

跟踪评级公告

联合[2016]722号

厦门厦工机械股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**厦门厦工机械股份有限公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA-，
评级展望为“稳定”**

**厦门厦工机械股份有限公司发行的“12 厦工债”债券信用等级为
AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

厦门厦工机械股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 厦工债	15 亿元	5 年	AAA	AAA	2016 年 1 月 14 日

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 24 日

财务数据

发行人

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	110.39	95.18	101.09
所有者权益 (亿元)	41.57	31.77	31.07
长期债务 (亿元)	14.94	22.18	22.17
全部债务 (亿元)	49.58	46.98	47.75
营业收入 (亿元)	45.60	30.68	12.80
净利润 (亿元)	0.17	-9.80	-0.70
EBITDA (亿元)	3.95	-7.86	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.96	2.11	-0.82
营业利润率 (%)	9.93	7.19	6.91
净资产收益率 (%)	0.42	-26.72	--
资产负债率 (%)	62.34	66.62	69.26
全部债务资本化比率 (%)	54.39	59.66	60.58
流动比率 (倍)	1.70	1.85	1.71
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	-0.17	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.82	-3.73	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.28	-0.55	--

担保方—海翼集团

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	224.16	204.39	226.08
所有者权益 (亿元)	83.53	79.17	79.30
营业收入 (亿元)	234.43	108.24	25.78
净利润 (亿元)	4.78	-3.89	-1.06
资产负债率 (%)	62.74	61.27	64.92

担保方—市政集团

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	718.63	809.10
所有者权益 (亿元)	196.29	205.34
营业收入 (亿元)	50.45	61.24
净利润 (亿元)	2.12	1.92
资产负债率 (%)	72.69	74.62

注:1、公司 2016 年一季报未经审计、相关指标未年化;2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内, 厦门厦工机械股份有限公司 (以下简称“公司”或“厦工股份”) 作为国内较具规模的综合性工程机械制造企业之一, 在产业布局、营销网络、研发技术等方面仍具有一定的优势; 但受工程机械行业持续低迷、市场竞争加剧影响, 2015 年公司营业收入大幅下降, 加之计提大额减值准备、当期政府补贴力度减弱, 公司由上年的盈利转为亏损。

跟踪期内, “12 厦工债”担保方厦门海翼集团有限公司 (以下简称“海翼集团”) 受厦工股份经营业绩下滑等因素影响, 盈利水平大幅下降。但中国航空工业集团公司 (以下简称“中航工业”) 拟控股海翼集团, 若该项重组顺利实施, 将增强海翼集团的综合竞争实力。

2015 年 12 月 31 日, 厦门市政集团有限公司 (以下简称“市政集团”) 为“12 厦工债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。市政集团作为厦门市规模最大的城市基础设施建设主体, 股东实力强, 政府支持力度大, 其对“12 厦工债”的担保能力极强。

综上, 联合评级下调公司的主体长期信用等级为“AA-”, 评级展望为“稳定”, 同时维持“12 厦工债”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 跟踪期内, 公司在产业布局、营销网络、研发技术等方面仍具有一定的优势。

2. 2015 年, 公司成功研发出我国第一代智能化工程机械装备, 有望成为公司新的利润增长点。

3. 中航工业拟控股海翼集团, 中航工业实力雄厚, 若此次重组能顺利实施, 将提升海翼集团整体综合竞争实力, 增强对本次债券的保障能力。

4. 跟踪期内, 公司新增担保方市政集团,

其股东实力强，政府支持力度大，对本次债券的担保能力极强。

关注

1. 公司所在的工程机械行业与基础设施建设、房地产投资等密切相关，当前经济下行，对公司产品销售以及收入、盈利带来不利影响。

2. 2015 年，公司主要产品的产销率大幅下降，主营业务收入大幅下滑；加之公司计提资产减值损失规模较大，公司由盈利转为亏损。

3. 2015 年，公司加大应收账款回收力度，但应收账款规模仍加大，对公司资金形成一定的占用；同时，需关注公司经销商或客户违约增多带来的利润吞噬风险。

4. 受厦工股份经营业绩下滑与客车板块无偿划转等因素影响，担保方海翼集团资产规模及盈利水平大幅下降；而中航工业拟重组海翼集团尚需多方审批，资产重组的进程和效果均存在较大不确定性。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



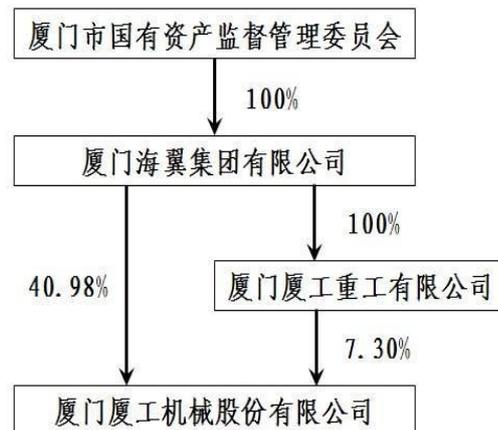
联合信用评级有限公司

一、主体概况

厦门厦工机械股份有限公司前身为厦门工程机械厂，经厦门市经济体制改革委员会厦体改（1993）052号文批准，并经中国证券监督管理委员会1993年12月20日证监发审字（1993）97号文批准，厦门工程机械厂于1994年1月整体改制并募集设立为厦门工程机械股份有限公司。改制后公司总股本为15,688万股，其中厦门工程机械厂的国有净资产折为11,688万股国家股，同时向社会公众公开发行4,000万股公众股（含400万股内部职工股）。经上海证券交易所“上证上字（1994）第2010号”文批准，公司3,600万股社会公众股A股股票于1994年1月28日在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“厦工股份”，股票代码“600815”。

历经多次资本公积转增股本等，截至2016年3月底，公司的总股本为95,897.00万股，公司控股股东厦门海翼集团有限公司（以下简称“海翼集团”）直接持有公司39,302.29万股，占公司总股本的40.98%；并通过其全资子公司厦门厦工重工有限公司间接持有公司6,999.31万股，占公司总股本的7.30%。公司的实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围：工程机械产品及其配件制造、加工；经营公司自产产品出口业务和公司所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；房地产开发与经营；销售工程机械用润滑油；工程机械产品租赁；销售制动液、防冻液（不含危险化学品及监控化学品）。跟踪期内，公司主营业务无变化。

截至2016年3月底，公司本部下设投资发展部、战略运营部、财务部、供应中心、工程技术研究院、质量管理部、技改和环保安全部等12个职能部门（附件1）；公司下辖10家子公司及5家孙公司，拥有在职员工3,887人。

截至2015年底，公司合并资产总额95.18亿元，负债合计63.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.77亿元，归属于母公司的所有者权益合计30.76亿元。2015年，公司实现合并营业收入30.68亿元，净利润（含少数股东损益）-9.80亿元，归属于母公司所有者净利润为-10.00亿元；经营活动产生的现金流量净额2.11亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.17亿元。

截至2016年3月末，公司合并资产总额101.09亿元，负债合计70.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.07亿元，归属于母公司所有者权益为30.02亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入12.80亿元，净利润（含少数股东损益）-0.70亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.82亿

元，现金及现金等价物净增加额为 1.03 亿元。

公司注册地址：厦门市思明区厦禾路 668 号；法定代表人：许振明。

二、债券募集资金使用与付息情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2012]755 号文核准，公司于 2012 年 6 月 18 日公开发行 15 亿元公司债券，债券年限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权。本次债券发行总额为 15 亿元，每张面值为人民币 100 元，共发行 1,500 万张，发行价格为 100 元/张。本次债券于 2012 年 7 月 19 日在上海证券交易所上市交易，债券简称为“12 厦工债”，代码为“122156.SH”。截至 2016 年 3 月末，本次公司债券的使用情况如下表所示：

表 1 本次公司债的使用情况（单位：万元）

项目	公司债券发行收入	债券发行费用支出	归还银行借款支出	补充流动资金支出	尚未使用金额
金额	150,000.00	1,117.50	110,000.00	38,882.50	0.00

资料来源：公司提供

公司于 2015 年 5 月 27 日发布“12 厦工债”回售公告，回售登记期为 2015 年 5 月 29 日至 2015 年 6 月 1 日，本次有效回售申报数量为 70 万张，回售价格为 100 元/张，回售申报金额为 7,000 万元，在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司剩余托管量为 1,430 万张。

“12 厦工债”前 3 年的票面利率为 4.55%，利息按年支付；公司于 2015 年 5 月 28 日发布了上调“12 厦工债”票面利率的公告，根据公司的实际情况以及市场环境，公司决定上调本次债券的票面利率 45 个基点，即“12 厦工债”存续期后 2 年的票面利率固定为 5.00%，起息日为 2015 年 6 月 18 日。公司已于 2015 年 6 月 18 日支付了“12 厦工债”自 2014 年 6 月 18 日至 2015 年 6 月 17 日期间的利息。

“12 厦工债”由海翼集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2015 年 12 月 31 日，公司新增厦门市政集团有限公司（以下简称“市政集团”）为“12 厦工债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、行业分析

2015 年工程机械行业触底以后，整体处于弱复苏格局。目前下游基建投资中期趋缓，而房地产新开工的不确定性逐步加大，且其对机械设备的销售拉动存在一定的滞后期，使行业复苏周期延长。2015 年，在“促投资稳增长”政策措施带动下，基础设施建设投资完成额为 13.13 万亿元，同比增长 17.02%，增幅较去年下滑 2.80 个百分点。2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资 64,595.24 亿元，同比增长 0.38%；办公楼投资 6,210.00 亿元，同比增长 10.1%；商业营业用房投资 14,607.00 亿元，同比增长 1.82%。混凝土机械及起重机（尤其是塔式起重机）等工程机械产品仍将面临需求压力。

2015 年以来，中国经济步入新常态，尽管国家出台“一带一路”的相关战略决策，工程机械行业总体上依然处于低位运行的状态，工程机械市场持续调整，装载机、挖掘机、起重机等主要产品销售量降幅较大，工程机械行业产能过剩、库存积压、应收账款等问题集中爆发，经营环境仍未改善。未来随着新建产能的释放，工程机械行业总体上存在较大的库存压力。行业内的企业

逐步控制信用销售规模，但信用销售仍是行业主要销售方式，应收账款规模增大，人工和资金成本增加，盈利能力下降。出口方面，主体经济呈现不同态势，美国经济好转，欧元区持续低迷，新兴经济体增长分化，行业出口形势较为严峻。

分产品来看，2015年工程机械各产品销量显著下滑。装载机方面，据权威机构统计，全国26家主要装载机企业全年销售累计完成73,581台，与2014年相比减少77,033台，同比下降51.1%；累计出口装载机15,970台，与2014年相比减少8,183台，同比下降33.9%。总体来看，装载机市场呈下滑状态。2015年，3吨及3吨以上的装载机机型年销量达65,040台，约占总销量的88%；3吨以下的小型装载机整年销量为8,541台，约占总销售的12%。

挖掘机方面，2015年，全国29家主要挖掘机生产企业共销售挖掘机58,896台（含出口），相比2014年的90,464台同期下降34.9%。数据显示，13吨及以下的小型挖掘机销量约为32,000台，占总销量55%以上。另外，13吨到30吨的中型挖掘机（不包括30吨）销售20,000多台，占比35%；30吨以上的大型挖掘机销量销售5,403台，占比不足10%。相较于2014年，小型挖掘机同期销售下降近26%；中型挖掘机同期销售下降44%；大型挖掘机同期销售下降43%。

起重机方面，2015年，起重机总销量为19,020台，比2014年减少7,668台，同比下滑28.73%，降幅进一步扩大。具体到设备类型，2015年汽车起重机和随车起重机在销量上仍占绝对优势，市场格局不变。其中，汽车起重机销售9,237台，约占总销量的49%；随车起重机销售8,158台，约占总销量的43%；履带起重机销售1,196台，约占总销量的6%；轮胎起重机销售328台，约占总销量的2%。

从工程机械行业的上游领域来看，钢材和关键零部件是工程机械产品的主要原材料。粗钢产量上看，2015年，全国粗钢产量8.04亿吨，同比下降2.3%，近30年来首次出现下降。国内粗钢表观消费7亿吨，同比下降5.4%，连续两年出现下降，降幅扩大1.4个百分点。钢材（含重复材）产量11.2亿吨，同比增长0.6%，增幅下降3.9个百分点。我国粗钢产量占全球比重为49.54%。从钢材价格上看，我国钢材价格已连续4年下降，2015年跌幅加大。钢材综合价格指数由年初的81.91点下跌到56.37点，下降25.54点，降幅31.1%。从品种上看，板材下降幅度大于长材，其中板材价格指数由83.99降至56.79点，降幅32.4%，长材价格指数由81.38降至56.92点，降幅30.1%。

行业政策方面，2015年以来，随着“一带一路”战略和亚投行的成立，我国对外基础设施建设、能源开发等投资逐渐增加，为工程机械设备出口和行业成长打开了新的空间；同时，国内开启京津冀一体化战略，重点支持交通建设项目，并且加快推进京津冀沿海港口工程的建设及城际轨道交通项目的建设，为工程机械行业带来了新的需求增长点。供给端方面，2015年我国发布《中国制造2025》，努力实现制造业升级，其内容虽未直接包含工程机械行业，但与工程机械行业息息相关，有助于工程机械行业升级换代。长期看工程机械行业有望好转。

