

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 1086 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持广西柳工集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持其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
二零一一年十二月二十九日



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>

广西柳工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
11 柳工 MTN1	8 亿元	2011/5/9-2012/5/9	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 29 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(亿元)	30.06	59.16	49.54
资产总额(亿元)	113.18	230.79	275.43
所有者权益(亿元)	51.70	98.57	104.11
短期债务(亿元)	30.01	64.47	65.33
全部债务(亿元)	31.99	71.12	108.60
营业收入(亿元)	107.44	168.29	167.04
利润总额(亿元)	10.28	18.72	15.35
EBITDA(亿元)	12.20	20.99	--
经营性净现金流(亿元)	16.86	7.47	-25.91
营业利润率(%)	20.18	21.10	18.58
净资产收益率(%)	16.66	15.82	--
资产负债率(%)	54.32	57.29	62.20
全部债务资本化比率(%)	38.23	41.91	51.06
流动比率(%)	134.10	133.80	155.49
全部债务/EBITDA(倍)	2.62	3.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.63	34.06	--
经营现金流负债比率(%)	30.02	6.21	--

注: 公司 2011 年三季度财务数据未经审计。

分析师

孙 媛

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

广西柳工集团有限公司(以下称“公司”)作为国内大型工程机械制造商,跟踪期内,各板块技术水平及产品结构不断提升、优化,行业地位持续巩固,整体营业收入和利润总额稳定增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司债务负担有所加重,存货、应收款项占比较大、经营现金流持续收紧以及2011年以来公司经营业绩受国家宏观调控政策影响增速放缓等因素给公司信用水平带来一定不利影响。

随着公司不断拓宽产品谱系、调整产品结构,适应市场需求变化,并积极培育核心零部件自主研发能力的提高,公司有望继续保持其在行业中的优势地位和平稳发展态势。

综合考虑,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司 AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“11 柳工 MTN1” AA⁺的信用级别。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内,公司收入水平持续提升,整体盈利能力较强。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“11 柳工 MTN1”的保障能力较强。

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. 公司存货、应收账款、长期应收款占比较大,存在一定的去库存压力及回款压力。
3. 公司经营活动现金流净额持续萎缩。

4. 2011 年以来，公司经营业绩受国家宏观调控政策影响增速有所放缓。

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 2011 年 9 月底，公司注册资本为 5.63 亿元。

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2010年底，公司（合并）资产总额230.79亿元，所有者权益98.57亿元（含少数股东权益59.05亿元）；2010年实现营业收入168.29亿元，利润总额18.72亿元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额275.43亿元，所有者权益104.11亿元（含少数股东权益64.99亿元）；2011年1~9月，公司实现营业收入167.04亿元，利润总额15.35亿元。

公司注册地址：柳州市柳太路 1 号；法定代表人：王晓华。

二、经营管理分析

1. 重大事项

公司核心控股子公司广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”）于 2010 年 12 月 21 日获得中国证监会出具的“证监许可

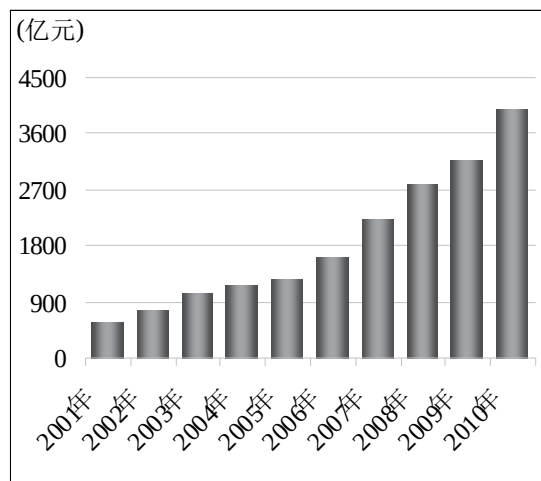
[2010]1863 号”核准文件核准以 30.00 元/股的发行价格向包括柳工集团在内的 8 家特定投资者发行 1 亿股人民币普通股，共计募集资金总额为 30 亿元，扣除发行费用 0.33 亿元，募集资金净额为 29.67 亿元，其中 1 亿元计入柳工股份实收资本，其余 28.67 亿元计入资本公积。募集资金主要用于投资年产 1 万台的工程机械项目、大吨位汽车与履带起重机、液压元件研发制造基地等项目，将大幅提升公司挖掘机与起重机等产品的产能。同时，增资扩股后，柳工股份股东权益进一步提升，财务风险进一步降低，但同时公司对柳工股份的持股比例由 2009 年底的 38.69%降至 2010 年底的 34.86%。

2. 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。

2010 年，各地政府加大基础设施建设投入，中国工程机械行业在国家政策的支持下出现快速增长的局面。据中国工程机械工业协会统计，2010 年中国工程机械市场销售额突破 4000 亿元，同比增幅超过 30%。其中，挖掘机销量同比增长 74.5%，装载机销量同比增长 51.1%，汽车式起重机销量同比增长 28.4%，叉车同比增长 58.9%，推土机同比增长 62.2%、压路机同比增长 58.0%，平地机同比增长 29.1%。

图 1 2000 年以来中国工程机械销售额



资料来源：wind 资讯

进出口方面，根据海关总署的统计数据，2010年1~11月，中国工程机械进出口贸易额为168.4亿美元，比上年增长47.9%。其中进口金额75.3亿美元，比上年增长66.6%；出口金额93.1亿美元，比上年增长35.4%；贸易顺差17.8亿美元，比上年减少顺差5.7亿美元。

