

# 广西柳工机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

---

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：高洁 jgao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 16 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]0553D 号

## 广西柳工机械股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“广西柳工机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十六日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
广西柳工机械股份有限公司	不超过 2 亿元 (含 2 亿元)	2 年	每年付息一次, 到期一次还本付息	公司及控股子公司补充流动资金或法律法规允许的其他用途

**评级观点:** 中诚信国际评定广西柳工机械股份有限公司 (以下简称“柳工股份”或“公司”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“广西柳工机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期)” 的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司产品结构丰富、市场地位领先、研发实力雄厚、业务规模持续增长、盈利水平逐年提升和备用流动性充足等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时, 中诚信国际关注到行业周期性和海外业务带来一定经营风险、经营环节占款规模较大、面临一定或有负债风险和资产回收风险, 以及混合所有制改革后公司治理与混改效果有待关注等因素对公司经营及整体信用状况影响。

**概况数据**

柳工股份 (合并口径)	2018	2019	2020	2021.3
总资产 (亿元)	262.12	298.61	340.11	369.20
所有者权益合计 (亿元)	100.98	108.31	119.13	123.20
总负债 (亿元)	161.14	190.31	220.98	246.01
总债务 (亿元)	96.14	119.50	134.86	148.01
营业总收入 (亿元)	180.85	191.77	230.03	77.32
净利润 (亿元)	8.41	10.74	13.45	4.07
EBIT (亿元)	12.15	14.79	18.04	--
EBITDA (亿元)	14.98	17.95	21.82	--
经营活动净现金流 (亿元)	6.34	18.58	20.08	3.47
营业毛利率 (%)	22.81	23.66	20.40	17.03
总资产收益率 (%)	4.95	5.28	5.65	--
资产负债率 (%)	61.48	63.73	64.97	66.63
总资本化比率 (%)	48.77	52.46	53.10	54.58
总债务/EBITDA(X)	6.42	6.66	6.18	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.25	10.48	10.84	--

注: 中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

**正面**

■ **产品结构丰富, 市场地位领先。** 公司已经形成十余种整机产品线, 以及完整的配件、服务、再制造、二手机等后市场业务, 能够为客户提供较为丰富的多种设备组合方案、后市场保障服务和增值服务方案, 且主导产品之一装载机占据领先的市场份额。

■ **研发实力雄厚。** 公司拥有中国土石方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心, 并在英国、美国、波兰、印度设立了研发机构, 近年来研发投入占营业总收入比重超过 3%。2020 年共申请专利 242 项、软件著作权 12 项, 主导和参与编制将近 20 项国标/行标/团体标准, 研发实力雄厚。

■ **业务规模持续增长, 盈利水平逐年提升。** 依托于工程机械行业景气度的较高、公司的技术优势及不断完善的销售渠道, 近年来营业总收入和净利润持续提升。

■ **备用流动性充足。** 截至 2021 年 3 月末, 公司取得银行授信总额 335.88 亿元, 其中未使用额度 185.49 亿元, 同时作为上市公

**同行业比较**

2020 年 (末) 部分工程机械企业主要指标对比表					
公司名称	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
徐工机械	739.68	37.46	27.89	917.97	62.78
柳工股份	230.03	13.45	20.08	340.11	64.97

注: “徐工机械”为“徐工集团工程机械股份有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

司, 公司可通过资本市场融资, 具备较好的财务弹性。

**关注**

■ **行业周期性和海外业务带来一定经营风险。** 工程机械行业受宏观经济影响较大, 周期性特征较为明显, 公司产能利用率、业务规模和盈利水平易受宏观经济运行的不确定因素影响。由于海外业务和资产受到国际政治、各国经济政策及贸易和投资壁垒、合同违约、人民币汇率等因素影响, 公司海外业务亦存在一定风险。

■ **经营环节占款规模较大, 资产质量需予以关注。** 由于公司信用销售占比较高, 且近年来增加备货, 经营环节占用大量流动资金, 同时需关注应收款项的回收进度及存货跌价对盈利能力的影响。

