信用评级公告

联合〔2021〕7014 号

联合资信评估股份有限公司通过对广西柳工集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广西柳工集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，“18 柳工 MTN001”和“20 柳工 MTN001”信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

广西柳工集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广西柳工集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18 柳工 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 柳工 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 柳工 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2021/12/18
20 柳工 MTN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2023/07/21

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，广西柳工集团有限公司（以下简称“柳工集团”或“公司”）作为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）下属生产装载机和挖掘机为主的大型工程机械制造厂商，在市场地位、生产规模、研发实力等方面保持综合优势。2020 年，工程机械行业景气度仍较高，公司主要工程机械产品产销量、收入及利润均继续增长，营销网络仍较为完善，混合所有制改革对公司发展产生积极影响。同时，联合资信评估有限股份公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司营业收入和利润总额对下属核心上市公司依赖度较高，少数股东权益占比高，债务负担加重且存在较大短期偿付压力，存货、应收类款项占用营运资金并存在减值风险及或有负债等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着混合所有制改革推进，公司机械产业相关业务有望实现协同效应。同时，公司加强国内外渠道整合，推动技术创新，整体实力和盈利能力有望进一步提升。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“18 柳工 MTN001”和“20 柳工 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”。

优势

1. **公司主导产品仍具有很强的竞争优势。跟踪期内，工程机械行业景气度仍较高，主要工程机械类产品产量均有所增长，工程机械制造业务收入有所增长，现金流状况佳。**2020 年，公司装载机、挖掘机和其他工程机械产品产量同比分别增长 22.55%、76.07%和 36.12%，公司实现营业收入 262.68 亿元，同比增长 16.57%；利润总额 16.86 亿元，同比增长 19.84%；经营活动产生的现金流净额为 18.66 亿元。
2. **公司作为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。**截至 2020 年末，公司全国范围拥有 116 家特约维修中心、1276 个服务网点；海外拥有 3 家制造基地和 4 家研发机构，产品通过遍布 140 个国家的 300 多家经销商为境外客户提供服务。
3. **跟踪期内，混合所有制改革对公司发展产生积极影响。**2020 年 7 月，柳工集团通过广西柳工机械集团有限公

分析师：华艾嘉
杨　涵

邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

司（以下简称“柳工有限”）间接控制广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”）；同年 12 月，公司引入战略投资者，增资扩股并转让柳工有限股份，募集资金共计 34.15 亿元。2020 年，柳工集团本部投资收益同比大幅增加，扭亏为盈，期末公司本部货币资金同比大幅增长 68.29%，公司本部资产负债率同比下降 15.00 个百分点。

关注

1. **跟踪期内，公司对下属核心上市公司柳工股份依赖度较大但持股比例较低，归属于母公司净利润占比低，少数股东权益占比高。**公司现金类资产、收入和利润总额主要集中于柳工股份。2020 年，归属于母公司所有者的净利润占公司净利润的 11.92%，期末少数股东权益占所有者权益的比重为 72.89%。
2. **跟踪期内，公司债务规模继续增长，且短期集中偿付压力较大。此外，公司本部债务负担虽有所减轻，但整体仍较重。**截至 2020 年末，公司全部债务 179.15 亿元，较上年末增长 7.06%。其中，短期债务 153.78 亿元，较上年末增长 54.41%，短期债务占比 85.84%；应付债券在 2021 年到期规模较大。截至 2020 年末，公司本部资产负债率为 66.04%。
3. **公司资产中存货、应收账款及应收融资租赁款占比较大，对资金形成占用，存在去库存和回款压力。利润对投资收益和其他收益依赖度较大。**截至 2020 年末，存货、应收账款、一年内到期的非流动资产和长期应收款占总资产的比重分别为 18.19%、13.37%、9.86%和 9.02%。2020 年，投资收益和其他收益占营业利润比重为分别 15.67%和 22.43%。
4. **公司销售业务模式存在风险敞口，存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，柳工股份为承租人应付的融资租赁款承诺权益购买义务的余额为 50.70 亿元；柳工股份及其子公司与银行、经销商合作开展的定向保兑仓业务（承兑）余额为 7.57 亿元。截至 2020 年末，公司重大诉讼涉案金额共计 6.39 亿元，案件的判决及执行情况将对公司相应款项的回收以及损失的计提产生影响。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	58.52	74.31	112.54	106.89
资产总额（亿元）	333.53	375.56	445.98	469.14
所有者权益（亿元）	111.84	121.97	163.17	168.09
短期债务（亿元）	83.03	99.59	153.78	155.50
长期债务（亿元）	57.20	67.75	25.37	30.47
全部债务（亿元）	140.22	167.34	179.15	185.97
营业收入（亿元）	218.15	225.33	262.68	88.63
利润总额（亿元）	12.31	14.07	16.86	5.99
EBITDA（亿元）	20.29	21.93	26.03	--
经营性净现金流（亿元）	6.47	19.74	18.66	1.99
营业利润率（%）	21.90	23.15	20.60	16.88
净资产收益率（%）	8.25	9.26	8.35	--
资产负债率（%）	66.47	67.52	63.41	64.17
全部债务资本化比率（%）	55.63	57.84	52.34	52.53
流动比率（%）	146.71	150.70	133.53	133.94
经营现金流动负债比（%）	4.28	11.55	7.83	--
现金短期债务比（倍）	0.70	0.75	0.73	0.69
EBITDA 利息倍数（倍）	4.93	5.73	5.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.91	7.63	6.88	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	38.55	47.50	55.39	47.35
所有者权益（亿元）	7.71	9.00	18.81	19.99
全部债务（亿元）	29.00	35.52	37.94	28.81
营业收入（亿元）	0.41	0.25	0.29	0.06
利润总额（亿元）	-1.30	-0.56	9.01	1.18
资产负债率（%）	79.99	81.05	66.04	57.78
全部债务资本化比率（%）	78.99	79.78	66.86	59.03
流动比率（%）	97.34	106.15	104.95	125.03
经营现金流动负债比（%）	2.42	-8.12	3.85	--
现金短期债务比（倍）	1.08	1.23	0.86	0.79

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2021 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 其他流动负债中的计息项已计入短期债务，长期应付款中的计息项已计入长期债务，2021 年一季度计息调整项数据使用 2020 年末数据；5. 本报告 2018－2020 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

评级历史：（按评级日期降序排列）

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 柳工 MTN001 20 柳工 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/8/13	刘哲 杨晓丽	一般工商企业信用评级方法/评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 柳工 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/2/21	刘哲 杨晓丽	工程机械行业企业主体信用评级方法（2017 年）/制造业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 柳工 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/6/5	方晓 魏铭江 虢丰	工程机械行业企业主体信用评级方法（2017 年）/制造业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由广西柳工集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。如有利益冲突情形，请按照公司要求披露。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广西柳工集团有限公司
2021 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广西柳工集团有限公司（以下简称“柳工集团”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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—1971年历经多次更名，于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。2017年11月，公司以增资扩股的方式引入广西投资引导基金有限责任公司引导基金注资3.00亿元，注册资本变更为10.85亿元，股权变更后，广西投资引导基金有限责任公司持股比例为7.87%，广西壮族自治区国有资产监督管理委员会（下称“广西国资委”）持股比例为92.128%，为实际控制人。2019年6月，根据自治区财政厅《关于拨付2019年自治区工业和信息化发展专项基金（重大产业）的函》（桂财工交函〔2019〕116号文件），公司获得2019年自治区工业和信息化发展专项基金人民币2.00亿元用于增加注册资本。据此，公司双方股东一致同意将上述2亿元增资全部进入注册资本。增资完成后，公司注册资本和实收资本变更为人民币12.85亿元，广西国资委对公司持股比例变更为93.35%。截至2021年3月末，公司注册资本为12.85亿元，广西国资委持有公司93.35%股权，为公司控股股东和实际控制人。截至2021年3月末，实际控制人所持公司股权不存在质押情况。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化。

截至2020年末，公司配备有总裁办公室、战略管理部、资财部、人力资源部、审计部、法律事务部、健康安全环保部等职能部门；拥有包括广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”、股票代码：000528.SZ、股票简称：柳工）在内的85家控股子公司，其中一级子公司6家。

截至 2020 年末，公司资产总额 445.98 亿元，所有者权益 163.17 亿元（含少数股东权益 118.92 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 262.68 亿元，利润总额 16.86 亿元。

截至2021年3月末，公司资产总额469.14亿元，所有者权益168.09亿元（含少数股东权益122.73亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入88.63亿元，利润总额5.99亿元。

