

跟踪评级公告

联合[2014] 660 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AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,维持“11柳工MTN1”信用等级为AA⁺,并维持“13柳工CP001”和“14柳工CP001”信用等级为A-1。

特此公告。



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	2011/5/9-2016/5/9	AA ⁺	AA ⁺
13 柳工 CP001	10 亿元	2013/5/27-2014/5/27	A-1	A-1
14 柳工 CP001	10 亿元	2014/4/29-2015/4/29	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 5 月 23 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	55.71	55.73	63.80	58.34
资产总额(亿元)	288.71	307.36	313.29	318.43
所有者权益(亿元)	106.79	113.58	114.94	115.50
短期债务(亿元)	72.34	69.86	57.71	59.43
全部债务(亿元)	119.63	131.85	129.52	126.16
营业收入(亿元)	211.27	156.24	161.04	36.21
利润总额(亿元)	15.76	2.48	4.34	1.30
EBITDA(亿元)	20.81	11.08	12.86	--
经营性净现金流(亿元)	-23.82	3.46	14.42	-1.39
营业利润率(%)	18.67	17.53	21.23	22.96
净资产收益率(%)	12.24	1.31	2.77	--
资产负债率(%)	63.01	63.05	63.31	63.73
全部债务资本化比率(%)	52.84	53.72	52.98	52.21
流动比率(%)	154.25	156.59	166.89	161.82
全部债务/EBITDA(倍)	5.75	11.90	10.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.72	2.27	2.80	--
经营现金流动负债比(%)	-18.40	2.80	12.12	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

赵 阳 高利鹏
 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, 广西柳工集团有限公司(以下简称“公司”)作为国内大型工程机械制造商之一, 其装载机、挖掘机等产品市场份额继续保持国内领先地位。同时, 联合资信评估有限公司(“联合资信”)也关注到由于国家宏观调控政策变化、行业竞争加剧, 应收款项持续增加, 存货占比较大等因素对公司的经营及发展可能带来一定的不利影响。

考虑到公司在装载机等工程机械行业细分领域的龙头地位, 联合资信认为公司正在从行业周期性低谷中逐渐恢复, 维持公司 AA⁺的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 维持“11 柳工 MTN1”信用等级为 AA⁺, 并维持“13 柳工 CP001”和“14 柳工 CP001”信用等级为 A-1。

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前三, 挖掘机产品位于国内品牌前列。
2. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较好。

关注

1. 近年, 工程机械行业持续低迷, 公司产品产销量在低位徘徊。
2. 公司存货、应收账款占比较大, 下游回款能力的弱化可能对公司未来资产流动性造成影响, 公司存在一定的去库存压力及回款压力。

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、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柳工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

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 2014 年 3 月底，公司注册资本为 7.35 亿元。广西壮族自治区国资委是公司的实际控制人，持有公司 100% 的股权。

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 2014 年 3 月底，公司配备有总裁办公室、战略管理部、资财部、人力资源部、技术中心、运营管理部、商务部、风险控制部、审计部、法律事务部、信息化管理部和社会工作部等 12 个部门（见附件 1-2）；拥有包括广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股

份”，SZ.000528，公司持股 34.98%）在内的 15 家控股子公司。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 313.29 亿元，所有者权益合计为 114.94 亿元。2013 年，公司实现营业收入 161.04 亿元，利润总额 4.34 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 318.43 亿元，所有者权益合计为 115.50 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 36.21 亿元，利润总额 1.30 亿元。

公司注册地址：柳州市柳太路 1 号；法定代表人：王晓华。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增

长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；

上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央

关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、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

机械、工程起重机械、工业车辆、路面机械、压实机械、凿岩机械、气动工具、混凝土机械、桩工机械、市政工程与环卫机械、装修机械、钢筋及预应力机械、线路机械、军用工程机械、电梯与扶梯、专用工程机械、工程机械专用零部件等十八大类。

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

受宏观经济增长偏弱和“新国五条”抑制了房地产开发投资增速的影响，2013 年中国固定资产投资额为 436528 亿元，比上年增长 19.6%，增速比上年回落 1.0 个百分点。与 2012 年的大幅下滑不同，受益于低基数效应，2013 年工程机械市场主要产品销量同比涨跌互现。根据中国工程机械信息网的统计，2013 年全行业挖掘机销售 112277 台，同比下滑 3.10%；装载机销售 181660 台，同比增长 4.30%；推土机销售 9520 台，同比下滑 7.00%；压路机销售 15696 台，同比增长 17.80%；叉车销售 328764 台，同比增长 12.80%。

