信用等级公告

联合〔2019〕2090号

联合资信评估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”债券信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十二日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广西柳工集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 柳工 MTN001	10 亿元	2021-12-18	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 22 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	59.75	57.89	58.53	57.17
资产总额(亿元)	285.75	299.27	333.53	348.10
所有者权益(亿元)	100.91	104.34	111.84	112.76
短期债务(亿元)	94.78	106.61	83.03	81.48
长期债务(亿元)	31.33	12.45	57.19	66.16
全部债务(亿元)	126.12	119.06	140.21	147.64
营业收入(亿元)	104.36	154.75	218.15	55.14
利润总额(亿元)	0.05	3.87	12.31	3.71
EBITDA(亿元)	7.91	11.00	20.29	--
经营性净现金流(亿元)	16.98	9.40	6.47	3.67
营业利润率(%)	23.88	22.12	21.90	22.44
净资产收益率(%)	-1.32	2.47	8.25	--
资产负债率(%)	64.68	65.14	66.47	67.61
全部债务资本化比率(%)	55.55	53.30	55.63	56.70
流动比率(%)	122.13	111.99	146.71	151.28
经营现金流动负债比率(%)	11.64	5.47	4.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.95	10.83	6.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.75	2.94	4.93	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；
2.长期应付款中的有息部分已计入长期债务和全部债务

分析师：魏铭江　虢 丰
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

评级观点

广西柳工集团有限公司（以下简称“柳工集团”或“公司”）作为广西自治区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，跟踪期内，在市场地位、生产规模、研发实力等方面保持综合优势，并积极培育部分核心零部件的自主研发能力，随着工程机械行业景气度回升，公司经营情况有所好转。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到宏观经济形势变化、行业竞争激烈，公司债务负担持续加重，存货、应收款项占比较大，以及经营现金流波动较大等因素对公司信用基本面可能带来一定的不利影响。未来，随着国企改革进一步深化、“一带一路”和中国制造 2025 等国家战略的实施，公司竞争力有望稳步增强。

公司现金类资产对存续债券保障能力强，经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力很强。综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“18 柳工 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为广西自治区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，经营历史悠久，品牌知名度高，研发能力较强，规模优势明显。公司主导产品具有较强的竞争优势，2018 年公司核心产品装载机市场份额达到 18.20%，行业排第 3 名，继续保持市场领先地位。
2. 跟踪期内，随着工程机械行业持续回暖，公司工程机械制造业务收入快速增长，公司经营效益获得明显提升。
3. 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。公司全国范围拥有31家办事处，1000多个服务网点；海外拥有2650多个服务网点，10个营销型

子公司，3家制造基地和4家研发机构，产品遍布140个国家。

4. 公司现金类资产对存续债券保障能力强，经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力很强。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务规模上升快，债务负担加重。
2. 公司主要产品的原材料价格上升较快，公司的成本管理压力有所增加。
3. 跟踪期内，公司存货、应收账款、应收融资租赁款占比较大，存在去库存和回款压力。
4. 跟踪期内，公司的货币资金和利润总额主要源于上市公司柳工股份，公司对其持股比例不高（持股 34.71%），少数股东权益规模大。
5. 公司存在一定规模的回购担保，截至 2018 年底，公司为承租人应付的融资租赁款承诺权益购买义务的余额为 22.68 亿元，对各经销商按协议开出的未到期银行承兑汇票承担担保的余额为 5.05 亿元，在行业景气度低迷情况下存在回购风险；公司涉及诉讼较多，截至 2019 年 3 月底，公司重大未决诉讼案件为 6 件，案件标的金额合计为 4.02 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。

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。

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。

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，按照联合资信评估有限公司关于广西柳工集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

广西柳工集团有限公司（下称“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。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“广西自治区国资委”）持股比例为 92.13%，为实际控制人。2018 年 9 月 28 日，经第一届股东会第二次决议，公司股东会同意广西投资引导基金有限责任公司将其持有的公司 85446335.53 股（计 7.87%股权）无偿划转给广西工业投资发展有限责任公司，相关股东变更以及工商信息变更已于 2018 年 12 月完成。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.85 亿元 ；广西自治区国资委是公司实际控制人。

公司经营范围：投资与资产管理（政府授权范围内）、工程机械、道路机械、建筑机械等销售、相关技术的开发、咨询服务和租赁业务；工程机械配套及制造。

截至 2019 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、审计风控部、法律事务部、健康安全环保部、技术中心、社会工作部 9 个职能部门（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 34.71%）在内的 13 家控股子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额为 333.53 亿元，所有者权益合计 111.84 亿元（含少数股东权益 71.04 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 218.15 亿元，利润总额 12.31 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 348.10 亿元，所有者权益 112.76 亿元（含少数股东权益 72.05 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 55.14 亿元，利润总额 3.71 亿元。

公司注册地址：柳州市柳太路 1 号；法定代表人：曾光安。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券概况如表 1 所示，募集资金已按计划用途使用完毕。

表1 截至本报告出具日公司存续债券情况

（单位：亿元）

债项简称	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

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部

分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类

消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以

及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

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. 工程机械行业概况

近十年，中国工程机械行业经历了高速发展期、低谷期、复苏期三个阶段。2008-2011年为高速发展期：中国政府推出了“四万亿”投资决策，进一步扩大内需，“铁公基”、房地产投资成为拉动工程机械行业的重要增量。在此期间，中国工程机械各产品销量增速保持在20%-35%之间。2012-2016上半年，中国宏观经济进入结构性调整时期，市场需求的下降叠加了前期市场被过度的渗透，工程机械行业随之进入低迷期，尤其在2015年，挖掘机销量为60514台，同比下降41.40%，仅为2011年销量高峰期的31.21%。2016下半年至2017年，中国工程机械筑底回暖，产能利用率逐步提升，产品销量同比大幅提升。主要原因系下游基建回暖，工程机械设备进入淘汰周期，大量工程机械设备面临报废和更新换代的需求增加，以及“一带一路”政策拓宽海外工程投资等因素综合作用所致。2018年以来，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，对工程机械产品需求提供有力支撑。

2. 工程机械下游

工程机械行业下游涉及房地产、基础设施建设、电力行业、煤炭、铁矿石、水泥等众多领域，其中最主要的两个下游应用行业是房地产和基础设施建设。

房地产方面，2017 年，全国房地产开发投资 109799 亿元，比上年名义增长 7.0%，其中，住宅投资 75148 亿元，增长 9.4%，增速回落 0.3 个百分点。2018 年以来，房地产调控力度持续加大、调控范围继续扩张，旨在全面强化住宅的“居住属性”，抑制房地产过度投资。2018 年 1-9 月份，全国房地产开发投资 88665 亿元，同比名义增长 9.9%，增速环比回落 0.2 个百分点。与中国房地产开发投资及房屋新开工面积相比，房地产开发建筑工程投资、安装工程投资存在一定滞后性。房地产投资的增加带动了 2016 年尤其是三季度工程机械行业的回暖，并使这轮复苏持续到 2017 年。但是，随着房地产政策环境的趋紧，房地产投资快速增加的情况预计难以持续，其对工程机械需求的拉动效应将逐渐趋缓。2018 年 1-9 月，房地产开发建筑工程投资、安装工程投资额分别为 49680.11 亿元、6642.76 亿元，同比下降 3.4%、8.0%。

基础设施方面，2018 年，从年初政府工作报告和各省市投资计划看，强调发挥投资对优化供给结构的关键性作用，重点在于水利环保、农村扶贫等项目，基建投资增速整体放缓趋势明显；同时 PPP 项目退库清理一定程度上限了投资规模的无需扩张。2018 年 1-9 月，全国基础设施投资（不含电力）同比增速 3.3%，较去年同期下降 16.5 个百分点，增速明显放缓，主要是由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，一定程度上抑制了道路运输业、铁路运输业和水利管理业投资。2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议定调加大基础设施补短板力度，预期下半年基建项目审批以及基建资金落实速度将加快，7 月 23 日国常会也提出要加快 1.35 万亿的地方政府专项债权发行和使用进度，四季度有望扭转上半年基建投资增速大幅下滑的趋势。

更新需求方面， 2008 年以来，随着国内经济水平发展，基础建设投资、房地产建设投资力度增加，带动工程机械产品需求持续增长，挖掘机保有量在 2008-2011 年呈快速增长趋势；2012-2015 年市场需求的下降叠加了前期市场被过度的渗透，工程机械行业随之进入低迷期，

