致。其中主要为银行存款（占比98.88%），均为人民币存款。

2007~2009年，公司应收票据增长快速，年均复合增长53.22%。截至2009年底，公司应收票据余额7.75亿元，全部为银行承兑汇票，其中含有已贴现未到期的银行承兑汇票5.59亿元，公司按照新会计准则要求，体现谨慎性原则，将此部分贴现的应收票据作为短期借款融资处理，待到期兑现后再同时减少应收票据和短期借款。整体看，公司应收票据发生损失的风险较低。

2007~2009年，公司应收账款平稳增长，年均复合增长28.51%，高于公司营业收入年均12.14%的增长率。截至2009年底，公司应收账款余额10.32亿元。从客户性质及分布来看，主要为机械设备及工程公司且分布较为分散，前五名客户合计占应收账款净额比例为17.44%；从账龄上看，其中1年以内占91.72%，1~2年占4.93%，2~3年占1.98%，3年以上占0.47%，公司应收账款以1年以内为主，账龄较短。公司按账龄法及个别认定法计提坏账准备，截至2009年底，公司共计提坏账准备0.77亿元，占公司应收账款总额的6.94%，计提较为充分。公司销售全部采用经销商模式，客户实力相对雄厚，公司应收账款回收风险较低。截至2010年9月底，公司应收账款余额19.43亿元，较2009年底增长88.22%，继续保持较快增长。

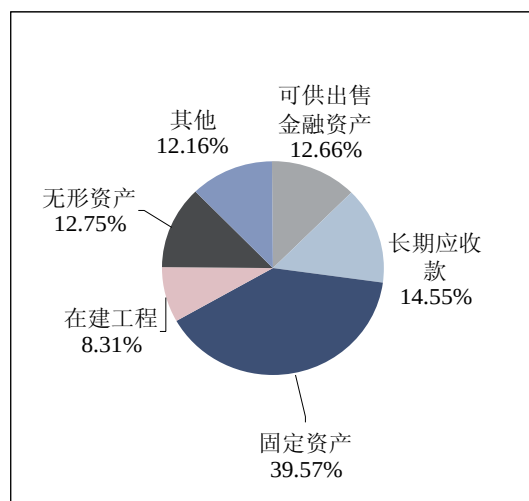
截至2009年底，公司存货净额23.36亿元，较2008年减少18.92%，主要是销售增长致库存商品减少以及本年度加强生产及采购管理而使库存原材料下降所致。从构成上看，原材料占比17.90%、在产品占21.42%、库存商品占59.90%，委托加工物资占0.78%，库存商品占比较大。截至2009年公司计提存货跌价准备0.43亿元，占年底存货余额的1.81%，占比较小，主要是钢材等原材料计提的坏账准备。公司产

品价格相对稳定，故存货发生较大损失的风险较小。截至2010年9月底，公司存货净额29.49亿元，受益于宏观经济回暖及下游行业复苏，公司库存持续消化，存货规模虽较2009年底有所增长，但增速低于流动资产增速，占公司流动资产比例由2009年底的31.03%降至25.66%。

截至2009年底，公司一年内到期的非流动资产余额为7.34亿元，占公司流动资产的9.75%。该项资产反映的是柳工股份下属的全资子公司中恒国际租赁有限公司（以下简称“租赁公司”）一年内到期的融资租赁长期应收款。租赁公司是为配合公司产品销售，为客户提供全套解决方案而组建的金融租赁公司。该部分资产受市场影响较小且有客户保证金及产品作为抵押，不能收回的风险较小。截至2010年9月，公司一年内到期的融资租赁长期应收款余额23.17亿元，较2009年底大幅增长215.67%，表明公司此项销售模式适应了市场需求，未来在销售收入中占比有望不断提高。

截至2009年底，公司非流动资产37.88亿元，较2008年大幅增长51.77%，主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产、在建工程、无形资产构成。

图8 2009年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2009年底，公司可供出售金融资产4.79亿元，大部分为持有的潍柴动力上市公司

普通股股票和少量交通银行普通股股票。潍柴动力为公司柴油机主要供应商，公司与其进行战略合作来降低自身风险，其中包括战略持有潍柴动力股票并承诺锁定期。2009年，公司可供出售金融资产较上年大幅增长248.98%，主要为2009年底股票价格较年初大幅上升所致。截至2010年9月底，此部分资产价值合计5.55亿元，变动主要来自市场价格波动。