■ **面临一定或有负债风险和资产回收风险。** 截至 2021 年 3 月末, 公司负有回购或担保责任的定向保兑仓业务和融资租赁余额较大, 面临一定或有负债风险; 同期末, 公司未决诉讼合计涉诉金额为 5.44 亿元, 此外, 公司与海航系企业开展融资租赁业务涉诉金额 6.39 亿元, 目前该部分债权处于暂缓确认状态, 中恒租赁已计提预计损失减值准备 1.8 亿元, 相关诉讼进展及融资租赁租金回收风险需关注。

■ **混合所有制改革后公司治理与混改效果有待关注。** 引入战略投资者后, 公司第一大股东广西柳工集团机械有限公司 (以下简称“柳工有限”) 的股东广西柳工集团有限公司 (以下简称“柳工集团”) 对其持股比例由 100% 降至 51%。此外, 公司拟发行股份以吸收合并柳工有限, 合并完成后减少股东层级, 治理结构将更为扁平化, 同时建筑机械、农业机械及工程机械生产配套等资产或将纳入上市公司体系内, 有助于提高公司的竞争优势。但上述事项仍面临一定的不确定性, 且未来公司治理和混改效果仍有待关注。

**评级展望**

中诚信国际认为, 广西柳工机械股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。** 工程机械行业景气度快速下滑, 导致公司收入、利润大幅下降; 不良账款大幅增加, 获现能力大幅弱化; 或有负债或带息负债规模快速扩大且面临很高风险。

## 发行主体概况

广西柳工机械股份有限公司前身为成立于1993年3月的柳工机械厂，同年11月在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码为000528。后经多次送股、配股、公积金转增股本以及非公开发行，截至2021年3月末，公司总股本为14.75亿股。

2020年4月15日，广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）同意柳工集团将其持有的包括柳工股份34.67%股权在内的标的公司股权无偿划转至柳工有限，广西国资委同步将柳工有限100%股权无偿划转至柳工集团；7月20日已完成划转，公司第一大股东变为柳工有限，实际控制人仍为广西国资委，主要资产和经营情况不发生变化。

2020年12月16日，公司发布公告称，第一大股东柳工有限完成增资扩股，广西招工服贸投资合伙企业（有限合伙）等7名战略投资者及常州嘉佑企业管理合伙企业（有限合伙）参与本次增资扩股，总投资金额34.14亿元，柳工集团对柳工有限的持股比例变更为51%，且已完成工商变更。增资扩股完成后，公司间接控股股东仍为柳工集团，实际控制人仍为广西国资委。公司主营业务为研发、生产和销售工程机械产品及零部件，并向客户提供保障服务和增值服务。

**产权结构：**截至2021年3月末，公司第一大股东柳工有限持股比例为34.68%，间接控股股东为柳工集团，公司实际控制人为广西国资委。

**表 1：公司主要经营主体情况**

子公司全称	子公司简称	持股比例	主营业务
柳州柳工挖掘机有限公司	柳工挖掘机	100.00%	挖掘机业务
中恒国际租赁有限公司	中恒租赁	100.00%	租赁服务
柳工（常州）矿山机械有限公司	常州矿机	96.56%	矿山机械

<sup>1</sup> 本次交易中中标的资产作价761,609.10万元，按照发行价格7.49元/股计算，发行股份数量为1,016,834,579股。本次交易后，柳工有限持有的柳工股份511,631,463股股票将被注销，因此本次交易后实际新增

上海金泰工程机械有限公司	上海金泰	51.00%	桩工机械
--------------	------	--------	------

资料来源：公司提供

2021年5月14日公司发布公告称，拟向柳工有限的全体股东发行股份以吸收合并柳工有限，柳工有限100%股权的交易作价为76.16亿元，由柳工股份以发行股份的方式支付<sup>1</sup>。交易完成后，公司第一大股东将由柳工有限变更为柳工集团，持股比例为26.19%，实际控制人仍为广西国资委。柳工有限系2019年11月新成立的控股型公司，除柳工股份外，主要资产为下属5家子公司，主要经营建筑机械、农业机械及工程机械生产配套资产等。截至2020年末，柳工有限总资产410.62亿元，总负债254.07亿元，资产负债率为61.87%；全年实现收入259.79亿元，净利润14.90亿元，经营活动净现金流为20.16亿元。预计交易完成后，公司股东层级将减少，有利于提高公司的管理和运营效率，且柳工集团全部主业资产将纳入上市公司体系内，有助于公司完善上下游产业链，横向拓展业务范围，提升整体的竞争优势。目前上述事项已获得广西国资委的批复和股东大会通过，尚需证监会审核，存在一定不确定性，中诚信国际将对重大资产重组进展保持关注。