公司注册地址：广西壮族自治区柳州市柳太路1号；法定代表人：郑津。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续公募债券为“18 柳工 MTN001”和“20 柳工 MTN001”。截至报告出具日，募集资金已按照指定用途使用完毕，“18柳工MTN001和“20柳工MTN001”跟踪期内均正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 柳工 MTN001	10.00	10.00	2018/12/18	2021/12/18
20 柳工 MTN001	3.00	3.00	2020/07/21	2023/07/21

注：此处存续债券为联合资信受托评级债券
资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，疫情对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速平均值）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫末；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善**。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”末线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析

2020 年，中国工程机械行业景气度仍处于较高水平，下游行业需求旺盛，各产品销量同比增长，挖掘机销量增速持续保持高位。新冠肺炎疫情对工程机械行业供给端影响有限，需求端在 2020 年一季度受疫情影响较大，但随着全国复产复工的加快，前期压制的需求得到释放，以及下游基础设施行业逆周期调节的不断加码，二、三、四季度各类产品销量同比大幅增长。

2020 年，中国工程机械行业维持较高景气度，疫情后的积压需求的释放，以及中国投资与重大项目陆续开工成为主要的推动力，由此带来的新增需求形成了有效的短期支撑，整体市场超预期。根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2020 年全年纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机 32.76 万台，较上年增长 39.00%，增速较上年上升 23.12 个百分点。分吨位来看，2020 年大挖（≥28.5t）销量为 3.8 万台，较上年增长 28%；中挖（18.5~28.5t）销量为 7.7 万台，较上年增长 50%；小挖（<18.5t）销量为 17.7 万台，较上年增长 39%。装载机全年实现销量 13.12 万台，较上年增长 6.12%，增速较上年上升 1.37 个百分点。其中：3 吨及以上装载机销售 12.30 万台，较上年增长 6.11%。

2018 年以来，随着中国经济增速下滑，房地产调控政策的持续加码以及基础设施投资增速的放缓对工程机械行业短期发展速度造成影响。2020 年以来，逆周期调整政策不断加码，下游行业对各类工程机械产品需求加大。未来随着工程机械产品存量增长导致更新需求释放，以及环保政策趋严加速设备更新换代，工程机械产品需求空间有望保持。

2020 年 5 月，全国两会上李克强总理作 2020 政府工作报告，明确提出“积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度”，2020 年财政赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比上年增加 1 万亿元；实施

扩大内需战略，扩大有效投资，2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，较 2019 年大幅增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是加强新型基础设施建设、发展新一代信息网络、拓展 5G 应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站设施等。2020 年 8－9 月，地方政府专项债券分别发行了 7199.29 亿元和 5083.14 亿元，这是继 5 月份（专项债发行 10309.65 亿元）的又一高点。截至 2020 年 9 月末，地方政府专项债券累计发行 36966.97 亿元，已经完成全年计划（37500.00 亿元）的 98.58%，财政部表示，将确保新增专项债于 10 月末发行完成。2020 年 8－10 月地方政府专项债发行提速。专项债可用作资本金项目范围扩大，投向基建比例将明显提升。基建投资增速的回升直接拉动工程机械的需求。

新冠肺炎疫情对供给端压力主要来自于海外零部件的采购紧缺。目前中国工程机械企业的核心零部件仍依赖于海外采购，如发动机、液压件、变速箱等，面对主机厂提出的配件采购需求，海外供应商对采购订单的满足很可能达不到主机厂的要求，或者延期数月才可能满足，进而影响对终端客户的交货。此外，面对疫情，国际物流运输也会受到一定程度的影响。这也是影响采购配件满足生产的一大风险。但从实际情况看，海外零部件的采购在 2020 年 3 月份复工后并未对主机厂的生产造成严重制约，各主机厂对核心零部件的储备充足，供应链运转正常。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末，公司实收资本为12.85亿元，广西区国资委接持有公司93.35%股权，为公司控股股东和实际控制人。截至2021年3月末，实际控制人所持公司股权不存在质押情况。

2. 企业规模及竞争力

公司是国家重点联系的首批 300 家国有大型企业集团之一，是广西重点培育和发展的工程机械集群产业中的龙头企业。公司先后获得中国 500 强企业、中国机械工业百强、中国制造业企业 500 强、世界工程机械 50 强企业、中国企业信息化 500 强企业、全国质量效益型先进企业、第二批全国事业专利试点工作先进单位、中国企业经营领域最高奖－全国质量奖、全国十家国有典型企业之一、装备中国功勋企业、全国文明单位、全国创先争优先进基层党组织、全国五四红旗团委、中国工业示范单位、全国机械行业文明单位、全国机械行业十大企业文化特色单位、全球成长型公司、波兰最佳中国投资者、工业企业质量标杆、中国装备工业 10 大国际化品牌、中国装备工业品牌价值 50 强、广西优秀企业、广西百强企业等称号。

公司专注于包括滑移装载机、挖掘装载机、全液压履带式挖掘机、压路机、叉车、起重机等产品的研发、制造和销售，以及相应的配件销售和服务支持；其中“柳工牌”装载机作为中国名牌产品，综合竞争力处行业领先地位。

公司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广西柳州本部，布局东部和北部的生产格局。目前已形成广西柳州、江苏常州、江苏江阴、安徽蚌埠、山东临沂、上海、印度印多尔、波兰斯塔洛瓦沃拉和巴西莫吉瓜苏等九大生产基地。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：4503010000040881），截至 2021 年 5 月 18 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 7 月 2 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司正在推进混合所有制改革，并引入战略投资者，公司治理层及高级管理人员有所变化。

2021 年 2 月 3 日，公司发布公告称，公司董事长由曾光安变更为公司前任总经理郑津。2021 年 5 月 31 日，公司发布公告称，公司法定代表人由曾光安调整为郑津，董事会成员发生相应调整。

八、重大事项

跟踪期内，公司推进以广西柳工机械集团有限公司（以下简称“柳工有限”）为核心的混合所有制改革，引入社会战略投资者，提升公司本部偿债能力。未来，随着柳工股份反向收购柳工有限，公司机械产业相关业务有望实现协同效应，公司本部将再次直接持有上市公司柳工股份股权。

2019年10月15日，公司发布公告称：公司混合所有制改革实施方案获得广西国资委审批通过，批复主要内容包括：①原则同意公司混合所有制改革方案；②公司应依法依规推进混合所有制改革，设立柳工有限、资产整合、审计评估、组织机构设置、引入外部投资者、职工安置、员工持股等事项根据相关规定另行报广西国资委审批。截至2019年末，柳工集团持有柳工股份5.11亿股，持股比例34.67%，为柳工股份控股股东。

2020年4月24日，公司发布公告称，依据广西国资委于2020年4月15日印发的《自治区国资委关于广西柳工集团有限公司混合所有制改革涉及主业资产重组整合有关问题的批复》（桂国资复〔2020〕57号），广西国资委拟对公司进行内部资产整合及产权结构的调整。原则同意柳工集团混合所有制改革涉及主业资产重组整合的方案。第一次无偿划转，将柳工集团持有的柳工股份约34.67%股份、柳州欧维姆机械股份有限公司（以下简称“欧维姆”）77.86%股份、广西柳工农业机械股份有限公司、广西中源机械有限公司、柳工（柳州）压缩机有限公司给和柳工建机江苏有限公司（以下简称“建机江苏”）在内的6家主业标的公司转让给柳工有限；第二次无偿划转由广西国资委将柳工有限100.00%股权以无偿划转的方式划转回公司。截至2020年7月末，公司完成了上述股权的无偿划转工作，持有柳工有限100.00%股权；柳工有限持有柳工股份34.67%股权，柳工股份控股股东由柳工集团变更为柳工有限。

2020 年 12 月 8 日，柳工集团确定，广西招工服贸投资合伙企业（有限合伙）、国新双百壹号（杭州）股权投资合伙企业（有限合伙）、国家制造业转型升级基金股份有限公司、广西国有企业改革发展一期基金合伙企业（有限合伙）、建信金融资产投资有限公司、北京诚通工银股权投资基金（有限合伙）和中信证券投资有限公司（以下简称“7 家战略投资者”）及常州嘉佑企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“常州嘉佑”，由柳工有限及下属企业员工出资设立）参与本次混改增资扩股暨股权转让项目。本次项目共计募集资金约 34.15 亿元，占柳工有限股权比例不高于 49%；其中员工持股平台募集资金约 2.23 亿元，7 家战略投资者共计募集资金约 31.92 亿；混改增资扩股暨股权转让项目中，战略投资者对柳工有限增资 18.65 亿元；柳工集团将其对柳工有限增资扩股及股权转让完成后 22.24%的股权，转让至广西招工服贸投资合伙企业（有限合伙）等战略投资者，取得交易对价 15.50 亿元。截至 2020 年末，上述增资扩股及股权转让已履行完毕，柳工集团持有柳工有限 51.00%股份，常州嘉佑持有柳工有限 3.20%股权，7 家战略投资者合计持有柳工有限 45.8%股权，柳工集团仍为柳工有限控股股东；柳工有限持有柳工股份 37.66%股权。