新机销量回落，挖掘机保有量增速下降；2016年，虽然工程机械行业筑底回暖，产品销量大幅增长，但挖掘机保有量增速涨幅较小。截至2017年底，挖掘机械八年保有量约118.3万台，近几年保有量增速基本在0%附近震荡，显示出市场对产品更新需求较大。未来中国工程机械市场逐步将由增量扩张迈向存量更新市场，更新需求将成为市场需求的主导。另外，国家环保政策的趋严会加速产品的更新换代和二手机的退出。目前国一、二、三阶段排放标准保有量占比分别为18.4%、62.7%、18.9%，还有80%左右的一、二阶段排放标准挖机在被使用，存在大量的更新需求。国四标准也有望在2020-2021年正式实施，环保政策的趋严将加快落后产能的淘汰与更新换代，整个挖机更新的规模可能远超市场预期，有利于对行业景气周期形成支撑。

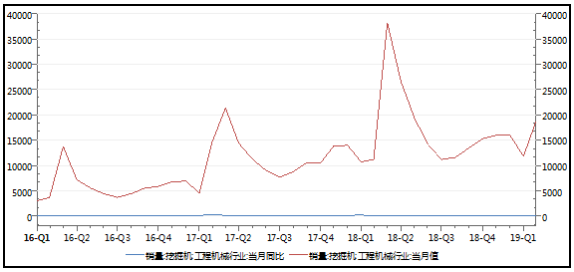
出口方面，由于中国工程机械主要出口目标国经济形势稳定向好，国际市场总体需求增长明显。主要大类产品中，2017年，按出口数量统计：挖掘机、装载机、汽车起重机、推土机和压路机出口数量同比均有不同程度增长，其中挖掘机同比增长37.89%，装载机同比增长44.09%，起重机同比增长17.56%，推土机同比增长70.37%，压路机同比增长29.63%。2017年，按出口金额统计，各主要产品出口金额变动趋势与出口数量变化基本吻合，均呈增长趋势，其中挖掘机同比增长30.67%，装载机同比增长57.48%，汽车起重机同比增长1.81%，推土机同比增长60.01%，压路机同比增长30.16%。随着“一带一路”战略持续推进，2018年上半年工程机械产品出口延续增长态势，其中，以挖掘机、装载机为例，1-6月挖机出口销量8895台，同比涨幅110.5%；装载机累计出口销量突破万台，同比增长30.6%。

3. 工程机械主要产品

（1）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，而市场容度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1　2016年以来挖掘机销量情况（单位：台、%）



资料来源：WIND

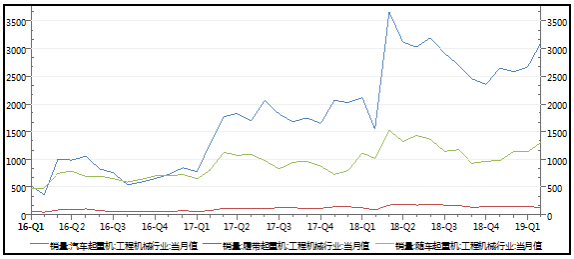
进入2018年以来，挖掘机销量延续了2017年的增长态势，增长稳定性较强。据中国工程机械工业协会统计数据显示，2018年挖掘机累计销量为203420台，同比增长44.99%，产品销售强势增长。按销售数量计算，2018年四个季度同比涨幅分别为48.42%、73.58%、34.44%和22.96%。从吨位来看，2018年大挖（≥30t）、中挖（13t＜a＜30t）、小挖（≤13t）分别同比增长52.64%、48.56%、40.59%。从销量来看，2018年全年大挖占14.79%，中挖占34.77%，小挖占50.44%。结合市场来看，在2017年市场基数提高的背景下，国内市场持续大幅增长，可以反映出2018年国内基础设施建设持续上升、设备更新需求增长、人工替代效应、环保驱动等需求增长。出口方面，根据中国工程机械工业协会出口数据，2018年纳入统计的25家主机制造企业出口销售挖掘机各种类型机械产品共计19100台，同比增长97.50%，出口销量占销售比为9.39%（2017年为6.90%，2016年为10.40%）。

（2）起重机

起重机是指在一定范围内垂直提升和水平搬运重物的多动作起重机械，又称吊车。起重机械主要包括汽车起重机、履带起重机、随车起重机。

图2　2016年以来汽车起重机、履带起重机和随车起重机销量情况

（单位：台）



资料来源：WIND

2016年以来，汽车起重机销量处于波动增长阶段，随车起重机销量处于波动调整阶段，履带起重机销量处于平稳阶段。据工程机械工业协会数据统计，2018年中国起重机总销量为48230台，比2017年增加26485台，同比增长121.80%。随着基础设施建设回暖叠加更新需求，中国起重机行业呈现出快速增长趋势。与此同时，在销量上占有很大优势的随车起重机在2018年也出现了显著增长，与2017年的10867台的巅峰水平相比，增加3217台，同比增长29.60%。

（3）装载机

装载机是一种广泛用于公路、铁路、建筑、水电、港口、矿山等建设工程的土石方施工机械，它主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。换装不同的辅助工作装置还可进行推土、起重和其他物料如木材的装卸作业。在道路、特别是在高等级公路施工中，装载机用于路基工程的填挖、沥青混合料和水泥混凝土料场的集料与装料等作业。此外还可进行推运土壤、刮平地面和牵引其他机械等作业。由于装载机具有作业速度快、效率高、机动性好、操作轻便等优点，因此它成为工程建设中土石方施工的主要机种之一。

2018年，国内装载机市场共计销售11.90万台，同比增长33.02%，出口2.30万台，同比增长25.87%。分机型看，2018全年装载机市场，3t及以上吨位级装载机合计销售10.80万台，占全年总销量90.76%，小于3t级装载机累计销售1.10万台，占全年总销量9.24%；整体趋势而言，随着全国固定资产投资增速的企稳回升，四季度基建投资的提速，促进了下游需求持续旺盛，基建+房地产投资回暖，极大拉动了装载机等工程机械设备的需求。出口产品仍然以3t及以上级装载机为主，2018年共出口2.18万台，合计占出口总量的93.20%。分区域来看，2018年山东地区销售装载机6351台，销量排名第一；河南、河北两省销量各为5000台。

近三年受基建投资增长、环保升级和设备更新换代等影响，工程机械行业景气度显著回升。但同时也关注到，工程机械行业具有较强的周期性，与中国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关，易受经济周期影响。未来1-2年，随着“一带一路”和“十三五”计划等国家战略的实施，基础设施投资将可能成为工程机械行业需求的重要支撑，中国工程机械行业有望稳定发展。

4. 区域经济环境

公司本部所在地位于广西壮族自治区。2018 年，广西自治区全区生产总值 20352.51 亿元，比上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值增长 5.6%，第二产业增加值增长 4.3%，第三产业增加值增长 9.4%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 14.8%、39.7%和 45.5%，对经济增长的贡献率分别为 13.1%、25.4%和 61.5%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值 41489 元，比上年增长 5.8%。全员劳动生产率为 71455 元/人，比上年提高 6.5%。

2018 年，广西自治区固定资产投资（不含农户）比上年增长 10.8%，其中，第一产业投资增长 18.6%；第二产业投资增长 13.0%，其中工业投资增长 12.2%；第三产业投资增长 9.9%。基础设施投资增长 9.8%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 26.5%。民间固定资产投资增长 12.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 49.0%。六大高耗能行业投资比上年下降 2.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 8.2%。

2018 年，广西自治区财政收入 2790.35 亿元，比上年增长 7.1%；一般公共预算收入 1681.48 亿元，增长 4.1%，其中，税收收入 1122.03 亿元，增长 6.1%，占一般公共预算收入的比重为 66.7%。一般公共预算支出 5310.89 亿元，比上年增长 8.2%，民生重点领域支出占一般公共预算支出的比重为 80.5%；规模以上服务业企业营业收入比上年增长 11.3%，营业利润增长 6.0%。随着财政支出规模的迅速扩大，财政支持经济社会各项事业发展的力度不断加大，经济支持力度和基础设施建设投入力度不断加大。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.85 亿元；广西自治区国资委是公司实际控制人，直接持有公司 92.13%股权。

2. 规模与竞争力

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“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。公司是2018年中国机械工业百强、2018年中国制造业企业500强、2018年中国装备制造业100强、2018年广西企业创新创业奖、广西优秀企业、广西十佳企业、广西制造业企业50强 ，在工程机械信息提供商英国KHL集团旗下《国际建设》杂志发布的2017年全球工程机械制造商50强排行榜(Yellow Table 2017)中位居第31位。公司下属核心企业柳工股份是工程机械行业和广西省第一家上市公司，具有明显的市场地位。

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。2018年，公司核心的装载机产品在国内的市场占有率达18.2%、挖掘机市场占有率为7.1%、压路机市场占有率为10.7%、平地机市场占有率为13.8%；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。

公司坚持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。目前已形成柳州本部、扬州、常州、镇江、蚌埠、无锡、波兰、印度和巴西等九大制造基地。