受公司融资租赁业务不断扩大推动，公司长期应收款快速增长。截至2009年底，公司长期应收款余额5.51亿元，较2008年大幅增长5.32亿元，其中含未实现融资收益0.88亿元。此部分款项具有保证金及设备抵押保障，收回的可靠性较高。

2007~2009年，公司固定资产规模不断扩大，年均复合增长43.33%，主要来自在建工程项目完工转入。截至2009年底，公司固定资产净值14.99亿元，其中房屋及建筑物占58.24%，机器设备占35.42%。截至2009年底，公司累计计提折旧6.96亿元。公司固定资产50%以上为近两年新增，资产质量较好。

截至2009年底，公司在建工程3.15亿元，年底余额较大的工程项目包括：装载机核心制造能力技术改造项目、年产4430台挖掘机技术改造项目、叉车项目、天津新工厂建设以及安徽柳工建设项目等。截至2010年9月底，公司在建工程余额8.07亿元，较2009年大幅增长156.43%。公司近年来借助政府扶持政策以及行业发展机会进行产能扩张，并在机械行业内进行产业链纵深及横向拓展，预计未来公司在建工程仍将保持较大规模。

截至2009年底，公司无形资产净值4.83亿元，较年初增长33.04%，主要由土地使用权构成（占比99.59%），截至2009年底，公司无形资产累计摊销额0.33亿元。

截至2010年9月底，公司资产总额167.41亿元，较2009年底增长47.91%。其中流动资产占68.65%，非流动资产占31.35%，流动资产占比有所提升，主要受公司货币资金、应收账款

以及一年内到期的非流动资产增长拉动。从构成上看较2009年底无明显变化。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主，结构较为合理。流动资产中货币资金充足，流动性较好，但存货占比较大，产品存在一定程度积压现象；非流动资产整体质量较好，风险较小。

3. 负债及所有者权益

2007~2009年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长26.90%，慢于公司总资产37.81%的增长速度，增长主要受资本公积和未分配利润拉动。截至2009年底，公司所有者权益合计51.70亿元，其中少数股东权益25.75亿元。归属于母公司所有者权益年均复合增长17.72%，2009年底为25.95亿元，其中，实收资本占17.77%，资本公积占34.08%，盈余公积占3.74%，未分配利润占44.44%，稳定性较差。截至2010年9月底，公司所有者权益63.92亿元，其中归属于母公司所有者权益合计31.37亿元，较2009年底增加5.43亿元，主要为2010年1~9月净利润贡献额。

2007~2009年，公司负债总额增长快速，年均复合增长49.54%，2009年底为61.49亿元，其中流动负债占91.32%，非流动负债占8.68%。公司现金类资产较为充裕，在建工程等长期资产对资金需求较小，公司的流动负债为正常经营形成的商业信用，2008年公司对供应商的付款周期从60天调整为75天，以及公司融资租赁业务增加均扩大了流动负债规模，因此公司流动负债占比较高。

2007~2009年，公司流动负债年均复合增长49.03%，2009年底为56.15亿元，主要由短期借款（占26.75%）、应付票据（占26.69%）、应付账款（占28.12%）和其他应付款（占15.09%）构成。

截至2009年底，公司短期借款15.02亿元，其中信用借款占56.15%、抵押借款占3.93%、保证借款占2.73%，未到期应收票据贴现取得

借款5.59亿元，占37.19%，此部分借款待银行承兑汇票到期后即可相应减少，不构成公司实际偿还压力。

截至2009年底，公司应付票据余额14.99亿元，全部为银行承兑汇票，较2008年底大幅增长131.41%，原因为公司业务规模扩张加大原材料需求以及公司对供应商的付款周期延长所致。

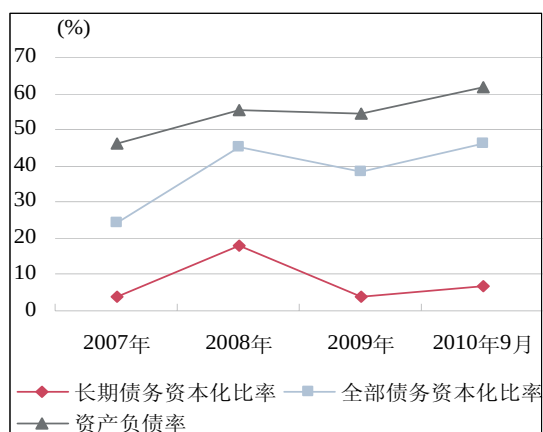
截至2009年底，公司应付账款余额15.79亿元，较2008年大幅增长163.34%。从账龄上看，1年以内的占96.43%，1~2年内的占3.13%，主要为尚未结算的配件款。期末公司欠款前五名客户合计占比7.86%，公司供应商较为分散。