2021 年 1 月 14 日，柳工股份发布公告称，柳工股份与柳工集团于签署了《重大资产重组框架协议》，柳工股份拟向柳工有限的全体股东发行股份，吸收合并柳工有限，实现柳工有限

整体上市。吸收合并完成后，柳工股份承继及承接柳工有限的全部资产、负债、业务、人员等，柳工有限的法人资格将被注销，柳工有限持有的柳工股份的股权将被注销，柳工有限全体股东将成为吸收合并后柳工股份的股东。2021 年 5 月，柳工股份先后发布《关于吸收合并广西柳工集团机械有限公司暨关联交易报告书（草案）》及其修订稿等与本次重组相关的文件。柳工有限 100%股权作价 76.16 亿元，由柳工股份发行 10.17 亿股股份。交易完成后，预计柳工股份总股本 19.80 亿股，柳工集团持有柳工股份 5.18 亿股，持股比例为 26.19%，常州嘉佑持有柳工股份 1.64%股权，7 名战略投资者合计持有柳工股份 20.22%股权；柳工股份控股股东由柳工有限变更为柳工集团，柳工股份及柳工集团实际控制人未发生变化。2021 年 6 月 21 日，中国证券监督管理委员会出具《中国证监会行政许可申请受理单》（受理序号：211506），决定对该行政许可申请予以受理。

联合资信将持续关注公司混合所有制改革进程。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，工程机械行业维持较高景气度，公司主要工程机械产品销量、收入和利润均所有增长，毛利率有所下滑。2021 年一季度，公司业绩同比大幅提升。

公司主营业务主要包括工程机械制造、工程机械配件、预应力产品等，其中核心业务为工程机械制造和工程机械配件（核心产品主要为装载机和挖掘机），其他业务收入主要来源于租赁业务。跟踪期内，工程机械行业仍维持较高景气度，公司产品产销量带动公司收入及利润增长；2020 年，公司实现营业收入 262.68 亿元，同比增长 16.57%，营业利润 16.36 亿元，同比增长 18.00%。同期，公司主营业务收入占营业收入的 98.45%，主营业务突出。

主营业务收入构成方面，2020 年，公司实现主营业务收入 258.60 亿元，同比增长 16.47%。工程机械制造实现收入同比增长 18.22%，占主营业务收入的比重同比提高 1.31 个百分点；工程机械配件业务收入同比增长 9.30%；预应力产品收入，同比增长 9.07%，工程机械配件和预应力产量对公司收入形成一定补充。其他业务实现收入同比增长 13.72 %，主要系租赁业务增加所致，占主营业务收入的比重同比下降 0.08 个百分点。公司房地产、肉类加工等业务收入占主营业务收入比重小。

毛利率方面，2020 年，公司主营业务毛利率为 20.56%，同比下降 3.23 个百分点，主要原材料成本提高，以及会计政策调整部分运费计入成本所致。分产品板块来看，2020 年工程机械制造和配件毛利率同比分别下降 3.23 个百分点和 6.21 个百分点；预应力产品同比下降 0.08 个百分点。其他业务规模较小，对公司整体毛利率影响不大。

2020 年一季度疫情影响公司业绩，2021 年一季度，公司收入及利润同比大幅回升。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 88.63 亿元，同比增长 71.21%；实现营业利润 5.94 亿元，同比增长 188.84%；实现利润总额 5.99 亿元，同比增长 181.46%。

表3　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程机械制造	179.82	83.69	22.59	192.36	86.63	23.79	227.41	87.94	20.56
工程机械配件	4.09	1.91	23.43	3.98	1.79	29.33	4.35	1.68	23.12
房地产	6.30	2.94	33.85	2.23	1.00	43.47	0.89	0.34	6.03
肉类加工	0.01	0.00	45.02	0.02	0.01	60.64	0.02	0.01	39.09

制药	0.07	0.03	40.85	--	--	--	--	--	--
预应力产品	16.06	7.47	19.58	16.10	7.25	26.23	17.56	6.79	26.93
其他业务	8.50	3.96	6.66	7.36	3.32	14.64	8.37	3.24	15.46
合计	**214.86**	**100.00**	**22.09**	**222.04**	**100.00**	**23.83**	**258.60**	**100.00**	**20.82**

注：其他业务收入主要为租赁收入
资料来源：公司提供

2. 工程机械

公司工程机械业务主要由下属柳工股份负责经营。柳工股份是公司收入和利润的核心来源。2020 年，柳工股份实现营业总收入 230.03 亿元，利润总额 16.02 亿元，占公司合并范围营业总收入和利润总额的 87.57%和 95.02%。

（1）原材料采购

柳工股份主要采购原材料及零部件为柴油机、铸锻件、钢材、轮胎、液压部件和结构件等，采购集中度很低。

采购模式按主要零部件采购或自制分为A、B两种模式。柳工股份除装载机以外的产品均采用A模式，即采购核心零部件；装载机等自有技术含量高、自制率较高的产品采用B模式，即采购基础原材料。

表4　截至2020年末柳工股份工程机械产品成本构成情况

部件类别	占营业成本比重
柴油机	10～12%
铸锻件	2～3%
钢材	7～9%
轮胎	3～5%
液压部件	10～12%
结构件	20～25%

资料来源：公司提供

柳工股份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，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（直接采购）或者按到货当月付款的方式（通过经销商采购）。

原材料成本控制方面，柳工股份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。2020年，柳工股份营业成本中，原材料采购金额为170.76亿元，同比增长25.79%，占营业成本的比重为94.98%，同比提高0.37个百分点。

柳工股份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。

柳工股份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。随着公司规模的扩大及产品升级，在不影响原有战略合作规模的情况下，柳工股份采取多元化采购方式，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。

2020年，柳工股份前五名供应商合计采购金额为30.47亿元，同比增长28.19%；占柳工股份年度采购总额的11.55%，同比提高0.84个百分点，前五名供应商采购额中关联方采购额占柳工股份年度采购总额的7.55%，采购集中度很低。

（2）产品生产

2020年，柳工股份主要工程机械产品产能、产量及产能利用率均有所增长，产能利用率保持在较高水平。

柳工股份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、布局东北部、发展海外的生产格局。

表 5　截至 2020 年末柳工股份生产基地分布情况

生产基地	主要产品
广西柳州	装载机、挖掘机、平地机、叉车、林业机械、零部件
江苏常州	挖掘机、推土机、破碎筛分设备、宽体矿用车、滑移装载机、挖掘装载机
江苏江阴	压路机、摊铺机、铣刨机
安徽蚌埠	起重机、高空作业车
山东临沂	叉车
上海	旋挖钻、液压抓斗
印度，印多尔	装载机、挖掘机、平地机、压路机
波兰，斯塔洛瓦沃拉	装载机、挖掘机、推土机、吊管机
巴西，莫吉瓜苏	装载机、挖掘机、压路机、挖掘装载机

资料来源：公司提供

柳工股份主要工程机械产品主要包括转载机、挖掘机，其他产品主要为建筑机械、叉车等。2020 年，柳工股份加快整机产品的更新换代，共开展一百多款产品的研发和升级，涉及国 IV、欧 V、BSIV 等领域。装载机产品线共发布 12 款新产品，包括 H 系列新平台、国 IV、欧 V 等，其中智能铲装和智能遥控装载机上市；新能源电驱动装载机。挖掘机产品线推出了 4 款 HD 系列新产品，结合 E 系列挖掘机高效率、低油耗、高可靠性、安全舒适的操作环境、多种属具可选等特点，是为矿山、破碎作业专门打造和优化的高端产品。

从产能情况看，2020 年，工程机械制造业务主要产品产能均有不同程度的提升。从产量情况看，收益于工程机械行业经济度较高，下游需求增长，2020 年，柳工股份装载机、挖掘机和其他工程机械产品产量同比分别增长 22.55%、76.07%和 36.12%，产能利用率分别提高 16.08 个百分点、33.83 个百分点和 18.98 个百分点。

表 6　近年柳工股份主要工程机械产品产能利用率情况（单位：台/年、台、%）

产品	2018 年			2019 年			2020 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
装载机	24575	21800	88.71	25349	20668	81.53	25950	25329	97.61
挖掘机	20000	15906	79.53	25200	16784	66.60	29425	29552	100.43
其他	24446	17154	70.17	26470	19227	72.63	28570	26172	91.61

