

中联重科股份有限公司

**2008 年 11 亿元公司债券  
2014 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



## 中联重科股份有限公司

# 2008年11亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余规模：109,995 万元

债券到期日期：2016 年 4 月 21 日

跟踪日期：2014 年 5 月 28 日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余规模：110,000 万元

评级日期：2013 年 6 月 28 日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对中联重科股份有限公司（以下简称“中联重科”或“公司”）及其2008年4月21日发行的11亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

### 主要财务指标：

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	8,953,715.77	8,897,446.46	7,158,177.17
所有者权益合计（万元）	4,205,157.03	4,118,896.03	3,563,475.99
资产负债率	53.03%	53.71%	50.22%
有息债务（万元）	2,114,673.50	2,031,323.43	1,313,788.71
营业收入（万元）	3,854,177.53	4,807,117.35	4,632,258.07
营业利润（万元）	453,423.65	890,898.91	951,436.98
营业外收入（万元）	24,553.54	33,500.49	22,731.19
利润总额（万元）	452,191.08	885,814.07	960,247.39
综合毛利率	29.17%	32.30%	32.40%
总资产回报率	6.15%	11.98%	15.02%
EBITDA（万元）	606,411.53	1,013,018.23	1,057,375.35
EBITDA 利息保障倍数	6.25	13.40	20.62
经营活动净现金流（万元）	73,676.98	296,028.99	209,323.48

资料来源：公司审计报告

**正面：**

- 公司在国内混凝土机械、起重机械及环卫机械市场中优势明显，市场地位较强；
- 跟踪期内，公司境外市场开拓进展良好，外销占比有所提高。

**关注：**

- 跟踪期内，受下游行业需求不振、产能过剩影响，工程机械行业竞争加剧，行业持续低迷；
- 跟踪期内，公司外销规模有所提高，汇率波动对公司的盈利能力存在一定影响；
- 公司资产中产品销售和融资租赁产生的应收款项规模较大，流动性不强，且存在坏账风险；
- 跟踪期内，公司营运资金占用进一步加大，资产运营效率持续走弱；
- 跟踪期内，受下游需求不振的影响，公司业绩有所下滑，总资产回报率持续下降；
- 跟踪期内，受固定资产投资及股权收购的影响，公司资金面收窄；
- 公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力；
- 公司对客户担保金额较大，存在一定的代偿风险。

**分析师**

姓名：范刚强 陈远新

电话：0755-82870071

邮箱：fangq@pyrating.cn

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2008]373”号文核准，公司于2008年4月21日发行11亿元公司债券，票面利率为6.5%。

本期债券为8年期固定利率债券，附第5年末投资者回售选择权，起息日为2008年4月21日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本。

2013年4月22日，部分投资者行使回售选择权，合计回售数量500张，回售金额52,600元（含利息且已扣税），公司债券余额变更为109,995万元。跟踪期内公司按期足额支付了本期债券利息。

**表1 截至2014年4月30日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	期初本金余额	利息支付	期末本金余额
2009年4月21日	110,000	7,150	110,000
2010年4月21日	110,000	7,150	110,000
2011年4月21日	110,000	7,150	110,000
2012年4月21日	110,000	7,150	110,000
2013年4月21日	110,000	7,150	109,995
2014年4月21日	109,995	7,149.675	109,995

资料来源：公司年度报告

本期债券募集资金在扣除发行费用后，其中约4.6亿元用于收购长沙建设机械研究院有限责任公司资产、湖南省浦沅集团有限公司资产、湖南浦沅工程机械有限责任公司资产及湖南省常德市灌溪祥瑞投资有限公司持有的常德武陵结构二厂股权；6.4亿元用于偿还银行贷款和补充流动资金。公司本期债券募集资金已于2008年全部使用完毕，募集资金拟收购标的资产也已按计划完成。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司股份总数未发生变动。截至2013年12月31日，公司股本为7,705,954,050元，其中：湖南省国有资产管理委员会1,253,314,876元，占总股本的16.26%；香港中央结算(代理人)有限公司(HKSCC NOMINEES LIMITED)1,427,786,323元，占总股本的18.53%；长沙合盛科技投资有限公司386,517,443元，占总股本的5.02%；佳卓集团有限公司(GOOD EXCEL GROUP LIMITED)363,936,856元，占总股本的4.72%；智真国际有限公司168,635,602元，占总股本的2.19%。公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司新设 3 家子公司，纳入合并报表范围；注销或处置子公司 2 家，具体如下所示：