2011年，基础设施建设稳步进行，工程机械行业需求依然旺盛，但在2011年上半年呈现先扬后抑的局面。从销售产值来看，3月工程机械月度工业销售产值为637.16亿元，进入二季度后逐月下降，6月降至535.06亿元；从产值增速来看，3月累计工业销售产值同比增长58.66%，6月降至40.86%。二季度工程机械行业增速放缓的原因主要是：（1）一季度企业过度营销和火爆增长透支了后续市场需求；（2）宏观经济趋缓的形势较为明显，货币政策持续收紧，导致大型工程项目开工不足，部分在建拟建项目缓建甚至停建。

从未来发展看，基础设施建设仍然是带动工程机械行业快速发展的主要因素。“十二五”期间，全社会固定资产投资规模预计年增长率在20%左右。包括能源、铁路、公路、交通、城镇化建设等国家建设项目和地方建设项目仍然是主要投资方向。以水电水利建设为例，“十二五”初步规划到2015年新增6300万千瓦常规水电装机，新增1200万千瓦的抽水蓄能装机，水电建设的增速或将超越60%。2010年在经历了西南五省干旱后，四川、云南两地装机容量占比达到89.2%。同时，粮食主产区的水利建设成为重点，增速约240%。除水利水电的建设外，有关核电、风电的建设也将成为中国工程机械内需市场的主力。据估计，到2020年中国能源建设将投入8万亿元人民币。另外，中国铁路、公路和一些住房建设也将直接刺激中国工程机械市场的发展壮大，“十二五”期间，国家投在交通运输上的资金将达10万亿元。

整体而言，预计未来工程机械行业增速将有所回落，但在基础设施投资的带动下仍将保持较快的增长速度。根据工程机械行业“十二五”发

展规划，到2015年，中国工程机械行业的销售收入将达到9000亿元，预计年均增长速度在17%左右。

2. 经营概况

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。公司核心产品主要为装载机和挖掘机。

2010年，公司进一步提高产品自主开发能力，在开发新产品时注重面向多样化市场，保证优势产品的绝对领先及战略业务的快速崛起，产品研发取得明显成效。全年获国家专利授权42项，其中发明专利1项。CLG908液压挖掘机和CLG509摊铺机获“区新产品优秀成果奖”一等奖，CLG2050H内燃平衡重式叉车获三等奖。申报国家土方机械工程技术研究中心通过专家组可行性论证。2010年以来，公司获得“2010年中国机械工业百强”、“2010广西十佳企业”、“2011年世界工程机械50强”及“2011年中国企业500强”等多项殊荣。

2010年，公司实现营业收入168.29亿元，较2009年提高56.64%，其中装载机及挖掘机板块占比较高，合计占公司收入总额的70.78%，公司毛利润也主要来自装载机及挖掘机板块，其合计毛利占公司毛利总额的78.61%；2011年前三季度公司实现营业收入167.04亿元，其中装载机及挖掘机板块合计占比为64.51%，公司主营业务及主要业务板块优势突出，收入持续增长。从公司整机产销量看，2010年公司整机产、销量分别较2009年提高57.16%和45.16%，产品产销量均增长较快；从产品产销率来看，2010年公司整机总体产销率达103.16%，处于行业内较高水平。

表1 2009~2011年1-9月底公司业务板块收入及毛利润情况

业务分类	2009年			2010年			2011年1-9月		
	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	67.36	62.70%	14.59	93.34	55.46%	22.14	79.50	47.59%	15.49
挖掘机	14.10	13.12%	3.37	25.77	15.31%	6.31	28.26	16.92%	6.16
路面机械	7.37	6.86%	1.42	9.83	5.84%	2.31	7.31	4.38%	1.25
建筑机械	5.84	5.43%	0.65	--	--	--	--	--	--
叉车	1.83	1.70%	0.07	3.15	1.87%	0.1	3.63	2.17%	0.02
其他板块	12.77	10.18%	2.13	36.20	21.51%	5.33	48.34	28.94%	8.78
合计	107.44	100%	22.22	168.29	100.00%	36.19	167.04	100.00%	31.70

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

表2 2009~2011年1-9月底公司主要产品产销量及价格变化情况

分行业/分产品	平均价格(万元/台)			产量(台)			销量(台)		
	2009年	2010年	2011年1-9月	2009年	2010年	2011年1-9月	2009年	2010年	2011年1-9月
装载机	23.11	24.23	24.49	29314	41614	30302	29142	38522	32464
挖掘机	46.97	45.79	47.34	3080	6297	6522	3002	5628	5969
压路机	23.77	23.86	24.31	2010	3242	1712	1893	3081	1873
平地机	49.09	45.60	44.32	370	618	590	314	543	622
起重机	37.16	35.82	34.79	1324	2282	1504	1297	2141	1287
叉车	6.21	5.46	5.53	2951	6873	6602	2949	5765	6563
其它产品	59.41	31.82	30.97	359	1009	823	309	795	806
合计	24.67	25.19	25.35	39408	61935	48055	38906	56475	49584

资料来源：公司提供

(1) 生产经营情况

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。

跟踪期内，根据装载机行业网统计资料，2010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）为20.34%，排名第二，公司全年生产装载机41614台，销售38522台，分别较2009年增长41.96%和32.19%，累计销售首次突破20万台，创公司创始以来销售记录；2011年1~9月，公司生产装载机30302台，销售32464台，增速有所放缓。从公司提供的销售统计数据表3中可看出，公司2010年全年保持较快增速，但2011年以来，受市场需求萎缩等外部因素影响，公司装载机销售市场增长率明显放缓。