资料来源：公司提供

（3）产品销售

跟踪期内，柳工股份主要工程机械产品销量大幅增长，销售仍以境内为主，客户集中度较低。

柳工股份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。同时，柳工股份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。2020 年，柳工股份主要工程机械产品销量 7.45 万台，同比增长 35.81%；产销率 91.90%，同比下降 4.87 个百分点。

国内销售方面，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，截至 2020 年末，柳工股份共有 116 家特约维修中心、1276 个服务网点。柳工股份产品主要销往浙江、江苏、山东等沿海发达地区和山西、内蒙等煤炭钢铁基地。柳工股份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 2700 家。

海外销售方面，柳工股份在海外设立了印度、波兰、巴西 3 家制造基地和印度、波兰、美国、英国 4 家海外研发机构，同时拥有 13 家包含整机、服务、配件和培训能力的营销公司，并通过遍布 140 个国家的 300 多家经销商为海外客户提供销售和服务支持。2020 年，柳工股份海外渠道新增经销商 39 家，其中土石方设备经销商 17 家，渠道进一步完善。

2020 年，柳工股份中国境内销售额同比增长 24.36%，境外销售额同比变化不大。

表7 柳工股份销售区域分布情况（单位：亿元）

销售区域	2018 年	2019 年	2020 年
中国境内	146.43	157.80	196.24
中国境外	34.42	33.97	33.79
合计	180.85	191.77	203.03

资料来源：公司提供

2020 年，柳工股份工程机械制造业务前五名客户销售金额合计 38.29 亿元，同比增长 49.94%，占柳工股份年度销售总额的 16.64%，同比提高 3.20 个百分点，集中度较低。同期，前五大销售客户中，无关联销售。

柳工股份销售模式灵活多样，能够根据市场需求变化及时调整销售策略，保障了销售业绩和市场份额。

柳工股份主要产品销售模式有融资租赁、定向保兑仓和全款提货三种，目前主要以融资租赁和全款提货方式为主。

①融资租赁模式：柳工股份主营产品国内销售均采用经销商代理销售模式，柳工股份产品不直接对外销售，均通过经销商向终端客户销售。为扩大销售量，经销商、终端客户与柳工股份全资子公司中恒国际租赁有限公司（以下简称“中恒租赁”，截至 2020 年末，柳工股份直接（持有 69.76%）和间接（持有 30.24%）合计持有中恒租赁 100.00%股权）签署融资租赁协议。融资租赁模式下，经销商先将产品销售给融资租赁公司，再由融资租赁公司在一定期限内将该产品出租给终端客户使用，终端客户按约定支付租金。开展融资租赁模式销售的工程机械数量约占公司工程机械销售量的三分之一左右。

中恒租赁目前主要针对柳工股份的工程机械产品提供融资租赁服务，主要以直租、回租为主。从合并口径看，柳工股份将工程机械销售给经销商时按照实际售价计入营业收入，中恒租赁在办理融资租赁业务时仅将租赁手续费计入营业收入（其他业务板块下融资租赁业务部分），收到租金时仅将融资利息计入营业收入，除了融资利息以外的融资本金部分冲减的是长期应收款科目。

中恒租赁的业务资金来源主要包括注册资本金（占 15%）、银行借款（占 62%）和向柳工股份以往来款的方式借款（占 23%）。

融资租赁业务办理的基本要素：首付款比例：0～50%；保证金比例：10%；手续费比例：融资额度的 1～2%，一次性收取；租赁期限：1～3 年，以 2 年为主；租金支付方式：按月支付。

截至 2020 年末，中恒租赁总资产 96.90 亿元，所有者权益 20.63 亿元，资产负债率为 78.71%；2020 年，中恒租赁实现租赁收入 9.48 亿元，净利润 0.74 亿元。

2020 年，柳工股份融资租赁模式的销售金额约为 127.07 亿元，同比增长 24.15%，占 2020 年柳工股份营业收入的 55.24%，同比下降 0.14 个百分点。

②定向保兑仓模式：定向保兑仓模式主要为经销商向银行存入 30~50%比例的保证金，向柳工股份开具差额银行承兑汇票，用于购买产品的行为，此业务模式下所开具的承兑汇票指定柳工股份为收款方，柳工股份对该业务项下的银行敞口差额在经销商无法按期填仓的情况进行回购或担保。2020 年，柳工股份定向保兑仓模式的销售金额约为 18.71 亿元，同比增长 15.92%，占 2020 年柳工股份营业收入的 8.13%，比重同比下降 0.29 个百分点。

柳工股份《关于 2020 年营销业务担保授信的议案》同意，2020 年向柳工股份及其下属全资子公司、控股子公司购买产品的客户、经销商、直营公司提供银行或外部融资租赁机构的承兑、融资租赁（直租+回租）、按揭业务授信担保，担保方式为连带责任保证。业务担保授信总额度为人民币 59.32 亿元（额度范围内可根据各业务及各产品线实际使用情况，在各业务之间、各产品线之间进行调整）。2020 年，柳工股份因第三方融资租赁业务代垫逾期融资租赁款保证金而产生其他应收款约为 15092.00 万元，其中按坏帐政策及个别认定法计提减值当期新增为 1336.67 万元；定向保兑仓业务无逾期与回购事项发生。

③全款提货模式：终端客户先向经销商支付完全款后再提货，客户和经销商以现金或转账的方式全额支付货款。如果以全款提货方式售出的工程机械是经销商以铺货的方式取得的，经销商必须在售出产品后的 8 日内将全部货款以转账方式支付给柳工股份。2020 年，开展全款提货模式销售的工程机械销售额约占柳工股份工程机械销售额的 36.63%。

表8　柳工股份不同销售模式下销售占比（单位：%）

销售模式	2018年	2019年	2020年
融资租赁	46.96	53.37	55.24
定向保兑仓方式	7.00	8.42	8.13
全款提货方式	46.04	38.21	36.63

资料来源：柳工股份年报

3. 预应力产品业务

2020年，公司预应力产品业务经营稳定，收入规模变化不大，对公司收入和利润形成良好补充。

表9　公司预应力产品收入构成（单位：亿元、%）

产品分类	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
锚固体系	3.92	24.44	4.52	28.06	5.49	31.26
缆索体系	3.94	24.55	4.79	29.74	4.87	27.73
减隔震体系	3.35	20.83	3.79	23.52	4.51	25.68
工程及检测	2.35	14.65	2.05	12.73	1.62	9.23
其他	2.49	15.53	0.96	5.94	1.07	6.10
合计	**16.06**	**100.00**	**16.10**	**100.00**	**17.56**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司预应力产品由其下属子公司柳州欧维姆机械股份有限公司（以下简称“欧维姆”）负责生产经营。截至 2020 年末，欧维姆产品主要包括预应力锚具、预应力施工设备等五大类、30 多个系列、400 多个品种。目前，欧维姆具备预应力锚具 3600 万孔、索制品 4 万吨和减隔震类 31 万余件的年生产能力。2020 年，预应力产品收入为 17.56 亿元，同比增长 9.11%；毛利率同比提高 0.73 个百分点至 26.93%，主要系承接业务种类不同所致。欧维姆产品技术性能指标符合中国 GB 标准、国际 FIP 标准、英国 BS 标准及日本 JIS 标准的要求。产品应用范围涉及路桥建设、电站建设、高层建筑、岩土锚固、超大超重构件提升、顶推、转体等诸多领域，已成功应用至全国及日本、越南、新加坡、菲律宾等十多个国家和地区的数百个大型工程。

4. 经营效率

2020 年，公司经营效率有所提升。

2019－2020 年，公司销售债权周转次数分别为 3.89 次和 4.20 次，存货周转次数分别为 2.67 次和 2.79 次，2020 年均有所提高；总资产周转次数分别为 0.64 次和 0.64 次。与同行业其他企业相比，公司经营效率表现应收账款周转效率较高，存货及总资产周转效率较低。

表 10　同行业 2020 年经营效率情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
广西柳工集团有限公司	**4.65**	**2.79**	**0.64**
徐工集团工程机械有限公司	2.69	3.75	0.75
中联重科股份有限公司	2.24	3.52	0.63
三一重工股份有限公司	4.59	4.17	0.92

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 重大在建项目

公司在建项目的实施有助于扩大现有生产规模，资金支出压力尚可。

公司重点在建项目集中于柳工股份。截至 2020 年末，公司重大在建及拟建项目计划总投资 18.89 亿元，资金来源为自筹，已投资 4.44 亿元，尚需投资金额 14.45 亿元，其中计划于 2021 年投资 6.97 亿元。相较于公司规模，资金需求压力尚可。