**表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况**

**1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
中联重科新加坡投资控股有限公司	100%	100 万美元	贸易、商业工业及金融活动	新设
湖南中联重科智能技术有限公司	100%	5,000 万元	工业自动控制系统装置等的开发、生产、销售及维护	新设
湖南中联重科混凝土机械站类设备有限公司	100%	1,500 万元	混凝土机械站类及配件开发、制造、销售及售后服务	新设

**2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	处置日净资产	年初至处置日净利润	不再纳入合并报表的原因
长沙浦沅废旧物资有限公司	411.33 万元	17.54 万元	注销
长沙浦沅设备租赁有限公司	290.80 万元	-219.33 万元	对外处置

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 895.37 亿元，所有者权益合计 420.52 亿元，资产负债率为 53.03%。2013 年度，公司实现营业收入 385.42 亿元，利润总额 45.22 亿元，经营活动净现金流为 7.37 亿元。

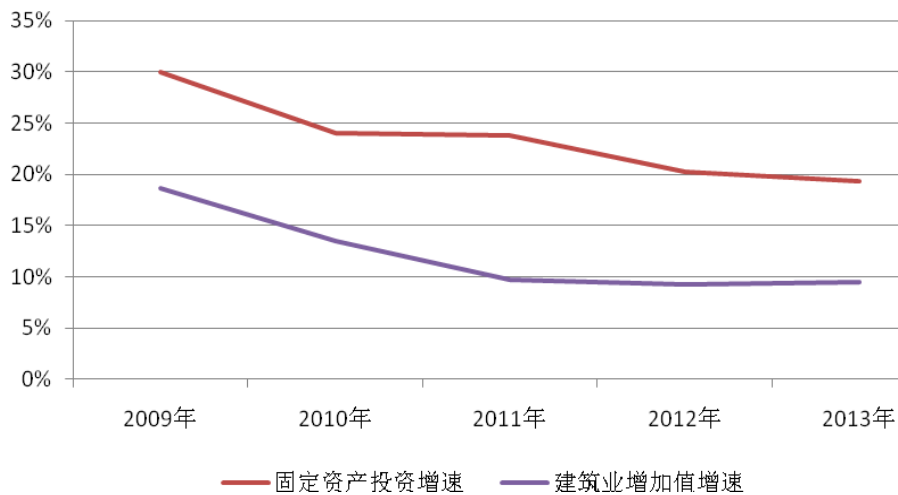
### 三、运营环境

**跟踪期内，受下游行业需求不振、产能过剩影响，工程机械行业竞争加剧，行业持续低迷**

在 2008 年起实施的“四万亿”投资计划的刺激下，我国固定资产投资经历了一段飞跃式发展时期，极大的刺激了对工程机械的市场需求，工程机械行业产品销量大幅攀升，行业整体业绩快速增长，各生产企业纷纷扩充产能、加快产业升级以及延长产业链等。随着新建产能的逐步释放，行业供给量大幅提升。

固定资产投资的高企，带动了工程机械类产品销售的快速攀升，快速推高了我国工程机械市场保有量。2010 年起我国经济增速开始放缓，固定资产投资逐步降温，受工程机械市场保有量较高的影响，工程机械行业新增需求减弱，主要工程机械生产厂商销售收入均有不同程度下滑；同时经过前几年行业产能的扩张，行业整体产能过剩状况加剧，市场竞争激烈程度进一步增加，主要产品毛利也有所下滑，行业整体情况持续低迷。

图 1 近几年我国固定资产投资增速与建筑业增加值增速情况



数据来源：统计公报

近年，我国城镇化率快速提升，截至 2013 年末我国城镇化率增至 53.7%，但与发达国家相比仍有一定的差距，未来我国的城镇化率仍有上升的潜质，基础设施建设高投入状态有望持续，随着已有工程机械的逐步更新，有望支撑工程机械行业的良性发展。

#### 四、经营与竞争

2013 年，公司主营业务未发生重大变化，公司收入及利润仍主要来源于工程机械销售业务。受经济环境下滑的影响，工程机械行业持续疲软，公司收入及利润也有所下滑，2013 年公司实现主营业务收入 3,813,440.27 万元，同比下滑 19.81%；主营业务毛利率也较 2012 年减少 3.03 个百分点。2013 年公司收入仍主要来源于混凝土机械、起重机械，两者销售收入合计占当年主营业务收入的 77.80%。公司主营业务收入及毛利如下表所示。