总体看，国内宏观经济低迷，房地产行业及基建投资中期趋缓，对整个行业产生较大的冲击。伴随一带一路方案对基础设施建设的利好作用，我国的房地产行业和基础设施建设仍将保持一定增速，中国工程机械行业有望逐步走出低谷。

四、管理分析

2015年11月13日公司原副总裁林娜女士因个人原因向公司董事会提交书面辞呈，辞去公司副总裁职务；2016年6月7日公司原董事会秘书王智勇先生因个人原因辞去公司董事、董事会秘书职务；其他管理人员无变化。截至2015年底，公司共有董事8人，监事3人，高级管理人员5人。

总体看，跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化；公司部门设置未发生重大变化，相关管理架构、管理制度延续以往模式；同时公司的核心技术团队和人员未发生变动，经营团队保持稳定，整体管理运作仍处于良好水平。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司的主营业务仍是：装载机、挖掘机、叉车、小型工程机械、道路机械、隧道掘进机械等工程机械产品及其配件的制造、加工和销售。

2015年，受宏观经济不景气影响，工程机械行业的市场需求持续下滑，公司当年产品产销量同比有所减少，公司实现营业收入30.68亿元，同比下降32.71%；加之计提大额减值准备、公司及子公司收到的政府补助大幅下降，公司由盈利转为亏损，净利润由上年的0.17亿元转为-9.80亿元。

收入构成方面，公司近两年的主营业务收入占营业收入比重维持在98%以上，主业突出，其中土石方机械占比最大。2015年公司的土石方机械业务收入在营业收入中的占比有一定的下降，由2014年41.18%降至2015年的36.35%。2014年，公司新增隧道掘进机械业务，近两年收入规模大幅增加，分别为1.11亿元和2.96亿元，占营业收入的比重分别为2.43%和9.65%；2015年，公司其他工程机械收入大幅下降，占比由2014年的13.32%降至2015年的11.03%。公司材料和其他收入同比下降32.43%至10.33亿元，占营业收入的比重由2014年的33.52%略增至2015年的33.66%。

毛利率方面，2015年，公司土石方机械业务毛利率为6.90%，同比下降7.07个百分点，主要系土石方机械产品产量下降，单位固定成本上升所致；隧道掘进机械毛利率同比上升1.93个百分点至22.40%，成为公司新的利润增长点；其他工程机械毛利率为7.81%，同比下降7.21个百分点，主要系道路机械产品毛利率下降所致；综上影响，2015年公司主营业务毛利率为7.27%，同比下降了2.55个百分点。

表2 公司2014~2015年主营业务收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2014年			2015年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土石方机械	187,766.47	41.18	13.97	111,534.47	36.35	6.90
隧道掘进机械	11,060.40	2.43	20.47	29,592.31	9.65	22.40
其他工程机械	60,720.80	13.32	15.02	33,841.78	11.03	7.81
配件	36,037.11	7.90	13.14	23,854.04	7.78	13.43
材料及其他	152,849.68	33.52	1.09	103,282.85	33.66	1.74
合计	448,434.46	98.35	9.82	302,105.45	98.47	7.27

资料来源：公司提供。

注：上述比例为该板块业务收入与营业总收入之比。

2016年一季度，公司实现营业收入12.80亿元，同比增长86.80%，主要系2016年一季度工程机械行业有所回暖，公司产品销量增加所致；利润总额-0.84亿元，同比增长19.15%，主要系同期产品销量增加所致；净利润（含少数股东损益）-0.70亿元。

总体看，跟踪期内，由于宏观经济增速放缓和房地产投资规模下降影响，公司整体销量大幅下降，收入规模也随之大幅减少，盈利能力减弱；但2016年一季度工程机械行业有所回暖，公司

收入规模有所增长，若后续资产减值有望转回，公司盈利能力有所回升。

2. 业务运营

(1) 技术研发

公司的核心竞争力包含装载机、挖掘机、道路机械、叉车等工程机械整机产品及核心零部件的研发、制造和营销服务能力，跟踪期内，公司整体核心竞争力变化不大。2015年，公司研发支出总额占营业收入比重为4.00%。公司研发工程机械智能电传控制系统核心技术实现突破，开发出我国第一代智能化工程机械装备，同时公司持续开展装载机、挖掘机等主要产品系列的升级换代，稳步提高产品节能、减排、降噪等多方面性能。2015年，公司共开展产品开发项目27项、关键零部件开发项目36项、制造技术开发项目4项，完成了国III排放、国II噪音标准的产品全系列升级，开展了HN系列装载机、F系列挖掘机以及轮式挖掘机、电动叉车等新产品全系列机型的完善与开发。2015年，公司多项产品和项目荣获各级科技成果奖，其中：XG955HN轮式装载机获得2015中国工程机械年度产品TOP50奖，厦工静液压装载机获得福建省科技进步三等奖，XG845EL挖掘机获得厦门市优秀新产品二等奖，工程机械再制造项目获得厦门市科技进步三等奖。2015年，公司共新增授权专利32项，现有授权专利241项、软件著作权3项；按计划完成国家科技支撑计划项目1项；全年共完成企业标准制定9项，参与国家标准制定2项、行业标准制定2项。

总体看，2015年公司实现技术重大突破，开发出我国第一代智能化工程机械装备，同时积极推进产品升级改造，公司技术研发水平有较大的提升。

(2) 原材料采购

公司采购的内容主要有原材料、外购件、外协件和标准件，具体情况见下表。2015年，受国家宏观经济形势影响，工程机械行业继续低位调整，公司工程机械产品产销量同比大幅下降，受此影响，公司大多数产品的采购量也相应出现了不同程度下滑。2015年，除油缸、变矩器、泵、蓄电池的采购价格有所上涨外，公司其余产品的采购价格均出现不同程度的下降。2015年公司采购金额为5.47亿元，同比大幅下降54.38%。

表3 公司2014~2015年采购明细（单位：万元，元）

产品	单位	采购量		采购金额		平均采购价格	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
柴油机	台	11,571	5,356	31,025	11,762	26,813	21,961
钢材	吨	31,662	17,564	12,111	4,923	3,825	2,803
轮胎	套	66,071	51,590	19,001	13,677	2,876	2,651
驾驶室	台	9,159	3,513	10,241	3,686	11,181	10,493
铲斗	件	8,845	3,311	8,366	3,067	9,458	9,264
油缸	件	66,289	30,788	8,444	4,070	1,274	1,322
机罩	台	11,578	5,216	3,832	1,382	3,309	2,649
散热器	件	17,226	7,339	3,353	1,233	1,947	1,680
油箱	件	17,180	10,124	3,706	1,789	2,157	1,767
润滑油	吨	5,952	3,269	7,702	3,781	12,940	11,566
变矩器	件	7,217	2,458	2,611	893	3,617	3,632
阀	件	89,704	45,137	3,320	1,585	370	351
泵	件	54,373	26,178	2,915	1,514	536	578
蓄电池	件	20,788	8,263	1,041	440	501	533

油漆	KG	532,205	231,398	1,342	588	25	25
燃油	吨	1,011	442	820	271	8,109	6,135
合计	--	--	--	119,829	54,662	--	--

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，公司 2015 年采购量前五大企业采购额为 3.96 亿元，占当期采购总额的 13.97%，集中度较低。

总体看，2015 年，原材料价格下降，使公司生产成本有所下降；工程机械行业继续低位调整，公司产量大幅下降，使公司采购规模大幅下降。

(3) 产品生产

从成本构成上看，2015 年，公司营业成本仍主要由原材料（占比 85.04%）构成，原材料价格波动对公司营业成本影响较大。受国家宏观经济形势影响，工程机械行业继续低位调整，公司工程机械产品产量同比大幅下降，公司原材料采购金额同比下降 31.49% 至 15.25 亿元。2015 年，公司人工成本、折旧、其他制造费用分别占营业成本的 5.38%、3.89% 和 5.69%，占比较低。

表 4 2015 年公司营业成本构成（单位：万元，%）

构成	2015 年	成本金额变动	2015 年占比	占比变动
原材料	152,515.75	-31.49	85.04	-2.41
人工成本	9,648.60	-11.04	5.38	1.12
折旧	6,981.77	-7.03	3.89	0.94
其他制造费用	10,192.43	-24.97	5.69	0.35

资料来源：公司提供

从成本控制上看，2015 年，公司继续整合机构，实施人员平稳精简政策；继续开展供应链整合，协同开展采购价品种精简工作，改进年度招标采购方式，按降本 5% 目标区分物料类别、供应商制定降本策略。同时，公司进行优化生产工艺布局、路线与流程，积极推进新技术运用、材料替代等设计降本工作。

从产能上看，2015 年，公司装载机、挖掘机产能大幅下降，分别同比下降 65.71% 和 40.00%，主要系国内经济增速放缓，公司为了规避市场风险有意识的去产能，同时进行资源整合引入新产业来化解传统产业的过剩产能所致；公司叉车产能同比增长 66.67% 至 10,000 台/年，主要系叉车市场容量大，每年呈一定幅度增长，公司对叉车进行了产能提升的技改，为了减少运输成本在北方设立了焦作叉车生产基地所致；公司盾构机产能同比增长 25.00% 至 10 台/年，主要系盾构机为 2014 年新增业务，市场需求旺盛，公司扩充产能所致。

从产量及产能利用率上看，2015 年公司的装载机、挖掘机、叉车的产量较上一年均有不同程度的下降，其中叉车的产能利用率下降幅度最大，较上年下降 24.08 个百分点，主要系房地产、基建投资等增速持续回落，工程机械行业持续低迷同时公司当年扩大叉车产能所致。2015 年，公司盾构机产量由上年的 5 台增至 2015 年的 9 台，产能利用率由上年的 62.50% 增至 2015 年的 90.00%。

表 5 公司主要产品 2014~2015 年产销概况（单位：台，%）

年份	产品	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2014 年	装载机	35,000	8,108	23.17	7,114	87.74
	挖掘机	10,000	889	8.89	775	87.18

2015年	叉车	6,000	2,714	45.23	2,743	101.07
	盾构机	8	5	62.50	3	60.00
	装载机	12,000	2,791	23.26	4,364	156.36
	挖掘机	6,000	310	5.17	554	178.71
	叉车	10,000	2,115	21.15	2,321	109.74
	盾构机	10	9	90.00	8	88.89

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，宏观经济增速放缓以及房地产、基建投资等增速持续回落，公司管理层为规避市场风险，减缓库存压力，有意识降低产量水平，并进行产品结构调整，导致公司除盾构机、装载机外的主要产品的产能利用率大幅下降。

(4) 产品销售

公司的销售模式主要有经销制和代理制，跟踪期内，在目前市场条件下，为控制债权回收风险，公司以代理制为主，与上年基本无变化。

从销售区域来看，2015年公司国内销售额占比83.87%，国外占比为16.13%。国内销售区域东北、华北、华南、西南和西北5大销售区域，各区域销售情况不一，其中西北销售占比10%以内，华北、华南和西南均占20%以上。公司在国内销售分布情况跟各区域经济发展水平相适应，产品销售区域分布与上年基本无大变化。

从销量情况看，2015年公司的主要产品销量除盾构机销量8台较上年5台大幅上升外，其余主要产品较上年均有所下降，2015年产品销量分别为装载机4,364台、挖掘机销量554台和叉车2,321台，较上年分别下降38.66%、28.52%和15.39%；从产销率看，2015年装载机产销率较上年上升68.62个百分点，挖掘机产销率较上年上升91.53个百分点，叉车产销率较上年上升8.67个百分点，主要系2015年公司根据市场情况酌情限产，消化库存所致。

从销售价格来看，2015年，公司根据不同的区域市场情况、竞争对手的定价情况、公司自身的市场占有率情况等，对不同区域市场进行综合分析，同时对重点经销商适度倾斜。如下表所示，公司的装载机（大装）、挖掘机、叉车和道路机械由于销售机型结构变化及鼓励经销商消化库存平均价格有所下降；公司装载机（小装）平均价格有所上升，主要系2015年售价较高的滑移装载机销量增加所致；盾构机平均价格呈上升态势，主要系主要零部件配置不同所致。

表6 公司2014~2015年主要产品平均销售价格（单位：万元/台）

产品	2014年	2015年
装载机（大装）	23.08	21.77
装载机（小装）	11.15	11.22
挖掘机	43.28	38.48
道路机械	31.06	27.55
叉车	6.40	5.91
盾构机	3,686.80	3,699.04

资料来源：公司提供

从客户集中角度看，公司2015年前五大客户销售产品的收入总额为4.53亿元，占公司全部销售收入的14.75%，客户集中度较低。

从销售渠道看，公司积极推进海外渠道建设，新引进沙特阿拉伯、澳大利亚、安哥拉、肯尼亚和伊拉克等7家渠道，并建立海外配件库7个。2015年共引进和开发新渠道22家，新增网点