跟踪期内，除上述变动之外，公司在技术水平、人员素质等方面未发生重大变化。

七、管理分析

根据《广西壮族自治区人民政府关于黄建兵同志免职的通知》（桂政干〔2018〕115 号）公司原副总经理兼财务负责人黄建兵先生于 2018 年 9 月 29 日因个人原因离职。目前尚未新任命财务负责人。

跟踪期内，除上述人事变动之外，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和其他高管等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务主要包括工程机械制造、工程机械配件、房地产、预应力（OVM）产品等，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。公司收入和利润主要来自其下属上市子公司柳工股份，2018年，柳工股份营业收入占公司营业收入的82.90%。跟踪期内，随着固定资产投资的拉动以及市场保有量下降、使用寿命到期的工程机械设备的逐步淘汰，工程机械行业复苏回暖，公司收入实现快速增长，2018年为218.15亿元，同比增长40.97%，主要系工程机械制造板块收入增长拉动所致。

2018年，公司工程机械制造业务实现收入179.82亿元，同比增长51.08%，占营业收入

82.43%，是公司收入的主要来源；工程机械配件业务实现收入4.09亿元，同比下降11.47%，占营业收入比重低；OVM产品实现收入16.06亿元，同比增长12.07%，主要系随着国家对基建项目投入增加，订单数量增长所致，占营业收入7.36%；房地产业务实现收入6.30亿元，同比下降23.54%，主要系公司房地产板块在售项目已接近尾声且无新增项目所致，占营业收入2.89%；其他业务实现收入11.86亿元，同比增长38.88%，主要系租赁业务增长所致，该业务的增长与工程机械行业的增长基本保持一致，占营业收入5.44%。

毛利率方面，2018年，公司综合毛利率为22.70%，同比略有下降，主要系工程机械制造、工程机械配件及预应力产品板块毛利率下降所致。分产品板块来看，2018年工程机械制造和配件毛利率分别为22.59%和23.43%，同比均略有下降，公司虽然通过加强成本管理等方式节省成本，但原材料成本和人力成本上升仍对毛利率产生一定影响；房地产板块毛利率为33.85%，同比略有下降；OVM产品毛利率持续下滑，主要系行业竞争激烈及原材料成本上升所致，2018年毛利率为19.58%，同比减少2.28个百分点，；其他业务收入毛利率为22.33%，同比增加8.16个百分点，主要受租赁业务毛利率影响。

2019年1-3月，公司实现营业收入55.14亿元，较上年同期增长7.44%，主要系受工程机械行情回暖带动销售大幅上升所致；综合毛利率为23.03%，同比略有增长。

表 2　公司营业收入及毛利率情况 (单位：亿元、%)

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	收入	占比	毛利率
工程机械制造	74.97	71.84	24.81	119.02	76.91	23.43	179.82	82.43	22.59	48.36	87.71	23.01
工程机械配件	2.85	2.73	38.21	4.62	2.99	24.94	4.09	1.87	23.43	1.05	1.90	24.80
房地产	5.15	4.93	30.47	8.24	5.32	34.17	6.30	2.89	33.85	0.22	0.40	46.56
OVM 产品	15.18	14.54	26.81	14.33	9.26	21.86	16.06	7.36	19.58	2.41	4.37	23.85
其他业务	6.22	5.96	18.67	8.54	5.52	14.17	11.86	5.44	22.33	3.11	5.64	20.57
合计	**104.36**	**100.00**	**25.38**	**154.75**	**100.00**	**23.39**	**218.15**	**100.00**	**22.70**	**55.14**	**100.00**	**23.03**

资料来源：公司提供

注：其他业务主要包括材料销售、肉类加工、制药、租赁等规模较小的业务。

表 3　公司主要产品产销量

分行业/分产品	产量（台）				销量（台）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
装载机	10230	17045	21800	5539	10048	15663	21147	5169
挖掘机	3823	9027	15906	4838	3535	8162	14114	5232
路面机械（含压路机、平地机等）	1407	2387	2706	738	1361	2260	2603	624
叉车	7328	9884	11535	3640	7407	9821	11466	2523
起重机	273	729	1271	443	313	776	1958	532
其他	1025	1313	1642	445	1057	1351	1191	492
合计	**24086**	**40385**	**54860**	**15643**	**23721**	**38033**	**52479**	**14572**

资料来源：公司提供

从公司整机产销量情况来看，2018年，公司全年公司主要产品产销量分别为54860台和52479台，较2017年分别增长35.84%和37.98%；从产品产销率来看，2018年公司各主要产品产

销率均在90%以上，总体产销率为95.66%。

2019年1-3月，公司各主要产品总产量15643台、销售量达14572台，分别较去年同期增长21.19%和7.92%，整机总体产品产销率为93.15%，产销率处于较好水平。

跟踪期内，随着工程机械行业景气度持续回升，公司主要产品产销量大幅增长，收入大幅提升，毛利率略有下滑。

2. 工程机械板块（制造+配件）

（1）生产布局

公司通过兼并重组和对外投资建厂实现了立足于柳州本部、布局东北部、发展海外的生产格局，目前共有9大制造基地，分别为柳州本部、扬州、常州、镇江、蚌埠、无锡、波兰、印度和巴西等地。

表4 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、
镇江	小型装载机、滑移装载机、挖掘装载机
无锡	压路机、摊铺机、铣刨机
蚌埠	起重机
扬州	混凝土机械
常州	挖掘机
印度	装载机、平地机
波兰	装载机、挖掘机
巴西	装载机

资料来源：公司提供

（2）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，市场占有率处于前列。截至目前，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1吨-12吨等各种规格的装载机，目前主要产品为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。

2018年，公司装载机市场占有率为18.20%，行业排名第3。公司2018年生产装载机21800台，销售21147台，较2017年分别增长27.90%和35.01%，产销率为97.00%，同比增加5.11个百分点；2019年1-3月，公司生产装载机5539台，销售5169台，分别较上年同期上升0.53%和下降2.43%，产销率为93.32%，同比减少2.83个百分点。

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。公司挖掘机主要市场集中在广西、江西、山东等地。公司的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。2018年公司生产挖掘机15906台，销售14114台，分别较2017年增长76.20%和72.92%，因订单增长，公司加大生产量，产销率从2017年的90.42%下降至88.73%。2019年1-3月，公司生产挖掘机4838台，销售5232台，分别较上年同期上升30.16%和27.33%，产销率为108.14%，同比减少2.40个百分点。

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。截至2018年底，公司挖掘机市场占有率为7.10%，市场排第5位，与外资、合资企业相比仍存在一定差距。

路面机械

公司目前路面机械主导产品为压路机，主要客户为路桥公司以及省、地市公路局等。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，研制开发了机械式振动压路机、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相比尚有一定差距，公司压路机技术领先于国内其他竞争对手。截至2018年底，公司压路机市场占有率为10.70%，行业排名第2位；公司平地机市场占有率13.80%，行业排名第2。2018年公司生产路面机械2706台，销售2603台，分别较上年增长13.36%和15.18%，产销率为96.19%，同比增加1.51个百分点；2019年1-3月，公司生产路面机械738台，销售624台，分别较

上年同期下降5.14%和22.87%，产销率为84.55%，同比减少19.43个百分点。

跟踪期内，随着工程机械行业回暖，公司为满足市场需求，加大产品供应速度，主要产品产销量均实现大幅提升，产销率亦保持较好水平。

（3）原材料采购

主要原材料

公司主要采购原材料为柴油机、铸锻件、轮胎、液压件、结构件以及钢材；采购模式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。

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，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）。

2018年，公司工程机械制造业务原材料前五大供应商采购额占总采购额的10.69%，集中度低。

（4）产品销售

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。同时，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。

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、东北六大区域共31个办事处、分公司，共有100多家特约维修中心、1000多个服务网点。公司产品主要销往浙江、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。

海外销售方面，公司在海外设立了印度、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10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多家经销商的2650多个网点为海外客户提供销售和服务支持。

表5　公司近三年一期销售区域分布情况（单位:亿元）

销售区域	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
国内销售	82.27	126.68	180.65	48.09
国外销售	22.08	28.07	37.50	7.05
合计	**104.35**	**154.75**	**218.15**	**55.14**

资料来源：公司提供

2018年，公司工程机械制造业务销售前五大客户销售金额占营业收入的11.54%，集中度低。

销售模式

目前公司产品的销售方式由融资租赁、定向保兑仓方式、全额及分期付款方式，目前主要以融资租赁和全额及分期付款方式为主。

①融资租赁模式：公司主营产品国内销售均采用经销商代理销售模式，公司产品不直接对外销售。为扩大销售量，经销商、终端客户和公司全资子公司中恒国际租赁有限公司[1]（以下简称“中恒租赁”）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。

如果以融资租赁方式售出的工程机械是经销商以铺货的方式取得的，经销商需在租赁公司放款后的6日内将工程机械货款支付给公司，此外，即使在工程机械售出后租赁公司未能在35日内放款的，经销商也需要在35日内将货款支付给公司。开展融资租赁模式销售的工程机