表3 2010~2011年1-9月底公司装载机销售分布情况

年份	主要产品	区域分布	市场占有率	市场增长率
2010 年	ZL30E CLG835 CLG855 CLG855N ZL50CN	北部	21%	53%
		西部	24%	22%
		沿海	16%	25%
		国内	20%	31%
2011 年 1-9 月		北部	19%	0.10%
		西部	21%	0.00%
		沿海	13%	0.07%
		国内	18%	0.05%

资料来源：公司提供

挖掘机

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。跟踪期内，公司挖掘机保持快速增长，产品结构持续优化，2010年公司最大吨位CLG945E液压挖掘机成功下线，一定程度上弥补了公司在大挖产品线上的不足。截至2010年底，公司挖掘机市场占有率为3.81%，行业排名第11位。2010年公司生产挖掘机6297

台,销售5628台,分别较2009年大幅提高104.45%和87.48%。2011年1~9月,公司生产挖掘机6522台,销售5969台,销售增速明显放缓,去库存压力增大。

路面机械

目前公司路面机械的主导产品为压路机,已形成6大系列,27种产品。2010年公司路面机械(包括压路机、平地机)生产销售3860台,销售3624台,分别较2009年增长62.18%和64.20%,行业地位保持在第二位。2011年1~9月,完成销售2495台,较上年同期有所下降。

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。2010年,公司起重机实现销售2141台,较2009年大幅增长65.07%,行业地位排名第四位。2011年1~9月,公司起重机销量达1287台,较上年同期大幅下降。

叉车

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。2010年,公司叉车产品实现销量5765台,较2009年大幅提高95.49%。2011年1~9月,销量达6563台,超出2010年全年销量,行业排名第三。

综合看,跟踪期内公司各主要产品生产经营情况基本平稳,技术水平不断提升,产品结构进一步优化,但受行业景气度影响,各产品产销量有所波动,其中2010年度各产品产销量均快速增长,但2011年以来,受国家宏观调控政策及整体经济形势放缓影响,产销量增速明显放缓,整体盈利水平及能力均受其影响有所下滑。

(2) 原材料采购

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。作为行业内较大企业,公司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;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。2010年,公司通过新建结构件厂,对桥箱生产线、液压件生产线技术升级改造,扩大自给原材料占比,一定程度上有效降

低产品的原材料成本。2011年以来,国内钢材、橡胶件及液压件等原材料价格高企,公司成本上涨压力加大。

(3) 产品销售

公司产品销售主要由国内各销售分公司和国际事业部负责。公司销售模式主要有全款、分期、银行按揭和融资租赁等。2010年,公司向中恒国际租赁有限公司增资3亿元,并逐步扩大融资租赁销售比例。2011年前三季度,公司销售收入中信用销售约占一半左右,为加快信用销售回款,公司借助金融系统融资支持,通过承兑汇票回款以缩短分期业务的回款时间,另外则通过加强经销商专职机构建设,提高信用销售的业务办理效率,加快融资放款速度。针对信用销售占比不断扩大的局面,公司采取诸如加强经销商信用专职机构建设,加强实物控制与跟踪,通过GPS跟踪按揭机器,实时监控经销商银行账户资金动向等措施防范经销商按揭销售的收款风险。2010年以来,受累于公司融资租赁销售占比扩大及销售信用政策有所放宽,公司经营现金流有所萎缩。

在产品销售价格方面,2010年,受行业景气度提升及钢材等原材料价格上涨影响,公司主要产品价格均有所提升;但2011年2季度以来,受国家宏观调控政策影响,行业整体出现下滑态势,为提升销量及市场占有率,减轻库存压力及资金周转压力,公司产品价格小幅下调。总体看,跟踪期内公司产品售价受行业景气度及原材料价格波动影响窄幅波动,但总体售价较2009年有所提高。

在海外市场开拓方面,2010年以来,公司加快对海外销售营销力度,国际业务整机销售首次突破5000台。2011年前三季度,国际业务整机销售达6171台,实现销售收入30242.00万美元,占公司销售收入占比15%左右。

3. 管理分析

跟踪期内,公司治理结构、管理体制以及高层管理人员等均未发生重大变化。

三、财务分析

公司提供的2009~2010年财务报表经由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。2011年9月财务报表未经审计。

公司执行新《企业会计准则》和《企业会计制度》。截至2011年9月底，公司拥有10家全资或控股子公司，其中，柳工股份是其核心业务板块（公司持股34.86%），占公司总资产、营业收入的90%左右。公司2010年较上年新增两家控股子公司，但对合并报表整体影响较小，财务报表可比性较强。

截至2010年底，公司（合并）资产总额230.79亿元，所有者权益98.57亿元（含少数股东权益39.52亿元）；2010年实现营业收入168.29亿元，利润总额18.72亿元。

截至2011年9月底，公司（合并）资产总额275.43亿元，所有者权益104.11亿元（含少数股东权益64.99亿元）；2011年1~9月，公司实现营业收入167.04亿元，利润总额15.35亿元。