82 个，调整 10 家不良渠道。同时，为了适应未来的移动互联网趋势，公司开通了中国工程机械行业首家品牌商城——厦工商城，实行多样化营销方式，拓宽销售渠道。

公司授权部分实力较强、信誉较强的代理商开展按揭销售业务以及使用“全程通”结算方式与公司进行结算。如果按揭业务最终客户不履行还款义务或代理商不履行其担保义务，或者“全程通”结算方式下代理商不履行其按期缴足银行承兑汇票保证金的义务，公司将承担担保风险，就目前运营的情况看，2015 年公司加强审核，控制使用“全程通”结算方式，以减少对外担保风险。

总体看，由于国内经济增速放缓，房地产、基建投资等增速持续回落，公司主要产品的产销率大幅下降，大部分产品均价下降，客户集中度不高。公司盾构机业务未来发展前景较好，或将推动公司收入及利润增长。

3. 经营关注

工程机械行业持续低迷，公司盈利能力大幅下降

2015 年，宏观经济增速放缓以及房地产、基建投资等增速持续回落，工程机械行业整体处于弱复苏格局。2015 年，工程机械主要产品销量均大幅下滑。受工程机械行业低迷影响，公司工程机械产品产销量大幅下降，收入规模和盈利能力均呈下降态势。

应收账款规模较大，存在一定坏账损失风险

2015 年，公司加大应收账款回款力度，公司应收账款规模有所下降，但规模仍较大，对公司资金形成一定的占用；虽然公司坚持以严格标准选择客户，但受工程机械行业景气度下行影响，公司部分下游客户盈利能力下滑，公司应收账款存在一定的坏账损失风险，对公司的经营业绩产生不利影响。

4. 经营效率

2015 年，公司应收账款周转次数由上年的 0.93 次降至 0.61 次，主要是由于本年工程机械行业的市场持续不景气，公司营业收入大幅下降所致；存货周转次数由上年的 1.55 次降至 1.16 次，主要系产品销量大幅下降导致营业成本大幅下降所致；总资产周转次数由上年的 0.40 次下降至 0.30 次，主要系工程机械行业低迷导致产品销量下降从而导致营业收入下降较多所致。

从上市的同行业六家企业比较情况看，公司各项周转率处于同类上市公司中等水平。

表 7 2015 年同类上市公司同业比较情况（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
600031.SH	三一重工	2.75	1.15	0.38
002097.SZ	山河智能	0.89	0.80	0.23
000923.SZ	河北宣工	0.49	0.84	0.17
000528.SZ	柳工	1.60	2.01	0.32
000425.SZ	徐工机械	1.97	0.88	0.36
000157.SZ	中联重科	1.24	0.69	0.22
600815.SH	厦工股份	1.24	0.74	0.30

资料来源：wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营效率有所下降，整体处于行业中等水平。

5. 未来发展

2016年，公司将坚定转型升级方向，围绕“提质增效”的工作核心，提高核心竞争力，努力实现营业收入34.10亿元，成本费用增幅低于营业收入的增幅。根据公司2016年经营计划，新增资金需求约1.66亿元，资金来源包括银行融资、自有资金，其中新增银行贷款等债务性融资约1.66亿元。公司将采取以下具体措施：

一是创新模式，精细管理。推进区域销售中心建设，探索实施直销、租赁及电商运营模式，完善物联网技术和设备管理APP等软件应用功能，建立营销服务大数据系统。强化以业绩为导向的薪酬激励制度，开展去库存、促回款、提质增效及业务拓展等专项激励制度。二是加快产品升级和技术创新。梳理整合现有产品序列，实施各类产品的“精品工程”。三是整合资源，降本增效。继续整合机构，实施人员平稳精简政策。四是加快全球化布局。完善海外渠道覆盖布局，提高海外子公司运营效率，推进产能输出。五是审慎投资，多元转型。2016年2月，公司控股子公司厦门厦工中铁重型机械有限公司与中铁隧道股份有限公司、厦门市市政工程设计院有限公司在厦门合资设立厦门地下空间工程开发有限公司，进军城市地下空间开发领域。同时，公司持续关注高端零部件、环保工程机械等产业方向，积极寻找符合公司长期发展战略的新型接续产业，探索并开发公司新的增长点。

总体看，公司发展战略清晰，经营计划贴合公司目前实际情况。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2015年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，2016年的一季报数据未经审计。公司执行财政部2014年修订的《企业会计准则第2号—长期股权投资》等一系列会计准则。2015年公司全资子公司山西厦工机械销售有限公司注销，不再纳入合并范围。跟踪期内公司主业未发生改变，财务可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额95.18亿元，负债合计63.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.77亿元，归属于母公司的所有者权益合计30.76亿元。2015年，公司实现合并营业收入30.68亿元，净利润（含少数股东损益）-9.80亿元，归属于母公司所有者净利润为-10.00亿元；经营活动产生的现金流量净额2.11亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.17亿元。

截至2016年3月末，公司合并资产总额101.09亿元，负债合计70.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.07亿元，归属于母公司所有者权益为30.02亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入12.80亿元，净利润（含少数股东损益）-0.70亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.82亿元，现金及现金等价物净增加额为1.03亿元。

2. 资产质量

截至2015年底，公司资产总额95.18亿元，较年初减少13.78%，主要系流动资产下降所致，其中流动资产和非流动资产分别占73.49%和26.51%，资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产合计69.95亿元，较年初减少18.62%，主要系存货大幅下降所致；主要由货币资金、存货和应收账款构成，占比分别为7.56%、57.51%和28.03%。

截至2015年底，公司货币资金余额较年初减少31.19%至5.29亿元，主要系当期偿还部分借款和债券所致。货币资金主要由银行存款（占比93.17%）和其他货币资金（占比6.82%）构成；其

他货币资金主要为保证金、职工住房房改基金专项存款等，受限规模较小。

截至2015年底，公司存货为19.61亿元，较年初下降25.08%，主要系公司主动控制生产所致，存货主要由原材料（占比24.56%）、在产品（占比6.62%）、库存商品（占比57.25%）、自制半成品（占比5.97%）和发出商品（占比5.52%）构成；公司累计计提存货跌价准备2.27亿元。受市场景气度下行影响，公司存货存在一定跌价风险。

截至2015年底，公司应收账款净额为40.23亿元，较年初下降6.94%，主要系公司加大催收力度所致；从账龄上看，在1年以内的占比37.73%，1~2年的占比22.12%，2~3年以内的占比16.57%，3~4年的占10.79%，4年以上的占比12.79%，公司分账龄按不同比例提取坏账准备，累计计提坏账准备4.31亿元；个别认定计提坏账准备6.32亿元，计提较为充分。公司应收账款年末余额前五大合计8.02亿元，占应收账款年末余额的15.78%，集中度较低。但受工程机械行业景气度下行影响，公司部分下游客户盈利能力下滑，公司应收账款存在一定的坏账损失风险，可能对公司的经营业绩产生不利影响。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产合计25.23亿元，较年初增长3.24%，其中以长期股权投资、固定资产、无形资产和递延所得税资产为主，分别占10.95%、51.71%、12.97%和16.81%，构成与年初相比变化不大。

截至2015年底，公司长期股权投资余额为2.76亿元，较年初增加了0.61%，基本稳定。公司固定资产净值为13.05亿元，较年初下降6.93%，主要系计提折旧所致；公司固定资产账面原值为23.33亿元，主要为房屋建筑物（占比46.72%）和机器设备（占比45.73%），固定资产累计计提折旧达到9.20亿元，成新率为62.76%，成新率尚可。公司无形资产为3.27亿元，主要为土地使用权，较年初下降9.74%，主要系累计摊销所致。公司递延所得税资产为4.24亿元，较年初大幅增加81.68%，主要系资产减值准备和可抵扣亏损增加所致。

截至2016年3月底，公司资产合计101.09亿元，较年初增加6.21%，主要系应收账款增加所致，其中流动资产占75.13%，非流动资产占24.87%，资产结构较年初相比变化不大。

总体看，公司跟踪期内资产规模下降较大，资产构成仍以流动资产为主。公司应收账款规模大，存在回收风险；存货占比较大，存在一定的跌价风险；公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至2015年底，公司负债总额63.41亿元，较年初下降7.86%，主要系流动负债下降所致；其中流动负债和非流动负债分别占59.61%和40.39%，负债构成虽仍以流动负债为主，但较年初有较大改善。

截至2015年底，流动负债合计37.80亿元，比上年下降25.11%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债大幅下降所致；流动负债主要由短期借款（占比44.55%）、应付票据（占比16.11%）、应付账款（占比13.58%）和其他应付款（占比16.53%）构成。

截至2015年底，短期借款余额16.84亿元，较年初下降11.50%，主要系公司调整债务结构，降低短期借款所致；短期借款由信用借款（占比77.49%）和保证借款（占比22.51%）构成。信用借款中有3.3亿元系关联方厦门海翼集团财务有限公司借款。

截至2015年底，公司应付票据为6.09亿元，较年初下降15.30%，主要系商业承兑汇票下降所致，由商业承兑汇票（占比13.39%）和银行承兑汇票（占比86.61%）构成。

截至 2015 年底，公司应付账款为 5.13 亿元，较年初下降 28.21%，主要系材料采购量下降所致，主要为货款（占比 97.91%）。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 6.25 亿元，较年初下降 4.01%，主要由土地采购及购买股权余款（占比 35.80%）、计提三包服务费（占比 20.80%）和应付融资租赁售后回租款（占比 28.62%）等构成。

截至 2015 年底，非流动负债合计 25.61 亿元，较年初增加 39.62%，主要系公司新增长期借款所致；非流动负债主要以长期借款（占比 30.89%）、应付债券（占比 55.71%）和递延收益（占比 10.66%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款余额为 7.91 亿元，全部为保证借款，均为股东海翼集团提供担保，借款利率区间为 1.2%~2.65%。主要集中在 2017 年到期，有一定的集中偿付压力。

截至 2015 年底，公司应付债券余额 14.27 亿元，为公司发行的“12 厦工债”，初始票面利率为 4.55%；2015 年 5 月 28 日，根据公司的实际情况以及市场环境，公司决定上调本次债券的票面利率 45 个基点。

截至 2015 年底，公司递延收益 2.73 亿元，较年初略降 0.93%，全部为政府补助。

截至 2015 年底，公司全部债务 46.98 亿元，较年初下降 5.24%，其中短期债务 24.80 亿元，占比 52.80%（年初占比 69.86%），长期债务 22.18 亿元（年初占比 30.14%），占比 47.20%，公司债务结构仍以短期债务为主，但较年初较大改善。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 66.62%、59.66%和 41.11%，分别较上年增加 4.28 个百分点、5.27 个百分点和 14.67 个百分点，公司债务负担有所上升，但仍处于正常水平。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 70.02 亿元，较年初增加 10.42%，主要系短期借款、应付账款增加所致，其中流动负债占 63.51%，非流动负债占 36.49%，负债结构较年初变化不大。

总体看，2015 年末公司整体负债水平有所下降，债务结构仍以流动负债为主，债务结构有待改善，且 2017 年有一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 31.77 亿元，较年初下降 23.59%，主要系当期净利润大幅下降所致；其中归属于母公司所有者权益 30.76 亿元，占所有者权益合计的 96.82%。归属于母公司所有者权益中，实收资本 9.59 亿元（占 30.19%），资本公积 20.21 亿元（占 63.63%），盈余公积 2.74 亿元（占 8.63%），未分配利润由年初的 8.23 亿元大幅降至-1.76 亿元，资本公积和实收资本占比较高，权益稳定性较好。

截至 2016 年 3 月底，公司的所有者权益规模 31.07 亿元，较年初下降 2.20%，主要系 2016 年一季度亏损所致；规模和构成较年初变化不大。

总体看，跟踪期内受公司净利润大幅下降影响，公司所有者权益规模略有下降，权益结构较稳定；但由于公司 2015 年大幅亏损，导致未分配利润由正转负，对所有者权益侵蚀较大。

4. 盈利能力

2015 年，受国家宏观经济影响，工程机械行业继续低位调整，公司工程机械产品产销量较大幅度减少，受此影响，2015 年，公司实现营业收入 30.68 亿元，同比大幅下降 32.71%；加之公司根据实际情况计提了 6.02 亿元的资产减值损失，导致公司实现营业利润为-11.87 亿元。2015 年，公司及子公司收到政府的补助同比大幅下降，综上影响，公司由盈利转为亏损，净利润为-9.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-10.00 亿元。

2015年，公司计提资产减值损失6.02亿元，主要为计提的坏账损失4.15亿元、存货跌价损失1.77亿元等。2015年，公司营业外收入为0.38亿元，同比大幅下降92.92%，主要系政府补助由2014年的4.97亿元降至0.31亿元所致。

从期间费用情况看，2015年，公司期间费用为8.10亿元，同比增加11.83%，主要系销售费用和管理费用增加所致；期间费用构成中，销售费用占36.05%、管理费用占40.38%、财务费用占23.56%。2015年，公司销售费用为2.92亿元，同比增长16.92%，主要系售后和三包服务费用增加所致；管理费用为3.27亿元，同比增长24.51%，主要系辞退福利和停工损失增加所致；财务费用为1.91亿元，同比下降9.89%，主要系借款减少所致。2015年，公司费用收入比为26.41%，同比增加了10.52个百分点，公司费用控制能力有待改善。