2014 年 1-3 月，中国挖掘、铲土运输机械累计生产 12.33 万台，同比增长 8.73%。其中：挖掘机累计生产 4.14 万台，同比增长 8.09%；装载机累计生产 5.35 万台，同比增长 11.69%；压实机械累计生产 1.06 万台，同比增长 16.48%。2014 年 1-3 月，工程机械行业累计实现主营业务收入 1320.82 亿元，同比增长 9.30%。工程机械行业主营业务利润率为 5.96%。1-3 月，全国工程机械行业累计实现利

润总额 78.76 亿元，同比增长 4.87%。

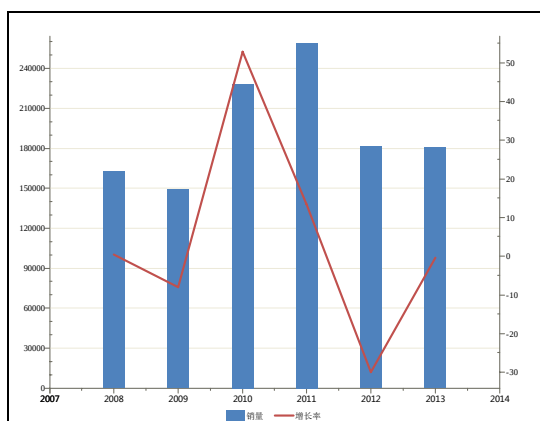
2014 年 1-3 月，工程机械行业累计进出口总额 52.18 亿美元，同比增长 6.82%，占机械工业进出口比重为 3.25%。1-3 月工程机械行业进口总额 11.35 亿美元，同比增长 14.65%，占机械工业比重为 1.57%。出口总额 40.83 亿美元，同比增长 4.83%，占机械工业比重为 4.62%。

装载机

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

目前中国已经成为全球最大的装载机生产和消费国，从产销量而言，装载机已经远超其他各类工程机械。中国轮式装载机主要是 20 世纪 70 年代初期发展起来的，经过多年的发展，已形成独立的产品系列和行业门类。与工程机械其他机种相比，轮式装载机的桥、箱、泵、阀及缸等零部件产品配套相对成熟，已形成了比较完整的配套体系。装载机应用范围广，下游包括采矿、铁路、公路、港口、水利、房地产等众多行业。

图 1 中国装载机历年销量



资料来源：Wind 资讯

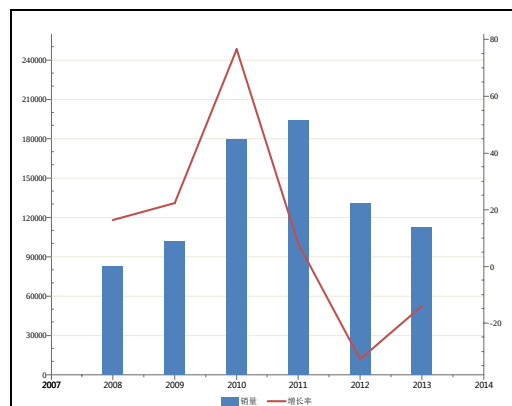
2013 年中国境内 26 家主要装载机制造商累计销售装载机 180775 台，同比增长 4.07%。其中：国内共销售装载机 151299 台，占总销量的 83.69%，同比增长 5.24%；出口装载机 29476 台，占总销量的 16.31%，同比下降

1.54%。总体来看，装载机市场开始复苏回暖，国内市场要好于出口市场，出口市场有略微下滑。据中国工程机械信息网调查统计，2013 年 5T 和 3T 产品仍然是装载机市场的主力产品，其中 5T 产品的市场占有率最高，为 61.35%；其次是 3T 产品，市场占有率达到 25.72%。2013 年的产品结构与 2012 年相比，5t 以下产品的市场占有率均有所下降；5t 产品的市场占有率有所提升；另外，其他吨级产品的市场占有率都略有下降。

挖掘机

挖掘机在工程机械中占有重要地位，挖掘机的主要下游产业包括土建工程、房产建筑、矿山开采及公用设施建设等，与装载机存在一定的替代关系。从产品结构上来看，目前中国国内市场份额较大的挖掘机产品主要集中在小挖领域，而市场容量更大的中高端产品所占份额较小，且所需发动机、液压件主要依赖进口。

图 2 中国挖掘机历年销量



资料来源：Wind 资讯

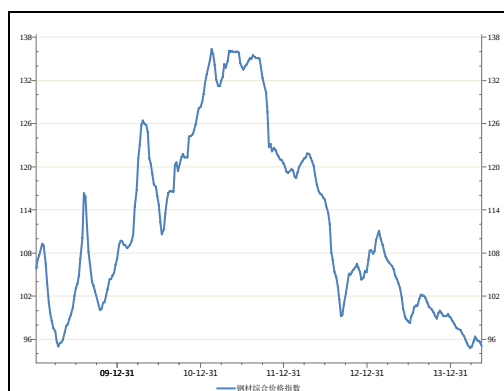
2013 年，挖掘机行业持续受下游行业景气度低迷影响，延续了前两年的下行趋势，2013 年挖掘机合计销量为 11.23 万台，同比下降 3.10%。从 2013 年的销量来看，13T 以下的小挖销量占比继续上升，达到 44.90%，高于 2012 年 41.30% 的份额 3.60 个百分点；此外，30T 以上的大挖占比有所下降；传统优势吨位 20-30T 产品市场份额较 2012 年变化不大。