表 3 公司主营业务收入及毛利构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
混凝土机械	1,719,085.03	26.57%	2,359,612.96	33.94%
起重机械	1,247,921.16	26.93%	1,413,210.41	26.90%
路面及桩工机械	173,134.63	32.50%	155,822.92	41.87%
土方机械	77,231.74	1.80%	226,872.79	22.14%
环卫机械	328,205.64	28.84%	303,367.37	28.35%
其他机械和产品	121,778.61	29.35%	136,696.17	12.51%
融资租赁	146,083.47	99.62%	160,001.84	93.19%

合 计	3,813,440.27	29.54%	4,755,584.45	32.57%
-----	--------------	--------	--------------	--------

资料来源：公司审计报告

**跟踪期内，公司混凝土机械、起重机械中的主要产品市场地位未发生变化，仍处于领先地位；受行业低迷的影响，公司主要工程机械产品业绩有所下滑**

跟踪期内，公司重点产品市场占有率仍继续保持领先地位，根据公司年度报告显示，2013年公司混凝土机械产品中长臂架泵车、搅拌车、车载泵、搅拌站市场占有率居行业第一；起重机械方面，塔机国内市场占有率稳居行业榜首；环卫机械方面，洗扫车、扫路车国内市场占有率均居行业第一。

但受国内固定资产投资增速放缓、下游需求不振的影响，工程机械行业持续低迷，公司混凝土机械、土方机械、起重机械等主要产品销售量均有不同程度下滑。2013年公司工程机械产品总共产量为49,886台，同比下滑19.29%；总销量51,125台，同比下滑12.78%，库存量7,662台，同比下滑13.92%。

**表 4 2012-2013 年公司工程机械产品产销情况**

项目	2013 年	2012 年
销售量（台）	51,125	58,613
生产量（台）	49,886	61,806
库存量（台）	7,662	8,901

资料来源：公司 2013 年年度报告

受市场竞争加剧的影响，公司部分主要产品销量下滑，主要产品收入或毛利率亦有不同幅度下降，其中混凝土机械销售收入同比下滑27.15%，毛利下降7.37个百分点；起重机械销售收入同比下滑11.70%，毛利和2012年相比基本持平；土方机械销售收入同比下滑65.96%，毛利下滑20.34个百分点；路面及桩工机械收入虽然有所提高，但毛利下滑9.37个百分点。

环卫机械作为公司战略规划中的五大板块之一，近年发展较好，主要产品具有较高的市场占有率。目前公司环卫机械主要集中在两方面：一、城市生活垃圾收集、分选压缩、转运及最终处理设备；二、餐厨垃圾回收和资源再利用的设备。近年随着城市的扩张，环卫机械市场需求量有所上升，公司环卫机械销售收入也随之提高，2013年公司环卫机械实现销售收入32.82亿元，同比增长8.19%，业务毛利和2012年基本持平。未来公司拟通过环卫设备延伸至垃圾运营服务领域，以推动公司环卫机械板块的快速发展。

总体来说，受国内经济增速放缓、固定资产投资降温的影响，工程机械行业新增市场需求规模有限，行业供需矛盾较为突出，市场竞争激烈程度进一步增加，公司混凝土机械、起重机械等主要产品收入或毛利也有所下滑，整体业绩走弱。但公司主要产品市场地



位未发生大的变化，仍处于市场领先地位。

**跟踪期内，公司境外市场开拓进展良好，外销规模有所提高，外销占比有所提升，但汇率波动对公司的盈利能力存在一定影响**

跟踪期内，公司借助2011年买断的“高端塔机专家”德国JOST平头塔系列产品的全套技术成功完成了部分塔机产品型号的转化，并通过了德国TUV的检测认证，取得CE证书及新加坡的MOM认证，对产品开拓新加坡、德国市场起到了关键作用；巴西、印度海外基地正式运营；与Zoomlion CIFA (H.K) Holdings Co., Ltd（以下简称“香港CIFA公司”）其他股东完成了股权交割手续，正式实现对意大利Compagnia Italianate Forme Acciaio S.p.A.（以下简称“意大利CIFA公司”）的全资控股；签署了协议拟收购全球干混砂浆设备知名品牌M-TEC，以取得在干混砂浆领域的全球领先地位。公司通过一系列境外资源整合，吸收了国外先进技术，并进一步完善公司的境外销售网络，有助于推动公司境外销售的提升。

2013年，在整体销售收入下滑的情况下，公司实现海外销售收入27.87亿元，同比增长0.58%，境外销售收入占比提高1.48个百分点。但我们也关注到，公司出口部分的收入大部分以外币结算，汇率波动对公司盈利能力存在一定影响，面临一定的汇率波动风险。