[1] 公司直接（持有69.76%）和间接（持有30.24%）持有中恒租赁100%股权。

械数量约占公司工程机械销售量的三分之一左右。

截至2018年底，公司融资租赁模式的销售金额约为84.92亿元，占2018年度营销收入的比例为46.96%，比重同比增加10.25个百分点。该协议项下公司为承租人应付的融资租赁款承诺权益购买义务的本金余额为22.68亿元，逾期金额为0.99亿元，逾期率为4.35%，垫款余额为11322.44万元，垫款率为4.99%，回购总额为2816.52万元。融资租赁业务的情况详见其他业务板块下融资租赁业务板块部分。

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，向公司开具差额银行承兑汇票，用于购买公司产品的行为，此业务模式下，该模式项下所开具的承兑汇票指定公司为收款方，公司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。

截至2018年底，公司定向保兑仓模式的销售金额约为12.66亿元，占2018年度营销收入的比例为7.00%，比重同比增加1.12个百分点。截至2018年底，公司对各经销商按协议开出的未到期银行承兑汇票承担担保的余额为5.05亿元。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，由公司按照协议规定承担相应的回购责任，该业务项下无逾期情况，报告期内未发生回购事项。

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公司。开展全款提货模式销售的工程机械数量占公司工程机械销售量的50%-60%左右。

表6　2018年公司销售模式销售收入分析（亿元、%）

销售模式	金额	占比
融资租赁	84.92	46.96
定向保兑仓方式	12.66	7.00
全额及分期付款方式	83.27	46.04
合计	**180.85**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售模式能够根据市场需求变化及时调整销售策略，保障了公司销售业绩和市场份额。

3. 预应力产品(OVM)

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，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，欧维姆年生产能力达到预应力锚具3600万孔，索制品4万吨，减隔震类312441件。2018年，OVM产品收入为16.06亿元，同比增长12.07%；同期，毛利率受市场竞争影响同比下降2.28个百分点至19.58%。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。

公司OVM产品国内市场占有率一直保持在10-20%左右，锚具业务量连续多年稳居市场第一。

4. 房地产

公司房地产项目主要由广西柳工置业投资有限公司（以下简称“柳工置业”）投资开发，房地产收入在公司营业收入中占比较低，目前公司无其他未开发土地储备。

截至2019年3月底，广西柳工置业投资有限公司累计已开发面积为63.17万平方米。公司房地产业务随着房地产市场的回暖，以及房地产周边配套设施的完善，所售房产的平均价格已由5300元/平方米上涨至8500元/平方米，2018年实现收入6.30亿元，占主营业务收入2.89%。目前公司已建和在建的项目为柳工•颐华城项目，项目从2010年开始，占地约288亩，建筑面积约62.66万平方米，项目计划总投资13.00亿元，截至2019年3月底已投入23.16亿元，已实现

销售收入32.40亿元。

5. 其他业务

公司其他业务板块包括材料销售、肉类加工、制药、租赁等业务，主要以租赁业务为主。2018年，公司其他业务板块收入同比增长38.88%至11.86亿元，占当期营业收入的5.44%。

公司的租赁业务主要由二级子公司中恒租赁负责。中恒租赁目前主要针对公司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，公司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，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。融资租赁业务的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%）。2018年，中恒租赁的资产负债率为77%。

表7 融资租赁手续费收入（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
融资租赁业务收入	4.83	4.13	4.95	1.46

资料来源：公司提供

截至2018年底，中恒租赁总资产76.77亿元，所有者权益19.33亿元；2018年，中恒租赁实现租赁收入4.95亿元，净利润0.83亿元。

跟踪期内，公司主导产品保持既有竞争优势，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。随着整个工程机械市场持续复苏，公司产品产销量实现较快增长，整体盈利稳定。

6. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为4.19次、2.97次和0.69次。整体看，公司经营效率一般。

7. 未来发展

当前，国内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。

公司按照《广西机械工业二次创业实施方案》的要求，制定了《柳工集团二次创业实施方案（2019-2022年）》（以下简称“方案”）。方案确定了柳工集团未来五年的总行动纲领，明确了总体思路为重点拓展和强化工程机械、建筑机械两大核心产业板块，全力推进柳工机械和欧维姆深度国际化，打造“柳工机械”和“欧维姆”两个国际知名品牌，大力发展现代农业机械、机器人两大战略性新兴产业，构建产融结合、产业互补的现代金融服务业平台，加快实现柳工集团二次创业任务目标。方案还制定了七大发展任务，包括：深化柳工集团改革，激发企业发展内生动力；做强做大工程机械龙头产业，补链条聚集群；持续推进技术创新，推动产品升级换代；大力拓展新兴产业，打造业务新的增长极；加快海外发展步伐，深度融入国际供应链体系；实现全面智能化，带动产业链转型升级；拓展产业链金融服务业，服务机械制造产业链。

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，成为具有国际影响力的制造企业。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，主要项目见下表。

表 8 截至 2019 年 3 月公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资规模	资金筹措方式	建设起止日期	截至 2019 年 3 月底已投入	2019 年 4-12 月投资计划
柳工智能化工厂升级改造项目	2.20	自筹 1.80 亿，银行贷款 0.40 亿	2016-2019 年	1.42	0.60

总计	2.20	--	--	1.42	0.60

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司在建工程投资规模2.20亿元，目前已共计投入1.42亿元，占规划总投资的64.55%，2019年4-12月公司计划投资0.60亿元。目前公司主要的在建项目为柳工智能化工厂升级改造项目。

柳工智能化工厂升级改造项目总投资为4.00亿元，建成后主要运用智能机器人进行物料配送，实现智能化生产物流管理、实现企业研发设计、经营管理、生产控制、仓储物流、营销等环节的工业和信息化深度融合。

总体看，公司在建项目规模较小，未来融资压力不大。

九、财务分析

公司提供的 2018 年度财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年 1-3 月财务报表未经审计。

2018 年底，公司合并范围内的子公司共 67 家，二级子公司共 13 家，较 2017 年底新纳入合并范围子公司 4 家，为新设子公司柳州颐华置业投资有限公司、广西智拓科技有限公司、内蒙古瑞远柳工机械设备有限公司、内蒙古瑞诚柳工机械设备有限公司；不再纳入合并范围子公司 4 家，为清算注销子公司天津柳工机械有限公司、桂林易创精益信息技术有限公司和福建瑞远柳工机械设备有限公司以及转让子公司广西纯正堂制药有限公司。2019 年 3 月底，公司合并范围增加子公司 2 家，为广西腾智投资有限公司和柳州欧维姆铎世艾风塔科技有限公司。跟踪期内，公司合并范围变动不大，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额为 333.53 亿元，所有者权益合计 111.84 亿元（含少数股东权益 71.04 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 218.15 亿元，利润总额 12.31 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 348.10 亿元，所有者权益 112.76 亿元（含少数股东权益 72.05 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 55.14 亿元，利润总额 3.71 亿元。

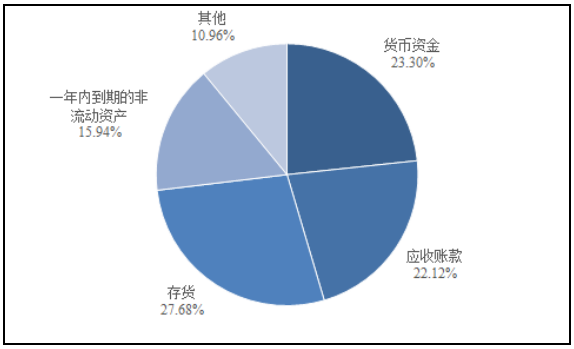
1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额333.53亿元，同比增长11.45%，其中流动资产和非流动资产比重分别为66.40%和33.60%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产为221.45亿元，同比增长15.18%，增长主要来自应收账款、存货、一年内到期的非流动资产和其他流动资产；从构成看，主要由货币资金（占23.30%）、应收账款（占22.12%）、存货（占27.68%）和一年内到期的非流动资产（占15.94%）等构成。

图3　截至2018年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司货币资金51.59亿元，同比变化不大；从构成看，以银行存款（占93.18%）为主；其中受限制的货币资金3.46亿元，主要为银行承兑汇票的保证金；公司货币资金中存放在境外的金额共计人民币3.30亿元。

截至2018年底，公司应收账款账面价值48.99亿元，同比增长17.18%，主要系公司产品销售收入增长所致。从构成看，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占8.98%，累计

计提坏账准备3.05亿元；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款占4.35%，累计计提坏账准备1.93亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备的比重为86.67%，累计计提坏账准备4.24亿元；其中采用账龄分析法计提坏账准备的占97.08%；从账龄看，账龄在1年以内的占82.16%、1-2年的占8.30%、2-3年的占5.42%、3年以上的占4.12%，账龄较短。截至2018年底，公司累计计提坏账准备9.22亿元，计提比例为15.85%，计提较为充分；集中度方面，前五大欠款方归集的年末应收账款余额合计6.52亿元（主要以货款为主），占应收账款总额的11.20%，集中度不高。整体看，公司应收账款规模较大，存在一定回款压力。