表 11　截至 2020 年末公司重点在建及拟建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	投建时间	预算	截至 2020 年末累计投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资	2023 年及以后计划投资
柳工东部研发制造基地二	2019.10－2022.06	8.17	4.44	3.64	0.09	--

期项目						
柳工装载机智能化改造项目	2021.01－2025.12	10.72	0.00	3.33	4.48	2.92
合计	--	**18.89**	**4.44**	**6.97**	**4.57**	**2.92**

资料来源：公司提供

柳工东部研发制造基地二期项目：项目所在地为常州，项目拟建联合厂房、调试返修车间、再制造车间、客户体验中心、整机试验场、开闭所、员工停车场等，新增建筑面积 118593m²；项目建成后，将提升年产挖掘机、大型矿用设备、推土机等的生产能力。

柳工装载机智能化改造项目：项目所在地为柳州，拟新增土地 172 亩，结合公司南厂区原有土地和厂房，进行部分工厂整体搬迁及智能化升级改造，业务包含装载机制造、传动件制造、液压件制造、属具制造、液压附件制造。提升装载机产业链整体制造能力，为终端用户提供更符合预期的产品和服务。

7．未来发展

公司发展目标紧密围绕主营业务，战略规划清晰，有利于提升综合竞争实力。

十四五期间，柳工集团将继续贯彻落实《广西机械工业二次创业实施方案》和自治区党委、自治区人民政府关于工业高质量发展的决策部署，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，融入新发展格局，对标国际一流企业，深化混合所有制改革，坚定实施“全面国际化、全面智能化、全面解决方案”战略，通过“客户驱动”、“能力驱动”、“人才驱动”、“资本驱动”举措促进柳工集团高质量发展。聚焦装备制造业高质量发展，重点拓展和强化工程机械、建筑机械（欧维姆）两大优势产业，大力发展现代农业机械。稳步推进冷链服务业发展。2021 年实现营业收入 300 亿元；到 2025 年，力争实现营业收入 500 亿元，国际业务收入高于 100 亿元，进入世界工程机械企业前 10 强，成为具有全球竞争力的世界级装备制造企业。

十、财务分析

1．财务概况

公司 2020 年度财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见；2021 年 1－3 月财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。合并范围方面，截至 2020 年末，公司纳入合并范围的直属全资及控股子公司 85 家，较上年末新增 8 家，减少 1 家。考虑到公司合并范围变化较小且整体规模不大，财务数据可比性较强。

截至 2020 年末，公司资产总额 445.98 亿元，所有者权益 163.17 亿元（含少数股东权益 118.92 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 262.68 亿元，利润总额 16.86 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 469.14 亿元，所有者权益 168.09 亿元（含少数股东权益 122.73 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 88.63 亿元，利润总额 5.99 亿元。

2．资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，资产构成仍以流动资产为主。公司资产中货币资金相对充裕，但存货、应收账款及应收融资租赁款占比较高，存在一定资金占用及回款压力。公司资产受限比例较低，整体资产质量良好。

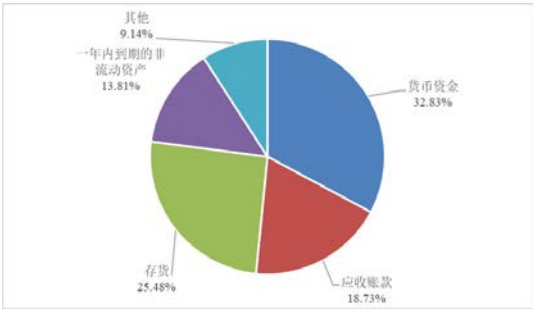
截至 2020 年末，公司资产总额 445.98 亿元，较上年末增长 18.75%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 71.38%，非流动资产占 28.62%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

（1）流动资产

截至 2020 年末，公司流动资产 318.36 亿元，

较上年末增长 23.61%，主要系货币资金和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 32.83%）、应收账款（占 18.73%）、存货（占 25.48%）和一年内到期的非流动资产（占 13.81%）构成。

图 1　截至 2020 年末公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年末，公司货币资金 104.53 亿元，较上年末增长 49.12%，主要系销售规模增长，经营活动现金净流入增加及公司转让柳工有限股权所致。货币资金主要由银行存款（占 96.76%）和其他货币资金（占 3.24%）构成。所有权和使用权受到限制的货币资金为 3.37 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和保函保证金等。

截至 2020 年末，公司应收账款 59.64 亿元，较上年末增长 11.85%，主要系收入规模扩大所致。公司应收账款累计计提坏账准备 8.68 亿元，计提比例为 12.70%。从账龄结构看，公司应收账款余额中，1 年以内的占 75.18%；1～2 年的占 10.92%；2~3 年的占 4.79%，3 年以上的占 9.10%，应收账款账龄偏长。集中度方面，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款余额合计为 5.79 亿元，占应收账账面余额比例为 8.47%，集中度较低。

截至 2020 年末，公司存货 81.13 亿元，较上年末增长 20.98%，主要系公司备货增加所致。存货主要由原材料（占 12.20%）、自制半成品及在产品（占 18.66%）和库存商品（占 68.11%）构成；公司存货累计计提跌价准备 3.23 亿元，计提比例为 3.83%。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动资产 43.97 亿元，较上年末增长 1.15%，主要为一年内到期融资租赁款自长期应收款项目转入所致。

（2）非流动资产

截至 2020 年末，公司非流动资产 127.62 亿元，较上年末增长 8.15%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 31.52%）、长期股权投资（占 10.98%）、固定资产（占 31.74%）、无形资产（占 11.03%）和递延所得税资产（占 6.11%）构成。

截至 2020 年末，公司长期应收款 40.23 亿元，较上年末增长 17.13%，主要系融资租赁业务规模扩大所致。公司长期应收款主要由融资租赁款构成（占账面余额的 97.26%）。长期应收款累计计提坏账准备 3.46 亿元，计提比例为 7.92%。

截至 2020 年末，公司长期股权投资 14.02 亿元，较上年末增长 14.80%，主要系权益法下确认投资收益所致。其中对合营企业投资余额为 5.17 亿元（主要为对广西康明斯工业动力公司（以下简称“康明斯动力”）的投资 4.30 亿元）；对联营企业投资余额为 8.88 亿元（主要为对北部湾金融租赁有限公司的投资 7.31 亿元及柳州采埃孚机械有限公司的投资 1.34 亿元）。截至 2020 年末，公司长期股权投资未计提减值准备。

截至 2020 年末，公司固定资产 40.50 亿元，较上年末增长 5.74%。固定资产房屋建筑物（占 47.99%）和机器设备（占 35.47%）为主；累计计提折旧 34.27 亿元，计提减值准备 0.11 亿元。固定资产成新率为 54.09%，成新率一般。

截至2020年末，公司无形资产14.08亿元，较上年末增长21.79%，主要系子公司下属柳工常州机械有限公司购置土地使用权用于柳工东部研发制造基地二期项目建设所致。公司无形资产主要由土地使用权（占78.29%）、管理软件（占8.75%）和非专利技术（占10.35%）构成。累计摊销金额合计5.52亿元，未计提减值准备。

截至2020年末，公司递延所得税资产7.80亿元，较上年末增长16.86%，主要系计提资产减值准备（占41.62%）、预提费用（占20.06%）和预计负债（占16.42%）形成。

截至2020年末，公司所有权和使用权受到

限制的资产合计10.12亿元，占资产总额的2.27%。

表12　截至2020年末受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占总资产比例	受限原因
货币资金	3.41	0.76	保证金等
应收票据	0.14	0.03	质押
固定资产	1.17	0.26	融资抵押
无形资产	1.46	0.33	融资抵押
长期应收款	3.94	0.88	融资租赁债权保理
合计	**10.12**	**2.27**	--

资料来源：公司审计报告

截至2021年3月末，公司资产总额469.14亿元，较上年末增长5.19%。其中，流动资产占71.26%，非流动资产占28.74%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3．资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司推进混合所有制改革，引入战略投资者，截至2020年末，少数股东权益大幅增加，公司权益规模有所增长；少数股东权益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至2020年末，公司所有者权益合计163.17亿元，较上年末增长33.78%，主要系2020年12月，柳工集团将其持有的柳工有限的股权转让给战略投资者，少数股东权益增加56.21%所致。归属于母公司所有者权益44.24亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占29.06%、26.51%、-1.08%和41.65%。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为27.11%，少数股东权益占比为72.89%，所有者权益结构稳定性较弱。

截至2021年3月末，公司所有者权益合计168.09亿元，较上年末增长3.02%。其中，归属于母公司所有者权益占比为26.99%，少数股东权益占比为73.01%。归属于母公司所有者权益45.36亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占28.34%、26.06%、-1.08%和42.88%。所有者权益结构较上年末变化不大，权益结构稳定性较弱。