**表 5 公司主营业务收入分区域构成（单位：万元）**

区域	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	3,534,750.70	92.69%	4,478,512.56	94.17%
境外	278,689.57	7.31%	277,071.89	5.83%
合计	<b>3,813,440.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,755,584.45</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下我们的财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年度审计报告，财务报表采用新会计准则编制，公司 2012 年财务数据为 2013 年度审计报告年初数。

### 财务分析

#### 资产结构与质量

公司资产中产品销售和融资租赁产生的应收款项规模较大，流动性不强，且存在较大的坏账风险，资产质量一般

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总计 895.37 亿元，较年初增长 0.63%。公司资产结构未发生重大变动，资产仍以流动资产为主。

**表 6 公司主要资产构成（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产合计</b>	<b>6,952,995.85</b>	<b>77.65%</b>	<b>6,702,957.40</b>	<b>75.34%</b>
其中：货币资金	2,007,221.90	22.42%	2,320,616.00	26.08%
应收账款	2,780,630.77	31.06%	1,890,035.20	21.24%
存货	874,719.84	9.77%	1,173,253.03	13.19%
一年内到期的非流动资产	1,022,938.95	11.42%	919,451.91	10.33%
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,000,719.92</b>	<b>22.35%</b>	<b>2,194,489.05</b>	<b>24.66%</b>
固定资产	537,684.96	6.01%	456,936.03	5.14%
在建工程	146,987.61	1.64%	154,248.61	1.73%
无形资产	293,097.79	3.27%	273,111.57	3.07%
长期应收款	740,809.82	8.27%	1,046,797.30	11.77%
<b>资产总计</b>	<b>8,953,715.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>8,897,446.46</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告

2013 年末，公司货币资金为 200.72 亿元，同比减少 13.5%，主要为偿还债务及投入运营所致，公司货币资金中其他货币资金为 34.15 亿元，主要为承兑保证金、按揭销售保证金等，资金流动性受限。2013 年底，公司固定资产为 53.77 亿元，同比增长 17.67%，主要为渭南工业园等在建项目转固定资产所致；在建工程为 14.7 亿元，主要为麓谷第二工业园项目的建设成本。截至 2013 年末公司固定资产与在建工程合计 68.47 亿元，较 2012 年末增加 7.35 亿元，增加规模较大，在目前行业产能过剩的情况下，公司固定资产投资是否能发挥效益存在较大的不确定性。2013 年底，公司无形资产为 29.31 亿元，和 2012 年底相比变动不大，主要为土地使用权及商标权等。

由于工程机械价格较高，销售一般采取分期付款或融资租赁方式，因此工程机械生产企业应收款项规模一般偏大。2013 年底，公司应收账款为 278.06 亿元，同比增长 47.12%，其中一年以内应收账款账面余额为 204.38 亿元，占比 79.38%，主要为当年新增销售分期付款带来的；公司长期应收款为 74.08 亿元，其中 74.07 亿元为应收融资租赁款；公司一年内到期的非流动资产为 102.29 亿元，其中 102.28 亿元为一年内到期的应收融资租赁款。截至 2013 年末，公司应收账款及融资租赁应收款项合计 454.41 亿元，占当年公司资产总额的 50.75%，

该部分应收款项规模偏大。近年受固定资产投资放缓及工程机械市场保有量较高的影响，下游部分客户业务及收入减少，违约风险逐步增加，截至 2013 年末公司为融资租赁应收款及应收账款合计计提了 10.53 亿元的坏账准备。未来若国内经济持续下滑，固定资产投资持续放缓，公司应收款项将面临持续的坏账风险，我们将持续关注行业环境变化及公司应收款项回收情况。

综上，公司资产中产品销售和融资租赁产生的应收款项规模较大，流动性不强，且存在较大的减值风险，资产质量一般。

### 资产运营效率

**跟踪期内，受业绩下滑及应收账款攀升的影响，公司营运资金占用进一步加大，资产运营效率持续走弱**

2013 年，受应收账款大幅攀升及产品销售下滑的影响，公司应收账款及存货周转天数均有明显增加，净营业周期较上年大幅增加，营运资金的占用进一步加大；受业绩下滑的影响，公司营业收入有所下滑，总资产周转天数大幅增加，公司资产运营效率持续走弱。

**表 7 运营效率指标（单位：天）**

指标名称	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	230.16	125.13
存货周转天数	135.03	118.29
应付账款周转天数	192.46	141.66
净营业周期	172.74	101.76
流动资产周转天数	637.77	434.52
固定资产周转天数	46.45	32.47
总资产周转天数	833.70	601.19