**表 2：柳工有限主要经营主体情况（亿元）**

公司名称	2021年3月末持股比例（%）	主营业务
广西柳工机械股份有限公司	34.68	工程机械及配件
柳州欧维姆机械股份有限公司	77.86	斜拉索系统等预应力产品
广西中源机械有限公司	100.00	工程机械零部件和工业机器人等智能装备
广西柳工农业机械股份有限公司	99.63	甘蔗收获机及全程配套机具等农业机械
柳工（柳州）压缩机有限公司	60.18	移动式空气压缩机和活塞式压缩机（空气及特殊气体）等
柳工建机江苏有限公司	100.00	混凝土泵车、混凝土运输车、混凝土搅拌设备及工业制砂设备及配件等

资料来源：公司提供

股份数量为505,203,116股。

## 本期债券概况

本期公司债券注册额度为 10 亿元，本期拟发行金额不超过 2 亿元（含 2 亿元），期限为 2 年，每年付息一次，到期一次还本付息，主要用于公司及控股子公司补充流动资金或法律法规允许的其他用途。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不

稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的

复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

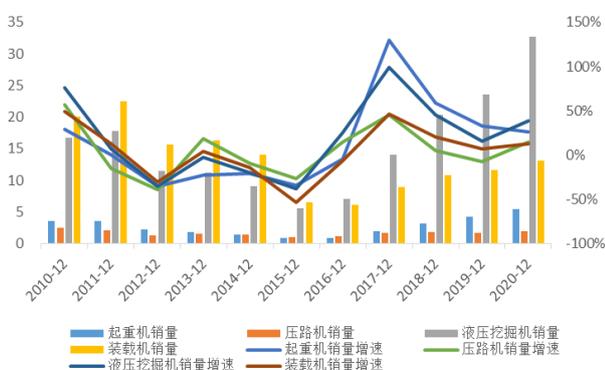
## 行业及区域经济环境

### 2020年受疫情影响，工程机械下游需求延缓释放，但基建投资增速企稳，同时在更新周期来临、环保政策趋严、海外布局不断完善等因素的影响下，工程机械主要产品销量持续上涨，行业景气度保持高位

工程机械行业是国家装备制造业的重点产业之一，行业的发展与国民经济现代化发展和基础设施水平息息相关。同时，作为周期性行业，近五年以来均维持了正增长态势。

挖掘机占到工程机械行业的近六成份额，其次是起重机、推土机、平地机等大概占到20%的市场份额，另外包括高空作业平台、混凝土机、打桩机等在内的其他工程机械产品占到20%的份额。2020年，纳入统计的25家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品32.76万台，同比增长39%。

图1：主要工程机械产品年度销量及增速变动情况(%)



资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

从全球竞争力来看，我国工程机械行业的竞争

实力逐步增加，全球市场份额不断上升，同时国内市场中海外品牌占比亦不断下降。根据英国KHL集团发布的最新全球工程机械制造商50强排行榜（Yellow Table 2020），中国有徐工集团、三一重工、中联重科、柳工股份、龙工控股、山推股份、山河智能、福田雷沃和厦工股份共计9家企业入榜，中国入榜企业合计销售额同比增长21.15%，占全球市场份额合计达到17.6%。随着产品竞争力的提升以及业务布局的不断完善，国内龙头企业海外竞争力不断增强，在全球竞争格局中拥有越来越重要的地位。