2. 行业关注

关键零部件方面，高端发动机、液压元件、电控系统等关键配套件目前主要依靠进口，其中液压件和发动机是工程机械成本构成中最大的两项，占成本比重以机种的不同一般为30%-50%。由于目前中国工程机械基础零部件生产企业以中小企业为主，研发力量薄弱，大部分产品技术含量低，零部件配套生产难以满足整机制造的质量要求。中国的发动机功率等级大量集中于中小型，缺乏适合工程机械用的大功率发动机，对进口的依赖较为严重，大型设备配套的传动系统也需要通过进口填补。

原材料方面，钢材和关键零部件是工程机械产品的主要原材料，根据国家统计局的信息显示，钢材成本占工程机械企业总成本的20%以上，如果算上以钢材为原材料的主要配套件，占总成本的比例将达到70%~80%。因此，工程机械行业对钢材价格变动敏感度高。截至2012年底，钢材价格指数跌至105.31点，比2011年9月份的最高值138.11点下跌23.75%。之后钢材价格有小幅反弹，但截至2013年底，钢材价格指数继续下跌至99.14点，同比下降5.86%。进入2014年，钢材价格持续下跌，截至2014年3月底，钢材价格指数为94.83点，比2013年底下降了4.35%。

图3 钢材价格指数



资料来源：Wind 资讯

销售模式方面，在中国经济高增长时期，工程机械行业在信用销售（主要包括分期付款、银行按揭、以租代售和融资租赁等）的强

力推动下，工程机械企业在销售收入大幅增加的同时，应收账款增幅快速提高，经营活动现金流量净额持续为负。当经济进入下行周期，如果在之前按揭销售过程中有客户逾期不还款则企业面临向银行回购设备风险，而融资租赁的分期回款周期会挤占企业大量现金，再加上很多企业的信用风险意识不强，使行业潜在信用风险增加，工程机械企业因银行按揭及融资租赁方式销售机械设备而承担的回购风险也逐步增加。

产业政策方面，《中国工程机械行业“十二五”规划》提出工程机械行业将在2015年实现年营业收入突破9000亿元、出口实现260亿美元的目标，将在科技发展、质量与效益、节能降耗和减排等方面实现突破。并提出进一步优化产业结构、培育大型集团化企业、实现核心配套件的技术突破等发展重点和主要任务。整体看，上述政策的实施有利于整个行业的健康可持续发展，进一步促进工程机械行业内具有产品、技术优势和经营特色的企业发展壮大。

总体看，短期内国内房地产市场调控政策持续、市场需求低迷等因素，对整个工程机械行业的景气度产生了较大负面影响，工程机械行业重回较快增长仍需时日。但中长期来看，中国城镇化、交通基础设施和保障性住房等建设投资需求仍然较大，未来中国工程机械行业仍有一定的发展空间。

五、基础素质分析

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“十二五”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”。公司下属核心企业柳工股份是工程机械行业和广西壮族自治区第一家上市公司，被誉为“中国工程机械行业的排头兵”。

表 1 近三年公司主要产品国内市场占有率及行业排名情况

产品	2013 年		2012 年		2011 年	
	市场占有率 (%)	行业排名	市场占有率 (%)	行业排名	市场占有率 (%)	行业排名
装载机	18.50	2	20.20	1	17.14	3
挖掘机	3.10	14	3.60	11	3.52	11
压路机	7.20	4	5.10	10	8.26	4
平地机	7.90	4	5.20	5	8.12	4
滑移装载机	19.20	-	-	-	12.00	5
挖掘装载机	4.00	-	-	-	2.00	8
叉车	3.40	5	3.20	6	3.20	6
起重机	4.20	4	3.00	4	4.37	4

资料来源：公司提供

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大类产品的研发、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前三，累计装载机全球销量超过20万台，综合竞争力处于行业领先地位。

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10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。2012年2月，公司下属子公司柳工股份以27182万元兹罗提（约折合人民币5.44亿元）成功收购波兰工程机械企业Huta Stalowa Wola公司(以下简称“HSW”)的下属民用工程机械业务单元及其全资子公司Dressta100%的股权及资产，并拥有Dressta的全部知识产权和商标。此次收购是公司目前最大的海外投资项目，该收购也有助于公司建立立足欧洲的生产研发基地。