1. 盈利能力

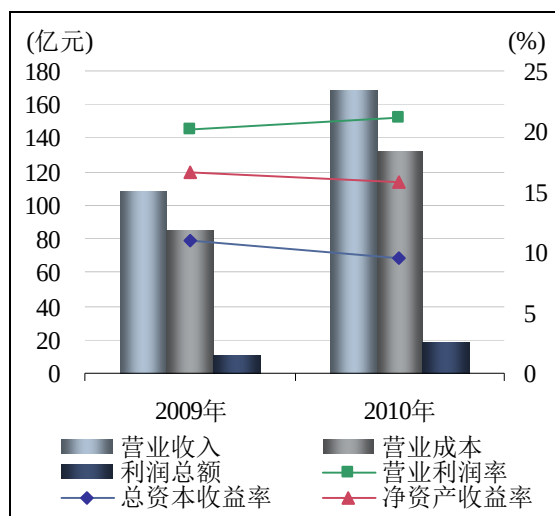
公司收入来源主要由装载机、挖掘机、路面机械（主要为压路机）、建筑机械（主要为起重机）、叉车以及商贸业务板块构成。2010年伴随各板块销量大幅提升，公司实现营业收入168.29亿元，较2009年增长56.64%；同期公司利润总额18.72亿元，较2009年增长82.16%。

受益于公司规模扩大的规模效应显现，公司期间费用占比逐年小幅下降，2010年占比10.16%，较上年降低0.55个百分点。

从盈利指标来看，受益于公司装载机产品价格提高及公司成本规模效应，2010年公司营业利润率为21.10%，较2009年提高0.92个百分点，但受公司资产规模及所有者权益大幅提升影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别降至9.55%和15.82%，较2009年小幅下降了1.45和0.84个百分点。公司整体盈利能力较高但有所小幅下降。

2011年1~9月，公司实现营业收入167.04亿元，利润总额15.35亿元，净利润12.75亿元，分别较上年同期增长32.96%、0.46%和0.55%，其中受累于人工成本及原材料价格上涨影响，公司利润总额及净利润增幅显著低于收入增幅，公司营业利润率、总资本收益率等盈利指标亦相应有所下降，分别较上年下降2.52个百分点和1.55个百分点。

图2 公司盈利指标分析



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

总体看，受益于国家四万亿投资的滞后效应拉动，保障性住房及出口复苏，2010年公司整体收入水平及盈利能力大幅提升，但2011年5月以来，受国家宏观调控政策及整体经济形势放缓影响，公司整体盈利水平及能力增速明显放缓。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，受公司下属子公司中恒国际租赁有限公司（以下简称“中恒租赁”）现金流科目由融资活动调整为经营活动影响，2010年公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量分别为208.96亿元和213.54亿元，分别较2009年大幅增长97.22%和95.18%；同样受其影响，购买商品接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出分别为178.82亿元和206.06亿元，分别较2009年大幅增长145.24%和122.66%；但2010年公司经营

活动产生的现金流量净额 7.47 亿元，较 2009 年的 16.86 亿元有较大幅度下降，从收入实现质量指标看，2010 年公司现金收入比调整后（剔除中恒租赁影响）为 86.60%，较 2009 年调整后该指标 91.05%有所下降，公司收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2010 年公司投资活动现金流出为 16.50 亿元，较 2009 年增长 160.42%，主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金及投资或者取得子公司等支付的现金大幅增加所致；2010 年公司投资活动产生的现金流入为 0.39 亿元，较上年增长 5.38%，主要由处置固定资产和其他长期资产收回的现金及收到其他与投资活动有关的现金组成；2010 年投资活动产生的现金流量净额为净流出 16.11 亿元，筹资活动前现金流量净额为-8.64 亿元，公司经营活动现金流量不能满足投资资金需求。

从筹资活动来看，2010 年公司筹资活动现金流入 52.50 亿元，较 2009 年大幅提高 143.24%，主要由于柳工股份 2010 年底非定向增发融资 30 亿元所致；2010 年公司筹资活动现金流出为 11.73 亿元，较 2009 年减少 43.66%，主要是偿还债务支付的现金减少；2010 年公司筹资活动产生的现金流量净额增至 40.77 亿元，较 2009 年的 0.77 亿元有较大增幅。

2010 年公司现金及现金等价物净增加额为 32.08 亿元，较 2009 年提高 175.38%。

2011 年 1~9 月，受原材料价格、人力成本上升以及季节性因素影响，公司经营活动产生的现金流净额大幅下降，为净流出 25.91 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-8.97 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为 24.17 亿元。公司现金及现金等价物净增加额为-10.79 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入规模较大，但收入实现质量有所下降，经营活动现金净流量持续萎缩，不能满足投资资金需求，对外融资压力较大。

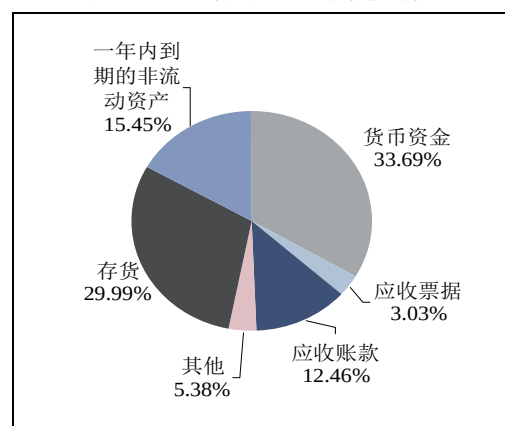
3. 资本及债务结构

资产

截至 2010 年底，公司资产总额 230.79 亿元，较 2009 年底增长 103.91%，其中流动资产合计占 69.79%，非流动资产合计占 30.21%。

受公司生产销售规模扩张影响，截至 2010 年底，公司流动资产增至 161.07 亿元，较 2009 年底大幅增长 113.90%，主要由货币资金（占 33.69%）、应收账款（占 12.46%）、存货（占 29.99%）和一年内到期的非流动资产（占 15.45%）等构成。