从市场需求来看，工程机械行业下游领域拉动作用较为明显的有房地产和基础设施建设行业，与宏观经济发展密不可分。基础设施投资作为下游主要驱动因素之一，近年来均保持正增长趋势，2020年全国基础设施投资完成额（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长0.9%，增速同比有所下滑；在经历上半年疫情影响后，下半年基础设施建设投资加速，带动2020年工程机械行业销量进一步提升。房地产开发投资增速与工程机械行业整体销量变动具有较高的一致性，2020年疫情期间，虽然各地出台一系列放松措施，但随后政策迅速收紧，8月政府出台“三道红线”政策，对房地产企业依靠债务得以扩张的发展模式形成有力约束，2020年房地产开发投资141,443亿元，比上年增长7.0%，增速回落2.9个百分点。预计2021年我国房地产投资增速仍将放缓，但考虑到房地产企业现存一定规模投资需求，且房地产企业韧性较强，仍将为工程机械产品需求提供一定支撑。

图 2：近年来我国主要工程机械产品销量与基建和房地产投资增速对比（万台、%）



资料来源：国家统计局、中国工程机械商贸网，中诚信国际整理

工程机械行业更新换代需求亦是本轮行业景气度上升的重要因素，通常情况下，工程机械产品的寿命周期约为 8~10 年，上一轮销售高峰集中在 2008~2011 年，各产品销量均在 2011 年达到顶峰，2016~2021 年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。工程机械自然更新换代高峰将于 2021 年接近尾声，未来 1~2 年内上述产品预计仍将有一定规模的自然更新换代需求，但难以为销售量的高速增长提供保障。

我国非道路移动机械领域作为环保管理的薄弱环节，大部分工程机械设备都处于无人监管状态，随着近年来环保政策不断升级，对于非道路移动机械的环保监管正式进入“高压”时期。2020 年 12 月 28 日，生态环境部办公厅发布《〈非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法(中国第三、四阶段)(GB 20891-2014)修改单〉》中指出自 2022 年 12 月 1 日起，所有生产、进口和销售的 560kW 以下（含 560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机应符合本标准第四阶段要求，自 2020 年 12 月 28 日起，各相关地方标准停止执行。此外，道路移动机械方面，2019~2023 年将陆续进入国六排放标准。严格的环保要求将加速淘汰高排放机械，进一步催生工程机械设备的更新需求；同时，距离国四标准实施仍有两年时间，且考虑到相关具体措施及执行力度仍存在不确定性，后续对工程机械销量拉动作用仍有待进一步关注。

近年来，国际工程机械市场需求也出现较好的增长态势，中国企业在“一带一路”国家对外承包工程项目累计营业额持续增加，直接带动了工程机械产品向沿线国家的出口，在拉动整体销量增长的同时，工程机械产品出口有助于平滑国内周期性波动风险。近年来我国工程机械出口量和出口金额均呈快速增长态势，以挖掘机为例，2019 年以来其出口量呈现上升趋势，同比增速维持在 39.35% 的较高水平。但 2020 年以来，海外疫情开始加速蔓延，受此影响工程机械出口一直维持下降趋势，1~9 月同比降幅均超过 10%，10 月和 11 月当月出口额同比出现增长，增幅分别为 0.54% 和 6.88%，出口额累计同比下降 15%。2021 年，疫情蔓延的形式依然严峻，未来海外需求低迷的情况仍将会持续一段时间，工程机械产品出口情况面临一定不确定性。

中诚信国际认为，2020 年一季度受新冠疫情影响，行业下游需求释放有所延后，二季度以来主要工程机械产品销售情况均迅速转好，行业保持了良好的增长态势。本轮工程机械设备更新换代高峰已接近尾声，但考虑到我国固定资产投资规模较大，加之环保政策趋紧推动老旧设备淘汰，预计 2021 年工程机械下游需求仍将保持相对稳定，或将为工程机械行业销量提供支撑。

## 业务运营

公司主营工程机械及配件的研发、生产、销售和融资租赁，并为国内外客户提供全系列工程装备解决方案。土石方机械是公司的主要产品，包括装载机、挖掘机、平地机和推土机等，其中装载机和挖掘机收入占比较高。公司其他工程机械及配件包括起重机、叉车、矿用卡车等机械及配件。近三年随着业务规模的扩大和产品种类的增加，各板块收入持续上升。2021 年一季度，受益于下游需求旺盛及去年同期疫情影响，收入规模同比大幅增长 72.59%。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
土石方机械	130.84	136.19	162.79	59.22