表 2 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
波兰	装载机、挖掘机

资料来源：公司提供

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

六、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。

七、经营分析

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。

2013 年，公司实现营业收入 161.04 亿元，较 2012 年上升 3.07%，主要是因为工程机械行业市场需求有所企稳，产能过剩压力有所缓解；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 51.52%。从公司整机产销量看，2013 年公司整机产、销量分别较 2012 年上升 9.00%和 5.11%，产品产销量均较上年有小幅回升；从产品产销率来看，2013 年公司整机总体产销率达 101.75%，较上年下降 3.77 个百分点，处于行业内较好水平。2014 年一季度，公司实现收入 36.21 亿元，较上年同期下降 2.82%。从毛利率水平来看，2013 年，公司各主要产品毛利率均有不同程度回升，盈利能力

维持稳定。由于主要原材料钢材的价格持续走低，2014年1~3月，公司整体毛利率23.47%，较上年增加3.24个百分点。

表3 2012~2014年一季度公司业务板块收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012年			2013年			2014年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
装载机	61.93	39.65	18.80	62.15	38.59	21.00	12.13	33.50	23.20
挖掘机	23.77	15.22	20.20	20.82	12.93	22.49	6.96	19.22	26.57
路面机械（含压路机、平地机等）	5.25	3.36	19.60	6.03	3.74	19.50	1.32	3.65	21.50
叉车	4.86	3.11	6.70	5.97	3.71	11.30	0.93	2.57	11.60
建筑机械（含起重机等）	2.28	1.46	-3.10	2.73	1.70	-13.30	0.57	1.57	-12.80
其他板块	58.15	37.20	17.47	63.34	39.33	30.61	14.3	39.49	26.74
合计	156.24	100.00	18.10	161.04	100.00	21.90	36.21	100.00	23.47

资料来源：公司提供

注：其他板块包括：配件、房地产、药业、肉类加工、商贸和预应力产品等。

表4 2012~2014年一季度公司主要产品产销量变化情况

分行业/分产品	产量（台）			销量（台）		
	2012年	2013年	2014年1-3月	2012年	2013年	2014年1-3月
装载机	24386	25508	6822	25340	25751	4979
挖掘机	4521	4962	1721	5296	4716	1633
路面机械（含压路机、平地机等）	1593	2002	534	1615	2005	469
叉车	7727	9537	2258	8166	9961	1603
起重机	688	409	160	644	727	137
合计	38915	42418	11495	41061	43160	8821

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，2013年，公司装载机市场占有率为18.5%，排名第二，公司装载机产品的市场占有率及排名均小幅下滑。2013年公司全年生产装载机25508台，销售25751台，较2012年分别上升4.60%和1.62%；2014年1~3月，公司生产装载机6822台，销售4979台，分别占上年全年的26.74%和19.34%。

挖掘机

目前挖掘机产品已成为公司第二大重要产品，截至2013年底，公司挖掘机市场占有率为

3.1%，行业排名第14位，有小幅下滑。2013年公司生产挖掘机4962台，销售4716台，分别较2012年上升9.75%和下降10.95%。2014年1~3月，公司生产挖掘机1721台，销售1633台，分别占上年全年的34.68%和34.63%。

综合看，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来持续保持国内行业领先地位，挖掘机产品位于国内品牌前列。跟踪期内，由于2012年低基数影响，公司产品产销量同比小幅回升，公司产品整体盈利水平及能力均有一定程度的恢复。

（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。2013年以来,国内钢材、橡胶件及液压件等原材料价格有所下降,公司成本控制压力有所缓解。

(3) 产品销售

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100多家特约维修中心、500多个服务网点。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。

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2013年底,公司在海外拥有经销商256家,覆盖全球六大洲,包括北美、欧洲、拉美、澳洲、非洲、中东等130个地区和国家,在海外设立9个一级子公司;在全国30多个省市区设立了经销商,在国内主要城市共建立了各产品特约维修中心100多个,服务网点近500个。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。

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。融资租赁近三年的利润总额占公司利润总额的34.12%,利润在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(中恒国际租赁有限公司(以下简称“中恒租赁”))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。

同时,为加快信用销售回款,中恒租赁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,中恒租赁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。

截至2013年12月31日,各经销商按公司与合作银行签定《金融服务合作协议》开出的未到期银行承兑汇票余额为374735800元,其中光大银行209675800元,交通银行34640000元,其他银行130420000元。目前本期尚未发生回购事项。

截至2013年底,中恒租赁的营业收入为4.41亿元,同比下降20.14%,利润总额1.03亿元,同比下降34.86%,占公司2013年利润总额的比例为23.82%,较2012年下降40.22个百分点。截至2014年3月底,中恒租赁的营业收入为0.88亿元,较上年同期下降14.75%,利润总额0.43亿元,较上年同期上升21.35%,总体看,跟踪期内,融资租赁业务对公司的利润贡献有