截至2009年底，公司其他应付款余额8.47亿元，较2008年增长49.22%，主要为公司租赁业务收取的租赁保证金增加所致。

2007~2009年，公司非流动负债占负债总额的8.68%，规模较小，波动较大。截至2009年底，公司非流动负债为5.34亿元，其中长期借款占37.22%，均为信用借款；其他非流动负债占38.73%，均为政府补助款；递延所得税负债占23.48%。

截至2010年9月底，公司负债总额103.49亿元，较2009年增长68.32%，增幅较大，主要为流动负债中的应付票据、应付账款和其他应付款随业务规模扩大而增长。其中流动负债占91.99%，非流动负债占8.01%，负债结构未有明显变化。

图9 2007~2010年9月公司债务结构变化趋势



资料来源：公司财务报表

2007~2009年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈先升后减趋势（见图9），2009年底三项指标分别为54.32%、3.70%和38.23%，2009年较2008年下降的原因为2009年公司控股子公司柳工股份因“柳工转债”实施转股使股东权益增加所致。

整体看，公司债务水平较适宜，但债务结构有待改善。截至2010年9月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为61.82%、6.96%和46.34%，较2009年底略有提高。工程机械行业是资本密集型行业，相关项目建设具有投资大、建设周期长的特点，公司生产经营规模的扩大、设备维护和技术改造等都需要投入大量资金。随着公司产品结构的不断拓展和投资规模的逐步扩大，公司对资金的需求相应增加，公司债务水平呈上升趋势。

根据柳工股份发布的董事会第六届四次会议决议公告（公告编号：2010-25），柳工股份将非公开发行股票不超过1.5亿股，预计募集资金30亿元，公司于2010年8月19日已签订《广西柳工机械股份有限公司非公开发行股票之股份认购合同》，同意以3亿元现金认购本次发行的不超过1455.6040万股A股股票。本次发行后，公司仍为柳工股份第一控股股东。增资扩股后将使柳工股份股东权益进一步增厚，实力有所提升，公司财务风险将进一步降低，但同时公司对柳工股份持股比例将有所下降。

4. 盈利能力

近年来，公司收入主要由装载机、挖掘机、路面机械（主要为压路机）、建筑机械（主要为起重机）、叉车以及商贸业务板块构成。从产品毛利润贡献来看，2009年装载机和挖掘机毛利润分别占公司毛利润总额的65.70%和15.20%，公司收入仍主要来源于装载机和挖掘机；而路面机械和建筑机械板块的毛利润占比呈明显上升趋势，2009年占比分别为6.4%和

2.9%。2007~2009年，随着公司产品类型的进一步拓宽、产品线的渐趋完善和产能的逐步提高，公司营业收入保持持续增长，年均复合增长12.14%。2009年公司实现营业收入107.44亿元，利润总额10.28亿元。

从期间费用看，2007~2009年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用合计）占主营业务收入的比重较为稳定，分别占主营业务收入的10.13%、11.80%和10.71%，2008年占比上升的原因为柳工转债的发行加大了公司财务利息支出所致。公司期间费用占比未随营业收入的增加而相应增加，一方面得益于公司有效的管理，另一方面也反映公司经营具有明显的规模经济优势。

从盈利指标来看，2007~2009年，公司综合毛利率分别为18.45%、15.10%和20.68%，呈波动上升趋势；2009年公司营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为20.18%、11.00%和16.66%，公司盈利能力较强。

中国已成为全球最大的工程机械市场及增长引擎，宏观经济面的回暖与良好的产业政策助推，加之公司适应市场的产品结构调整以及海外业务与融资租赁业务渐趋成熟，公司营业收入呈现加速增长态势。2010年1~9月，公司实现营业收入125.63亿元，较去年同期大幅增长63.42%，利润总额15.28亿元，较去年同期增长121.51%。

整体看，近年来公司不断调整产品结构适应市场需求变化，通过持续研发提升产品附加值。柳工装载机市场第一品牌地位牢固，目前仍是公司核心创收产品；公司挖掘机业务增长快速，目前已挤身为行业内最具代表性的民族品牌，具有较大上升空间；而公司通过并购欧维姆（OVM）以及未来仍将对行业内研发能力较强的优质企业进行并购整合，规模效应、品牌效应将有望提升公司盈利能力。