从盈利指标看，受2015年工程机械市场不景气影响，公司产品价格和产品销售大幅下降，同时政府对公司及其子公司补贴力度减弱，公司由盈利转为亏损，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年均大幅下降，2015年分别为-9.05%、-9.18%和-26.72%。

从同行业比较情况看，2015年公司主要盈利指标在上市工程机械公司中处于较低水平。

表8 2015年同类上市公司同业比较情况（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	销售毛利率	销售期间费用率
600031.SH	三一重工	0.60	24.78	22.52
002097.SZ	山河智能	-1.22	28.25	36.40
000923.SZ	河北宣工	0.16	21.79	35.83
000528.SZ	柳工	0.24	25.53	24.58
000425.SZ	徐工机械	0.25	20.50	22.50
000157.SZ	中联重科	0.21	27.02	26.34
600815.SH	厦工股份	-27.97	7.49	26.41

资料来源：wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016年一季度，公司实现营业收入12.80亿元，同比增长86.80%，主要系2016年一季度工程机械有所回暖，公司产品销量增加所致；实现利润总额-0.84亿元，同比增长19.15%，主要系同期产品销量增加所致；实现净利润（含少数股东损益）-0.70亿元。

总体看，由于国内经济增速放缓，房地产、基建投资等增速持续回落，2015年公司收入规模大幅下降，加之计提大额减值准备、当期政府补贴力度减弱，公司由盈利转为亏损，整体盈利水平较弱。同时联合评级也关注到，2015年公司应收账款规模虽有所下降但处于较大规模，由于工程机械行业不景气，仍需关注经销商或客户违约带来利润吞噬风险。未来，若资产减值有望转回，公司盈利能力有望改善。

5. 现金流

2015年，公司经营活动产生的现金流量净额由2014年的-2.96亿元增至2015年的2.11亿元，主要系采购支付的现金减少所致；公司现金收入比有所提高，2015年为110.62%，同比上涨7.84个百分点，主要系应收账款回收力度加大所致，收入实现质量有所提高。

2015年，公司投资活动产生现金由上年的净流入转为净流出状态，为-0.78亿元，主要系公司增加技改等固定资产、在建工程投资，同时上年公司收回银行理财投资所致。

2015年，公司筹资活动产生的现金净流出由2014年的1.01亿元增至2015年的3.56亿元，主要系当期偿还部分短期借款和应付债券所致。

2016 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.82 亿元；投资活动现金流量净额为 0.86 亿元；筹资活动现金流量净额为 0.97 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性净现金流由净流出转为净流入态势，收入实现质量有所提高；同时，公司对外投资规模虽有所下降但仍处于较高水平，公司仍有一定的外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.85 倍和 1.33 倍，较上年均有所上升；现金短期债务比由上年末的 0.40 倍降至 0.30 倍，整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为-7.86 亿元，同比大幅下降，主要系当期利润总额大幅下降所致；2015 年，EBITDA 利息保障倍数由 2014 年的 1.82 倍大幅降至 2015 年的-3.73 倍；EBITDA 全部债务比为-0.17 倍，公司 EBITDA 对利息和债务的覆盖程度很弱。考虑到随着公司研发水平的提高，新产品市场的拓展，公司未来盈利规模有望得到改善，同时，通过加强存货和往来款管理，缩短营业周期，提高经营效率，对债务的保障能力将获得提高，公司长期偿债能力有望增强。

截至 2015 年底，公司共获得各银行和财务公司授信额度 94.14 亿元，已使用额度 31.56 亿元，尚未使用额度为 62.58 亿元。公司与各银行保持着良好的合作关系，多笔贷款享受优惠利率，公司的外部融资能力较强，间接融资渠道通畅。

截至 2015 年底，公司有 14 件未决诉讼，诉讼（仲裁）涉及金额达 2.73 亿元，大部分为买卖合同纠纷；公司对外担保合计 1.52 亿元，担保比率为 4.77%，被担保方为“全程通”汽车及工程机械金融网合作协议、工程机械按揭贷款合作协议以及“票货通”融资专项额度总协议，担保到期日均在 2016 年；公司存在一定的或有负债风险。

根据中国人民银行出具企业信用报告（公司机构信用代码：G1035020300021050M），截至 2016 年 6 月 12 日，公司不存在逾期借款和银行不良记录。

总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力有所下降。随着公司研发水平的提高，新产品市场的拓展，公司未来盈利规模有望得到改善。同时，通过加强存货和往来款管理，缩短营业周期，提高经营效率，公司对债务的保障能力将获得提高，长期偿债能力有望增强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 8.29 亿元，约为“12 厦工债”待偿本金（14.30 亿元）的 0.58 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；公司净资产达 31.07 亿元，约为“12 厦工债”待偿本金（14.30 亿元）的 2.77 倍，公司净资产能够对“12 厦工债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为-7.86 亿元，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度很弱。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 35.56 亿元，约为“12 厦工债”待偿本金（14.30 亿元）的 2.49 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司作为国内较具规模的综合性工程机械制造企业之一，在产业布局、营销网络、研发技术等方面仍具有一定的优势，加之 2016 年一季度工程机械行业有所回暖，预计未来公司收入规模和盈利能力有望改善。联合评级认为，公司对“12 厦工债”的偿还能力仍

很强。

八、债权保障条款

公司发行的“12厦工债”由海翼集团、市政集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 担保方——海翼集团

(1) 海翼集团概况

海翼集团前身是1993年6月成立的厦门国有资产投资公司（以下简称“厦门国投”），2006年5月根据厦门市委、市政府印发的《市属国有企业和企业国有资产整合及国有企业监管体制调整方案》（厦委发[2006]6号），以及厦门市国资委《关于厦门国有资产投资公司变更为厦门机电集团有限公司的通知》（厦国资产[2006]87号）文件批准，由厦门国投变更形成。2010年5月18日，由原厦门机电集团有限公司更名为厦门海翼集团有限公司。海翼集团是国有独资企业，是经厦门市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司。截至2016年3月底，海翼集团注册资本25.64亿元，海翼集团的股东及最终控制方为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至2015年底，海翼集团（合并）资产总额204.39亿元，负债总额125.22亿元，所有者权益合计79.17亿元，归属于母公司所有者权益合计57.29亿元。2015年海翼集团实现营业收入108.24亿元，净利润-3.89亿元，归属于母公司净利润为0.90亿元；经营性活动产生的现金流量净额为8.30亿元，现金及现金等价物净增加额-0.30亿元。

截至2016年3月底，海翼集团（合并）资产总额226.08亿元，负债总额146.78亿元，所有者权益合计79.30亿元，归属于母公司所有者权益合计56.88亿元。2015年海翼集团实现营业收入25.78亿元，净利润-1.06亿元，归属于母公司净利润为-0.53亿元；经营性活动产生的现金流量净额为-2.30亿元，现金及现金等价物净增加额-361.65万元。

海翼集团地址：厦门市思明区厦禾路668号海翼大厦B座24-28层，法定代表人：郭清泉。

(2) 重大事项

中国航空工业集团公司拟控股海翼集团

2014年12月5日，厦门市国资委与中国航空工业集团公司（以下简称“中航工业”）下属企业中航机电系统有限公司（以下简称“中航工业机电系统”）、中航通用飞机有限责任公司（以下简称“中航工业通飞”）签署《重组厦门海翼集团有限公司协议》，中航工业机电系统及中航工业通飞拟采取国有股权无偿划转的方式合计持有海翼集团54%股权，厦门市国资委持有海翼集团46%股权，该重组完成后，中航工业将成为海翼集团的实际控制人。

2015年2月3日，厦门市国资委与中航工业机电系统、中航工业通飞签署《关于厦门海翼集团有限公司股权无偿划转协议》，其中中航工业机电系统通过此次股权划转取得海翼集团50%的股权，中航工业通飞通过此次股权划转取得海翼集团4%的股权。

目前，上述股权无偿划转事项尚需取得国务院国有资产监督管理委员会批准；尚需中国证券监督管理委员会豁免中航机电系统、中航工业通飞对厦工股份履行要约收购义务，结果尚存在较大不确定性。但若该次重组顺利完成，有利于海翼集团提高核心经营能力和发展潜力，提升海翼集团综合竞争力。

(3) 经营分析

海翼集团业务板块主要分为工程机械板块、供应链板块等，供应链板块主要包含贸易和物流业务。

2015年，受工程机械行业景气度持续下滑影响，海翼集团实现营业收入108.24亿元，同比下降53.83%，其中主营业务收入占比98.49%，公司主业突出。

收入构成方面，2015年，受工程机械行业景气度持续下滑，下游需求疲弱，导致海翼集团工业板块营业收入同比大幅下降72.91%至39.41亿元，占营业收入的比重由上年的62.05%降至36.41%；海翼集团商业收入同比下降22.97%至54.77亿元，主要系钢材市场景气度下行所致。海翼集团主营业务板块还包括交通运输业、类金融业、房地产业等，收入规模较小。

毛利率方面，2015年，海翼集团工业板块毛利率为7.62%，同比减少1.30个百分点；商业板块毛利率为1.33%，同比减少0.40个百分点。其他业务板块毛利率维持在较高水平，2015年为47.58%，同比增加9.83个百分点，主要系毛利率较高的租金收入增加所致。综上影响，2015年，海翼集团综合毛利率为8.35%，较上年下降0.65个百分点。

表9 近两年海翼集团营业收入情况（单位：万元，%）

项目	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.主营业务小计	2,301,853.75	98.19	8.47	1,066,095.10	98.49	7.75
其中：工业	1,454,648.43	62.05	8.92	394,124.46	36.41	7.62
商业	710,955.26	30.33	1.73	547,651.07	50.59	1.33
交通运输业	18,321.72	0.78	3.90	18,281.83	1.69	5.82
类金融业	9,298.27	0.40	62.54	5,280.32	0.49	42.27
房地产业	103,198.87	4.40	40.72	81,329.88	7.51	38.01
社会服务业	5,431.19	0.23	79.41	19,427.54	1.79	57.37
2.其他业务小计	42,445.32	1.81	37.75	16,335.71	1.51	47.58
合计	2,344,299.07	100.00	9.00	1,082,430.81	100.00	8.35

资料来源：海翼集团提供

工业板块

工业板块的主要经营主体是厦工股份，该部分分析详见对厦工股份的经营分析。

商业板块

海翼集团商业板块的主要经营主体是厦门海翼国际贸易有限公司（下称“海翼国贸”），该板块主要为海翼集团制造板块及原子公司金龙汽车的生产提供钢材等原料的统一采购和物流运输服务。由于海翼集团与金龙汽车的补充协议约定，相关资产划转完成后，金龙汽车的采购业务目前仍由海翼集团负责，所以供应链板块业务相对稳定。海翼集团供应链贸易业务可以根据市场情况随时调整，灵活性较大。2015年，海翼国贸实现营业收入43.87亿元；同比有所下降；海翼国贸毛利率为1.19%，较上年变化不大。

总体看，2015年，受工程机械行业景气度持续下滑影响，海翼集团营业收入大幅下滑。但未来中航工业或将成为海翼集团实际控制人，有利于海翼集团提升核心经营能力和发展能力。

(4) 财务分析

海翼集团提供的2015年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016年一季度报表未经审计。2015年海翼集团合并范围减少2家子公司，

系海翼集团转让厦门创程环保科技有限公司、厦门创程融资担保有限公司 100% 股权所致。跟踪期内海翼集团主业未发生改变，财务可比性较强。

截至2015年底，海翼集团（合并）资产总额204.39亿元，负债总额125.22亿元，所有者权益合计79.17亿元，归属于母公司所有者权益合计57.29亿元。2015年海翼集团实现营业收入108.24亿元，净利润-3.89亿元，归属于母公司净利润为0.90亿元；经营性活动产生的现金流量净额为8.30亿元，现金及现金等价物净增加额-0.30亿元。

截至2016年3月底，海翼集团（合并）资产总额226.08亿元，负债总额146.78亿元，所有者权益合计79.30亿元，归属于母公司所有者权益合计56.88亿元。2015年海翼集团实现营业收入25.78亿元，净利润-1.06亿元，归属于母公司净利润为-0.53亿元；经营性活动产生的现金流量净额为-2.30亿元，现金及现金等价物净增加额-361.65万元。

资产质量

截至2015年底，海翼集团资产总额204.39亿元，较年初下降8.82%，主要系流动资产下降所致，其中流动资产占67.25%，非流动资产占32.75%，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至2015年底，海翼集团流动资产为137.44亿元，较年初下降13.57%，主要系应收账款和存货大幅下降所致，其构成以货币资金（占比11.86%）、应收票据（占比5.24%）、应收账款（占比36.33%）、其他应收款（占比6.84%）和存货（30.08%）为主。

截至2015年底，海翼集团货币资金16.30亿元，较年初下降4.53%，其中银行存款占81.85%，其他货币资金占18.14%；受限资金合计0.58亿元，受限规模较小。海翼集团应收票据为7.20亿元，较年初下降20.10%，主要系银行承兑汇票下降所致。