资料来源：公司审计报告

### 盈利能力

**跟踪期内，受下游需求不振的影响，公司业绩有所下滑，总资产回报率明显走弱**

受固定资产投资放缓的影响，工程机械行业下游市场需求不振，行业持续低迷，2013 年度公司实现营业收入 385.42 亿元，同比下滑 19.82%；综合毛利率为 29.17%，同比下滑 3.13 个百分点。工程机械经过前几年快速扩张，在目前国内固定资产投资水平下市场已基本饱和，新增市场需求依赖于固定资产投资快速增长，考虑到前阶段“四万亿”投资带来的负面因素较多，短期内国家重新出台强刺激政策的可能性较小，行业及公司业绩与盈利水平难

有大幅度改善。

跟踪期内，公司加大了营销力度，营销费用有所增加，但营业收入不增反降，同时综合毛利率也小幅下滑。受以上因素的影响，公司利润总额也大幅下滑，2013 年公司实现利润总额 45.22 亿元，同比下滑 48.95%，下降幅度较大。受利润总额下降的影响，公司总资产回报率明显走弱。

**表 8 公司盈利能力主要指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
营业收入	3,854,177.53	4,807,117.35
营业利润	453,423.65	890,898.91
营业外收入	24,553.54	33,500.49
利润总额	452,191.08	885,814.07
净利润	395,188.13	752,896.41
综合毛利率	29.17%	32.30%
期间费用率	14.14%	11.72%
总资产回报率	6.15%	11.98%

资料来源：公司审计报告

## 现金流

### 跟踪期内，受固定资产投资及股权收购的影响，公司资金面收窄

2013 年公司净利润规模下降，FFO 相比 2012 年也随之大幅减少。虽然公司收入下滑，但经营性应收项目并未随之大幅减少，且经营性应付项目有所减少，公司营运资金占用仍保持在较高水平，公司经营活动现金流量净额大幅下降。2013 年公司经营活动现金流量净额为 7.37 亿元，较 2012 年下降幅度较大。

随着公司麓谷第二工业园等项目的推进，公司仍保持较高规模的固定资产投资，2013 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 11.38 亿元，虽然较 2012 年有所下降，但规模仍然较大。受此影响，公司 2013 年投资活动现金流仍呈净流出状态，但净流出规模有所减少。

2013 年公司以 2.36 亿美元的价格收购香港 CIFA 公司其他股东股权，对意大利 CIFA 公司实现全资控股，受此影响公司筹资活动现金流净额亦呈净流出状态。

综上，2013 年公司经营获现能力下降，且固定资产投资与对外收购等支出规模相对较大，公司整体资金面收窄，现金流呈净流出状态。

**表 9 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
净利润	395,188.13	752,896.41
非付现费用	159,474.95	124,047.09
非经营损益	33,671.03	48,473.61
<b>FFO</b>	<b>588,334.11</b>	<b>925,417.11</b>
营运资本变化	-518,368.33	-630,540.10
其中：存货减少（减：增加）	298,400.45	-226,410.46
经营性应收项目的减少（减：增加）	-659,078.19	-860,999.25
经营性应付项目增加（减：减少）	-157,690.59	456,869.60
其他	3,711.20	1,151.98
经营活动现金流量净额	73,676.98	296,028.99
投资活动的现金流量净额	-138,579.65	-339,945.99
筹资活动产生的现金流量净额	-275,330.26	451,192.43
现金及现金等价物净增加额	-342,655.18	408,176.27

资料来源：公司审计报告

## 债务结构与财务安全性

### 公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力

截至 2013 年底，公司负债总额 474.86 亿元，较 2012 年末小幅下滑。从债务结构来看，公司仍以短期债务为主，但短期债务占比有所下调，债务结构有一定程度改善。

2013 年末，公司应付账款为 86.52 亿元；其他应付款为 60.4 亿元，主要为代银行收取的保理应收款及按揭销售、融资租赁销售保证金等。2013 年底，公司短期借款为 52.08 亿元、短期保理借款为 8.32 亿元、一年内到期的非流动负债为 24.73 亿元、长期借款为 56.41 亿元、应付债券为 71.09 亿元，有息债务合计 211.47 亿元，较 2012 年末增加 8.34 亿元，公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。

表 10 公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	3,302,324.84	69.54%	3,476,598.18	72.75%
其中：短期借款	520,833.04	10.97%	420,464.40	8.80%
短期保理借款	83,193.55	1.75%	45,256.27	0.95%
应付票据	702,748.14	14.80%	576,300.45	12.06%
应付账款	865,162.74	18.22%	774,710.02	16.21%
其他应付款	604,034.78	12.72%	710,088.00	14.86%