图 3 2010 年底公司流动资产构成



资料来源：根据审计报告整理

截至 2010 年底，公司货币资金余额 54.26 亿元，较 2009 年大幅增长 143.41%。主要是期末销售回款和柳工股份增发新股资金到位增加所致。其中主要为银行存款（占比 97.30%），均为人民币存款。

伴随公司销售规模扩大，公司应收账款大幅增长，截至 2010 年底为 20.07 亿元，较上年增长 94.40%，高于公司营业收入同期 56.64% 的增长率。从欠款客户来看，主要为机械设备及工程公司，前五名客户合计占应收账款净额比例为 10.12%，集中度不高；从账龄上看，其中 1 年以内占 89.78%，1~2 年占 6.30%，2~3 年占 1.95%，3 年以上占 1.48%，账龄总体较短。公司按账龄法及个别认定法计提坏账准备，截至 2010 年底，公司共计提坏账准备 1.51 亿元，占公司应收账款总额的 7.02%，计提较为充分。总体看，公司销售

全部采用经销商模式，客户实力相对雄厚，且客户集中度不高账龄较短，应收账款回收风险较低。

截至2010年底，公司存货净额48.30亿元，较2009年增长106.75%，主要是公司预计下年度销售增长致期末备货量增加所致。从构成上看，主要由原材料（占比14.22%）、在产品（占24.86%）、库存商品（占58.99%）等构成。截至2010年底，公司共计提存货跌价准备0.45亿元，占年底存货余额的0.92%，占比较小。

截至2010年底，公司一年内到期的非流动资产余额为24.89亿元，较上年大幅增加238.99%，主要是受累于融资租赁销售业务占比扩大影响，公司一年内到期的融资租赁长期应收款大幅增加。该部分资产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年底，公司非流动资产69.72亿元，较2009年大幅增长84.04%，主要由可供出售金融资产（占10.95%）、长期应收款（占27.46%）、固定资产（占32.10%）、在建工程（占6.69%）、无形资产（占9.97%）和商誉（占8.18%）等构成。

截至2010年底，公司可供出售金融资产7.63亿元，较2009年大幅增长59.23%，主要因为2010年末股票价格较年初大幅上升所致。

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2010年底，公司长期应收款余额19.14亿元，较2009年大幅增长247.19%，其中含未实现融资收益3.31亿元。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。

伴随公司2010年新建工厂建设投资增加，公司固定资产规模不断扩大，截至2010年底固定资产净值共计22.38亿元，较2009年底增长49.30%，主要由房屋及建筑物（占57.61%），及机器设备（占35.69%）等组成。截至2010年底，公司累计计提折旧8.37亿元。

截至2010年底，公司在建工程4.66亿元，较2009年增长48.12%，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、年产10000台工程机械项目等。

公司无形资产2010年底净值6.95亿元，较年初增长43.91%，主要由土地使用权构成（占比99.41%），截至2010年底，公司无形资产累计摊销额0.45亿元。

截至2011年9月底，公司资产总额275.43亿元，较年初增长19.34%。其中流动资产占69.10%，非流动资产占30.90%，构成较2010年底无明显变化。其中，因公司扩大销售规模导致应收账款增长、融资租赁业务扩张导致的一年内到期非流动资产及长期应收款增长，及2011年下游需求放缓库存压力增大导致的存货规模增长较为明显。

总体看，公司资产规模增长较快且整体规模较大，其组成以流动资产为主，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、应收账款、长期应收款占比较大，存在一定的去库存压力及回款压力；非流动资产整体质量较好，风险较小。

所有者权益

截至2010年底，公司所有者权益合计98.57亿元，其中归属于母公司所有者权益39.52亿元，占40.09%。母公司所有者权益中实收资本占12.38%，资本公积占42.81%，盈余公积占2.62%，未分配利润占42.22%。公司所有者权益的稳定性一般。

截至2011年9月底，公司所有者权益合计104.11亿元，归属于母公司所有者权益合计39.12亿元，构成与年初变化不大。

负债

截至2010年底，公司负债总计132.22亿元，较2009年底增长115.03%，其中流动负债占91.05%，非流动负债占8.95%，流动负债占比较高，公司负债结构不尽合理。但考虑到公司流动负债的大幅增长主要是由于生产经营规模扩大形成的商业信用增加，及公司融资租赁业务增加所致，公司短债长投的风险不大。

2010年底，公司流动负债120.38亿元，较

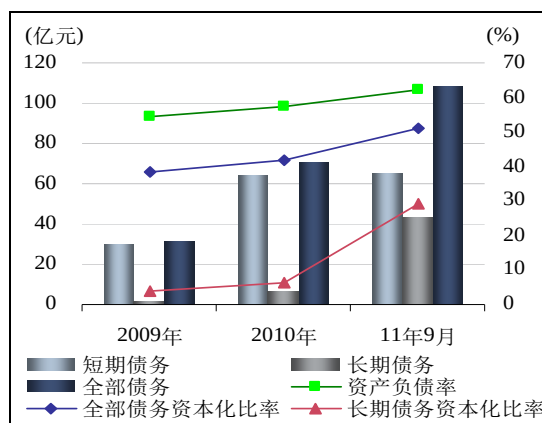
2009 年底增长 114.38%，主要由短期借款（占 27.93%）、应付票据（占 23.63%）、应付账款（占 27.19%）、其他应付款（占 16.18%）等构成。