所减少。

(4) 未来发展

跟踪期内，公司无新增重大固定资产投资，

所有项目均为在建项目的持续投入。公司目前在建项目未来资本支出规模不大，2014年预计为5.28亿元。

表5 公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目内容或进展	总投资规模	其中：自有资金	外部融资额	2013年实际投资	截至2013年底已完成投资	建成投运时间	年度计划投资额		
								2014年	2015年	2016年
柳工大型装载机研发制造基地项目	基本形成年产5000台装载机产能	93843	66843	27000	9959	39303	2014年	2757	27	-
柳工国际配件中心项目	厂房完工投用，正在进行货架铺设	64682	64682	-	3752	23610	2014年	8217	316	1212
柳工工程机械核心铸件研发制造项目	正在进行厂房地基和降压站基础建设	84308	45157	39151	1727	9502	2017年	24178	10334	14248
柳工全球研发中心项目	正在进行研发大楼地基建设	35150	35150	-	939	939	2015年	17674	8466	8070
合计		277983	211832	66151	16377	73354	-	52826	19143	23530

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司2012和2013年度财务报表分别经国富浩华会计师事务所有限公司和瑞华会计师事务所有限公司审计，并均出具标准无保留意见的审计结论。2014年一季度财务数据未经审计。

2012年公司新增合并范围子公司一家，为上海金泰工程机械有限公司，2013年8月公司收购柳工（柳州）压缩机有限公司。合并报表范围变化整体影响较小，财务报表具有较强可比性。

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）及叉车板块构成。受市场需求回暖影响，2013年公司各板块销量企稳回升，公司实现营业收入161.04亿元，较2012年上升3.07%；同期公司利润总额4.34亿元，较2012年大幅增长75.11%。2014年1~3月，公司实现营业收入和利润总额分别为36.21亿元和1.30亿元，分别同比下降2.82%和同比上升44.81%。

2013年，公司期间费用为27.72亿元，同

比增长9.01%，主要系销售费用增长较快所致。2013年期间费用率17.22%，较上年同期上升0.94个百分点。2013年公司销售费用11.35亿元，同比增长16.13%，主要是因为其他销售费用的增长；财务费用4.50亿元，同比增长9.46%，主要是因为汇兑损失的增长。

从盈利指标来看，受市场需求回暖，公司生产收入有所增加，由于钢铁价格持续走低，公司生产成本有所下降，因此整体盈利面有所好转，2013年公司营业利润率为21.23%，较2012年上升3.70个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为3.18%和2.77%，较上年同期上升0.59和1.46个百分点。2014年1~3月，公司营业利润率为22.96%，比2013年同期提高2.97个百分点。

2013年，公司资产减值损失为3.86亿元，同比增长121.99%。其中，坏账损失为1.57亿元，存货跌价损失为1.32亿元，主要由于应收账款坏账的计提比例和存货跌价准备的计提比例有所提高所致；一年内到期的非流动资产减值损失为1.01亿元，较上年大幅提高，主要由于

中恒租赁提高了融资租赁中诉讼风险的计提标准，确认2013年的资产减值损失为1.10亿元，同比增长310.38%。

2013年，公司投资收益0.65亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益0.22亿元和持有至到期投资持有期间取得的投资收益0.32亿元。

2013年，公司实现营业外收入1.61亿元，其中政府补助1.49亿元，同比减少20.44%，主要是2012年公司收购波兰公司产生0.41亿元价差造成的年度变化。

总体看，受国家货币紧缩政策、房地产调控及国内整体经济形势增速放缓影响，工程机械市场依然在底部徘徊，但公司受益于产品的生产成本较2012年有所下降，公司产品整体盈利水平及能力均有一定回升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金为203.09亿元，同比下降15.10%；购买商品、接受劳务支付的现金为158.48亿元，同比下降24.86%。经营活动产生的现金流量净额为14.42亿元，同比大幅增长316.68%，主要由于公司为减少现金流占用，更多采用汇票方式支付，并且对部分采购款延迟支付。2013年公司现金收入比为126.11%，同比下降26.99个百分点，收入实现能力降低。

从投资活动来看，2013年公司投资活动现金流出为29.32亿元，较2012年增长16.65%，投资活动产生的现金流入为19.94亿元，较上年大幅增长384.07%，主要由于公司子公司上海金泰工程机械有限公司滚动购买短期理财产品，收回投资收到的现金11.43亿元，投资支付的现金12.43亿元；2013年投资活动产生的现金流量净额为净流出9.37亿元，同比减少55.39%。