一年内到期的非流动负债	247,262.59	5.21%	510,262.80	10.68%
非流动负债合计	1,446,233.90	30.46%	1,301,952.25	27.25%
其中：长期借款	564,089.96	11.88%	386,955.18	8.10%
应付债券	710,868.18	14.97%	618,527.45	12.94%
长期保理借款	-	-	61,923.86	1.30%
负债总额	4,748,558.74	100.00%	4,778,550.42	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司债务规模小幅下滑，资产规模小幅提升，公司资产负债率较 2012 年底相应有所下降，流动比率及速动比率均有所提高。受业绩下滑的影响，公司利润缩减，同时公司有息债务规模有所提高，EBITDA 利息保障倍数大幅下滑，但仍处于相对较高的水平，有息债务利息偿付仍较有保障。

**表 11 公司主要偿债能力指标**

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	53.03%	53.71%
流动比率	2.11	1.93
速动比率	1.84	1.59
EBITDA（万元）	606,411.53	1,011,566.95
EBITDA 利息保障倍数	6.25	13.40

资料来源：公司审计报告

## 六、特殊分析

### 公司对客户担保金额较大，存在一定的代偿风险

1、公司部分客户通过银行按揭的方式来为其购买公司机械产品进行融资。按揭贷款合同规定客户支付首期款后，将所购设备抵押给银行作为按揭担保，公司为这些客户向银行的借款提供担保，担保期限和客户向银行借款的年限一致，通常为 1 至 5 年。若客户违约，公司将代客户偿付剩余的本金和拖欠的银行利息，并有权收回作为按揭标的物的设备，且完全享有变卖抵债设备的权利。公司对代垫客户逾期按揭款列在应收账款，并按公司坏账政策计提坏账准备。截至 2013 年 12 月 31 日，公司承担有担保责任的客户借款余额为人民币 1,504,379.76 万元，当年公司支付由于客户违约所造成的担保赔款人民币 44,726.70 万元。

2、自 2010 年 10 月起，公司与某些终端用户签订的融资租赁合同由融资租赁子公司与一家第三方租赁公司联合提供。根据联合租赁安排，公司为该第三方租赁公司提供担保，若客户违约，公司将被要求向该租赁公司赔付客户所欠租赁款中其所享有之份额。同时，本公司有权收回并变卖作为出租标的物的机械设备，并保留任何变卖收入超过偿付该租赁公司担

保款之余额。截至 2013 年 12 月 31 日，公司对该等担保的最大敞口为人民币 252,632.03 万元。担保期限和租赁合同的年限一致，通常为 2 至 5 年。截至 2013 年 12 月 31 日，未发生因客户违约而令公司支付担保款的事项。

3、公司向国内银行及其他金融机构作无追索保理、联合租赁和第三方租赁业务时，在符合金融资产终止确认的前提下，公司会将与之相关的应收账款、融资租赁应收款等金融资产进行终止确认。依据相关的无追索保理协议、联合租赁协议等规定，当终端客户因种种原因不能如期足额向银行及其他金融机构偿还款项时，银行和其他金融机构会视情况依照协议条款收回终端客户的设备，同时公司承诺以市场公允价值回购这些设备。2013 年度，公司以公允价值回购该部分设备支付给金融机构的款项为 7.37 亿元。

截至 2013 年末，公司为按揭及融资租赁（不含联合租赁）客户承担担保金额合计 175.7 亿元，占净资产的 41.78%，同时 2013 年公司终止确认应收账款 20.21 亿元。公司对客户担保金额较大，存在一定的代偿风险。

## 七、评级结论

跟踪期内，受国内经济增速放缓、固定资产投资降温的影响，工程机械行业新增市场需求规模有限，行业供需矛盾较为突出，市场竞争激烈程度进一步增加，公司混凝土机械、起重机械等主要产品收入或毛利也有所下滑，整体业绩走弱，但公司主要产品市场地位未发生大的变化，仍处于市场领先地位；短期内国家重新出台强刺激政策的可能性较小，公司业绩与盈利水平难以大幅度改善。基于战略需求，公司近年固定资产投资及股权收购活动相对较多，公司资金面趋紧；行业低迷状况短期内难以有较大改观，未来公司新增产能是否能有效利用，且收购资产是否能产生预期效益均存在不确定性。公司为促进销售，积累了较大规模的应收款项，且对客户按揭贷款和融资租赁提供的担保规模较大，若未来国内经济持续下滑，固定资产投资持续放缓，公司应收账款坏账风险将进一步增加，对外担保代偿的可能性也进一步提升。但同时我们也考虑到，公司作为行业龙头企业，资产规模较大，且市场占有率较高，具有较强的跨周期能力。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA+，维持本期债券信用等级 AA+，评级展望维持为稳定。