2010 年，为满足公司业务规模增长所需的营运资金需求，公司短期借款大幅增加，截至 2010 年底，共计 33.62 亿元，较 2009 年底增长 123.83%；同时为满足资金需求，公司票据签发量有所增加，应付票据增至 28.45 亿元，较上年底增长 89.80%；公司应付账款随采购量增加也大幅增长至 32.73 亿元；受公司融资业务增长所致保证金增多影响，公司其他应付款增至 19.48 亿元，较上年增长 129.88%。

截至 2010 年底，公司非流动负债 11.84 亿元，较 2008 年底增长 121.86%，主要由长期借款（占 56.18%）、递延所得税负债（占 17.15%）和其他非流动负债（占 26.36%）组成。其中长期借款共计 6.65 亿元，较上年底增长 234.88%，主要是由于公司融资业务增长所致担保贷款增加所致；递延所得税负债共计 2.03 亿元，其他非流动负债共计 3.12 亿元，主要为收到与资产相关的政府补助。

截至 2011 年 9 月底，公司负债总额 171.32 亿元，较年初增长 29.57%，其中流动负债合计 122.39 亿元，较年初增长 1.67%；非流动负债 48.93 亿元，较年初增长 31.33%，主要体现为长期借款及应付债券的增长，其中应付债券为公司本部及下属股份公司分别于 2011 年发行 8 亿元中期票据及 20 亿元公司债券。

图 4 公司债务指标分析



资料来源：根据审计报告整理

截至 2010 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 6.32%、41.91%和 57.29%，较 2009 年底分别上涨了 2.62、3.68 和 2.96 个百分点；且在短期债务推高下，公司全部付息债务增长较快，截至 2010 年底增至 31.99 亿元（其中短期债务占比 93.79%），负债规模有所上升但整体仍处于行业内适宜水平。截至 2011 年 9 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化和资产负债率分别为 29.36%、51.06%和 62.20%，债务负担较年初有所加重。

整体看，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，债务负担不断加重，且付息债务中短期债务占比较高，债务结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010 年底，公司流动比率和速动比率较上年底变化不大，分别为 133.80%和 93.68%，2011 年 9 月底分别增至 155.49%和 107.10%；受 2010 年公司经营现金流萎缩影响，公司经营现金流动负债比率为下降为 6.21%，处于较低水平。考虑到公司现金类资产规模较大，且流动负债中商业信用性负债占比较大，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2010 年公司 EBITDA 为 20.99 亿元，较上年增加 71.62%，随之 EBITDA 利息倍数升至 34.81 倍，公司利息支付能力较好；但由于债务规模增长较大，全部债务/EBITDA 亦升至 3.39 倍，公司长期偿债能力有所下降，但仍处于正常范围。

综合看，公司整体偿债能力尚可。

或有负债方面，截至 2011 年 9 月底，公司合并口径无对外担保。

公司与各家银行保持着密切的合作关系，截至 2011 年 9 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为人民币 120.00 亿元，尚未使用的额度约为 32.00 亿元。另外，公司控股子公司柳工股份为国内 A 股上市公司，有直接融资渠道。