表 9 截至 2018 年底公司应收账款前五名（单位：亿元）

债务人名称	性质	账面余额
西藏恒跃柳工工程机械销售服务有限公司	货款	1.81
广西千里通机械设备有限公司	货款	1.51
青岛柳工永安建设机械有限公司	货款	1.42
江西柳工机械设备有限公司	货款	0.91
巴西 BHMAQUINAS IMPORTACAO	货款	0.87
合计	--	**6.52**

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司其他应收款账面价值5.77亿元，同比增长22.23%，主要系代客户垫付银行融资租赁款所致；累计计提坏账准备3.13亿元，计提比例为35.15%。公司其他应收款账面余额为8.90亿元，主要由单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款（占25.29%）和按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款（占69.79%）构成。单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为2.25亿元，以上海鸿得利重工股份有限公司破产重整预计收不回的差额为主，全额计提坏账准备。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为6.21亿元，计提坏账准备合计0.50亿元，计提比例为8.10%；其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额3.84亿元，共计提坏账准备0.48亿元，以一年以内（含一年）的其他应收款为主（占81.66%）；保证金组合为0.50亿元，计提坏账准备0.02亿元；关联方、出口退税、代收代扣款项及其他无显著回收风险的其他应收款项组合账面余额为1.87亿元，未计提坏账准备。截至2018年底，按欠款方归集的年末金额前五名其他应收款3.79亿元，占全部账面余额的42.59%。

表 10 2018 年底其他应收款前五名（单位：亿元）

债务人名称	性质	账面余额
上海鸿得利重工股份有限公司	往来款	2.18
民生金融租赁股份有限公司	保证金	0.51
武进国家高新技术产业开发区财政局	往来款	0.50
上海电气租赁有限公司	保证金	0.37
柳州市柳南区房屋征收与补偿办公室	房屋征收拆迁补偿款	0.23
合计	--	**3.79**

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司存货61.29亿元，同比增长16.84%，主要系公司根据销售情况相应调增存货所致。从构成看，公司存货主要由原材料（占15.53%）、自制半成品及在产品（占26.15%）和库存商品（占58.07%）等构成；累计计提跌价准备3.24亿元，计提比例为5.02%。

截至2018年底，公司应收融资租赁款账面余额为70.60亿元，同比增长32.31%，累计计提坏账准备2.67亿元；从构成看，其中未实现融资收益14.13亿元，一年内到期部分的应收融资租赁款35.30亿元，同比增长37.54%，计入“一年内到期的非流动资产”科目；一年以上到期部分为32.64亿元，同比增长13.22%，计入“长期应收款”科目。该部分融资租赁款的发放需要客户提供一定金额的保证金及产品作抵押。

截至2018年底，公司其他流动资产8.84亿元，同比增长49.14%，主要系理财产品以及待抵扣进项税金等增长所致；从构成看，以待抵扣进项税金等（占78.26%）为主。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产112.08亿元，同比增长4.75%，增长主要来自可供出售金融资产、长期应收款和长期股权投资；从构成

看，主要由长期应收款（占29.12%）、长期股权投资（占10.04%）、无形资产（占10.05%）和固定资产（占33.37%）等构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产2.60亿元，同比增长86.21%，主要系公司对广西糖业集团有限公司和武汉杨泗港大桥有限公司投资增加所致；从构成看，以按成本计量的可供出售权益工具为主；累计计提减值准备0.14亿元。

截至2018年底，公司长期股权投资11.26亿元，同比增长10.17%，其中对合营企业的投资余额为3.71亿元（主要为对广西康明斯工业动力公司的投资2.68亿元[2]），对联营企业投资余额为7.94亿元（主要为对北部湾金融租赁有限公司的投资6.39亿元[3]）；公司对长期股权投资计提减值准备0.39亿元，2018年共获得现金红利0.23亿元。

截至2018年底，公司固定资产37.41亿元，同比变化不大；构成主要以房屋建筑物（占69.30%）和机器设备（占24.76%）为主；累计计提折旧27.75亿元，计提减值准备0.02亿元；其中，用于抵押贷款的固定资产的账面价值为1.96亿元；未办妥产权证书的固定资产账面价值为7.81亿元，主要为厂房、仓库、食堂等房屋建筑物，主要系项目暂未竣工检算、未完成验收所致。

截至2018年底，公司无形资产11.26亿元，同比下降2.33%；从构成看，主要为土地使用权（占88.63%）；累计摊销额合计4.09亿元，未计提减值准备。未办妥产权证书的土地使用权为挖掘机公司莲塘村土地项目，账面价值为0.29亿元，主要系未执行完相关法律程序所致。用于抵押贷款的无形资产的账面价值为2.27亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额348.10亿元，较2018年底增长4.37%，增长主要来自存货和应收账款。从构成看，流动资产和非流动资产分别占67.31%和32.69%，流动资产比重进一步提升。流动资产方面，货币资金为49.36亿元，较2018年底下降4.32%；应收账款为60.56亿元，较2018年底增长23.61%；存货为65.71亿元，较2018年底增长7.21%，主要系公司为根据市场回暖后的销售情况相应调增存货所致；一年内到期的非流动资产为34.20亿元，较2018年底下降3.09%，主要为一年内到期部分的应收融资租赁款。非流动资产方面，公司新增其他债券投资为1.50亿元，主要为理财产品。其他科目较2018年底变化不大。

受限资产方面，截至2018年底，公司所有权和使用权受到限制的资产总额为8.81亿元，占总资产2.53%，占净资产7.81%；构成主要以受限货币资金（为3.46亿元，银行承兑汇票和保证金等）、用作抵押借款的固定资产1.96亿元和用作抵押借款的无形资产2.27亿元为主。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，以流动资产为主，货币资金较充裕，资产结构相对合理；但流动资产中存货占比较高，资产流动性一般，且应收账款、应收融资租赁款占比较大，存在一定回款压力。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益111.84亿元，同比增长7.19%，增长主要来自未分配利润；从构成看，归属母公司的所有者权益主要由实收资本（占26.60%）、资本公积（占33.11%）和未分配利润（占37.59%）构成，少数股东权益为71.04亿元，同比增长5.99%。

截至2019年3月底，公司所有者权益112.76亿元，较2018年底略有增长，增长主要来自未分配利润和少数股东权益；从构成看，归属母公司的所有者权益仍主要由实收资本（占26.66%）、资本公积（占32.37%）和未分配利润（占38.41%）构成，少数股东权益为72.05亿元，

[2] 公司持有其50%股权。截至2018年底，该公司的资产和权益分别为9.79亿元和5.53亿元；2018年实现营业收入和净利润分别为12.62亿元和1.04亿元。
[3] 公司持有其51%股权。截至2018年底，该公司的资产和权益分别为43.98亿元和12.54亿元；2018年实现营业收入和净利润分别为1.28亿元和0.45亿元。

较2018年底增长1.41%。

跟踪期内，公司所有者权益规模稳步增长，少数股东权益占比高，权益稳定性尚可。

负债

截至2018年底，公司负债总额为221.69亿元，同比增长13.73%，增长主要来自非流动负债；从构成看，流动负债占68.09%，非流动负债占31.91%，非流动负债比重同比增加19.98个百分点，负债仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计150.94亿元，同比下降12.08%，下降主要来一年内到期的非流动负债和其他流动负债；从构成看，公司流动负债主要由短期借款（占34.57%）、应付票据（占14.99%）、应付账款（占26.67%）和其他应付款（占12.64%）构成。

截至2018年底，公司短期借款52.19亿元，同比变化不大，主要由担保借款（占57.60%）和信用借款（占30.02%）为主。

截至2018年底，公司应付票据22.62亿元，同比增长44.15%，主要系随着行业回暖公司采购开出的票据增长所致；从构成看，公司应付票据主要为商业承兑汇票（占99.60%）。

截至2018年底，公司应付账款40.26亿元，同比增长20.55%，主要系原材料采购的应付款增长所致；从构成看，公司应付账款主要为一年以内账龄的应付账款（占96.82%）。

截至2018年底，公司预收款项为3.30亿元，同比下降62.86%，主要系公司房地产开发项目销售接近尾声，预收款下降所致；从构成看，以一年以内的预收款项（占89.09%）为主。