截至2015年底，海翼集团应收账款账面价值为49.93亿元，较年初下降5.62%，主要系当期工业板块销售下降及加大催缴力度所致；从账龄上看，应收账款余额1年以内的占41.04%，1~2年的占21.52%，2~3年的占15.40%，3~4年的占9.99%，4~5年的占10.49%，5年以上的占1.56%，账期较长。海翼集团按单项金额重大并单项计提、按组合计提和单项金额虽不重大但单项计提三种方式合计计提坏账准备14.75亿元；截至2015年底，海翼集团应收账款余额前五大合计8.02%，占应收账款余额的12.40%，集中度较低。

截至2015年底，海翼集团其他应收款账面价值为9.40亿元，较年初下降15.62%；从账龄上看，1年以内的占64.06%，1~2年的占8.10%，2~3年的占1.99%，3~4年的占1.21%，4~5年的占9.02%，5年以上的占15.62%，账期较长。海翼集团其他应收款合计计提坏账准备2.88亿元，计提较为充分。

截至2015年底，海翼集团存货账面净值为41.35亿元，较年初下降20.99%，主要系工程机械行业不景气，该板块降低产量所致。其构成以库存商品（39.17%）、原材料（14.16%）和开发成本（32.44%）为主；海翼集团已提取3.85亿元存货跌价准备，存货存在一定的跌价风险。

非流动资产

截至2015年底，海翼集团非流动资产66.95亿元，较年初增加2.77%，主要由长期股权投资（占17.64%）、固定资产（占33.68%）、投资性房地产（占12.05%）、可供出售金融资产（占13.43%）、无形资产（占9.30%）和递延所得税资产（占8.31%）构成。

截至2015年底，海翼集团长期股权投资11.81亿元，较年初增加7.38%，主要系对合营及联营企业追加投资。截至2015年底，海翼集团固定资产22.55亿元，较年初下降7.08%，主要由房屋及建筑物（占比66.08%）和机器设备（占比28.13%）构成；累计计提折旧12.82亿元，固定资产成新率为63.34%，成新率尚可。截至2015年底，海翼集团投资性房地产8.07亿元，较年初增

加 6.45%，主要为房屋建筑物（占比 94.13%）。此外，截至 2015 年底，海翼集团可供出售金融资产 8.99 亿元，较年初增加 3.02%；无形资产 6.23 亿元，较年初下降 7.01%，主要为土地使用权（占比 94.93%）；递延所得税资产为 5.57 亿元，较年初大幅增加 51.47%，主要系资产减值准备增加所致。

截至 2016 年 3 月底，海翼集团合并资产合计 226.08 亿元，较年初增加 10.61%，主要系应收账款大幅增加所致；其中流动资产占 70.64%，非流动资产占 29.36%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2015 年受工程机械行业不景气影响，海翼集团资产规模持续下降，资产结构以流动资产为主；流动资产中应收账款和存货占比较大，对资金形成一定的占用；同时，机械行业持续低位徘徊，海翼集团存货存在跌价风险；整体看，海翼集团资产质量一般。

负债

截至 2015 年底，海翼集团负债总额为 125.22 亿元，较年初下降 10.92%，主要流动负债大幅下降所致；其中流动负债占 59.51%，非流动负债占比 40.49%，负债构成中流动负债占比略高，较年初变化不大。

截至 2015 年底，海翼集团流动负债为 74.52 亿元，较年初下降 22.24%，主要系短期借款、其他应付款等下降所致；由短期借款（占比 32.05%）、应付票据（占 18.14%）、应付账款（占比 11.48%）、预收款项（占 12.98%）和其他应付款（占 20.04%）构成。

截至 2015 年底，海翼集团短期借款为 23.89 亿元，较年初下降 9.38%，主要系偿还部分借款所致，由抵押借款（占比 10.30%）、保证借款（占比 34.11%）和信用借款（占比 55.59%）构成。应付票据方面，截至 2015 年底，海翼集团应付票据 13.52 亿元，较年初下降 2.07%，主要为银行承兑汇票（占比 93.92%）；应付账款方面，截至 2015 年底，海翼集团应付账款 8.55 亿元，较年初大幅下降 29.10%，主要系工业板块采购量下降所致，主要为采购货款、工程款及运费等。预收款方面，截至 2015 年底，海翼集团预收款项 9.67 亿元，较年初下降 29.59%，主要账龄为 1 年以内（占比 86.92%）。截至 2015 年底，海翼集团其他应付款为 14.94 亿元，较年初下降 25.78%，主要系当期无股权转让款和黄金转让款所致。

截至 2015 年底，海翼集团非流动负债为 50.70 亿元，较年初增加 13.1%，主要由长期借款（占比 17.96%）、应付债券（占比 48.81%）、专项应付款（占比 16.98%）和预计负债（占比 5.84%）构成。

截至 2015 年底，海翼集团长期借款余额为 9.11 亿元，较年初增加 444.43%，主要系海翼集团增加融资所致；应付债券方面，截至 2015 年底，海翼集团应付债券 24.75 亿元，较年初略下降 2.66%，主要为中期票据和本次债券；专项应付款方面，截至 2015 年底，海翼集团专项应付款 8.61 亿元，较年初下降 8.35%，主要为拆迁补偿收入、汽车城项目专项款及资金等。预计负债方面，截至 2015 年底，海翼集团预计负债为 2.96 亿元，较年初增加 1.84%，主要为企业改制成本（占比 74.35%）。

截至 2015 年底，海翼集团全部债务较年初下降 3.36% 至 72.51 亿元，其中短期债务占 53.31%、长期债务占 46.69%，债务结构比上年变化不大，对应的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.27%、47.80% 和 29.95%，与年初相比变化不大。整体看，海翼集团债务结构处在合理水平。

截至 2016 年 3 月底，海翼集团负债总额 146.78 亿元，较年初增加 17.22%，主要系短期借款大幅增加所致；其中流动负债占 66.50%，非流动负债占 40.49%，负债结构较年初变化不大。

截至 2016 年 3 月底，海翼集团全部债务合计 83.65 亿元，较年初增加 15.37%，主要系短期债务增加所致，其中短期债务占 61.41%，长期债务占 38.59%，债务结构有待改善。截至 2016 年 3

月底，海翼集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.92%、51.33% 和 28.93%，海翼集团债务负担有所加重，但仍处于适中水平。

总体看，跟踪期内，海翼集团负债规模波动上升，负债规模适中，但债务结构有待改善。

所有者权益

截至2015年底，海翼集团所有者权益合计79.17亿元，较年初下降5.23%，主要系少数股东权益下降所致；归属于母公司所有者权益为56.88亿元，其中，实收资本占比44.75%，资本公积占比15.30%，未分配利润占比30.30%，权益稳定性较好。

截至2016年3月底，海翼集团所有者权益合计79.30亿元，与年初基本持平，权益构成较年初变化不大。

总体看，2015年，海翼集团所有者权益略有下降，权益稳定性仍较好。

盈利能力分析

2015年，海翼集团营业收入为108.24亿元，同比下降53.83%，主要子公司厦工股份收入大幅下降所致；加之海翼集团根据实际情况计提了6.60亿元的资产减值损失，海翼集团由上年的盈利转为亏损，净利润为-3.89亿元，归属于母公司净利润为0.90亿元。

从期间费用看，2015年，受海翼集团产品销量下降影响，海翼集团销售费用、管理费用同比分别下降36.58%、32.58%至3.92亿元、5.52亿元；财务费用为2.48亿元，同比下降27.23%，主要系有息债务规模下降使得利息支出减少所致；2015年海翼集团费用收入比为11.00%，同比增加了3.43个百分点，海翼集团期间费用控制能力有所下降。

投资收益方面，2015年，海翼集团实现投资收益为5.64亿元，同比大幅增长133.84%，主要系处置长期股权投资和权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；其中，处置长期股权投资产生的投资收益占比69.75%、权益法核算的长期股权投资收益占比20.29%。海翼集团投资收益对营业利润形成有效补充。

从盈利指标来看，2015年海翼集团由盈利转为亏损，总资本收益率和净资产收益率较上年均呈下降态势，分别为-0.24%和-4.78%，海翼集团盈利能力减弱。

2016年一季度，海翼集团实现营业收入25.78亿元，占2015年全年营业收入的23.82%；净利润-1.06亿元，其中归属于母公司净利润为-0.53亿元。

总体看，2015年工程机械行业不景气，海翼集团营业收入大幅下降，盈利能力减弱。

现金流分析

2015年，海翼集团经营活动现金流量净额由上年的净流出16.56亿元转为净流入8.30亿元，主要系加大催收力度所致；海翼集团现金收入比有所提高，2015年为104.07%，同比上涨10.16个百分点，主要系子公司厦工股份加大应收账款催收力度所致，收入实现质量有所提高。2015年，海翼集团投资活动产生现金仍呈净流出态势但流出规模大幅下降，投资活动现金流量净额为-701.43万元。2015年，海翼集团筹资活动产生的现金净流出由2014年的22.52亿元减少至2015年的8.60亿元，主要系当期偿还借款下降所致。

2016年一季度，海翼集团经营活动产生的现金流量净额为-2.30亿元；投资活动现金流量净额为-7.41亿元；筹资活动现金流量净额为9.66亿元。

总体看，跟踪期内，海翼集团经营性净现金流由净流出转为净流入，收入实现质量有所提高；海翼集团对外投资规模仍较大，仍有一定的对外融资需求。

偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，海翼集团流动比率和速动比率均有所上升，分别为

1.84倍和1.29倍；现金短期债务比由上年末的0.55倍增至0.61倍，货币资金对短期债务的覆盖能力有所提升；经营现金流动负债比率由上年的-17.28%降至11.13%，经营活动现金流量净额对流动负债覆盖程度有所增强。整体看，海翼集团短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015年，海翼集团EBITDA为4.60亿元，主要由折旧和计入财务费用的利息支出构成；EBITDA利息保障倍数由上年的3.30倍降至1.31倍，EBITDA对利息保障能力一般；EBITDA全部债务比由上年的0.19倍降至0.06倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱；整体看，海翼集团长期偿债能力有待提升。

截至2015年底，海翼集团共获得各银行授信201.28亿元，已使用43.39亿元。海翼集团外部融资能力很强。

截至2015年底，海翼集团无对外担保。

根据海翼集团提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1035020300276110W），截至2016年6月12日，海翼集团集团本部不存在已结清或未结清的不良信贷记录。

以2015年末财务数据测算，“12厦工债”待偿本金（14.30亿元）占担保方海翼集团资产总额的7.00%、所有者权益总额的18.06%，整体占比低；海翼集团EBITDA对本次债券待偿本金（14.30亿元）的覆盖倍数为0.32倍，覆盖程度较高；经营活动现金流入量对本次债券待偿本金（14.30亿元）的覆盖倍数为8.61倍，覆盖程度很高。总体上看，海翼集团对债券的保护程度很高。

综合以上分析，并考虑海翼集团在工程机械行业所处的市场地位及品牌知名度，其整体仍具有较强的综合竞争实力。联合评级认为，海翼集团对“12厦工债”的担保能力很强。

2. 担保方——市政集团

（1）市政集团概况

市政集团系根据厦门市人民政府下达的厦府[2014]64号《厦门市人民政府关于同意调整厦门市市政集团有限公司组建方案的批复》文件精神，由厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）于2014年4月投资组建，根据组建方案，市政集团先后接收厦门市工程公司、厦门百城建设投资有限公司、厦门市燃气总公司、厦门水务集团有限公司、厦门白鹭洲建设开发有限公司、厦门市市政建设开发总公司等公司的全部或部分股权，初步形成了涵盖自来水供应、燃气供应、垃圾回收发电及市政基础设施等多板块经营格局。截至2016年3月底，市政集团注册资本为176.40亿元，厦门市国资委为其控股股东及实际控制人。

市政集团经营范围：根据国有资产监督管理部门的授权，运营管理授权范围内的国有资本；负责厦门市市政、交通企业基础设施建设，国有股权投资与资本运作；政府重大市政、交通基础设施建设项目的投融资，开展与其主业相关的以资本为纽带的整合重组；其他与市政、交通基础设施建设有关产业的投资；承担市委、市政府及相关部门交办或委托的其他业务；其他政府许可的产业投资、运营管理。与上年基本无变化。

截至2015年底，市政集团（合并）资产总额809.10亿元，负债总额603.76亿元，所有者权益合计205.34亿元，归属于母公司所有者权益合计186.84亿元。2015年，市政集团实现营业收入61.24亿元，净利润1.92亿元，归属于母公司净利润为1.41亿元；经营性活动产生的现金流量净额为10.20亿元，现金及现金等价物净增加额2.73亿元。

市政集团注册地址：厦门市湖里区云顶中路2777号市政大厦23楼2301-2305室；市政集团法定代表人：陈飞铭。

(2) 厦门市经济和财政概况

区域经济

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

根据“厦门市2015年国民经济和社会发展统计公报”，2015年，厦门全年地区生产总值（GDP）3,466.01亿元，按可比价格计算，比上年增长7.2%。其中，第一产业增加值23.94亿元，下降0.5%；第二产业增加值1,508.99亿元，增长7.9%；第三产业增加值1,933.08亿元，增长6.5%。三次产业结构为0.7：43.5：55.8。按常住人口计算的人均地区生产总值90,378元，增长5.3%，折合14,514美元。