总体看，公司融资渠道畅通。

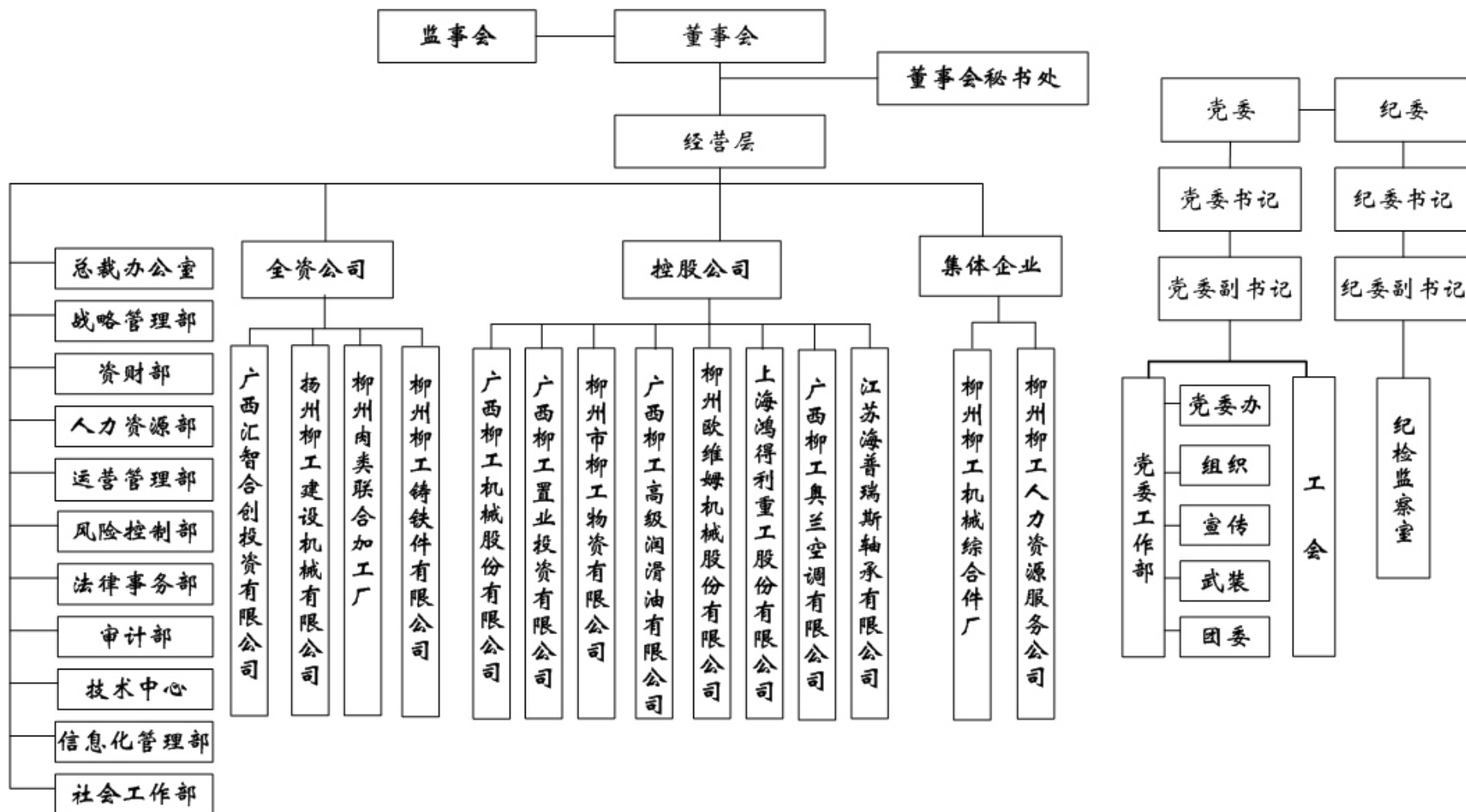
四、债券偿债能力

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产 49.54 亿元，为目前存续期内“11 柳工 MTN1”的 6.19 倍。公司现金类资产充裕，对存续期内中期票据的保障能力强。

2010 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为“11 柳工 MTN1”的 2.62 倍、26.69 倍和 0.93 倍。公司 EBITDA 和经营现金流入量对存续期内中期票据的覆盖程度较高。

综合考虑，联合资信维持公司主体 AA⁺的长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 柳工 MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	222929.97	542632.57	143.41	434599.96
交易性金融资产	190.03	172.75	-9.09	136.17
应收票据	77500.69	48787.50	-37.05	60639.41
应收账款	103234.87	200683.45	94.40	323440.74
预付款项	31387.77	63528.74	102.40	71185.50
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	10734.19	22815.85	112.55	26679.64
存货	233626.93	483016.88	106.75	592343.04
一年内到期的非流动资产	73413.61	248866.74	238.99	393969.75
其他流动资产	0.00	206.40		142.33
流动资产合计	753018.06	1610710.88	113.90	1903136.54
非流动资产：				
可供出售金融资产	47947.49	76345.91	59.23	33888.63
持有至到期投资	215.05	215.05	0.00	915.05
长期应收款	55132.36	191414.97	247.19	319027.07
长期股权投资	9634.22	13601.57	41.18	24838.21
投资性房地产	587.96	532.81	-9.38	512.02
固定资产	149891.08	223780.32	49.30	261373.01
在建工程	31479.39	46628.73	48.12	42101.79
工程物资	0.00	4.08		4.08
固定资产清理	0.00	0.00		6.73
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
无形资产	48286.17	69490.90	43.91	87956.89
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	23500.74	57007.05	142.58	57007.05
合并价差	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	599.42	423.34	-29.37	380.00
递延所得税资产	11551.45	17737.02	53.55	22725.38
其他非流动资产	0.00	0.00		403.50
非流动资产合计	378825.32	697181.75	84.04	851139.43
资产总计	1131843.38	2307892.63	103.91	2754275.97

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	150209.59	336220.99	123.83	359902.06
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	149878.40	284464.03	89.80	235350.97
应付账款	157926.02	327278.89	107.24	279069.98
预收账款	7794.72	30730.59	294.25	54721.66
应付职工薪酬	1795.56	3516.47	95.84	4658.79
应交税费	9188.65	-1404.30	-115.28	-11457.95
应付利息	0.00	0.00		2479.62
应付股利	0.00	1198.00		1198.00
其他应付款	84723.13	194758.35	129.88	238548.43
预计负债	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	24040.65		58026.65
其他流动负债	0.00	2990.56		1426.97
流动负债合计	561516.08	1203794.23	114.38	1223925.18
非流动负债：				
长期借款	19858.95	66504.54	234.88	152136.13
应付债券	0.00	0.00		280618.26
长期应付款	0.00	0.00		1355.77
专项应付款	300.85	356.53	18.51	369.94
预计负债	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	12527.17	20302.77	62.07	20958.15
其他非流动负债	20666.44	31208.39	51.01	33827.83
非流动负债合计	53353.40	118372.23	121.86	489266.09
负债合计	614869.48	1322166.46	115.03	1713191.27
所有者权益：				
实收资本（或股本）	46103.38	48938.35	6.15	48938.35
资本公积	88418.59	169193.84	91.36	125177.40
减：库存股	0.00	0.00		0.00
盈余公积	9702.02	10339.77	6.57	10339.77
未分配利润	115292.70	166847.32	44.72	207244.21
外币报表折算差额	-78.63	-115.25	46.58	-498.93
归属于母公司所有者权益合计	259438.05	395204.02	52.33	391200.79
少数股东权益	257535.85	590522.15	129.30	649883.90
所有者权益合计	516973.91	985726.17	90.67	1041084.69
负债和所有者权益总计	1131843.38	2307892.63	103.91	2754275.97