截至2018年底，公司其他应付款为19.07亿元，同比增长4.46%；从构成看，以保证金、押金（占31.15%）、预提费用（占37.86%）和其他（占24.65%）为主；从构成看，主要为一年以内账龄的其他应付款（占94.18%），账龄在一年以上的大额其他应付款包括福建公司福利厂无社会统筹退休人员费用0.58亿元（账龄在三年以上）和柳州华侨房地产开发有限公司投资款0.53亿元（账龄在三年以上）。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为8.22亿元，同比下降65.46%，主要系子公司柳工股份于2018年7月兑付17.00亿元公司债券“11柳工02”以及公司于2018年9月兑付6.00亿元非公开定向债务融资工具“15柳工PPN001”所致；从构成看，公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

截至2018年底，公司其他流动负债0.05亿元，同比下降99.66%，主要系公司于2018年6月兑付额度为15.00亿元的超短期融资券“17柳工SCP001”所致。

截至2018年底，公司非流动负债70.75亿元，同比大幅增长，增长主要来自长期借款和应付债券；从构成看，公司非流动负债主要由长期借款（占46.71%）和应付债券（占33.92%）构成。

截至2018年底，公司长期借款为33.05亿元，同比增长166.87%，增长主要来自信用借款和担保借款，主要系市场需求增长较快，子公司柳工股份、中恒租赁等相应增加了中长期贷款融资所致；从构成看，以信用借款（占65.08%）和担保借款（占54.48%）为主。

截至2018年底，公司新增应付债券24.00亿元，包括公司于2018年12月发行的中期票据“18柳工MTN001”（额度为10.00亿元，期限为3年）、公司于2018年3月发行的私募债“18柳工01”（额度为8.50亿元，期限为3+2年）、公司于2018年7月发行的私募债“18柳工02”（额度为3.50亿元，期限为2+1年）和公司于2018年9月发行的私募债“18柳工03”（额度为2.00亿元，期限为2+1年）。

表 11　2018 年底公司应付债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	债券余额
18 柳工 01	2018.3	3+2 年	8.50	8.50
18 柳工 02	2018.7	2+1 年	3.50	3.50
18 柳工 03	2018.9	2+1 年	2.00	2.00
18 柳工 MTN001	2018.12	3 年	10.00	10.00
合计	--	--	**24.00**	**24.00**

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司预计负债5.14亿元，同比增长66.33%，主要系公司将以前年度在其他应付款列支的产品质量保证金调整至预计负债所致；从构成看，主要为产品质量保证（占91.05%）。

截至2019年3月底，公司负债总额235.25亿元，较2018年底增长6.16%，增长主要来自非流动负债。流动负债方面，短期借款为43.45亿元，较2018年底下降16.74%；其他应付款为20.72亿元，较2018年底增长8.65%，主要系随着公司租赁业务稳定增长，客户缴存的专项款及保证金不断增长所致；一年内到期的非流动负债为14.23亿元，较2018年底增长73.11%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。非流动负债方面，应付债券为34.00亿元，较2018年底增长41.65%，主要系柳工股份应收款资产证券化融资10.00亿元所致。其他科目较2018年底变化不大。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务为140.21亿元，同比增长17.76%；受长期借款和应付债券规模增长影响，公司长期债务比重同比增加30.32个百分点至40.78%，短期债务占59.22%，债务结构仍以短期债务为主；同期，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66.47%、55.63%和33.83%，同比分别增加1.33个百分点、2.33个百分点和23.17个百分点。截至2019年3月底，公司全部债务为147.64亿元，同比增长5.29；从构成看，长期债务比重较2018年底增长4.03个百分点至44.81%；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67.61%、56.70%和36.98%，较2018年底分别增加1.14个百分点、1.07个百分点和3.15个百分点。

跟踪期内，公司有息债务规模较大，长期债务占比快速提升，整体债务负担有所加重。

3. 盈利能力

截至2018年底，公司实现营业收入218.15亿元，同比增长40.98%，主要系基建项目的开工率提高、工程机械行业复苏回暖所致；营业成本为168.64亿元，同比增长42.24%，增速略高于营业收入的增速。2018年，公司营业利润率为21.90%，同比减少0.22个百分点，主业盈利能力尚可。

2018年，公司期间费用合计36.30亿元，同比增长28.74%；构成以销售费用、管理费用和研发费用为主，分别为18.50亿元、8.91亿元和4.98亿元，分别占期间费用的50.97%、24.55%和13.72%；同期公司财务费用为3.90亿元，同比增长47.04%，占期间费用的10.76%，其中利息净支出3.12亿元，同比增长27.87%。2018年，期间费用占营业收入的比重为16.64%，同比减少1.58个百分点，公司期间费用控制能力有所增强。

2018年，公司计提资产减值损失3.47亿元，同比下降37.03%；从构成看，以计提的坏账损失1.24亿元和存货跌价损失1.19亿元为主。

2018年，公司实现投资收益1.37亿元，同比下降52.05%；从构成看，以权益法核算的长期股权投资收益0.82亿元和处置长期股权投资产生的投资收益0.42亿元为主。

2018年，公司实现其他收益1.19亿元，主要为主要为技术研发和其他补助；资产处置收益和公允价值变动收益分别为0.33亿元和0.01亿元；营业外收入为1.50亿元，主要为与企业日常活动无关的政府补助；2018年，公司实现利润总额12.31亿元，同比增长218.55%。从盈利指标来看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.29%和8.25%，分别同比增加2.46个百分点和5.78个百分点，整体盈利能力尚可。

2019年1-3月，公司实现营业收入55.14亿元，达到2018年全年水平的25.28%，同比增长7.46%；营业成本为42.44亿元，同比增长6.23%，同期的营业利润率为22.44%，同比增加0.99个百分点。公司期间费用合计8.85亿元，同比增长16.29%；其中销售费用和财务费用分别同比

增长27.98%和26.56%至5.05亿元和1.01亿元；资产减值损失和信用减值损失分别为-0.03亿元和0.58亿元；公司投资收益为0.30亿元，主要为对合营企业的投资收益；其他收益和营业外收入分别为0.20亿元和0.19亿元，主要为政府补助收入；公司利润总额为3.71亿元，同比变化不大。

跟踪期内，受工程机械行业整体回暖影响，公司收入规模快速增长，期间费用对营业利润侵蚀有所下降，盈利能力尚可。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入243.55亿元，同比增长23.10%；其中销售商品、提供劳务收到的现金占比大，为229.07亿元，同比增长21.68%；收到其他与经营活动有关的现金11.03亿元，同比增长38.14%，主要为利息收入、政府补助和暂收客户购机款。2018年，公司经营活动现金流出237.08亿元，同比增长25.81%；其中购买商品、接受劳务支付的现金占比大，为186.11亿元，同比增长27.66%；支付其他与经营有关的现金为20.99亿元，同比增长6.06%，主要系费用性支出和往来款项支出增长所致。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为6.47亿元，现金收入比为105.00%，同比减少16.65个百分点。跟踪期内，公司收入实现能力一般。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入10.33亿元，同比增长4.92%；其中收回投资收到的现金8.12亿元，同比增长27.27%，主要为理财到期收回以及转让广西纯正堂制药有限公司等子公司股权所致；处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额为1.11亿元，同比大幅增长，主要为子公司柳工柳州铸造有限公司处置土地等资产收回现金。2018年，公司投资活动现金流出10.38亿元，同比下降15.02%，以购建固定资产、无形资产等支付的现金2.69亿元和投资支付的现金6.78亿元为主。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.05亿元，净流出规模同比有所下降。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入85.86亿元，同比增长30.01%；其中取得借款收到的现金为60.49亿元，同比增长30.09%；发行债券收到的现金23.93亿元，同比增长59.81%，主要为公司于2018年内发行三期额度合计14.00亿元的私募债“18柳工01”、“18柳工02”和“18柳工03”以及额度为10.00亿元的中期票据“18柳工MTN001”所致。2018年，公司筹资活动现金流出93.40亿元，同比增长87.27%，以偿还债务支付的现金84.83亿元为主；其中支付其他与筹资活动有关的现金3.32亿元，同比大幅增长，构成主要为保证金。2018年，公司筹资活动现金流净额为-7.53亿元，同比由净流入转为净流出。

2019年1-3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为68.19亿元和72.23亿元，购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为53.22亿元和68.56亿元，经营活动现金流量净额为3.67亿元；同期的投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.88亿元和-5.21亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量较大，收入实现质量尚可，整体资金压力可控。

5. 偿债能力

短期债务指标看，2018年，公司流动比率和速动比率分别为146.71%和106.11%，同比分别增加34.72个百分点和24.67个百分点；经营现金流动负债比为4.28%，同比减少1.19个百分点。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为151.28%和108.86%，较2018年底分别增加4.57个百分点和2.75个百分点。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，受利润总额增长的影响，2018年，公司EBITDA为20.29亿元，同比增长84.47%；EBITDA利息倍数由2017年的2.94倍增至4.93倍，全部债务/EBITDA倍数由2017年的10.83倍降至6.91倍。公司长期偿债能力有所增强。