2015年，厦门市全年实现规模以上工业增加值1,254.06亿元，增长7.9%，占全市地区生产总值的36.2%。截至2015年底，全市规模以上工业企业1,647家，实现工业总产值5,030.81亿元，比上年增长8.1%。其中产值超亿元的企业546家，实现产值4,263.93亿元，占全市规模以上工业总产值的84.8%。规模以上工业中，重工业完成产值3,416.91亿元，比上年增长8.1%；轻工业完成产值1,613.90亿元，增长8.2%，重工业与轻工业之比为2.12:1。

2015年，厦门市基础设施投资590.36亿元，增长38.5%，其中交通运输业投资312.85亿元，增长39.0%。工业投资354.59亿元，增长18.7%，其中工业企业技术改造投资251.80亿元，增长15.0%。社会事业投资99.22亿元，增长35.9%。金融业投资11.09亿元，增长34.8%。批发零售业投资18.63亿元，下降9.5%。

2015年，厦门市全社会固定资产投资1,896.52亿元，比上年增长20.6%，其中固定资产投资（不含农户）1,887.65亿元，增长20.8%。分产业看，第一产业投资下降27.1%，第二产业投资增长17.4%，第三产业投资增长21.8%，三次产业投资比例为0.1:18.9:81.0。

财政实力

受益于近些年区域经济的持续发展，厦门市财政实力也不断增强。2015年，全市一般公共预算总收入1,001.7亿元，为预算的99.7%，比上年增长10.2%。其中：地方级收入606.1亿元，为预算的100.8%，增长11.5%；上划中央收入395.6亿元，增长8.3%。全市一般公共预算支出652亿元，其中：当年预算支出579.3亿元，完成预算的94.9%。全市政府性基金收入360.2亿元，为预算的110.6%，比上年下降3.6%。全市政府性基金支出306.4亿元，其中：当年预算支出301.8亿元，完成预算的91.3%。全市国有资本经营收入15亿元，为预算的104.2%，比上年增长21%。全市国有资本经营支出14.5亿元，其中：当年预算支出14.2亿元，完成预算的98.6%。

总体看，本次债券主体和担保方所在厦门区域经济发展良好，厦门市财政实力不断增强。

(3) 经营概况

市政集团是厦门市直属的国有独资企业，主要从事厦门市市政基础设施的建设及投融资。目前市政集团拥有城市供水及污水处理、城市燃气供应、垃圾回收发电、城市市政工程施工、贸易等五大板块主业以及房地产开发、物业管理、场地及设备租赁、咨询服务、酒店服务等相关副业。2015年，市政集团营业收入为61.24亿元，同比增长21.37%，主要系工程业务、自来水及燃气销售增长所致；同期，市政集团营业成本同比增长23.63%，增幅高于收入增幅；市政集团净利润同比下降9.32%至1.92亿元，归属于母公司净利润为1.41亿元。

从收入构成来看，市政集团主营业务以市政类主业为主，市政类业务主要包括市政工程施工、自来水供应及污水处理、燃气供应和垃圾回收发电。2014年，以上四大类市政主业占市政集团主营业务收入的66.15%，市政主业地位突出。市政集团贸易业务主要是商品混凝土、钢材、钢筋等

建材产品的销售。近年来，贸易板块收入总体保持稳定。公司其他收入相对规模较小，主要包括物业、服务类及少量房地产业务。

从毛利率来看，市政集团的毛利贡献主要来自工程施工、水务、燃气和其他业务板块。同期，市工程施工毛利率较为稳定为21.26%；燃气毛利率较上年下降3.27个百分点至25.12%；水务毛利率较上年下降1.29个百分点至32.29%；其他业务毛利率较上年增加4.47个百分点至40.32%。综上所述影响，2014年，市政集团主营业务综合毛利率基本与上年持平，为20.19%。

2015年1~9月，市政集团现主营业务收入合计40.12亿元，占2014年全年收入数额的81.54%；同期，市政集团合毛利率下降至18.22%，主要系工程施工、垃圾回收发电毛利率有所下降所致。

表10 市政集团2013~2014年及2015年1~9月主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

主营业务板块	2013年			2014年			2015年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	13.94	29.78	21.23	15.32	31.07	21.26	10.78	26.87	20.25
燃气	8.99	19.20	28.39	9.96	20.20	25.12	6.91	17.22	29.22
水务	5.91	12.63	33.58	6.39	12.96	32.29	4.73	11.79	31.09
垃圾回收发电	0.96	2.05	24.75	0.95	1.92	34.00	0.90	2.23	19.48
贸易	13.76	29.40	6.71	13.92	28.24	5.01	14.40	35.90	4.90
其他	3.23	6.94	35.85	2.75	5.61	40.32	2.40	5.98	31.51
合计	46.79	100.00	20.98	49.29	100.00	20.19	40.12	100.00	18.22

资料来源：市政集团审计报告

工程施工板块

市政集团的工程业务经营主体为为厦门市市政建设开发总公司、厦门百城建设投资有限公司、厦门市政工程公司、厦门水务集团有限公司、厦门市燃气总公司等二级子公司及其下属单位。工程施工板块主要由市场化商业项目和政府代建项目构成；2014年，市政集团工程施工收入为15.32亿元，同比增长9.90%，主要系一般施工项目收入增加所致。

表11 市政集团2013~2015年9月工程施工业务营业收入情况（单位：万元）

业务类型	2013年	2014年	2015年1~9月
市场化商业项目	131,182.41	146,668.22	103,191.11
其中：一般施工项目	114,726.91	136,099.62	93,723.03
BT项目	16,455.50	10,568.60	9,468.08
政府代建项目	8,177.92	6,484.13	4,645.17
其中：市政工程项目	7,484.92	6,014.13	4,415.17
保障房项目	693.00	470.00	230.00
合计	139,360.33	153,152.35	107,836.28

资料来源：市政集团提供

市场化商业项目是指市政集团下属子公司通过招投标承接的施工项目，分为一般施工项目和BT项目；2014年，市场化商业项目收入为14.67亿元，同比增长11.80%，其中一般施工项目占比较大，占比均超过85%。2014年，市政集团新签合同数据71个，合同金额为13.42亿元，同比增长47.59%。截至2015年9月底，市政集团市场化商业项目主要在建项目6个，合同金额合计11.03亿元，截至2015年9月底，已投入金额5.65亿元；市场化商业项目主要拟建项目2个，合同金额合计0.86亿元。

表12 截至2015年9月底市政集团市场化主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

	业主单位	项目名称	合同金额	建设起止时间	已投入金额	未来三年投资计划		
						2016	2017	2018
在建	厦门市市政建设开发总公司	厦门火车站南广场停车场及配套服务设施工程	45,000.00	2014~2016	18,694.00	26,306.00	--	--
	温州市瓯海区广化路和双南线道路建设办公室	广化南路（瓯海段）道路建设工程（一期）	20,275.24	2014~2015	13,047.25	5,748.11	--	--
	温州市瓯海区广化路和双南线道路建设办公室	104国道至瓯海大道连接线道路（新双南线）一期工程	17,103.11	2014~2015	9,225.14	7,059.38	--	--
	厦门市市政建设开发总公司	湖东社区配套设施	15,000.00	2014~2016	6,145.00	8,855.00	--	--
	厦门市市政建设开发总公司	双十中学枋湖校区公共车库	11,000.00	2015~2016	9,322.00	--	--	1,678.00
	厦门市市政建设开发总公司	洪钟大道	1,917.54	2015~2018	66.30	1,000.00	600.00	317.54
	合计			110,295.89	--	56,499.69	48,968.49	600.00
拟建	厦门市市政建设开发总公司	翔安西路	4,462.94	2016~2017	--	2,462.94	2,000.00	--
	厦门市市政建设开发总公司	滨海东大道（澳头-大嶝大桥）	4,125.42	2016~2017	--	2,125.42	2,000.00	--
	合计			8,588.36	--	--	4,588.36	4,000.00

资料来源：公司提供

政府代建项目方面，市政集团除了有收费的项目由厦门市财政局按总投资的35.68%拨付项目资本金，市政集团按总投资的64.32%进行融资外，其他没有收费的财政投融资项目的建设资金全部由厦门市财政局根据工程进度进行拨款，市政集团不再进行项目融资。市政集团各项目部将经监理工程师按月确认的工程进度上报厦门市财政审核所审核确认后，向厦门市财政申请拨付项目进度款。市政集团政府代建项目收入为管理费收入，2014年为0.65亿元，同比下降20.70%，主要系当年受拆迁影响，工程施工进度较慢，工程完工量较少导致结转下降所致；其中市政工程项目收入为0.60亿元、保障房收入为470.00万元。

保障房业务主要由下属三级子公司厦门市市政建设房地产开发有限公司（以下简称“厦门市政房地产”）负责。截至2015年9月底，厦门市政房地产代建的保障性住房项目累计已完成投资32.25亿元，其中：已验收项目5个，概算投资11.00亿元，已完成投资8.84亿元；在建项目4个，概算投资24.05亿元，已完成投资20.03亿元。目前，市政集团参与建造的保障性住房资金来源均为厦门市财政统筹，2012年已完成投资6.1亿元，2013年完成投资7.45亿元，2014年完成投资5.06亿元，2015年1~9月，完成投资0.93亿元。按照厦门市保障性住房的近期规划及公司代建任务，未来几年市政集团保障房建设任务每年预计将达2亿以上。

表13 截至2015年9月底市政集团保障房在建项目情况（单位：万元）

序号	项目	计划总投资	截至2015年9月底已投金额	未来三年拟投金额		
				2016年	2017年	2018年
1	虎仔山庄保障性住房一期工程1-4#楼	20,484.00	18,466.00	--	--	--
2	东方新城二期保障性安居工程A地块	51,594.00	44,577.00	3,000.00	--	--
3	滨海公寓	103,434.00	91,415.00	4,000.00	--	--
4	华铃花园二期保障性安居工程	26,665.00	18,292.00	3,000.00	--	--
5	后溪花园	56,581.00	46,006.00	3,000.00	--	--
6	华铃花园三期	32,656.00	--	5,000.00	15,000.00	10,000.00
7	东方新城二期保障性安居工程B地块	41,172.00	2,993.00	10,000.00	15,000.00	10,000.00
8	同安城北小区B地块二期	23,048.00	-	1,000.00	4,000.00	15,000.00
合计		355,634.00	221,749.00	29,000.00	34,000.00	35,000.00

资料来源：公司提供

总体看，近年来，市政集团工程施工业务收入稳步增长，收入主要来源于市场化商业项目；工程施工业务订单较为充足。

水务板块

市政集团水务板块主要包括原水及自来水供应、污水处理等，水务板块主要由下属子公司厦门水务集团有限公司（以下简称“厦门水务”）及其下属参股子公司负责运营。2014年，市政集团水务板块实现收入6.39亿元，同比增长8.07%，主要系自来水供水业务收入增加所致；水务板块毛利润为2.06亿元，同比增长3.94%。

表14 市政集团2013~2014年及2015年1~9月水务板块主要经营数据（单位：万元）

	2013年	2014年	2015年1~9月
总收入	59,113.91	63,886.72	47,305.93
其中：供水业务（自来水）	53,353.10	58,088.63	43,442.63
供水业务（原水）	2,310.46	2,119.75	884.37
污水处理	3,450.35	3,678.34	2,978.93
总成本	39,264.87	43,256.35	32,660.85
其中：供水业务（自来水）	34,586.01	38,245.69	30,327.08
供水业务（原水）	2,833.34	3,044.15	856.02
污水处理	1,845.52	1,966.51	1,477.75
毛利润	19,849.04	20,630.37	14,645.08
其中：供水业务（自来水）	18,767.09	19,842.94	13,115.55
供水业务（原水）	-522.88	-924.40	28.35
污水处理	1,604.83	1,711.83	1,501.18
自来水处理量（万吨）	35,628.00	41,857.00	31,461.00
污水处理量（万吨）	25,000.33	26,009.02	20,076.75
供水户数（户）	639,933.00	664,238.00	551,000.00
供水户数在全市的占比（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：市政集团提供

供水业务方面，供水业务在厦门市处于自然垄断状态，自来水供应量占厦门市居民和工业用水量的100%，市场占有率100%。厦门水务目前主要水源为九龙江北溪水库、坂头石兜水库和汀溪水库，供水水源水质良好，日输送原水能力达177万吨。从供水能力来看，截至2015年9月底，厦门水务拥有9座自来水厂、14个原水取水泵站，设计自来水日生产能力154.9万吨。供水覆盖面积覆盖厦门全市区。2014年，市政集团实际年供水量41,857万吨，同比增长17.48%；供水成本有所上升，2014年为3.82亿元；售水数量稳步上升，2014年为32,772.43万吨，其中居民用水、工业用水占比较大，总体保持在70%左右。