从筹资活动来看，2013年公司筹资活动现金流入50.06亿元，同比下降23.70%；筹资活动现金流出为46.00亿元，同比下降7.91%，主要是偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金有所减少；筹资活动产生的现金流量

净额降至4.06亿元，同比减少74.06%。

2014年1~3月公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流量净额分别为39.80亿元和-1.39亿元。2014年1~3月，投资活动产生的现金流量净额为-0.01亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-1.62亿元。

总体看，跟踪期内，受购买商品、接受劳务支付的现金大幅减少和收回投资收到的现金大幅增加的影响，公司筹资活动前的现金流量净额由-17.55亿元增长为5.05亿元，公司的现金流状况有了较大改善，对外融资压力有所减轻。

3. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额313.29亿元，较2012年底增长1.93%，其中流动资产合计占63.36%，非流动资产合计占36.64%。

截至2013年底，公司流动资产198.50亿元，较2012年底增长2.52%，主要由货币资金（占27.88%）、应收账款（占21.75%）、存货（占28.49%）和一年内到期的非流动资产（占13.48%）等构成。

截至2013年底，公司货币资金余额55.34亿元，较去年增长16.56%。其中银行存款52.89亿元，占货币资金的95.57%；受限资金2.45亿元，占货币资金的4.43%。

截至2013年底，公司应收账款净额43.17亿元，较上年增长29.95%。从欠款方来看，前五名欠款客户金额合计占应收账款总额比例为7.09%，集中度不高；从账龄上看，其中1年以内占74.68%，1~2年占10.82%，2~3年占3.77%，3年以上占1.33%。截至2013年底，公司共计提坏账准备4.39亿元，较2012年增长44.06%，计提比例为9.24%，坏账准备计提较高。总体看，公司销售全部采用经销商模式，客户集中度不高且账龄较短，但考虑到公司近年为应对工程机械行业的有效需求下降、市场

竞争激烈等不利影响，适度放宽信用政策，以及当前宏观经济增速下滑的环境下，客户的还款压力增大，公司应收账款坏账风险有所增加。

截至2013年底，公司存货净额56.55亿元，较2012年下降8.50%。从构成上看，主要由原材料（占比16.53%）、在产品（占32.13%）、库存商品（占51.22%）等构成。截至2013年底，公司共计提存货跌价准备2.56亿元，占年底存货余额的4.32%，计提比例同比有所提高。

截至2013年底，公司一年内到期的非流动资产余额为26.75亿元，该部分资产主要为中恒租赁一年内到期的融资租赁长期应收款，同比下降23.54%的原因是当期融资租赁销售业务规模减少。该部分资产有客户保证金（比例为10%）及产品作为抵押，不能收回的风险较小。

截至2013年底，公司非流动资产114.79亿元，主要由长期应收款（占21.58%）、固定资产（占34.68%）、在建工程（占6.12%）、无形资产（占10.51%）和商誉（占5.50%）等构成。

公司长期应收款全部为融资租赁款。截至2013年底，公司长期应收款余额24.77亿元，其中含融资租赁业务未实现的融资收益8.04亿元。长期应收款具有保证金及设备抵押保障，收回的可靠性较高。

伴随公司2013年新建工厂建设逐渐完工，在建工程转入公司固定资产规模不断扩大，截至2013年底，公司固定资产账面价值合计39.81亿元，较上年增长18.57%，主要由房屋及建筑物（占60.14%）和机器设备（占33.69%）等组成。截至2013年底，公司累计计提折旧16.54亿元。

截至2013年底，公司在建工程账面净值7.03亿元，同比减少30.73%，主要是因为公司由在建工程转入固定资产原价4.88亿元。

截至2013年底，公司无形资产账面价值12.06亿元，同比增长2.21%，主要由土地使用权构成（占89.80%），公司无形资产累计摊销额1.71亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额318.43亿元，较2013年底增长1.64%。公司流动资产占

65.44%，非流动资产占34.56%，流动资产占比与上年底相比有所提升。截至2014年3月底，公司应收账款54.52亿元，较2013年底增长26.31%；长期应收款余额21.31亿元，较2013年底下降13.98%。

总体看，公司资产规模稳步增长且整体规模较大，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，应收账款增长较快，存在一定的回款压力。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益为114.94亿元，较2012年底为底增长1.20%，主要是实收资本和少数股东权益增长所致。截至2013年底，公司所有者权益中股本占17.57%、资本公积占32.12%、盈余公积占2.90%、未分配利润占47.51%；其中归属于母公司所有者权益占36.40%，少数股东权益占63.60%。截至2014年3月底，公司所有者权益为115.50亿元，较2013年底增长0.48%，其构成与2013年基本相同。总体看，公司所有者权益稳定性弱。