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	1074376.80	1682900.36	56.64	1670374.42
减：营业成本	852211.78	1321020.74	55.01	1353379.34
营业税金及附加	5357.35	6821.30	27.33	6706.55
销售费用	62888.06	92107.86	46.46	76363.18
管理费用	48030.45	74765.84	55.66	73445.82
财务费用	4095.70	4117.38	0.53	8698.73
资产减值损失	7343.74	7327.70	-0.22	8985.53
加：公允价值变动收益	105.58	-17.28	-116.37	-36.58
投资收益	2268.34	3412.23	50.43	5669.47
其中：对合营企业投资收益	188.29	3008.87	1497.97	4519.19
汇兑收益	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	96823.66	180134.50	86.04	148428.16
加：营业外收入	6660.08	8089.08	21.46	6096.70
减：营业外支出	732.10	1055.13	44.12	1015.72
其中：非流动资产处置损失	254.47	617.79	142.78	316.50
三、利润总额	102751.64	187168.46	82.16	153509.14
减：所得税费用	16612.99	31206.57	87.84	25966.01
四、净利润	86138.64	155961.89	81.06	127543.13
其中：归属于母公司的净利润	32182.58	54111.08	68.14	40396.89
少数股东损益	53956.06	101850.82	88.77	87146.24

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	1059559.01	2089630.17	97.22	2017886.59
收到的税费返还	3152.65	10200.02	223.54	10526.66
收到其他与经营活动有关的现金	31335.76	35549.54	13.45	26436.89
经营活动现金流入小计	1094047.41	2135379.74	95.18	2054850.14
购买商品、接受劳务支付的现金	729149.26	1788157.41	145.24	2077317.38
支付给职工以及为职工支付的现金	59740.85	92217.68	54.36	93446.91
支付的各项税费	54702.73	86943.86	58.94	74444.96
支付其他与经营活动有关的现金	81860.72	93314.35	13.99	68703.31
经营活动现金流出小计	925453.56	2060633.29	122.66	2313912.56
经营活动产生的现金流量净额	168593.85	74746.45	-55.66	-259062.42
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	1540.66	0.00	-100.00	62000.00
取得投资收益收到的现金	283.84	408.03	43.75	1150.28
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1505.71	1528.61	1.52	961.82
处置子公司及其他单位收到的现金净额	334.08	374.22	12.02	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	21.76	1573.66	7131.74	0.51
投资活动现金流入小计	3686.04	3884.52	5.38	64112.61
购建固定资产、无形资产等支付的现金	54386.34	96939.09	78.24	75284.92
投资支付的现金	2407.03	31000.00	1187.89	78552.55
取得子公司等支付的现金净额	139.34	37081.91	26513.11	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	6435.44	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	63368.15	165021.00	160.42	153837.48
投资活动产生的现金流量净额	-59682.10	-161136.48	169.99	-89724.86
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	2253.90	304709.07	13419.19	490.00
取得借款收到的现金	213580.97	220287.20	3.14	279828.45
发行债券收到的现金	0.00	0.00		277608.28
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00		3395.40
筹资活动现金流入小计	215834.87	524996.27	143.24	561322.13
偿还债务支付的现金	199454.49	98906.56	-50.41	279224.17
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8669.54	18044.06	108.13	36964.87
支付其他与筹资活动有关的现金	44.81	331.94	640.71	3459.07
筹资活动现金流出小计	208168.83	117282.56	-43.66	319648.11
筹资活动产生的现金流量净额	7666.03	407713.71	5218.45	241674.02
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-102.60	-569.74	455.32	-790.58
五、现金及现金等价物净增加额	116475.18	320753.93	175.38	-107903.84
加: 期初现金及现金等价物余额	99241.54	215716.72	117.37	536470.65
六、期末现金及现金等价物余额	215716.72	536470.65	148.69	428566.80

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	86138.64	155961.89	81.06
加：资产减值准备	7278.57	6837.08	-6.07
固定资产折旧及其他	12247.81	15093.11	23.23
无形资产摊销	1223.48	1352.00	10.50
长期待摊费用摊销	149.66	219.64	46.76
处置固定资产、无形资产等损失	-1508.99	-861.99	-42.88
固定资产报废损失	253.10	501.14	98.00
公允价值变动损失	-105.58	17.28	-116.37
财务费用	5810.31	4169.22	-28.24
投资损失	-2268.34	-3412.23	50.43
递延所得税资产减少	-2591.27	-5903.12	127.81
递延所得税负债增加	113.62	705.22	520.67
待摊费用减少	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	
存货的减少	19322.29	-202867.71	-1149.92
经营性应收项目的减少	-167369.15	4077.89	-102.44
经营性应付项目的增加	209760.58	98857.00	-52.87
其他	139.13	0.02	-99.99
经营活动产生的现金流量净额	168593.85	74746.45	-55.66
2、无现金收支的重大投资筹资活动：			
债务转为资本	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	0.00	0.00	
减：现金的期初余额	0.00	0.00	
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	0.00	0.00	

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	7.51	7.82	--
存货周转次数(次)	3.27	3.69	--
总资产周转次数(次)	1.13	0.98	--
现金收入比(%)	98.62	124.17	120.80
盈利能力			
营业利润率(%)	20.18	21.10	18.58
总资本收益率(%)	11.00	9.55	--
净资产收益率(%)	16.66	15.82	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	3.70	6.32	29.36
全部债务资本化比率(%)	38.23	41.91	51.06
资产负债率(%)	54.32	57.29	62.20
偿债能力			
流动比率(%)	134.10	133.80	155.49
速动比率(%)	92.50	93.68	107.10
经营现金流动负债比(%)	30.02	6.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.63	34.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.62	3.39	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.34	-0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	19.44	-14.33	--

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 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 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

附件 8 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息