其他工程机械及配件	45.63	49.88	60.51	16.62
融资租赁业务	4.38	5.70	6.72	1.48
<b>营业总收入</b>	<b>180.85</b>	<b>191.77</b>	<b>230.03</b>	<b>77.32</b>
<b>占比</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021.1~3</b>
土石方机械	72.35	71.02	70.77	76.59
其他工程机械及配件	25.23	26.01	26.31	21.50
融资租赁业务	2.42	2.97	2.92	1.91
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

**公司在土石方机械领域地位突出，在挖掘机、装载机方面具有优势，持续的研发投入为保持领先地位提供了有力支持；同时国内外生产布局完善，近年来产能扩张较快，叠加下游需求旺盛，产销量逐年提升**

土石方机械产品中两大主导产品为装载机和挖掘机，其中装载机是公司核心竞争力的体现，多年来市场占有率处于前列。公司拥有完整的产品系列，能够生产 1~12 吨等各种规格装载机，目前主要产品为 5 吨装载机，并在国内 8 吨及 8 吨以上大型装载机中具备优势，是国内为数不多的能自主研发生产 8 吨级以上大型装载机的企业之一。在挖掘机领域，公司已先后研制出 F 系列挖掘机、纯电动产品和符合国四排放标准的新产品。公司的挖掘机性价比较高，技术性能接近国内合资企业产品水平，具有良好的品牌知名度。

公司拥有中国土石方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心，并在英国、美国、波兰、印度设立了研发机构。公司近年持续加大研发创新的投入，2018~2020 年研发投入分别为 5.59 亿元、6.74 亿元和 7.44 亿元，占营业总收入的比重超过 3%。

公司研发成果丰富，2020 年共申请专利 242 项、软件著作权 12 项，主导和参与编制将近 20 项国标/行标/团体标准。

截至 2021 年 3 月末，公司在国内拥有 17 大制造基地，分别位于广西柳州、江苏常州、江苏江阴、江苏镇江、安徽蚌埠、上海和山东临沂；海外拥有 3 大制造基地，分别位于印度、波兰和巴西，公司积极推进海外产能本地化，其中印度压路机产品已基本实现全本地化。对于标准化产品，公司实行以销定产模式；对于非标准化或客户新的订单需求，则实行订单式生产。

2018 年，公司加大装载机和挖掘机新产能建设，同时收购的矿山机械和桩工机械等产线投产，当年各主要产品的产能产量均大幅增加；2019 年以来产能继续扩张，主要系下游基建需求增加，公司加大了挖掘机产能建设所致，挖掘机产量亦随之上升；2020 年，受益于疫情受控后建设赶工，下游需求旺盛，主要产品产、销量同比上升，其中挖掘机产量同比大幅提升 92.86%。

中诚信国际认为，公司装载机行业地位突出，并在挖掘机和路面机械方面具有一定优势，同时优秀的研发实力为产品性能的提升和业务开拓起到积极作用。公司生产布局较为完善，近三年受益于行业回暖，产量有所提升。但同时中诚信国际关注到，近年来公司产能扩张速度较快，随着下游需求增长趋缓，公司产能的利用情况或将受到行业周期性波动的影响。

**表 4：公司主要产品产能及产量情况（万台/年、万台、%）**

	2018				2019				2020				2021.1~3			
	产能	产量	利用率	销量	产能	产量	利用率	销量	产能	产量	利用率	销量	产能	产量	利用率	销量
装载机	2.53	2.18	86.00	2.11	2.54	2.07	81.50	1.96	2.60	2.48	96%	2.47	2.90	0.53	73%	0.81
挖掘机	1.71	1.59	93.00	1.41	2.52	1.68	66.67	1.72	2.94	3.24	110%	2.58	3.93	0.69	70%	1.16
其它	2.44	1.72	70.17	1.73	2.65	1.92	72.45	1.80	2.86	2.09	73%	2.40	3.19	0.46	57%	0.70
<b>合计</b>	<b>6.69</b>	<b>5.49</b>	<b>82.01</b>	<b>5.25</b>	<b>7.70</b>	<b>5.67</b>	<b>73.64</b>	<b>5.48</b>	<b>8.39</b>	<b>7.81</b>	<b>93%</b>	<b>7.45</b>	<b>10.02</b>	<b>1.67</b>	<b>67%</b>	<b>2.67</b>