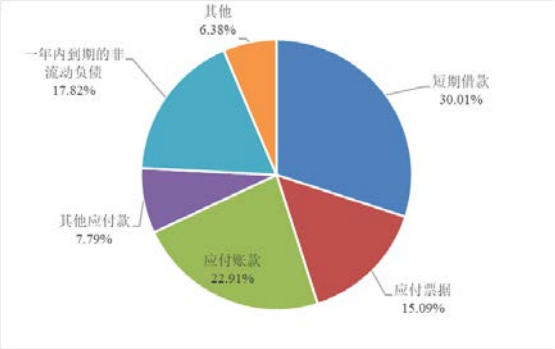
（2）负债

跟踪期内，负债总额和全部债务规模继续增长，公司债务负担较重，存在较大短期集中偿付压力。

截至2020年末，公司负债总额282.82亿元，较上年末增长11.52%。其中，流动负债占84.30%，非流动负债占15.70%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2020年末，公司流动负债238.42亿元，较上年末增长39.50%。公司流动负债主要由短期借款（占30.01%）、应付票据（占15.09%）、应付账款（占22.91%）、其他应付款（占7.79%）和一年内到期的非流动负债（占17.82%）构成。

图2　截至2020年末公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2020年末，公司短期借款71.56亿元，较上年末增长27.73%，主要系柳工股份融资租赁销售占比提高，融资租赁、售后回租业务增加资金需求，中恒租赁短期借款增加所致。短期借款主要由保证借款（占62.66%）、信用借款（22.05%）和未到期票据贴现（9.37%）构成。

截至2020年末，公司应付票据35.97亿元，较上年末增长67.04%，主要系柳工股份业务规模增长，购买原材料时相应增加票据支付结算量所致。公司应付票据主要由银行承兑汇票（占99.69%）构成。

截至2020年末，公司应付账款54.62亿元，较上年末增长25.38%，主要系柳工股份业务规模增长较快，采购量增加所致。从账龄看，公司应付账款账龄以1年以内（含1年）为主（占98.18%）。

截至2020年末，公司其他应付款18.58亿元，

较上年末下降4.79%。其他应付款主要由预提费用（占63.89%）、押金保证金（占8.26%）、代收代付款项（占6.74%）、往来款（占7.10%）及其他（占11.60%）构成。其中预提费用主要为预提的销售折扣及折让、运费、质量索赔等，及其他按权责发生应预提计入当期的费用。

截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债42.48亿元，较上年末增长92.79%，主要系“18柳工01”和“18柳工MTN001”即将行权或到期转入所致。一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（19.82亿元）和一年内到期的应付债券（20.62亿元）构成。

截至2020年末，公司非流动负债44.39亿元，较上年末下降46.31%，主要系部分长期负债即将到期转入流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占30.31%）、应付债券（占13.52%）、长期应付款（占19.74%）、预计负债（占18.37%）和递延收益（占12.21%）构成。

截至2020年末，公司长期借款13.45亿元，较上年末下降72.40%，主要系部分长期借款即将到期转入流动负债所致。长期借款由信用借款（占69.04%）和保证借款（占26.50%）构成。从期限分布看，2022年公司到期的长期借款为1.84亿元，2023年及以后到期的为11.61亿元。

截至2020年末，公司应付债券6.00亿元，较上年末下降67.55%，主要系“18柳工01”和“18柳工MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致；构成为“20柳工MTN001”和中恒租赁发行的资产证券化产品。从期限分布看，公司存续债券主要将于2021年到期，面临很大集中偿付压力。

截至2020年末，公司长期应付款8.76亿元，较上年末增长1632.54%，主要系融资租赁、售后回租业务增加导致保证金及抵押融资款增加所致。

截至2020年末，公司预计负债8.16亿元，较上年末增长21.79%，主要系产品质量保证金增加所致。公司预计负债主要为产品质量保证金（占90.55%）。

截至2020年末，公司递延收益5.42亿元，较上年末下降5.04%。递延收益主要为技改建设（占37.77%）、技术研发（占17.71%）和经营性补助（占37.08%）。

截至 2020 年末，公司全部债务 179.15 亿元，较上年末增长 7.06%。其中，短期债务占 85.84%，长期债务占 14.16%，以短期债务为主。短期债务 153.78 亿元，较上年末增长 54.41%；长期债务 25.37 亿元，较上年末下降 62.55%，主要系部分长期债务即将到期所致。截至 2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.41%、52.34%和 13.46%，较上年末分别下降 4.11 个百分点、5.51 个百分点和 22.25 个百分点。债务期限结构方面，公司全部债务将于 2021 到期的占 85.94%，将于 2022 年到期的占 2.41%，将于 2023 年及以后到期的占 11.76%。公司债务负担较重，短期集中偿付压力很大。

表 13　截至 2020 年末公司全部债务期限分布

（单位：亿元、%）

项目	2021 年到期	2022 年到期	2023 年以后到期	小计
短期借款	71.56	0.00	0.00	71.56
应付票据	35.97	0.00	0.00	35.97
一年内到期的非流动负债	42.48	0.00	0.00	42.48
其他流动负债（刚性债务）	3.77	0.00	0.00	3.77
短期债务	**153.78**	**0.00**	**0.00**	**153.78**
长期借款	0.00	1.84	11.61	13.45
应付债券	0.00	2.47	3.53	6.00
长期应付款（刚性债务）	0.00	0.00	5.92	5.92
长期债务	**0.00**	**4.31**	**21.06**	**25.37**
全部债务	**153.78**	**4.31**	**21.06**	**179.15**
占比	85.84	2.41	11.76	100.00

注：应付债券到期日按可提前兑付、可提前回售日期统计

截至2021年3月末，公司负债总额301.05亿元，较上年末增长6.45%。其中，流动负债占82.91%，非流动负债占17.09%。公司以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。公司全部债务185.97亿元，较上年末增长3.81%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.17%、52.53%和15.35%，较上年末分别提高0.76个百分点、0.19个百分点和1.89个百分点。

4．盈利能力

2020 年，受工程机械产品产销量增加影响，公司收入和利润保持增长，期间费用控制能力有待提升，利润对投资收益和其他收益依赖度较大。公司整体盈利能力尚可。

2020 年，公司实现营业收入 262.68 亿元，同比增长 16.57%；营业成本 206.86 亿元，同比增长 20.53%。2020 年，公司营业利润 16.36 亿元，同比增长 18.00%；利润总额 16.86 亿元，同比增长 19.84%。同期，营业利润率为 20.60%，同比下降 2.55 个百分点，同比有所下降。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 40.16 亿元，同比增长 0.63%，变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 47.75%、23.80%、16.34%和 12.11%。其中，销售费用为 19.18 亿元，同比减少 14.11%，主要系会计政策调整，运费调整至成本所致；管理费用为 9.56 亿元，同比增长 8.83%；研发费用为 6.56 亿元，同比增长 12.58%；财务费用为 4.87 亿元，同比增长 63.68%，主要系汇兑损失及债务增加所致。2020 年，公司期间费用率为 15.29%，同比下降 2.42 个百分点，期间费用对利润形成一定侵蚀，公司费用控制能力有待提高。

2020 年，公司实现投资收益 2.56 亿元，同比增长 49.71%，主要系合营企业康明斯动力利润增长，权益法核算的长期股权投资收益大幅增加所致；投资收益占营业利润比重为 15.67%，对营业利润影响较大。

2020 年，公司实现其他收益 3.67 亿元，同比增长 85.55%，主要系技术研发和经营性补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 22.43%，对营业利润影响较大。同期，公司实现营业外收入 0.67 亿元，同比增长 75.54%；营业外收入占利润总额比重为 3.98%，对利润影响不大。

2020 年，公司信用减值损失 2.72 亿元，主要为应收款坏账损失 0.95 亿元和长期应收款坏账损失 1.68 亿元，同比增长 140.28%。

2020 年，公司实现利润总额为 16.86 亿元，同比增长 19.84%。同期，净利润为 13.62 亿元，同比增长 20.60%；其中归属于母公司的净利润为 1.62 亿元（占 11.92%），归属于少数股东损益为 11.99 亿元。

盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.25%、8.35%，同比分别提高 0.02 个百分点、下降 0.91 个百分点。公司各盈利指标同比变化不大。与同行业企业相比，公司盈利指标处于较低水平。

表 14　同行业 2020 年盈利指标情况（单位：%）

公司名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
广西柳工集团有限公司	**3.60**	**4.83**	**21.25**
徐工集团工程机械有限公司	10.34	4.41	23.27
中联重科股份有限公司	17.01	9.03	28.59
三一重工股份有限公司	30.56	17.02	29.82