负债

截至2013年底，公司负债总额为198.34亿元，其中，流动负债占59.97%，非流动负债占40.03%。负债总额同比增长2.36%，其中应付票据和长期借款上升对负债总额增长贡献较大。截至2013年底，短期借款同比下降45.45%，主要是因为信用借款和担保借款大量偿付所致；应付票据同比增长41.86%，主要是银行承兑汇票大幅增长所致；长期借款同比大幅增长86.75%，主要由于公司在上年偿还部分长期借款并在今年续贷长期借款所致，其中，信用借款和担保借款同比增幅为33.31%和23.04%，同时，一年内到期的长期借款同比也下降53.35%。截至2013年底，资产负债率和全部债务资本化比率分别为63.31%和52.98%，分别同比上升0.26和下降0.74个百分点，长期债务资本化比率为38.45%，同比上升3.14个百分点。公司长期债务有所增长。

截至2014年3月底,公司负债总额为202.93亿元,较2013年底增长2.31%,其中,流动负债占63.46%,非流动负债占36.54%,与2013年底相比流动负债占比有所增加。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63.73%、36.62%和52.21%,与2013年底相比变化不大。

整体看,公司长期债务有所增长,有息债务中长期债务占比逐渐提高,整体债务负担有所增加,但仍处于行业内适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2013年公司流动比率和速动比率分别为166.89%和119.35%,与2012年相比,分别增加10.30和12.74个百分点。受2013年公司经营活动现金流改善影响,经营现金流动负债比由上年的2.80%升至12.12%。截至2014年3月底,公司流动比率和速动比率分别升至161.82%和113.45%。总体看,考虑到公司流动负债中商业信用负债占比较高,以及较充裕的货币资金和较大规模的经营活动现金流入量,相应保障了其短期债务的偿还,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看,由于2013年公司利润总额有所回升,2013年,公司EBITDA为12.86亿元,同比上升16.06%;EBITDA利息倍数由上年的2.27倍升至2.80倍,全部债务/EBITDA倍数由上年的11.90倍降至10.07倍。公司长期偿债指标有一定增强,长期偿债能力偏弱。

截至2013年底,公司现金类资产63.80亿元,其中受限资产2.45亿元,非受限资产61.35亿元;非受限现金类资产为一年内到期的“13柳工CP001”和“14柳工CP001”发行额度总计20亿元的2.05倍,公司现金类资产对一年内到期的债券保障程度较好。

截至2014年3月底,公司所发中期票据“11柳工MTN1”,短期融资券“13柳工CP001”和“14柳工CP001”额度共为28亿元。2013年公司经营活动产生的现金流入量为213.54亿元,

是公司上述三期债券额度7.63倍,对公司存续期内债券的覆盖程度好;经营活动产生的现金流量净额为14.42亿元,是公司存续期内债券额度的0.52倍,对公司所发债券的保障程度弱;截至2014年3月底,公司现金类资产为58.34亿元,其中受限资产0.86亿元,非受限资产57.48亿元;非受限现金类资产为公司上述三期债券额度的2.05倍,对公司所发债券保障程度较好。

截至2014年3月底,公司无对外担保。

截至2014年3月底,公司共获得各家商业银行授信额度总量为302.90亿元,尚未使用的额度约为228.48亿元。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。

5. 或有事项

2012年3月27日,公司子公司柳工股份公司发布“柳工重大诉讼事项公告”,花旗银行广州分行诉柳工股份公司之子公司柳工股份普通外汇远期买卖交易纠纷一案已由广州市中级人民法院受理,由于案件尚在审理过程中,公司基于谨慎性原则,将花旗银行要求支付的欠款0.09亿美元折人民币0.57亿元,计入预计负债。

2013年4月13日,公司子公司柳州柳工挖掘机有限公司安徽华柳柳工工程机械销售有限公司、叶凤琦、姚定强、许安平、范照勇、张利和盛立新买卖合同纠纷一案已由柳州市柳江县人民法院受理,柳挖公司要求安徽华柳偿还货款0.54亿元及截至2012年9月30日违约金合计0.03亿元(具体违约金金额应计算至被告清偿货款完毕之日),两项金额总计0.57亿元,基于谨慎性原则考虑,公司已按账龄计提坏账准备0.11亿元。

联合资信将对后续进展予以关注。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报

告(报告编号为:B-201403110025199),截至 2014 年 3 月 11 日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