污水处理业务方面，2014年，市政集团污水处理业务收入同比增长6.61%至0.37亿元，占水务板块收入的5.76%；同期，污水处理业务毛利润0.17亿元，占水务板块毛利润的8.30%。从污水处理能力来看，市政集团目前拥有8个污水处理厂，主要负责厦门市内6个行政区的居民和工业污水处理业务，在厦门市市场占有率100%，设计日污水处理能力为83.34万立方米。2014年污水处理量为26,009.02万吨，2015年1~9月，公司污水处理量为20,076.75万吨。

总体看，近年来，市政集团水务板块收入稳步增长，形成市政集团收入有效补充，其主要来源于供水业务；污水处理业务收入占比较低。

燃气板块

市政集团燃气业务由下属厦门市燃气总公司负责经营，该公司主要经营管输天然气、汽车加

气和液化石油气业务，以管道燃气为主。2014年，市政集团燃气板块实现收入9.96亿元，同比增长10.82%，主要系管输天然气收入增加所致；燃气板块毛利润为2.50亿元，同比下降1.94%。

表15 市政集团2013~2014年及2015年1~9月燃气板块主要经营数据（单位：万元）

	2013年	2014年	2015年1~9月
总收入	89,852.51	99,575.03	69,085.21
其中：管输天然气	51,742.53	60,179.09	43,135.30
汽车加气	16,926.16	19,350.53	14,004.68
液化石油气	21,183.82	20,045.41	11,945.23
总成本	64,340.44	74,559.11	48,884.91
其中：管输天然气	36,848.80	47,055.77	32,723.69
汽车加气	10,067.58	12,436.75	9,393.42
液化石油气	17,424.06	15,066.59	6,767.79
毛利润	25,512.07	25,015.93	20,200.30
其中：管输天然气	14,893.73	13,123.31	10,411.61
汽车加气	6,858.58	6,913.77	4,611.26
液化石油气	3,759.76	4,978.85	5,177.43

资料来源：市政集团提供

管道燃气业务由厦门市燃气总公司下属华润燃气公司特许经营。目前天然气气源来源于福建LNG项目，中海油通过LNG船将印尼液化天然气运抵福建莆田秀屿接收站，经过气化后用长输高压管道输送至下游城市用户和燃气电厂。随着西气东输三线计划2013年入闽，市政集团将迎来第二主力气源，市政集团供气能力和成本控制能力将进一步提升。目前市政集团日天然气供气规模约为57万方/日，液化气供气规模约为60吨/日。2014年供气总规模为14299.01万方、16,570.99万方，同比增长15.89%，主要系随着供气管网敷设区域增加，工业用气和居民用气量逐年增加。供气价格方面，其中居民用气销售价格按为4元/立方，非居民用气销售价格4.20元/立方，CNG社会车辆加气销售价格按与成品油的合理比价关系制定。

汽车加气业务方面，燃气公司于2010年1月开始筹建车用气分公司（即现车用气事业部）。厦门经营车用气加气业务的企业除子公司燃气公司外，还有中石油、中石化、中海油。厦门市2014年CNG公交车辆有416辆，日加气总量约4.99万方，燃气公司公交车辆日均加气量2.3万方，市场占有率约50%；CNG双燃料出租车5000多部，日加气总量约18万方，燃气公司出租车日均加气量约9.7万方，市场占有率约50%。

液化石油气方面，厦门燃气总公司主要经营瓶装气供应、液化气批发、液化气汽车加气、气瓶检测等业务。2014年液化气销售量为28,939.18吨，其中以居民用气为主。

表16 市政集团2013~2014年及2015年1~9月燃气板块售气情况（单位：万立方）

项目	2013年	2014年	2015年1~9月
管输天然气	14,299.01	16,570.99	11,821.17
汽车加气	3,940.43	4,459.28	3,443.09
液化石油气（按等热值NG折算）	3,905.71	3,788.14	2,494.49
合计	22,145.15	24,818.41	17,758.75

资料来源：市政集团提供

总体看，2014年市政集团燃气板块销售量有所增加，燃气板块收入持续增长，且主要来源于管输天然气。

贸易板块

市政集团贸易板块主要由下属二级子公司厦门市政工程公司和三级子公司厦门百城商贸有限公司、厦门百城建材有限公司和厦门市政物资供应有限公司运营，主要销售产品为钢材、商品混凝土等建材产品。2014年，市政集团贸易板块实现收入13.92亿元，同比略增1.18%。其中，受下游行业增速放缓影响，商品混凝土实现收入3.64亿元，同比下降7.43%，占贸易业务收入的26.14%；钢材贸易实现收入6.86亿元，同比下降16.57%，占贸易板块的49.29%；其他建材实现收入3.42亿元，同比大幅增长113.24%，主要系市政集团加大市场开拓力度所致。

表17 市政集团2013~2014年及2015年1~9月贸易板块主要经营数据（单位：万元，%）

项目	2013年		2014年		2015年1~9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商品混凝土	39,303.40	28.57	36,382.46	26.14	26,736.64	18.56
钢材	82,235.37	59.77	68,607.19	49.29	110,863.14	76.98
其他建材	16,043.07	11.66	34,209.58	24.57	6,421.00	4.46
合计	137,581.84	100.00	139,199.24	100.00	144,020.78	100.00

资料来源：市政集团提供

总体看，市政集团贸易收入规模稳定增长，为其带来持续稳定现金流。

在建项目概况

截至2015年9月底，市政集团主要在建项目合计15个，总投资合计102.35亿元，目前已投资金额62.87亿元，未来还需投入39.48亿元，市政集团有一定的对外融资压力。

表18 截至2015年9月底市政集团在建项目概况（单位：亿元）

序号	项目	总投资	自有资金	自有资金到位金额	累计投资	完工进度	未来三年投资计划			资金来源
							2016年	2017年	2018年	
1	百城建设-南安（金淘）至厦门高速公路厦门段	52.90	15.19	15.19	41.49	0.95	6.37	1.06	0.00	银行贷款及财政资金
2	水务集团-石兜水库除险加固工程	2.58	1.63	1.63	2.52	0.98	0.06	0.00	0.00	财政50%，水务50%
3	枋洋水利-龙潭溪引水工程	23.02	5.39	5.39	8.63	0.38	3.96	5.50	4.92	自筹
4	水务集团-高殿水厂扩建工程	2.20	2.04	2.04	2.04	0.93	0.16	0.00	0.00	部分自筹，部分中央增投
5	水务中环-海沧水厂	0.96	0.96	0.96	0.96	1.00	0.00	0.00	0.00	自筹0.76亿元；财政0.2亿元
6	水务集团-厦门岛与翔安供水主管互通工程	1.94	0.27	0.27	1.87	0.96	0.07	0.00	0.00	部分财政、部分自筹
7	水务集团-集美新城、九天湖污水处理站工程	1.08	0.00	0.00	1.08	1.00	0.00	0.00	0.00	市财政统筹
8	水务集团-石兜水库输水管工程	2.36	1.46	1.46	2.15	0.90	0.23	0.00	0.00	市财政50%，水务集团50%
9	水务集团-杏林湾滨水西岸污水处理站扩建工程	1.06	0.00	0.00	1.05	0.99	0.01	0.00	0.00	市财政统筹
10	汀溪水库群至翔安原水输水工程	4.49	0.00	0.00	0.35	0.78	1.00	1.57	1.57	市财政统筹
11	厦门市航空港工业与物流污水处理厂工程	1.10	0.00	0.00	0.36	0.33	0.30	0.44	0.00	市财政统筹
12	杏林水厂扩建工程	3.12	3.12	0.02	0.02	0.01	0.05	1.53	1.53	自筹
13	西山水厂一期工程	2.89	2.89	0.19	0.19	0.07	0.20	2.50	0.00	自筹
14	翔安水厂二期扩建工程	2.05	2.05	0.01	0.01	0.00	0.20	1.84	0.00	自筹

15	翔安污水处理厂二期工程	0.60	0.00	0.00	0.15	0.25	0.35	0.10	0.00	市财政统筹
	合计	102.35	35.00	27.16	62.87	9.53	12.96	14.54	8.02	

资料来源：市政集团提供

总体看，市政集团在建项目较多，未来几年投资规模较大，对其形成一定资金压力。

（4）财务分析

市政集团提供的 2015 年财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年一季度报表未经审计。2015 年市政集团合并范围新增厦门市建材物资有限公司。跟踪期内市政集团主业未发生改变，财务可比性较强。

截至2015年底，市政集团（合并）资产总额809.10亿元，负债总额603.76亿元，所有者权益合计205.34亿元，归属于母公司所有者权益合计186.84亿元。2015年市政集团实现营业收入61.24亿元，净利润1.92亿元，归属于母公司净利润为1.41亿元；经营性活动产生的现金流量净额为10.20亿元，现金及现金等价物净增加额2.73亿元。

资产质量

截至2015年底，市政集团（合并）资产总额809.10亿元，较年初增长12.59%，主要系非流动资产增加所致，其中流动资产占12.61%，非流动资产占87.39%，资产结构较年初变化不大。

截至 2015 年底，市政集团流动资产为 102.06 亿元，较年初略降 0.12%，主要由其构成以货币资金（占比 53.27%）、应收账款（占比 7.06%）、其他应收款（占比 17.12%）和存货（15.86%）为主。

截至2015年底，货币资金方面，市政集团货币资金54.37亿元，较年初增长5.30%，主要为银行借款（占比95.04%）；受限资金合计0.12亿元，受限规模较小。应收账款方面，市政集团应收账款账面价值为7.21亿元，较年初增长12.81%，从账龄上看，应收账款余额1年以内的占71.58%，1~2年的占15.64%，2年以上的占12.78%，账期较短。市政集团按组合计提坏账准备0.66亿元，计提较为充分。其他应收款方面，截至2015年底，市政集团其他应收款账面价值为17.48亿元，较年初增加13.34%，主要系工程施工预借款增加所致；账龄主要集中在1年以内，前五大其他应收款客户占比11.75%，集中度低。存货方面，截至2015年底，市政集团存货账面净值为16.19亿元，较年初略降0.73%，其构成以未结算工程款（占比39.44%）、开发产品（占比28.14%）和库存商品（占比17.02%）为主；市政集团已提取249.32万元存货跌价准备。

截至 2015 年底，市政集团非流动资产 707.04 亿元，较年初增加 14.70%，主要系在建工程和其他非流动资产增加所致；主要由固定资产（占 7.97%）、在建工程（占比 10.97%）和其他非流动资产（占 77.01%）构成。

固定资产方面，截至 2015 年底，市政集团固定资产 56.36 亿元，较年初增长 7.05%，主要由房屋及建筑物（占比 21.86%）和机器设备（占比 42.74%）构成；截至 2015 年底累计计提折旧 29.80 亿元，固定资产成新率为 65.18%，成新率尚可；在建工程方面，截至 2015 年底，市政集团在建工程 77.55 亿元，较年初增加 16.07%，主要包括下属各子公司高速公路项目开发成本、垃圾焚烧发电厂、引水工程等。由于相关项目均为中长期项目，随着市政集团对上述项目的投入，在建工程呈逐年增长态势。其他非流动资产方面，截至 2015 年底，市政集团其他非流动资产为 544.51 亿元，其他流动资产主要包括政府代建项目未结算前的代建施工项目工程款支出、财政预先拨付给公司贷款利息等，较年初增加 15.98%，主要公司代建项目规模的扩大所致。

总体看，市政集团资产以非流动资产为主，主要由其他非流动资产构成；流动资产主要由货

币资金、存货和其他应收款构成，市政集团整体资产质量较好，流动性一般。

负债

截至2015年底，市政集团负债总额为603.76亿元，较年初增长15.59%，主要系非流动负债增加所致；其中流动负债占11.40%，非流动负债占比88.60%，负债构成中以非流动负债为主，较年初变化不大。

截至2015年底，市政集团流动负债为68.84亿元，较年初增加17.79%，主要系短期借款、其他流动负债增加所致；由短期借款（占比11.69%）、应付票据（占比5.58%）、应付账款（占比15.26%）、预收款项（占23.79%）、其他应付款（占比22.04%）、一年内到期的非流动负债（占比6.40%）和其他流动负债（占比8.72%）构成。

截至2015年底，市政集团短期借款为8.05亿元，较年初增加17.01%，主要融资增加所致，由保证借款（占比42.75%）和信用借款（占比57.25%）构成。应付票据方面，截至2015年底，市政集团应付票据3.84亿元，较年初大幅增加60.61%，全部为银行承兑汇票；应付账款方面，截至2015年底，市政集团应付账款为10.51亿元，较年初下降15.07%，主要为应付贸易款和机器设备采购款等。预收款方面，截至2015年底，市政集团预收款项为16.38亿元，较年初下降3.51%，主要为预收业主的支付的工程施工款，账龄主要集中在1年以内和1~2年内，前五大占比为11.72%；其他应付款方面，截至2015年底，市政集团其他应付款为15.17亿元，较年初下降5.06%，主要包括投标保证金、履约保证金、预收财政甲供材料周转金和关联方往来款；账龄主要集中在1年以内以及3~4年，前五名占比35.39%。一年内到期的非流动负债方面，截至2015年底，市政集团一年内到期的非流动负债为4.41亿元，较年初增加492.35%，主要系应付债券一年内到期增加所致；其他流动负债方面，截至2015年底，其他流动负债为6.00亿元，较年初大幅增加，主要系当期新增短期应付债券所致。