截至2019年3月底，公司对外担保余额2.08亿元，担保比率为1.84%。被担保企业为武汉杨泗港大桥有限公司，为子公司柳州欧维姆机械股份有限公司的参股子公司。

表12　公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保余额	到期日
武汉杨泗港大桥有限公司	2.08	2022 年 06 月
合计	**2.08**	--

资料来源：公司提供

武汉杨泗港大桥有限公司成立于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；截止2018年底，公司持有武汉杨泗港大桥有限公司5%股权。截至2018年底，总资产为63.66亿元，所有者权益合计16.30亿元，2018年未实现营业收入和利润。截至2019年3月底，公司对武汉杨泗港大桥有限公司担保余额为2.08亿元。目前，武汉杨泗港大桥有限公司处于正常经营状态，未发生需由公司代偿债务的情形。

总体看，公司对外担保比率较低。

截至 2019 年 3 月底，公司及子公司（合并口径）共获得各家银行授信共计 209.07 亿元，尚未使用的额度为 102.93 亿元。另外，公司控股子公司柳工股份（000528）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。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 38.55 亿元，其中流动资产 6.23 亿元，非流动资产 32.32 亿元，资产结构以非流动资产为主；流动资产主要为货币资金 5.40 亿元和其他应收款 0.79 亿元；非流动资产主要为长期股权投资 26.52 亿元。截至 2018 年底，母公司负债合计 30.84 亿元，其中流动负债 6.40 亿元，非流动负债 24.44 亿元，以流动负债为主；流动负债主要以短期借款 5.00 亿元和其他应付款 1.37 亿元为主；非流动负债主要为应付债券 24.00 亿元，包括公司于 2018 年 12 月发行的 10.00 亿元中期票据“18 柳工 MTN001”、公司于 2018 年 3 月发行的 8.50 亿元私募债“18 柳工 01”、公司于 2018 年 7 月发行的 3.50 亿元私募债“18 柳工 02”和公司于 2018 年 9 月发行的 2.00 亿元私募债“18 柳工 03”。截至 2018 年底，母公司有息债务 29.00 亿元，主要为短期借款和应付债券，构成以长期债务为主，资产负债率为 79.99%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 7.71 亿元，其中实收资本 10.85 亿元、资本公积 2.36 亿元、其他综合收益 0.07 亿元、盈余公积 1.30 亿元、未分配利润-6.88 亿元。

盈利能力方面，2018 年，母公司营业收入 0.41 亿元，营业成本 0.27 亿元；期间费用主要以管理费用 0.39 亿元和财务费用 1.71 亿元为主；资产减值损失 2.03 亿元；投资收益为 1.79 亿元；营业外收入 0.94 亿元，以政府补助为主；利润总额为-1.30 亿元。

2018 年，母公司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和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.16 亿元、3.02 亿元和 39.26 亿元。

跟踪期内，公司本部资产流动性较差，有息债务负担重，利润依赖投资收益。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业查询的《企业信用报告》（机构信用代码：G1045020400045490V），截至 2019 年 7 月 15 日，公司无不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

8. 或有事项

公司与合作银行签定《金融服务合作协议》，合作银行对公司授予一定的综合授信额度，专项用于公司经销商开立银行承兑汇票，公司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，由公司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2018年底，公司对各经销商按协议开出的未到期银行承兑汇票承担担保的余额为5.05亿元，未发生逾期和垫款。目前本期尚未发生回购事项。

根据公司与银行签署的《金融服务合作协议》及相关从属协议，银行与公司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，或贷款最后到期仍未能足额归还本息，或放款90天内未将抵押资料手续办理完毕并送达银行的，公司承担回购义务。该项业务已联系3年未有新增发生业务，截至2018年底，该协议项下中国银行贷款余额0元，该项业务下逾期率为零，垫款金额为零。目前本期尚未发生回购事项。

根据公司与外部融资租赁机构签署的《租赁合作协议》及相关从属协议，民生金融租赁股份有限公司与公司的经销商、客户签订融资租赁合同用于购买公司各类工程机械。当发生协议规定情形时，公司履行回购义务。在风险管理上，公司严格审核每一家经销商的资信，把控授信额度，同时要求经销商及其股东提供反担保，业务过程中审核客户的资信，并监督与跟踪每一客户的还款情况,实施有效管理。截至 2018 年底，该协议项下外部融资租赁机构余额为 22.68 亿元，逾期金额为 0.99 亿元，逾期率为 4.35%，垫款余额为 1.13 亿元，垫款率为 4.99%。

综上所述，截至 2018 年底，公司负有回购、担保义务的总额合计为 27.73 亿元。

表 13　截至 2018 年底，公司未结清的信用证及保函余额（单位：万元）

信用证余额				
申请人名称	美元	欧元	日元	人民币
广西柳工机械股份有限公司	89.19	115.04	34.80	--
柳工常州机械有限公司	16.18	--	87979.60	3852.66
柳州柳工挖掘机有限公司	1084.49	--	146391.75	--
柳州柳工叉车有限公司	12.27	--	--	--
江苏柳工机械有限公司	--	--	--	39.50
江苏司能润滑科技有限公司	72.80	--	--	--
保函余额				
申请人名称	**美元**	**欧元**	**日元**	**人民币**
江苏柳工机械有限公司	--	5.09	--	--
广西柳工机械股份有限公司	7961.58	5240.00	--	12475.38
上海金泰工程机械有限公司	--	--	--	53.90
柳州柳工挖掘机有限公司	--	--	--	1936.00
柳州东方工程橡胶制品有限公司	--	--	--	2749.96
柳州欧维姆工程有限公司	--	--	--	1027.28
柳州欧维姆进出口有限公司	78.62	--	--	--
柳州欧维姆机械股份有限公司	86.41	--	--	9628.21

资料来源：审计报告

9. 进展中的重大诉讼事项

子公司中恒国际租赁有限公司（以下简称“中恒租赁”）与河南丰太生态农业发展有限公司（以下简称“河南丰太”）签订《融资租赁合同》，约定以售后回租的方式开展融资租赁业务，赵广宇、睢县丰太食品有限公司、河南丰太畜牧业有限公司、河南睢县酒业有限公司、张轩宏、郑前进、赵广炎提供连带责任保证，河南丰太畜牧业有限公司以其名下土地使用权及房产提供抵押。河南丰太自2015年3月开始逾期支付租金。中恒租赁于2016年5月向柳州市中级人民法院提起诉讼，并于2017年3月13日开庭审理，9月中旬收到一审判决并办理判决公告并于2018年4月向柳州市中级人民法院申请强制执行，涉案金额0.55亿元。

子公司中恒租赁与江苏华泰通工程科技有限公司（以下简称“华泰通”）于2014年8月5日签订《融资租赁合同》，约定以售后回租的方式开展融资租赁业务，赵学干、徐建军、盐城九易机械有限公司、江苏中天采花文化传播有限公司、江苏大汉餐饮管理有限公司、江苏凯润贸易有限公司、阜宁阜阳路用材料有限公司、江苏中汇投担保有限公司提供连带责任保证，刘家发以其名下房产提供抵押并办理了抵押登

记。华泰通自2015年2月15日第六期租金支付日起开始逾期，尚欠中恒租赁租金0.66亿元未予支付，中恒租赁向北京市第三中级人民法院提起诉讼。北京市第三中级人民法院已于2015年6月受理了该案并于2017年8月21日判决华泰通向中恒租赁支付租金0.64亿元、违约金0.07亿元等，2018年3月法院已启动司法拍卖程序，拍卖相关工作正按法律程序推进。

子公司柳州柳工挖掘机有限公司（以下简称“柳州柳挖”）与安徽华柳柳工工程机械销售服务有限公司（以下简称“安徽华柳”）自2011年1月1日起存在买卖合同关系。叶凤琦、姚定强、许安平、范照勇、张利和盛立新等6人为安徽华柳提供连带保证担保。安徽华柳对柳州柳挖欠款0.54亿元及应支付违约金合计0.57亿元，因经多次催收均无果，柳州柳挖于2013年4月11日提起诉讼。后柳州市中级人民法院作出一审判决，判决安徽华柳向柳州柳挖支付尚欠货款及违约金合计0.57亿元，姚定强承担连带责任。柳州柳挖于2016年5月6日向广西壮族自治区高级人民法院提起上诉。2017年2月17日，广西壮族自治区高级人民法院作出驳回上诉，维持原判的终审判决。柳州柳挖于2017年3月17日向柳州市中级人民法院申请强制执行。安徽华柳于2018年10月被合肥中院裁定进入破产程序，柳挖公司已申报相关债权并向法院申请启动被执行人姚定强以及安徽华柳法定代表人叶凤丽拒不执行判决、裁定罪，法院于2018年12月将案件材料移送柳州市公安机关。