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020 年一季度疫情影响公司业绩，2021 年一季度，公司收入及利润同比大幅回升。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 88.63 亿元，同比增长 71.21%；实现营业利润 5.94 亿元，同比增长 188.84%；实现利润总额 5.99 亿元，同比增长 181.46%。

5．现金流分析

2020 年，公司经营活动现金流入额小幅减少，收入实现质量仍较高，投资活动现金同比由净流出转为净流入，筹资性现金流净流入额大幅增加。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 344.40 亿元，同比增长 15.34%，主要系收入增加，同时公司加大应收账款回收力度所致；经营活动现金流出 325.74 亿元，同比增长 16.82%。综上 2020 年，公司经营活动现金净流入 18.66 亿元，同比下降 5.48%。2020 年，公司现金收入比为 128.46%，同比提高 0.33 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 26.58 亿元，同比增长 170.09%，主要系公司混改，战略投资者向柳工有限注资、并收购部分柳工有限股权所致；投资活动现金流出

17.92 亿元，同比增长 20.55%。综上，2020 年，公司投资活动现金净流入 8.66 亿元，同比由净流出转为净流入。

2020 年，公司筹资活动前现金流净额为 27.32 亿元，同比大幅增加 85.64%，公司融资需求一般。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 102.30 亿元，同比增长 82.97%；筹资活动现金流出 93.96 亿元，同比增长 78.36%。综上，2020 年，公司筹资活动现金净流入 8.34 亿元，同比增长 158.21%，主要系中恒租赁发行资产支持证券及“20 柳工 MTN001”所致。

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金净额为 1.99 亿元，投资活动产生的现金净额为 0.57 亿元，筹资活动产生的现金净额为-7.82 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现均一般；考虑到公司融资渠道通畅，作为广西国资委下属企业，近年来获得股东支持力度大，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 150.70%和 111.46%分别下降至 133.53%和 99.50%，流动资产对流动负债的保障程度良好。截至 2020 年末，公司经营现金流动负债比率为 7.83%，同比下降 3.73 个百分点。截至 2020 年末，公司现金短期债务比由上年末的 0.75 倍下降至 0.73 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 26.03 亿元，同比增长 18.67%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 15.11%）、计入财务费用的利息支出（占 16.69%）、利润总额（占 64.78%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.73 倍提高至 5.99 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 7.63 倍下降至 6.88 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，公司（合并口径）共获得各家银行授信额度为 305.23 亿元，其中尚未使用部分为 200.48 亿元。此外，公司控股子公司柳工股份为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。总体看，公司融资渠道畅通。

7. 或有事项

公司销售业务模式存在风险敞口，存在一定或有负债风险。

（1）担保、回购义务

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额合计 2.27 亿元。被担保企业为武汉杨泗港大桥有限公司（以下简称“杨泗港大桥”），为子公司欧维姆的参股公司，公司按照股权比例 5%为其银团贷款提供保证担保，担保期限为 2015 年 12 月至 2023 年 12 月。杨泗港大桥成立于 2014 年，主营业务主要为路桥工程投资、城市建设管理、城镇化建设；截至 2020 年 3 月末，公司持有杨泗港大桥 5%股权。截至 2020 年末，杨泗港大桥总资产 814567 万元、净资产 282352 万元；2020 年，实现营业收入 32022 万元，利润总额 0 万元，经营活动产生的现金流净额 105380 万元。截至 2021 年 6 月末，杨泗港大桥处于正常经营状态，未发生需由公司代偿债务的情形。

柳工股份合作银行签订《金融服务合作协议》及相关从属协议，合作银行对柳工股份授予一定授信额度，专项用于柳工股份经销商开立银行承兑汇票，柳工股份经销商利用上述协议项下的银行承兑汇票购买公司的各类工程机械。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。截至 2020 年末，柳工股份及其子公司与银行、经销商合作开展的定向保兑仓业务（承兑）开出的未到期银行承兑汇票余额为 7.57 亿元，逾期率为 0，垫款余额为 0。

柳工股份与外部融资机构签订《租赁合作协议》及相关从属协议，外部融资机构与柳工股份的经销商、客户签订融资租赁合同用于购买

柳工股份各类工程机械。截至 2020 年末，该协议项下柳工股份为承租人应付的融资租赁款承诺权益购买义务的余额为 50.70 亿元，逾期金额为 1.52 亿元，逾期率为 3.00%，垫款余额为 1.51 元，垫款率为 2.98%；2020 年回购总额为 1.02 亿元。

柳工股份因开展经营负有回购、担保义务的以上两项业务余额合计为 58.27 亿元。

（2）未决诉讼

截至 2020 年末，公司重大诉讼涉案金额共计 6.39 亿元，为子公司中恒租赁与海南海控置业有限公司（海航集团有限公司下属多级子公司，以下简称“海控置业”）签订的 5 笔《融资租赁合同》，约定以售后回租的方式开展融资租赁业务，海控置业未能按期支付租金，公司在诉讼中作为原告起诉海控置业支付未付租金。截至 2020 年末，上述案件已达成调解，公司已于 2020 年 3 月收到调解书；2020 年 9 月，公司与海航股权管理有限公司签署债务加入协议，10 月债权债务加入协议签署完毕；2021 年 1 月 29 日海航方公告进入破产重整程序；2021 年 2 月 10 日法院裁定受理海航破产重整。

8．公司本部/母公司财务概况

公司本部无实际经营，承担融资及管理职能。截至 2020 年末，公司本部资产规模较小，资产流动性一般；债务负担重，短期负债增长较快，面临较大短债集中偿付压力；权益规模小且未分配利润持续为负。2020 年，公司继续推进混合所有制改革，受益于转让柳工有限股权，公司本部扭亏为盈，货币资金大幅增加，债务负担有所下降。未来，随着柳工股份反向收购柳工有限，柳工集团将直接控股柳工股份。

截至 2020 年末，公司本部资产总额 55.39 亿元，较上年末增长 16.61%。其中，流动资产 21.27 亿元（占 38.41%），非流动资产 34.11 亿元（占 61.59%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 67.66%）、交易性金融资产（占 21.61%）和其他应收款（占 10.16%）构成；非流动资产主要由长期应收款（占 13.21%）和长期股权投资（占 75.16%）构成。截至 2020 年末，公司本部货币资金为 14.40 亿元，同比大幅增长 68.29%。截至 2020 年末，公司本部其他应收款账面价值为 2.16 亿元，同比增长 57.17%；其他应收款主要为对下属子公司的往来款及转让股权余款，余额规模较大的为对上海鸿得利重工有限公司（以下简称“鸿得利重工”）的往来款余额为 2.06 亿元（全部计提坏账），对建机江苏往来款余额为 1.77 亿元（计提坏账 1.27 亿元）。

截至 2020 年末，公司本部所有者权益为 18.81 亿元，较上年末增长 108.94%，主要系主要系公司转让柳工有限部分股权确认股权转让收益，及收到无偿划拨的子公司鸿得利重工的股权，导致资本公积增加 1.80 亿所致。其中，实收资本为 12.85 亿元（占 68.35%）、资本公积合计 5.09 亿元（占 27.08%）、未分配利润合计 -0.20 亿元（占-1.07%）、盈余公积合计 1.09 亿元（占 5.81%）。公司本部所有者权益稳定性较强。

截至 2020 年末，母公司负债总额 36.58 亿元，较上年末下降 4.97%。其中，流动负债 20.27 亿元，同比大幅增长 112.92%（占比 55.41%），非流动负债 16.31 亿元（占 44.59%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 8.62%）和一年内到期的非流动负债（占 91.27%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 58.46%）、应付债券（占 21.64%）和长期应付款（占 15.97%）构成。截至 2020 年末，母公司资产负债率 66.04%，同比下降 15.00 个百分点，全部债务资本化比率 66.86%，同比下降 12.92 个百分点。公司现金短期债务比为 0.86 倍，同比有所下降，整体维持较高水平。

2020 年，母公司实现营业收入 0.29 亿元，同比增长 15.61%；母公司实现利润总额 9.01 亿元；母公司实现净利润 8.84 亿元，由上年的-0.56 亿元扭亏为盈。同期，母公司实现投资收益 10.75 亿元，同比增长 935.88%。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净流入 0.78 亿元。母公司投资活动现

金净流入 10.07 亿元，主要系柳工集团转让柳工有限 22.24%股权，取得交易对价 15.50 亿元所致。母公司筹资活动现金净流出 5.00 亿元。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余应到期债券的覆盖程度很高，经营活动现金流以及盈利对本期债券的覆盖程度较高。