5. 现金流

从经营活动来看，2007~2009年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长17.68%，2009年为105.96亿元；经营活动现金流入量年均复合增长18.37%，2009年为109.40亿元；经营活动现金流出年均复合增长11.42%，2009年为92.55亿元；2009年收到的其他与经营活动有关的现金3.13亿元，主要为拨款收入和租赁保证金收入，支付的其他与经营活动有关的现金8.19亿元，主要为运输费（占34.80%）、往来款（占30.77%）以及技术研发费等；2007~2009年，公司经营活动现金流量净额分别为3.54亿元、-7.32亿元和16.86亿元，公司经营活动现金流波动较大，主要原因为公司近年来大量使用应收票据结算引起。一方面是应收票据直接背书故未能体现于公司销售商品、提供劳务获得的现金中，从而应收票据背书量不同引起经营现金流的波动；另一方面公司为体现会计谨慎性原则，将应收票据贴现获得现金计入借款收到的现金，待票据到期兑付时再计入销售商品、提供劳务收到的现金，应收票据跨年度到期等时间分配上的不均匀造成公司经营现金流较大波动。总体看，公司经营获现能力较强，但波动较大。

投资活动方面，公司为了提高配套效率和突破行业销售半径的限制，提高主机产品的技术水平，减少对核心部件进口的依赖，降低主机制造成本，提高公司装载机、挖掘机以及其它工程机械产品的核心竞争力，在天津建设柳工北部工程机械研发、制造和出口基地。在常州设立东部地区制造基地。2007~2009年，公司投资活动支出的现金分别为3.54亿元、8.75亿元和6.34亿元，由于对外股权投资比例较小，公司投资现金流入较少。2007~2009年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.70亿元、-4.11亿元和-5.97亿元。受公司经营活动现金流波动影响，2007年~2009年，公司筹资活动前现金流量净额波动也较大，分别为0.85亿元、-11.43亿元和10.89亿元。资金缺口依靠

外部筹资弥补。

由于投资活动的刚性支出需求，经营活动现金流入不均匀只能依靠外部筹资来平滑，公司下属主要控股子公司柳工股份作为A股上市公司，筹资活动较为灵活多样，包括发行股票、适时发行可转债等债务融资工具、应收票据贴现以及银行贷款等。2007~2009年公司筹资活动现金流入量分别为9.02亿元、38.07亿元和21.58亿元，2008年融资规模较大是公司为弥补资金缺口，发行8亿元可转换公司债券及加大了应收票据贴现等银行借款力度；2007~2009年，公司筹资活动现金流出分别为9.53亿元、22.46亿元和20.82亿元，主要为偿还银行借款支出，相应地公司筹资活动现金流量净额分别为-0.52亿元、15.62亿元和0.77亿元。2009年公司现金及现金等价物净增加11.65亿元。较去年相比有较大提升。

2010年1~9月，公司经营活动现金流入量150.65亿元，经营活动现金流量净额为10.01亿元；公司投资活动现金流出量为6.63亿元，与去年同期基本持平，投资活动现金流量净额为-6.29亿元；公司筹资活动现金流入量为15.48亿元，仍主要为应收票据贴现等银行借款，筹资活动产生的现金流量净额为6.46亿元；现金及现金等价物净增加额为10.07亿元，公司现金流状况良好。

总体来看，近三年经营活动现金流入规模较大但波动性较高，受益于较为通畅的直接和间接融资渠道，公司适时进行融资及债务回购、偿还来满足公司资金需求同时有效控制财务成本。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007~2009年，公司延长原材料付款周期和租赁业务规模扩大所收保证金增多，公司流动负债规模逐年上升，受此因素影响，公司流动比率呈下降趋势，2007~2009年分别为159.77%、149.97%和134.10%；速动比率分别为77.04%、67.66%和

92.50%，2007和2008年速动比率较低原因为受金融危机影响，公司产品需求下滑造成存货一定程度积压所致，2009年随宏观经济基本面转暖、产品需求上升消化库存使速动比率有所提高。截至2009年底公司经营现金流动负债比为30.02%。2010年9月底，受益于对上游供应商较强的议价能力，公司较多利用应付票据等信用支付形式致使流动负债规模进一步上升，流动比率进一步下降为120.73%；速动比率略降至89.75%。总体看，公司经营活动获取现金能力较强，有利保障了公司短期债务的偿还。