子公司广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”）与合肥开源柳工机械有限公司（以下简称“开源柳工”）自2014年1月1日起存在买卖合同关系。沈永兴、郑文芳、沈瑶、江斌、陈杨等6人为开源柳工提供连带保证担保。因开源柳工拖欠柳工股份货款，柳工股份经多次催收无果后向柳州市中级人民法院提起诉讼，请求法院判令开源柳工立即偿还货款0.52亿元及逾期付款违约金；沈永兴、郑文芳、沈瑶、江斌、陈杨对被开源柳工的债务承担连带清偿责任。柳州市中级人民法院于2017年5月22日正式受理案件；被告提出管辖权异议，2018年6月柳州市中级人民法院裁定驳回被告管辖权异议，目前尚未开庭审理。

柳工股份与新疆巨华柳工工程机械有限公司（以下简称“巨华柳工”）自2015年1月1日起存在买卖合同关系。张鹏、姜玲、张健、王蕾、张斌、常悦等6人为巨华柳工提供连带保证担保，新疆欧普照明电器有限公司（以下简称“欧普照明”）提供房产抵押担保。因巨华柳工拖欠柳工股份货款，柳工股份经多次催收无果后向柳州市中级人民法院提起诉讼，请求法院判令巨华柳工向立即偿还装载机货款、配件货款和罚息（违约金）合计0.73亿元；张鹏、姜玲、张健、王蕾、张斌、常悦对巨华柳工债务承担连带清偿责任；巨华柳工返还所有权属于原告柳工股份的13台装载机样机，价值455万元；对欧普照明抵押的房产处置价款优先受偿。柳州市中级人民法院于已正式受理案件，并已完成财产保全工作；被告提出管辖权异议，2018年5月柳州市中级人民法院裁定驳回被告管辖权异议，被告就管辖权异议裁定提出上诉，目前尚未开庭审理。

公司涉及诉讼较多，截至 2019 年 3 月底，公司重大未决诉讼案件为 6 件，案件标的金额合计为 4.02 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。联合资信将对后续进展予以关注。

10. 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强。

十、存续债券偿债能力分析

公司存续债券包括公司于 2018 年 12 月发行的中期票据 “18 柳工 MTN001”（额度为 10.00 亿元，期限为 3 年）、公司于 2018 年 3 月发行的私募债“18 柳工 01”（额度为 8.50 亿元，

期限为 3+2 年）、公司于 2018 年 7 月发行的私募债“18 柳工 02”（额度为 3.50 亿元，期限为 2+1 年）和公司于 2018 年 9 月发行的私募债“18 柳工 03”（额度为 2.00 亿元，期限为 2+1 年），规模合计 24.00 亿元。

截至 2018 年底，公司剔除受限后现金类资产规模为 54.47 亿元，为应付债券余额的 2.27 倍，公司现金类资产对应付债券的保障能力强。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 20.29 亿元、243.55 亿元和 6.47 亿元，分别为公司应付债券余额的 0.85 倍、10.15 倍和 0.27 倍，公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力很强。

表14　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

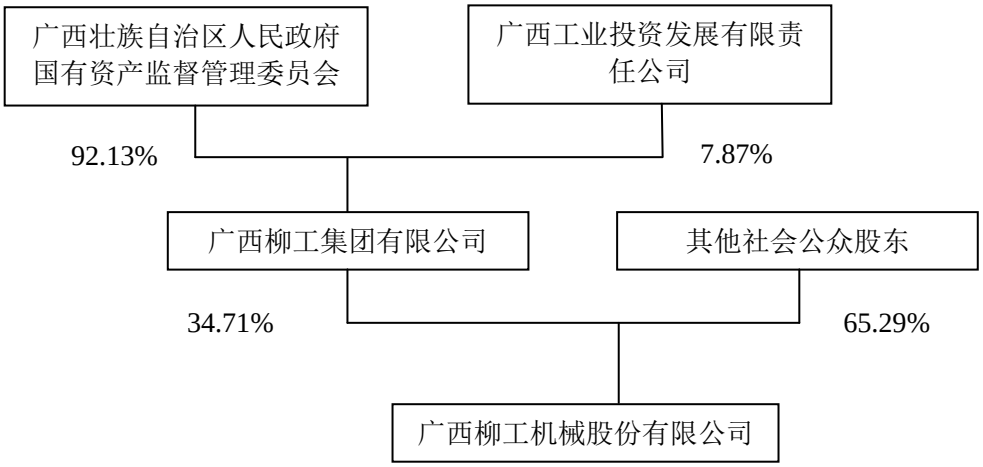
项目	2018 年
应付债券余额	24.00
现金类资产/应付债券余额	2.27
经营活动现金流入量/应付债券余额	10.15
EBITDA/应付债券余额	0.85

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

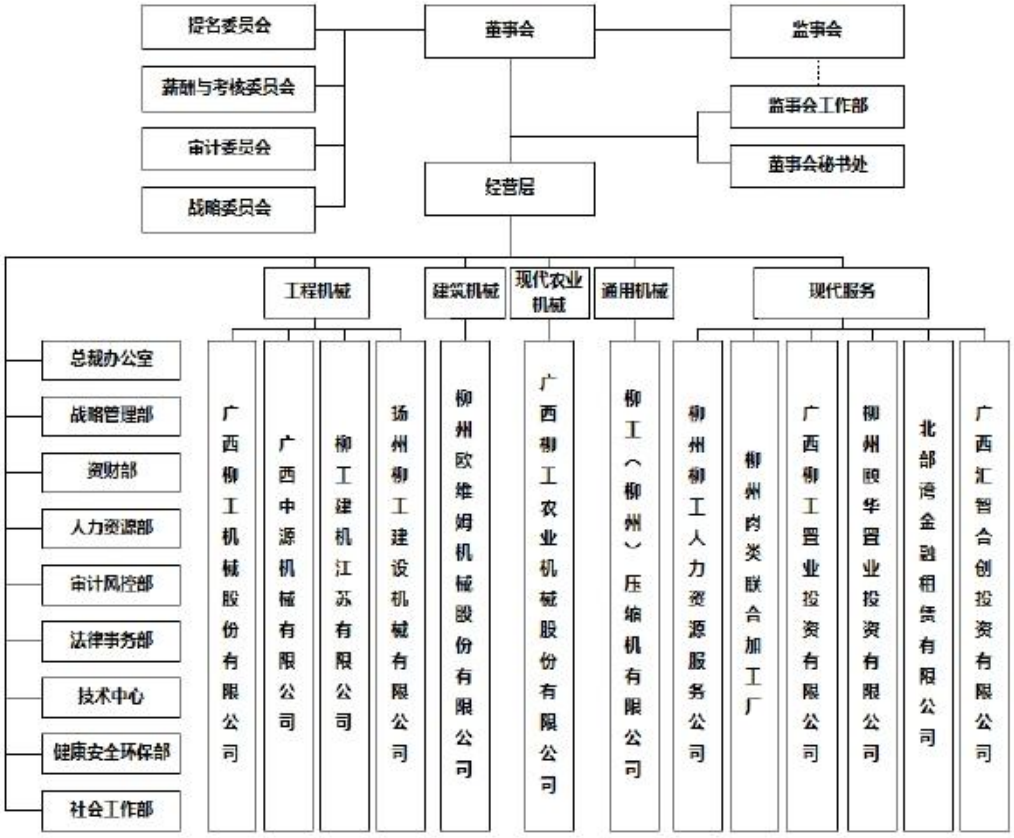
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“18 柳工 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	59.75	57.89	58.53	57.17
资产总额(亿元)	285.75	299.27	333.53	348.10
所有者权益(亿元)	100.91	104.34	111.84	112.76
短期债务(亿元)	94.78	106.61	83.03	81.48
长期债务(亿元)	31.33	12.45	57.19	66.16
全部债务(亿元)	126.12	119.06	140.21	147.64
营业收入(亿元)	104.36	154.75	218.15	55.14
利润总额(亿元)	0.05	3.87	12.31	3.71
EBITDA(亿元)	7.91	11.00	20.29	--
经营性净现金流(亿元)	16.98	9.40	6.47	3.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.23	3.39	4.19	--
存货周转次数(次)	1.88	2.50	2.97	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.53	0.69	--
现金收入比(%)	166.01	121.65	105.00	123.65
营业利润率(%)	23.88	22.12	21.90	22.44
总资本收益率(%)	1.36	2.83	5.29	--
净资产收益率(%)	-1.32	2.47	8.25	--
长期债务资本化比率(%)	23.69	10.66	33.83	36.98
全部债务资本化比率(%)	55.55	53.30	55.63	56.70
资产负债率(%)	64.68	65.14	66.47	67.61
流动比率(%)	122.13	111.99	146.71	151.28
速动比率(%)	92.96	81.44	106.11	108.86
经营现金流动负债比(%)	11.64	5.47	4.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.75	2.94	4.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.95	10.83	6.91	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；

2. 长期应付款中的有息部分已计入长期债务和全部债务

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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