**附录一 合并资产负债表（单位：万元）**

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	2,007,221.90	2,320,616.00	1,774,451.44
交易性金融资产	445.80	103.40	1,881.67
应收票据	85,536.19	172,081.31	113,856.89
应收账款	2,780,630.77	1,890,035.20	1,165,806.52
预付款项	52,463.31	83,831.19	73,324.84
应收股利	606.32	0.00	0.00
其他应收款	57,327.42	112,431.39	81,976.07
存货	874,719.84	1,173,253.03	965,535.72
一年内到期的非流动资产	1,022,938.95	919,451.91	708,866.02
其他流动资产	71,105.36	31,153.97	15,855.61
<b>流动资产合计</b>	<b>6,952,995.85</b>	<b>6,702,957.40</b>	<b>4,901,554.78</b>
可供出售金融资产	375.92	469.29	423.46
长期应收款	740,809.82	1,046,797.30	1,280,527.20
长期股权投资	33,756.68	33,006.32	11,505.52
固定资产净额	537,684.96	456,936.03	410,157.15
在建工程	146,987.61	154,248.61	78,386.17
无形资产	293,097.79	273,111.57	260,591.80
商誉	183,573.30	184,293.95	183,313.69
递延所得税资产	64,433.83	45,625.99	31,717.40
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,000,719.92</b>	<b>2,194,489.05</b>	<b>2,256,622.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,953,715.77</b>	<b>8,897,446.46</b>	<b>7,158,177.17</b>
短期借款	520,833.04	420,464.40	452,425.54
短期保理借款	83,193.55	45,256.27	80,427.96
应付票据	702,748.14	576,300.45	496,737.67
应付账款	865,162.74	774,710.02	713,642.10
预收款项	78,339.19	99,780.47	86,380.93
应付职工薪酬	54,429.02	58,750.12	80,124.28
应交税费	135,601.48	268,637.67	301,982.83
应付利息	10,176.27	10,325.43	0.00
应付股利	544.03	2,022.56	0.00
其他应付款	604,034.78	710,088.00	374,294.55
一年内到期的非流动负债	247,262.59	510,262.80	79,122.06
<b>流动负债合计</b>	<b>3,302,324.84</b>	<b>3,476,598.18</b>	<b>2,665,137.92</b>
长期借款	564,089.96	386,955.18	595,685.77
应付债券	710,868.18	618,527.45	109,272.45
长期应付款	95,889.47	162,332.04	161,955.34



长期保理借款	0.00	61,923.86	3,892.97
递延所得税负债	46,813.82	43,957.84	41,800.99
其他非流动负债	28,572.47	28,255.86	16,955.74
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,446,233.90</b>	<b>1,301,952.25</b>	<b>929,563.26</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,748,558.74</b>	<b>4,778,550.42</b>	<b>3,594,701.18</b>
实收资本（股本）	770,595.41	770,595.41	770,595.41
资本公积	1,316,954.04	1,460,498.51	1,467,411.13
盈余公积	290,162.65	261,307.88	196,275.86
专项储备	538.84	0.00	0.00
未分配利润	1,794,732.33	1,593,808.90	1,118,484.88
外币报表折算差额	-11,074.54	-5,996.53	-8,122.26
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>4,161,908.73</b>	<b>4,080,214.17</b>	<b>3,544,645.01</b>
少数股东权益	43,248.30	38,681.86	18,830.98
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,205,157.03</b>	<b>4,118,896.03</b>	<b>3,563,475.99</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>8,953,715.77</b>	<b>8,897,446.46</b>	<b>7,158,177.17</b>

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
<b>一、营业总收入</b>	<b>3,854,177.53</b>	<b>4,807,117.35</b>	<b>4,632,258.07</b>
其中：营业收入	3,854,177.53	4,807,117.35	4,632,258.07
<b>二、营业总成本</b>	<b>3,405,201.14</b>	<b>3,918,027.54</b>	<b>3,686,291.39</b>
其中：营业成本	2,730,008.98	3,254,561.19	3,131,602.63
营业税金及附加	27,085.53	26,091.67	26,362.73
销售费用	363,116.96	337,614.50	315,973.93
管理费用	195,344.64	193,566.67	175,588.04
财务费用	-13,644.81	32,280.07	11,097.97
资产减值损失	103,289.84	73,913.44	25,666.08
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	342.40	-1,778.26	1,881.67
投资收益（损失以“-”号填列）	4,104.87	3,587.36	3,588.63
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	4,155.75	3,492.50	3,571.50
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>453,423.65</b>	<b>890,898.91</b>	<b>951,436.98</b>
加：营业外收入	24,553.54	33,500.49	22,731.19
减：营业外支出	25,786.11	38,585.32	13,920.78
其中：非流动资产处置损失	3,022.17	3,016.57	1,529.61
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>452,191.08</b>	<b>885,814.07</b>	<b>960,247.39</b>
减：所得税费用	57,002.95	132,917.66	142,913.21
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>395,188.13</b>	<b>752,896.41</b>	<b>817,334.18</b>
减：少数股东损益	11,290.85	19,891.51	10,770.12
<b>六、归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>383,897.28</b>	<b>733,004.90</b>	<b>806,564.06</b>