从长期偿债能力指标看，公司2007~2009年EBITDA利息保障倍数分别为15.85倍、6.56倍和20.63倍；全部债务/EBITDA倍数分别为1.37倍、4.75倍和2.62倍。2008年债务负担提高的原因为柳工股份发行8亿可转换债券加大了利息支出，截至2009年6月底，此部分债务中的99.94%已转为公司股票，公司对剩余的0.06%按条款规定进行了提前回购，全部债务/EBITDA倍数又有所下降。总体看，公司具有较强的盈利能力及良好的收入增长预期，公司长期偿债能力较强。

或有负债方面，截至2010年9月底，公司无对外担保情况，面临的或有风险主要来自柳工股份以下或有负债风险：

①柳工股份与合作银行签定《金融服务合作协议》，合作银行对柳工股份授予一定的综合授信额度，专项用于其经销商开立银行承兑汇票，经销商利用上述协议项下的银行承兑汇票购买柳工股份各类工程机械，在银行承兑汇票到期后经销商无法交存足额票款时，其仍未销售的库存工程机械，由柳工股份按照协议规定承担相应的回购责任，并及时将购买款项划入指定帐户。截至2009年底，各经销商按协议开出的未到期银行承兑汇票余额4.60亿元，到目前为止尚未发生回购事项。

②根据柳工股份与银行签署的《金融服务合作协议》及相关从属协议，银行与柳工股份的经销商或客户签订按揭合同专项用于购买

公司各类工程机械。当经销商或客户在贷款期限内连续3个月未能按时、足额归还银行贷款本息及或贷款最后到期仍未能足额归还本息时以或放款90天内未将抵押资料手续办理完毕并送达银行的，柳工股份承担回购义务。截至2009年底，该协议项下贷款余额8.52亿元，其中光大银行存在逾期本金825.04万元，但尚未达到合同回购条件。

截至2010年9月底，公司（合并口径）共获得的银行综合授信额度为110亿元，尚未使用的额度为55亿元。此外，公司下属子公司柳工股份为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。综合看，公司直接、间接融资渠道畅通。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为8亿元，占2010年9月底全部债务的14.50%，对公司现有债务结构影响较大。

截至2010年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为61.82%和46.34%，以公司2010年9月底报表财务数据为基础，预计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63.56%和49.71%，公司债务负担有所加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

截至2010年9月底，公司现金类资产37.96亿元，为本期中期票据发行额度的4.75倍，现金类资产对本期中期票据的保障能力较高。

2007~2009年，公司经营活动产生的现金流入量分别为78.08亿元、77.52亿元和109.40亿元，分别为本期中期票据的9.76倍、9.69倍和13.68倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.54亿元、-7.32亿元和16.86亿元，分别为本期中期票据额度的0.44倍、-0.91倍和2.11倍。2007~2009年，公司EBITDA/本期发债额

度分别为0.95倍、0.75倍和1.52倍。公司经营活动现金流、EBITDA对本期中期票据的保障程度均较好。

综合分析，联合资信认为，公司本期中期票据偿还能力强。

九、综合评价

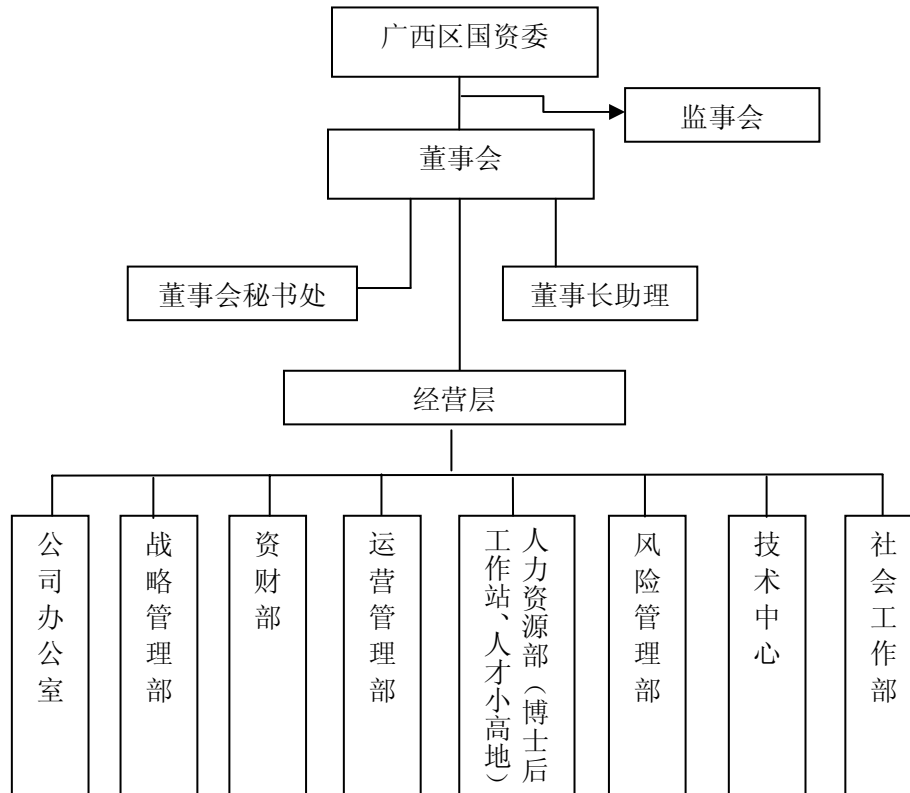
工程机械产品的市场需求与固定资产投资规模和工程项目量紧密相关。2009年以来，国家4万亿投资有效支撑了下游主要行业对工程机械行业产品的需求，直接带动了工程机械行业的整体回暖。