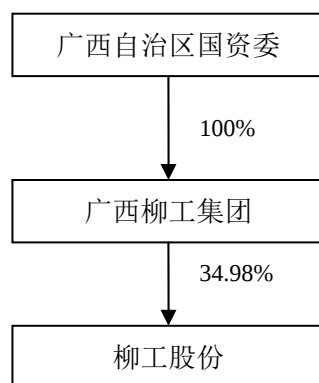
7. 抗风险能力

基于对行业基本情况以及公司自身经营规模、财务状况和未来公司发展的综合判断,公司整体抗风险能力较好。

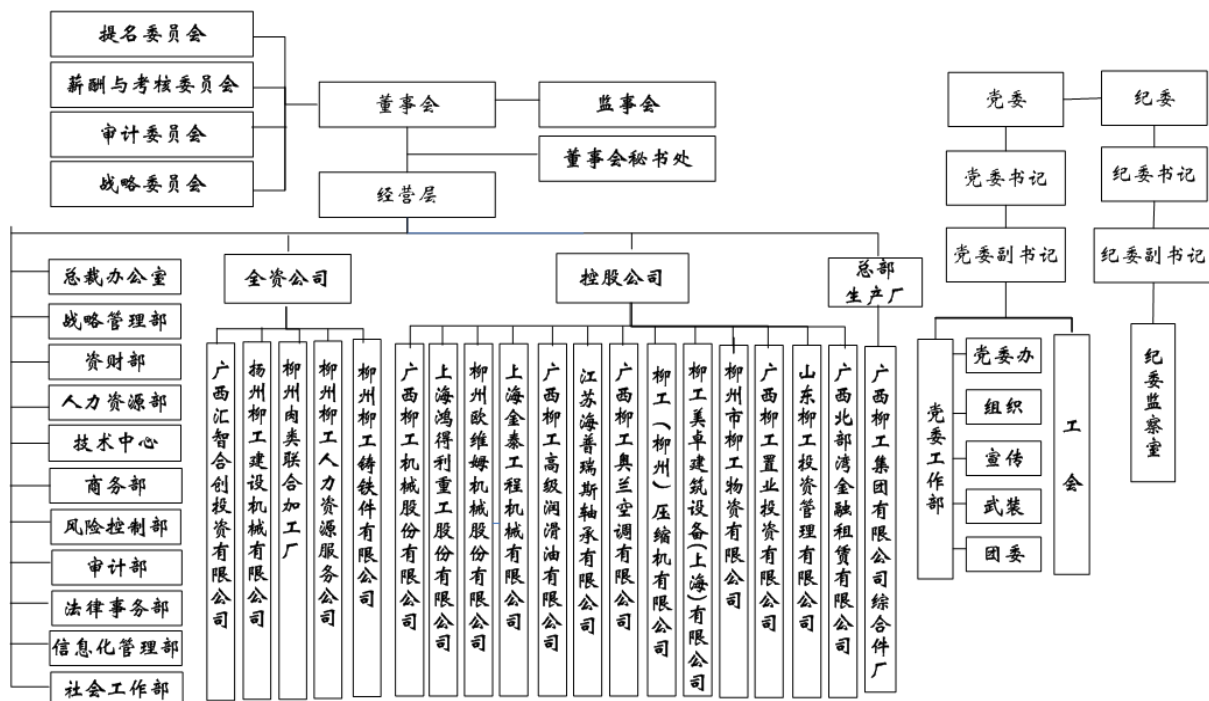
九、结论

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,维持“11 柳工 MTN1”信用等级为 AA⁺,并维持“13 柳工 CP001”和“14 柳工 CP001”信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	55.71	55.73	63.80	58.34
资产总额(亿元)	288.71	307.36	313.29	318.43
所有者权益(亿元)	106.79	113.58	114.94	115.50
短期债务(亿元)	72.34	69.86	57.71	59.43
长期债务(亿元)	47.29	61.99	71.80	66.74
全部债务(亿元)	119.63	131.85	129.52	126.16
营业收入(亿元)	211.27	156.24	161.04	36.21
利润总额(亿元)	15.76	2.48	4.34	1.30
EBITDA(亿元)	20.81	11.08	12.86	--
经营性净现金流(亿元)	-23.82	3.46	14.42	-1.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.32	3.85	3.46	--
存货周转次数(次)	4.01	2.07	2.13	--
总资产周转次数(次)	1.05	0.52	0.52	--
现金收入比(%)	132.61	153.10	126.11	109.92
营业利润率(%)	18.67	17.53	21.23	22.96
总资本收益率(%)	6.83	2.59	3.18	--
净资产收益率(%)	12.24	1.31	2.77	--
长期债务资本化比率(%)	30.69	35.31	38.45	36.62
全部债务资本化比率(%)	52.84	53.72	52.98	52.21
资产负债率(%)	63.01	63.05	63.31	63.73
流动比率(%)	154.25	156.59	166.89	161.82
速动比率(%)	106.48	106.61	119.35	113.45
经营现金流动负债比(%)	-18.40	2.80	12.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.72	2.27	2.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.75	11.90	10.07	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

附件 5 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