注：公司 2021 年一季度各产品产能和产能利用率经过年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 公司销售渠道广泛，结算方式和定价方式灵活；信用销售规模持续扩大，面临的或有回购风险随之上升

公司国内营销中心和国际业务中心分别负责国内和国际的产品销售，并按产品类型形成了包括装载机业务群、挖掘机业务群、矿山机械、桩工机械、路面机械、叉车、起重机和后市场等在内的业务条线。由于订单交付减少，2019年装载机销量下降；除此之外，随着下游需求回暖，近年来公司挖掘机和其他产品销量随产量增长，产销率保持较好水平。由于国内工程机械需求爆发，近三年公司国内销售占比逐年提升，2020年升至85.31%。

国内销售方面，公司主要采用经销模式，有利于集中资源专注于产品的研发和生产。公司在各省、区均拥有授权的经销商，部分重点市场区域设有全资或控股直营公司，直营公司业务定位和运营模式与经销商相同。销售方式包括全款提货、融资租赁和定向保兑仓，近年来全款提货销售模式的收入占比大幅下降，同时以融资租赁和定向保兑仓为主的信用销售收入占比均不断提升。近年来公司信用销售规模持续扩大，面临的或有回购风险随之上升。

公司通过对经销商、客户进行有效的信用评价与授信、实施全程信用风险管理、强化资产抵押等措施加强风险控制。如客户发生逾期情况，通常约定先由公司或经销商按期回购融资租赁租金垫款，通常代垫逾期的期数较长且满足合同约定的回购产品条款或经销商无法按时足够对承兑进行填仓时，方才履行回购产品的担保义务。公司对于代垫客户逾期融资租赁款及代垫定向保兑仓逾期款列在其他应收账款中，并按公司坏账政策计提坏账准备。

表 5：公司销售模式及收入占比（%）

	2018	2019	2020
全款提货	46	38	37
融资租赁	47	53	55
定向保兑仓	7	8	8

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司的融资租赁业务主要通过全资子公司中恒国际租赁有限公司（以下简称“中恒租赁”）和第三方融资租赁机构开展。其中，中恒租赁为出租人的模式下，客户办理融资租赁时需购买租赁设备财产保险，承保方是中国人民财产保险股份有限公司，受益人是中恒租赁，承保金额为租赁设备价格。2020年末中恒租赁为公司整机产品终端客户所开展的融资租赁业务项下本金余额76.87亿元，发生逾期租金2.12亿元。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，向公司开具银行承兑汇票用于购买公司产品，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。

公司与外部融资机构签订了《租赁合作协议》及相关从属协议，截至2020年末，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余额为50.70亿元，当年因外部非关联方融资租赁业务代垫逾期融资租赁款保证金而产生其它应收账款约为1.51亿元，当期计提减值为1,336.67万元；公司及所属子公司与银行、经销商合作开展的定向保兑仓业务（承兑）余额为7.57亿元，当年无逾期情况，未发生回购事项。

根据公司2020年12月28日发布的公告，为了保证公司的营销业务顺利开展，提高市场占有率，保证公司现金流的安全，2021年公司将继续为向公司及下属国内全资子公司、控股子公司购买产品的客户、经销商与银行、外部金融机构合作开展承兑、应收账款保理、融资租赁（直租+回租）、按揭等销售业务相关的融资业务，担保授信总额为87亿元。

海外销售方面，经过十余年的境外开拓经营，公司目前在海外拥有10家包含整机、服务、配件、培训能力的营销公司，并通过300多家经销商的2,700多个网点为海外客户提供销售和服务支持，海外业务基本覆盖了一带一路战略沿线国家和地区。此外，公司设有大客户部（北京办），主要负责国内央企、大客户走出去的海外项目所需设备采购。

目前公司海外市场产品主要为装载机 H 系列中高端产品和挖掘机 E 系列产品，近年来海外市场产品竞争力不断提升，但由于 2019 年国内工程机械供不应求，公司增加了对国内市场的产品供应，海外收入小幅减少，占营业总收入比例降至 17.71%；2020 年受疫情影响，海外需求有所减少，境内销售占比提升。公司海外业务主要以远期信用证结算，