公司是国内生产装载机和挖掘机为主的大型工程机械制造厂商，主导产品竞争优势明显，品牌知名度高；技术研发能力较强，营销网络较为完善；同时，作为广西重要的国有独资企业，地方政府给予公司支持力度较大。

目前，公司资产质量较好，盈利能力较强；债务规模呈增长趋势，总体债务负担适宜；公司经营活动现金流入量较大，对本期中期票据覆盖程度较高。

综合看，公司整体偿债能力强，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1 公司组织机构图



附件 2-1 2007 年~2010 年 9 月底合并资产负债表（资产）
 （单位：万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产					
货币资金	61452.88	104326.59	222929.97	90.46	323312.38
交易性金融资产	224.83	84.45	190.03	-8.06	149.77
应收票据	33012.04	24714.94	77500.69	53.22	56142.50
应收账款	62512.10	80821.56	103234.87	28.51	194313.30
预付款项	25984.49	18025.98	31387.77	9.91	33402.77
应收利息	11.46				
应收股利					
其他应收款	11574.14	8854.08	10734.19	-3.70	15327.03
存货	209147.74	288133.28	233626.93	5.69	294898.52
一年内到期的非流动资产			73413.61		231743.94
其他流动资产	4.68				
流动资产合计	403924.36	524960.89	753018.06	36.54	1149290.21
非流动资产					
可供出售金融资产	29434.30	13739.36	47947.49	27.63	55544.76
持有至到期投资	15.05	215.05	215.05	278.01	215.05
长期应收款		1949.08	55132.36		130017.55
长期股权投资	3589.18	8525.43	9634.22	63.84	12745.83
投资性房地产	421.00	424.20	587.96	18.18	539.75
固定资产	72959.76	107313.32	149891.08	43.33	154793.43
在建工程	27837.89	48530.43	31479.39	6.34	80723.87
工程物资					3.97
固定资产清理					
生产性生物资产					
无形资产	29632.07	36294.47	48286.17	27.65	49236.75
开发支出					
商誉	21483.41	23500.74	23500.74	4.59	23433.94
长期待摊费用	166.76	212.86	599.42	89.59	2099.50
递延所得税资产	6537.21	8900.26	11551.45	32.93	15477.40
其他非流动资产					
非流动资产合计	192076.63	249605.21	378825.32	40.44	524831.79
资产总计	596000.98	774566.09	1131843.38	37.81	1674122.00