截至2015年底，市政集团非流动负债为534.92亿元，较年初增加15.31%，主要由长期借款（占比10.95%）和其他非流动负债（占比83.53%）构成。

截至2015年底，市政集团长期借款余额为58.56亿元，较年初增加8.13%，主要系市政集团增加融资所致；其他非流动负债方面，截至2015年底，市政集团其他非流动负债为446.80亿元，较年初增加17.52%，主要财政拨款入资金增加所致。

截至2015年底，市政集团全部债务较年初增长14.56%至82.85亿元，其中短期债务占26.91%、长期债务占73.09%，债务结构比上年变化不大，对应的资产负债率和全部债务资本化比率分别为74.62%和28.75%，分别较年初增加1.94个和1.83个百分点；长期债务资本化比率为22.77%，较年初下降1.32个百分点。市政集团债务负担适中。

总体看，市政集团负债规模有所上升，负债规模适中，市政集团债务负担尚可。

所有者权益

截至2015年底，市政集团所有者权益合计205.34亿元，较年初增加4.61%，归属于母公司所有者权益为186.84亿元，其中，实收资本占比97.91%，资本公积占比0.23%，未分配利润占比1.60%，权益稳定性好。

总体看，2015年，市政集团所有者权益稳步增长，权益稳定性好。

盈利能力分析

2015年，市政集团营业收入为61.24亿元，同比增长21.37%，主要系工程业务、自来水及燃气销售增长所致；同期，市政集团营业成本同比增长23.63%，增幅高于收入增幅；市政集团净利润同比下降9.32%至1.92亿元，归属于母公司净利润为1.41亿元。

从期间费用看，2015年，市政集团期间费用同比增长12.13%至8.47亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为49.47%、43.76%和6.77%；2015年市政集团费用收入比为13.83%，同比下降1.14个百分点，市政集团期间费用控制能力有所提升。

从盈利指标来看，受利润总额和净利润有所下降影响，2015年市政集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年均呈下降态势，分别为1.11%、0.54%和0.96%，分别较上年下降0.10个、0.08个和0.13个百分点。

总体看，2015年市政集团营业收入持续增长，期间费用控制能力有所增强，盈利能力有所减弱。

现金流分析

2015年，市政集团经营活动现金流量净额由上年的净流入22.36亿元降至10.20亿元，主要系支付其他与经营活动相关的资金大幅增加所致；市政集团现金收入比有所提高，2015年为107.13%，同比下降2.56个百分点，但收入实现质量仍较高。2015年，市政集团投资活动产生现金仍呈净流出态势且流出规模持续增加，投资活动现金流量净额为-20.03亿元，主要系市政集团经营业务不断扩大所致。2015年，市政集团筹资活动产生的现金净流入由2014年的0.43亿元增至2015年的12.56亿元，主要系当期增加融资所致。

总体看，跟踪期内，市政集团经营活动现金流入大幅下降；市政集团经营活动产生的现金流未能满足投资需求，有一定的对外融资压力。

偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，市政集团流动比率和速动比率均有所下降，分别为1.48倍和1.25倍；现金短期债务比由上年末的5.18倍降至2.45倍，货币资金对短期债务的覆盖能力有所下降但仍处于较高水平；经营现金流动负债比率由上年的38.26%降至14.82%，经营活动现金流量净额对流动负债覆盖程度较高。整体看，市政集团短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015年，市政集团EBITDA为7.77亿元，其中折旧占40.69%、摊销占5.98%、计入财务费用利息支出占15.09%和利润总额占38.27%；EBITDA利息保障倍数为6.63倍，较上年略有下降，但EBITDA对利息保障能力仍较强；EBITDA全部债务比为0.09倍，基本与上年持平。EBITDA对全部债务的保障能力一般；整体看，市政集团长期偿债能力较强。

截至2015年底，市政集团共获得各银行授信108.00亿元，已使用64.35亿元。市政集团外部融资能力很强。

截至2015年底，市政集团无对外担保。

根据《中国人民银行企业基本信用信息报告》（银行版），截至2016年4月11日，市政集团本部不存在已结清或未结清的不良信贷记录。

以2015年底财务数据测算，“12厦工债”待偿本金（14.30亿元）占担保方市政集团资产总额的2.37%、所有者权益总额的6.96%，整体占比很低；EBITDA对本次债券待偿本金的覆盖倍数为0.54倍，覆盖程度较高；经营活动现金流入量对本次债券待偿本金（14.30亿元）的覆盖倍数为11.66倍，覆盖程度很高。总体上看，市政集团对债券的保护程度很高。

考虑到市政集团作为厦门市最大的城市基础设施投融资主体，在财政资金支持及债务承担方面政府支持力度大，市政集团对“12厦工债”的担保能力极强。

九、综合评价

公司作为国内较具规模的综合性工程机械制造企业之一，在产业布局、营销网络、研发技术

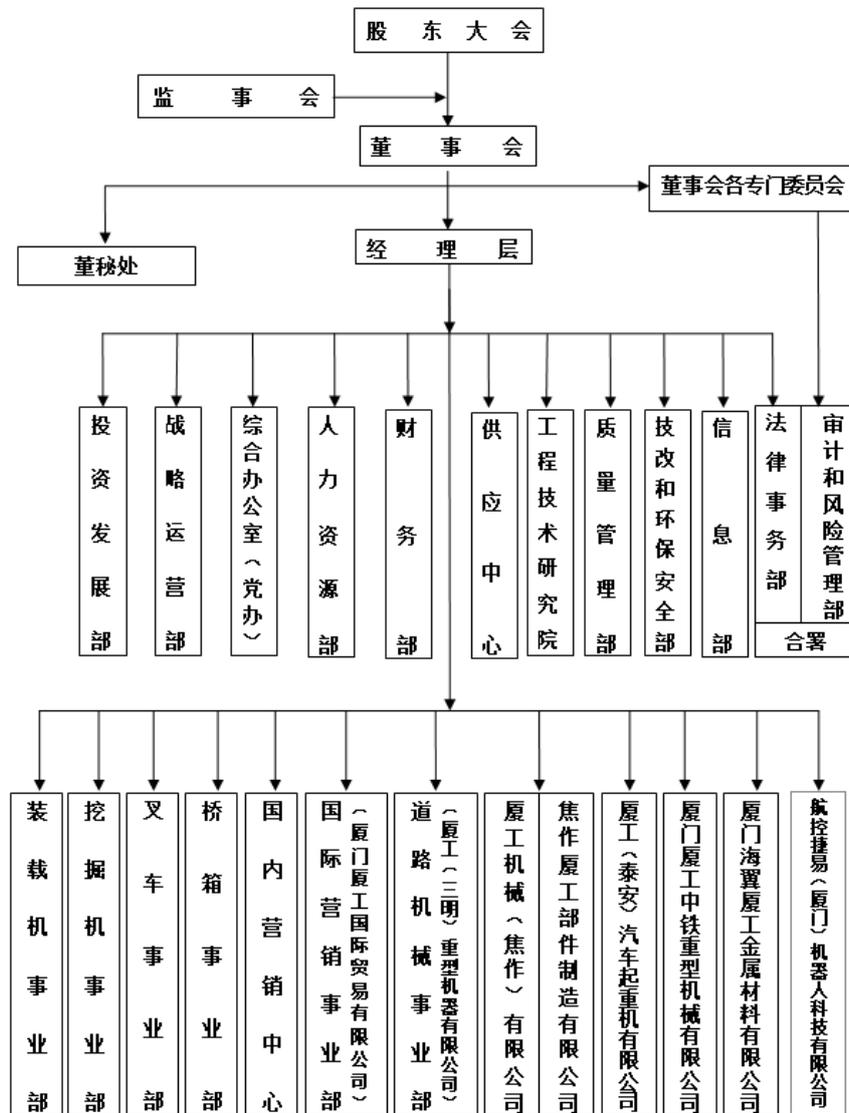
等方面仍具有一定的优势；但受工程机械行业持续低迷、市场竞争加剧影响，2015 年公司营业收入大幅下降，加之计提大额减值准备、当期政府补贴力度减弱，公司由上年的盈利转为亏损。

跟踪期内，“12 厦工债”担保方海翼集团受厦工股份经营业绩下滑等因素影响，盈利水平大幅下降。但中航工业拟控股海翼集团，若该项重组顺利实施，将增强海翼集团的综合竞争实力。

2015 年 12 月 31 日，公司新增市政集团为“12 厦工债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。市政集团作为厦门市规模最大的城市基础设施建设主体，股东实力强，政府支持力度大，其对“12 厦工债”的担保能力极强。

综上，联合评级下调公司的主体长期信用等级为“AA-”，评级展望为“稳定”，同时维持“12 厦工债”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 厦门厦工机械股份有限公司组织图



附件 2 厦门厦工机械股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	110.39	95.18	101.09
所有者权益 (亿元)	41.57	31.77	31.07
短期债务 (亿元)	34.64	24.80	25.57
长期债务 (亿元)	14.94	22.18	22.17
全部债务 (亿元)	49.58	46.98	47.75
营业收入 (亿元)	45.60	30.68	12.80
净利润 (亿元)	0.17	-9.80	-0.70
EBITDA (亿元)	3.95	-7.86	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.96	2.11	-0.82
应收账款周转次数 (次)	0.93	0.61	--
存货周转次数 (次)	1.55	1.16	--
总资产周转次数 (次)	0.40	0.30	--
现金收入比率 (%)	102.78	110.62	43.84
总资本收益率 (%)	2.52	-9.05	-0.89
总资产报酬率 (%)	2.12	-9.18	-0.86
净资产收益率 (%)	0.42	-26.72	--
营业利润率 (%)	9.93	7.19	6.91
费用收入比 (%)	15.89	26.41	13.51
资产负债率 (%)	62.34	66.62	69.26
全部债务资本化比率 (%)	54.39	59.66	60.58
长期债务资本化比率 (%)	26.44	41.11	41.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.82	-3.73	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	-0.17	--
流动比率 (倍)	1.70	1.85	1.71
速动比率 (倍)	1.18	1.33	1.40
现金短期债务比 (倍)	0.40	0.30	0.32
经营现金流流动负债比率 (%)	-5.87	5.59	-1.84
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.28	-0.55	--

注：1、由于2016年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 厦门海翼集团有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	224.16	204.39	226.08
所有者权益 (亿元)	83.53	79.17	79.30
短期债务 (亿元)	47.93	38.65	51.37
长期债务 (亿元)	27.10	33.85	32.28
全部债务 (亿元)	75.03	72.51	83.65
营业收入 (亿元)	234.43	108.24	25.78
净利润 (亿元)	4.78	-3.89	-1.06
EBITDA (亿元)	13.98	4.60	-1.12
经营性净现金流 (亿元)	-16.56	8.30	-2.30
应收账款周转次数 (次)	2.45	1.69	--
存货周转次数 (次)	3.23	1.98	--
总资产周转次数 (次)	0.75	0.51	--
现金收入比率 (%)	93.91	104.07	81.29
总资本收益率 (%)	4.01	-0.24	-0.67
总资产报酬率 (%)	3.02	0.02	-0.52
净资产收益率 (%)	4.85	-4.78	--
营业利润率 (%)	7.92	7.43	5.31
费用收入比 (%)	7.58	11.00	9.87
资产负债率 (%)	62.74	61.27	64.92
全部债务资本化比率 (%)	47.32	47.80	51.33
长期债务资本化比率 (%)	24.49	29.95	28.93
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.30	1.31	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.19	0.06	--
流动比率 (倍)	1.66	1.84	1.64
速动比率 (倍)	1.11	1.29	1.24
现金短期债务比 (倍)	0.55	0.61	0.48
经营现金流动负债比率 (%)	-17.28	11.13	-2.36
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.93	0.31	--

附件 4 厦门市政集团有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	636.31	718.63
所有者权益 (亿元)	192.26	196.29
短期债务 (亿元)	10.02	22.30
长期债务 (亿元)	62.31	60.56
全部债务 (亿元)	72.32	82.85
营业收入 (亿元)	50.45	61.24
净利润 (亿元)	2.12	1.92
EBITDA (亿元)	7.84	7.77
经营性净现金流 (亿元)	22.36	10.20
应收账款周转次数 (次)	7.14	8.26
存货周转次数 (次)	2.55	3.02
总资产周转次数 (次)	0.07	0.08
现金收入比率 (%)	109.70	107.13
总资本收益率 (%)	1.22	1.11
总资产报酬率 (%)	0.62	0.54
净资产收益率 (%)	1.09	0.96
营业利润率 (%)	19.89	18.01
费用收入比 (%)	14.97	13.83
资产负债率 (%)	72.69	74.62
全部债务资本化比率 (%)	26.92	28.75
长期债务资本化比率 (%)	24.09	22.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.98	6.63
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.09
流动比率 (倍)	1.75	1.48
速动比率 (倍)	1.47	1.25
现金短期债务比 (倍)	5.18	2.45
经营现金流动负债比率 (%)	38.26	14.82
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.52	0.52

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。