结算周期在 6~12 个月，结算货币以美元为主，并采取与中国出口信用保险公司合作的方式降低账款回收风险。但海外业务受人民币汇率波动的影响，面临一定的汇兑损失风险。同时，海外业务和资产受到所在国法律法规的管辖，存在国际政治、各国经济政策、贸易和投资壁垒以及合同违约等诸多复杂因素影响，或将增大海外业务拓展及经营的风险。

**表 6：公司销售收入分区域情况及收入占比（亿元、%）**

	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内	146.43	80.97	157.80	82.29	196.24	85.31	64.18	83.01
海外	34.42	19.03	33.97	17.71	33.79	14.69	13.14	16.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司根据产品成熟度、市场地位的不同，采取不同的定价方式。公司装载机处于行业主导地位，对产品具有一定的定价权，产品价格高于行业同类产品；挖掘机的市场定价采取跟随策略，产品价格与韩系产品价格相持平，低于日本二线品牌 10~15%；公司路面机械产品目前跻身行业前列，具有一定竞争优势，产品定价略高于国内大多数同档次产品；由于公司叉车品牌地位尚未建立，且叉车销售区域化差异较大，个别地区具有较高市场占有率，故公司依据不同地区产品优势度、客户消费层次等对产品售价进行差异化细分，以尽可能保证产品的竞争力，整体价格处于行业中上水平。

中诚信国际认为，公司积累了广泛的销售渠道，得益于下游需求的回暖，近年销售收入逐年提升，且多样化的销售及定价模式有利于保证公司的产品竞争力。但同时中诚信国际关注到，公司信用销售规模较大，且持续增加，若工程机械市场景气度下滑，出现客户违约的情况，公司将履行回购产品的义务，回购支出将大幅提高，将会给公司带来一定的资金压力。

### 公司采购渠道稳定，对单一供应商依赖不大，且拥有一定的议价能力和结算账期

公司主要原材料和零部件包括柴油机、液压部件、传动部件、钢材和结构件等，其他成本还包括

轮毂、小部件、人工成本和折旧等。核心零部件供应方面，公司先后与德国采埃孚公司、美国康明斯公司成立合资公司，研发和生产具有技术优势和质量优势的传动系统产品和柴油发动机产品，使得公司具有整机与关键零部件优化匹配的能力。

**表 7：2020 年公司主要产品的原材料构成情况（%）**

	原材料构成	占营业成本比重
装载机	构件类	37.43
	柴油机类	15.62
	钢材类	3.60
挖掘机	构件类	36.02
	液压类	16.48
	传动类	14.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司作为行业内具有规模优势的企业，对供应商形成较强的议价能力。公司以年度招标方式确定次年价格、配套比例，以及付款方式、质量及延期供货赔偿等。在材料价格大幅上升期，公司可与供方协同定价，在保证供方正常运行的条件下，由公司依据材料价格变动按一定比重调整定价，以降低原材料价格波动的影响。

公司采用合格供方采购体系，保证采购渠道的稳定。为降低对单一供方的过重依赖风险，常规配套件遵循两到三家供方配置，避免单一供方的波动影响。2020 年公司前五大供应商合计采购金额 30.47 亿元，占当年采购总额比例 11.55%，采购集

中度较为分散，前五大供应商中三家为关联方，分别为广西康明斯工业动力有限公司、广西威翔机械有限公司和广西中源机械有限公司，关联交易的定价主要遵循市场价格原则，全年公司来自关联方处采购合计为 31.84 亿元。

公司在采购结算中享有一定的信用周期，零部件货到入库后 75 天支付货款，其中约 50% 货款由现汇结算，剩余为 6 个月银行承兑汇票。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）和即期支付两种方式付款。直接采购的钢材为 30 天预付采购，通过经销商采购的钢材按到货当月付款结算。