附件 2-2 2007 年~2010 年 9 月底合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债					
短期借款	38677.69	143577.30	150209.59	97.07	262250.01
交易性金融负债					
应付票据	51905.30	64766.73	149878.40	69.93	241909.14
应付账款	101222.97	59970.69	157926.02	24.91	255847.97
预收款项	8631.13	15766.13	7794.72	-4.97	11513.12
应付职工薪酬	4669.62	2632.59	1795.56	-37.99	2350.29
应交税费	835.36	2853.96	9188.65	231.66	11220.95
应付利息					
应付股利					
其他应付款	44240.83	56776.33	84723.13	38.39	152024.48
一年内到期的非流动负债					14869.65
其他流动负债	2630.49	3146.39			
流动负债合计	252813.38	350050.13	561516.08	49.03	951985.61
非流动负债					
长期借款	13431.62	14417.65	19858.95	21.59	47782.25
应付债券		62083.30			
长期应付款	8.32	23.82			
专项应付款	1104.33	369.79	300.85	-47.81	248.96
预计负债					
递延所得税负债	7619.70	3864.81	12527.17	28.22	12832.92
其他非流动负债			20666.44		22074.57
非流动负债合计	22163.97	80759.38	53353.40	55.15	82938.71
负债合计	274977.36	430809.50	614869.48	49.54	1034924.32
所有者权益（或股东权益）					
实收资本（或股本）	51934.64	46103.38	46103.38	-5.78	46103.38
资本公积	55652.24	52487.70	88418.59	26.05	95915.65
减：库存股					
盈余公积	27054.77	9497.96	9702.02	-40.12	9702.02
未分配利润	52511.51	84067.32	115292.70	48.17	162094.31
外币报表折算差额	54.27	-145.99	-78.63		-119.96
归属于母公司所有者权益合计	187207.43	192010.37	259438.05	17.72	313695.39
少数股东权益	133816.20	151746.22	257535.85	38.73	325502.29
所有者权益合计	321023.63	343756.59	516973.91	26.90	639197.69
负债和所有者权益总计	596000.98	774566.09	1131843.38	37.81	1674122.00

附件 3 2007 年~2010 年 1~9 月合并利润及利润分配表
 (单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-9 月
一、营业收入	854294.40	996317.68	1074376.80	12.14	1256311.89
减: 营业成本	701194.45	845912.17	852211.78	10.24	984409.90
营业税金及附加	3924.48	2596.27	5357.35	16.84	5727.54
销售费用	48653.79	61302.24	62888.06	13.69	61387.42
管理费用	31968.67	44516.44	48030.45	22.57	47689.51
财务费用	5943.35	11774.28	4095.70	-16.99	1935.87
资产减值损失	1195.12	1932.29	7343.74	147.89	8281.59
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)	139.27	-140.38	105.58	-12.93	-40.25
投资收益(损失以“—”号填列)	924.89	7882.62	2268.34	56.61	2758.43
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	907.61	3654.95	188.29	-54.45	2391.65
汇兑收益(损益以“—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	62478.71	36026.23	96823.66	24.49	149598.23
加: 营业外收入	1108.05	4679.27	6660.08	145.17	3976.38
减: 营业外支出	933.27	954.06	732.10	-11.43	813.56
其中: 非流动资产处置损失	358.93	639.12	254.47	-15.80	510.20
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	62653.48	39751.44	102751.64	28.06	152761.04
减: 所得税费用	10716.03	7417.37	16612.99	24.51	25943.90
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	51937.45	32334.07	86138.64	28.78	126817.14
其中: 归属于母公司所有者的净利润	21028.12	13474.97	32182.58	23.71	48720.32
少数股东损益	30909.34	18859.10	53956.06	32.12	78096.82