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	3,734,942.29	4,789,404.70	4,520,765.00
收到的税费返还	21,038.78	10,586.21	12,338.69
收到其他与经营活动有关的现金	109,682.54	321,133.56	103,921.71
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>3,865,663.62</b>	<b>5,121,124.47</b>	<b>4,637,025.40</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	2,637,217.41	3,653,249.04	3,504,043.19
支付给职工以及为职工支付的现金	342,415.32	366,417.95	286,562.33
支付的各项税费	425,554.92	484,554.13	323,054.94
支付其他与经营活动有关的现金	386,799.00	320,874.37	314,041.46
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>3,791,986.64</b>	<b>4,825,095.49</b>	<b>4,427,701.93</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>73,676.98</b>	<b>296,028.99</b>	<b>209,323.48</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
取得投资收益收到的现金	1,341.70	652.36	17.12
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5,115.09	6,608.03	3,350.32
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	211.73	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	4,973.06
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>6,668.52</b>	<b>7,260.39</b>	<b>8,340.50</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	113,757.71	183,506.94	157,655.93
投资支付的现金	2,229.38	25,711.17	742.00
支付其他与投资活动有关的现金	29,261.08	137,988.28	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>145,248.17</b>	<b>347,206.39</b>	<b>158,397.93</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-138,579.65</b>	<b>-339,945.99</b>	<b>-150,057.43</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
吸收投资收到的现金	161.52	5,616.34	166,104.22
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	161.52	5,616.34	200.00
取得借款收到的现金	1,218,231.87	1,635,581.28	945,439.21
发行债券收到的现金	-	623,460.82	-
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>1,218,393.39</b>	<b>2,264,658.44</b>	<b>1,111,543.44</b>
偿还债务支付的现金	1,092,364.76	1,536,790.10	1,184,659.49
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	253,842.94	266,269.03	236,309.01
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	4,143.98	1,882.61	1,222.31
支付其他与筹资活动有关的现金	147,515.94	10,406.89	18,068.93
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>1,493,723.65</b>	<b>1,813,466.01</b>	<b>1,439,037.43</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-275,330.26</b>	<b>451,192.43</b>	<b>-327,493.99</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响</b>	<b>-2,422.26</b>	<b>900.85</b>	<b>-7,378.43</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-342,655.18</b>	<b>408,176.27</b>	<b>-275,606.38</b>

**附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）**

项目	2013年	2012年	2011年
<b>净利润</b>	<b>395,188.13</b>	<b>752,896.41</b>	<b>817,334.18</b>
加：资产减值准备	103,289.84	73,913.44	25,666.08
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	45,930.38	40,570.92	36,978.29
无形资产摊销	10,254.72	9,562.74	8,862.54
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	2,149.00	1,998.97	491.33
公允价值变动损失	-342.40	1,778.26	-1,881.67
财务费用	50,249.18	60,498.04	45,068.51
投资损失	-4,104.87	-3,587.36	-3,588.63
递延所得税资产减少	-14,820.84	-13,671.21	-5,441.07
递延所得税负债增加	540.96	1,456.91	-2,253.82
存货的减少	298,400.45	-226,410.46	-104,992.43
经营性应收项目的减少	-659,078.19	-860,999.25	-920,013.06
经营性应付项目的增加	-157,690.59	456,869.60	313,093.21
其他	3,711.20	1,151.98	-
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>73,676.98</b>	<b>296,028.99</b>	<b>209,323.48</b>
现金的期末余额	1,665,741.94	2,008,397.12	1,600,220.85
减：现金的期初余额	2,008,397.12	1,600,220.85	1,875,827.23
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-342,655.18</b>	<b>408,176.27</b>	<b>-275,606.38</b>

## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期保理借款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的长期借款} (\text{扣除} 1 \text{年内到期的长期应付款}) + \text{短期保理借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

## 附录五 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

### 二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

### 三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。