截至 2021 年 3 月末，公司存续期内债券合计 13.00 亿元，2021 年度剩余应到期债券金额 10.00 亿元，达到存续债券待偿本金峰值。

从资产情况来看，截至 2021 年 3 月末，公司现金类资产为 106.89 亿元，为本年度剩余应到期债券金额（10.00 亿元）的 10.69 倍，公司现金类资产对本年度剩余应到期债券的覆盖程度很高。

2020 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 344.40 亿元、18.66 亿元和 26.03 亿元，分别为公司存续债券余额（13.00 亿元）的 26.49 倍、1.44 倍和 2.00 倍。公司经营活动现金流以及盈利对本期债券的覆盖程度较高。

表 15 公司本部存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额（2021 年）	10.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额（2021 年）	10.69
存续债券余额	13.00
经营活动现金流入量/存续债券余额	26.49
经营活动现金流净额/存续债券余额	1.44
EBITDA/存续债券余额	2.00

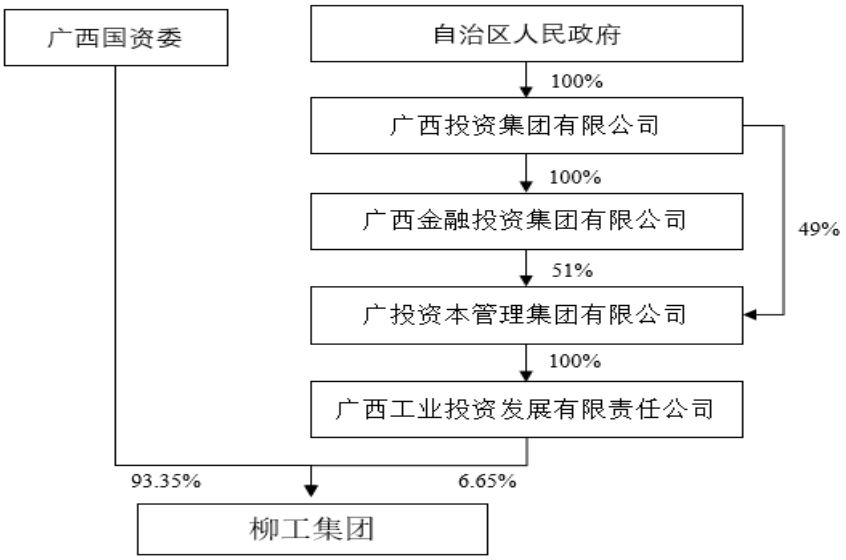
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月末）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 均采用 2020 年度数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告、最新财务报表及公开资料整理

十二、 结论

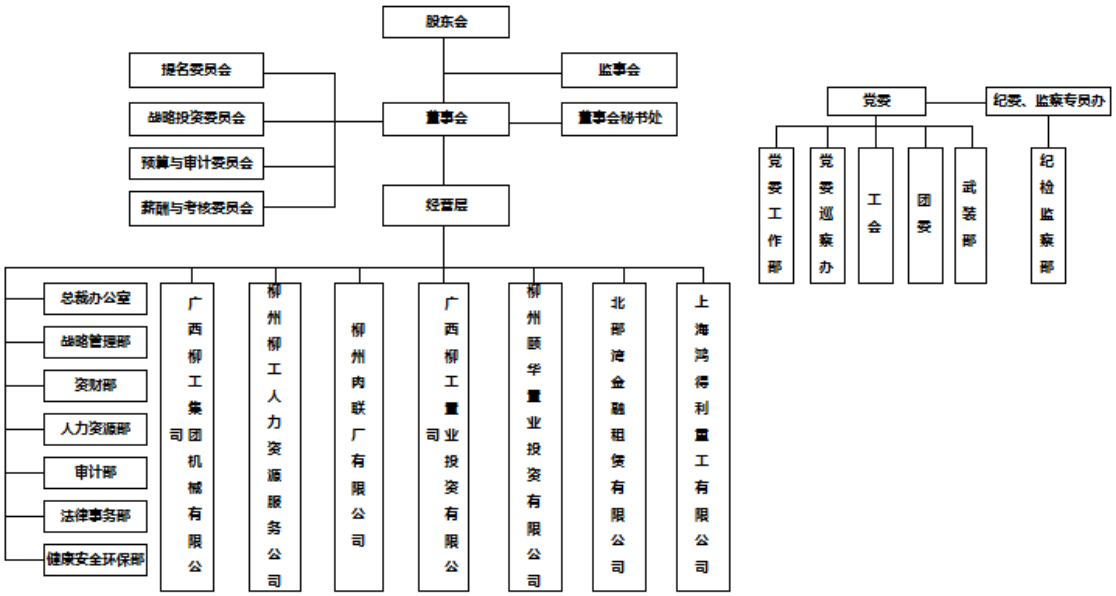
联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA$^+$，维持“18柳工MTN001”和“20柳工MTN001”的信用等级为AA$^+$，评级展望为“稳定”。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末广西柳工集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末广西柳工集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年末广西柳工集团有限公司一级子公司情况

序号	企业名称	主要经营地	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	投资额（万元）	取得方式
1	广西柳工机械集团有限公司	广西柳州	工程机械行业	117276.09	51.00	142868.20	投资设立
2	柳州市肉类联合加工厂	广西柳州	肉制品加工	12766.82	100.00	12766.82	其他
3	广西柳工置业投资有限公司	广西柳州	房地产行业	9101.55	100.00	7370.40	投资设立
4	柳州颐华置业投资有限公司	广西柳州	房地产行业	800.00	100.00	800.00	投资设立
5	柳州柳工人力资源服务公司	广西柳州	劳务派遣服务	630.00	100.00	630.00	其他
6	上海鸿得利重工有限公司	上海	租赁	10000.00	100.00	18862.00	非同一控制下合并

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	58.52	74.31	112.54	106.89
资产总额（亿元）	333.53	375.56	445.98	469.14
所有者权益（亿元）	111.84	121.97	163.17	168.09
短期债务（亿元）	83.03	99.59	153.78	155.50
长期债务（亿元）	57.20	67.75	25.37	30.47
全部债务（亿元）	140.22	167.34	179.15	185.97
营业收入（亿元）	218.15	225.33	262.68	88.63
利润总额（亿元）	12.31	14.07	16.86	5.99
EBITDA（亿元）	20.29	21.93	26.03	--
经营性净现金流（亿元）	6.47	19.74	18.66	1.99
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.19	3.89	4.20	--
存货周转次数（次）	2.97	2.67	2.79	--
总资产周转次数（次）	0.69	0.64	0.64	--
现金收入比（%）	105.00	128.13	128.46	100.93
营业利润率（%）	21.90	23.15	20.60	16.88
总资本收益率（%）	5.29	5.23	5.25	--
净资产收益率（%）	8.25	9.26	8.35	--
长期债务资本化比率（%）	33.84	35.71	13.46	15.35
全部债务资本化比率（%）	55.63	57.84	52.34	52.53
资产负债率（%）	66.47	67.52	63.41	64.17
流动比率（%）	146.71	150.70	133.53	133.94
速动比率（%）	106.11	111.46	99.50	101.69
经营现金流动负债比（%）	4.28	11.55	7.83	--
现金短期债务比（倍）	0.70	0.75	0.73	0.69
EBITDA 利息倍数（倍）	4.93	5.73	5.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.91	7.63	6.88	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2021 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 其他流动负债中的计息项已计入短期债务，长期应付款中的计息项已计入长期债务，2021 年一季度计息调整项数据使用 2020 年末数据；5. 本报告 2018－2020 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	5.42	8.65	19.10	10.92
资产总额（亿元）	38.55	47.50	55.39	47.35
所有者权益（亿元）	7.71	9.00	18.81	19.99
短期债务（亿元）	5.00	7.02	22.27	13.77
长期债务（亿元）	24.00	28.50	15.67	15.04
全部债务（亿元）	29.00	35.52	37.94	28.81
营业收入（亿元）	0.41	0.25	0.29	0.06
利润总额（亿元）	-1.30	-0.56	9.01	1.18
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.16	-0.77	0.78	0.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.70	4.34	2.92	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	25.40	54.52	54.81	68.24
总资本收益率（%）	-2.32	-2.74	15.57	--
净资产收益率（%）	-11.02	-13.56	46.98	--
长期债务资本化比率（%）	75.68	76.00	45.45	42.92
全部债务资本化比率（%）	78.99	79.78	66.86	59.03
资产负债率（%）	79.99	81.05	66.04	57.78
流动比率（%）	97.34	106.15	104.95	125.03
速动比率（%）	97.34	106.15	104.95	125.03
经营现金流动负债比（%）	2.42	-8.12	3.85	--
现金短期债务比（倍）	1.08	1.23	0.86	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。