附件 4-1 2007 年~2010 年 1~9 月合并现金流量表
 (单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	765075.61	746706.01	1059559.01	17.68	1475460.67
收到的税费返还	5445.35	14173.71	3152.65	-23.91	4073.80
收取利息、手续费及佣金的现金					
收到其他与经营活动有关的现金	10323.10	14287.28	31335.76	74.23	27009.70
经营活动现金流入小计	780844.06	775167.01	1094047.41	18.37	1506544.17
购买商品、接受劳务支付的现金	619801.89	663896.02	729149.26	8.46	1199791.12
客户贷款及垫款净增加额					
支付利息、手续费及佣金的现金					
支付给职工以及为职工支付的现金	43659.62	60878.51	59740.85	16.98	67075.44
支付的各项税费	30241.35	25837.05	54702.73	34.49	70679.65
支付其他与经营活动有关的现金	51700.50	97720.92	81860.72	25.83	68917.21
经营活动现金流出小计	745403.36	848332.50	925453.56	11.42	1406463.42
经营活动产生的现金流量净额	35440.70	-73165.49	168593.85	118.11	100080.75
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资收到的现金	6000.00	22715.77	1540.66	-49.33	
取得投资收益收到的现金	329.95	13720.78	283.84	-7.25	387.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回	1335.47	1330.99	1505.71	6.18	762.06
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	810.87	-0.01	334.08	-35.81	374.22
收到其他与投资活动有关的现金		8607.09	21.76		1874.62
投资活动现金流入小计	8476.29	46374.62	3686.04	-34.06	3398.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付	35419.52	54711.63	54386.34	23.91	62551.07
投资支付的现金		32763.80	2407.03		1838.91
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			139.34		403.39
支付其他与投资活动有关的现金	14.02		6435.44	2042.71	1519.73
投资活动现金流出小计	35433.54	87475.42	63368.15	33.73	66313.10
投资活动产生的现金流量净额	-26957.24	-41100.80	-59682.10	48.79	-62914.71
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		1274.00	2253.90		2996.10
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金		1274.00	1104.41		1701.59
取得借款收到的现金	90200.00	300562.47	213580.97	53.88	151774.33
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金		78892.00			
筹资活动现金流入小计	90200.00	380728.47	215834.87	54.69	154770.43
偿还债务支付的现金	87154.50	197194.30	199454.49	51.28	72799.38
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8139.92	27313.44	8669.54	3.20	17353.72
其中: 子公司支付给少数股东的股利、					
支付其他与筹资活动有关的现金	98.83	53.79	44.81	-32.66	28.10
筹资活动现金流出小计	95393.25	224561.54	208168.83	47.72	90181.19
筹资活动产生的现金流量净额	-5193.25	156166.92	7666.03		64589.24
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.76	-1278.18	-102.60		-1020.60
五、现金及现金等价物净增加额	3290.97	40622.45	116475.18	494.92	100734.68
加: 期初现金及现金等价物余额	58161.91	63704.15	99241.54	30.63	215716.72
六、期末现金及现金等价物余额	61452.88	104326.59	215716.72	87.36	316451.40

附件 4-2 2007 年~2009 年合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	51937.45	32334.07	86138.64	28.78
加: 资产减值准备	1018.76	1922.82	7278.57	167.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7636.45	9861.56	12247.81	26.64
无形资产摊销	783.42	1205.79	1223.48	24.97
投资性房地产折旧				
长期待摊费用摊销	53.76	47.94	149.66	66.85
待摊费用减少(减: 增加)				
预提费用增加(减: 减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	82.88	-755.93	-1508.99	
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	249.28	568.50	253.10	0.76
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-139.27	140.38	-105.58	-12.93
财务费用(收益以“-”号填列)	4737.16	10632.66	5810.31	10.75
投资损失(收益以“-”号填列)	-924.89	-7882.62	-2268.34	56.61
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-153.49	-2363.81	-2591.27	310.88
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	215.54	379.91	113.62	-27.40
存货的减少(增加以“-”号填列)	-44706.86	-71927.42	19322.29	
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-40783.29	15627.37	-167369.15	102.58
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	55428.44	-62667.67	209760.58	94.53
其他	5.37	-289.06	139.13	408.99
经营活动产生的现金流量净额	35440.70	-73165.49	168593.85	118.11
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	61452.88	104326.59	215716.72	87.36
减: 现金的期初余额	58161.91	63704.15	99241.54	30.63
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	3290.97	40622.45	116475.18	494.92

附件 5 主要计算指标

指 标	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.75	9.91	7.51	--
存货周转次数 (次)	3.76	3.40	3.27	--
总资产周转次数 (次)	1.62	1.45	1.13	--
现金收入比 (%)	89.56	74.95	98.62	117.44
盈利能力				
营业利润率 (%)	17.46	14.84	20.18	21.19
总资本收益率 (%)	13.34	6.60	11.00	--
净资产收益率 (%)	16.18	9.41	16.66	--
财务构成				
长期债务资本化比率 (%)	4.02	18.20	3.70	6.96
全部债务资本化比率 (%)	24.47	45.31	38.23	46.34
资产负债率 (%)	46.14	55.62	54.32	61.82
偿债能力				
流动比率 (%)	159.77	149.97	134.10	120.73
速动比率 (%)	77.04	67.66	92.50	89.75
全部债务/EBITDA (倍)	1.37	4.75	2.62	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.85	6.56	20.63	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.08	-0.40	0.34	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	1.82	-12.57	19.44	--
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.95	0.75	1.52	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.76	9.69	13.68	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.44	-0.91	2.11	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.11	-1.43	1.36	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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

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 7 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，银行间债券市场中长期债券信用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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 广西柳工集团有限公司 2011 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。

广西柳工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。广西柳工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，广西柳工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柳工集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广西柳工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。

如广西柳工集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广西柳工集团有限公司提供相关资料。

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柳工集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一一年三月十一日