### **公司开展融资租赁业务能够为工程机械主业提供服务，风控体系较为完善，且可依托柳工股份开展内外部融资，但仍需关注行业景气度变动及客户付款能力的变化**

公司租赁业务经营主体为二级子公司中恒租赁，主要服务于公司工程机械产品的融资租赁，分为直租和回租两种模式，租赁期限为 1~3 年，以 2 年为主。2018~2020 年中恒租赁收入分别为 4.95 亿元、7.20 亿元和 9.48 亿元，其中工程机械业务收入占比约 80~90%。中恒租赁的融资资金来源通常分为自有资金、外部融资和内部往来款等方式，外部贷款均由柳工股份进行全额担保，综合融资成本相对较低。

由于中恒租赁主要服务于柳工股份，故客户与柳工股份重合度较高，且主要租赁业务由柳工股份提供担保并偿还逾期坏账。柳工股份为最终债务人，与中恒租赁共担信用风险。

中恒租赁根据承租人偿还能力、执行担保的效果和资产回收情况等因素，将融资租赁资产分为五类，即正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类。若租赁客户出现违约情况，且租金逾期在 30 天内，则由业务部牵头负责催收，业务部项目负责人需在逾期 5 天内判断承租人还款能力和意愿，根据承租

人的具体情况自行采取催收手段；对于租金逾期在 30 天以上的项目，由业务部门移交法务部门统一管理，由法务部对其进行资产处置，必要时可采取诉讼等法律手段。中诚信国际将对公司租赁业务开展所面临的外部市场风险及客户违约风险等保持关注。

## **战略规划及管理**

### **公司战略规划清晰明确，为推进混合所有制改革、提升企业竞争实力与国际影响力提出了切实的发展路径**

公司十四五战略规划纲要提出，要坚持以“全面国际化、全面智能化、全面解决方案”三个全面为主线，通过“客户驱动”、“能力驱动”、“人才驱动”、“资本驱动”四大变革促进柳工股份高质量发展。重点拓展并强化工程机械和建筑机械两大核心产业，大力发展现代农业机械和大型矿山机械成套设备，推进后市场业务快速发展。

十四五期间主要任务包括实施混合所有制改革，激发企业发展内生动力；推进“三个全面”战略落地实施；加大力度推进新兴产业发展，打造业务新增长极；持续推动技术和产品创新，推动产品升级换代，增强企业竞争力；加大海外市场拓展，深度融入国际供应链体系，提升海外收入占比。目前公司正在推进吸收合并柳工有限事项。

### **法人治理结构规范，完善的财务、采购及内控制度对公司业务运营起到了有效保障**

根据《公司法》和公司章程及相关制度，公司设立股东大会、董事会、监事会和管理层，建立了规范的公司治理结构。组织架构方面，公司本部根据价值创造划分为国内营销中心、国际业务中心、全球研发中心、供应链中心和卓越制造中心；根据专业职能划分为财务管理、人力资源、数字信息、品牌公关、法务、审计和后勤保障；根据业务条线划分为装载机业务群、挖掘机业务群、矿山机械、桩工机械、路面机械、叉车、起重机、售后支持与

客户方案和中恒租赁等，负责处理公司日常经营的各项具体事务。

资金管理方面，公司对下属子各级子公司实施资金集中管理。公司作为上市公司，自有资金保持独立，不归集至控股股东或实际控制人。此外，公司还制定了《财产清查制度》、《财务分析制度》、《财务授权审批管理制度》、《货币资金内部控制制度》、《供应商结算政策管理办法》、《内部控制考核管理办法（试行）》、《内部控制评价标准》和《内部控制缺陷认定及整改管理办法（试行）》等文件，不断完善公司管理体系建设，以促进公司规范运行与管理能力提升。

激励机制方面，2019年公司对1,700余名骨干员工实施限制性股票激励，是广西国有控股上市公司股权激励的首家企业。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2020年审计报告，以及未经审计的2021年一季度财务报表，财务数据均为各期财务报告期末数。

### 盈利能力

**近年来公司营业毛利率有所波动，期间费用和资产减值损失对利润构成一定侵蚀；但受益于行业景气度较高，公司盈利水平持续增强**

近年来，公司营业毛利率有所波动，主要受原材料价格变化及行业竞争加剧等因素影响。2020年，原材料采购成本持续上升，加之公司执行新收入准则，将尚未转移控制权的商品运费重分类至合同履约成本，使得营业成本同比增长，装载机、挖掘机等土石方机械和其他工程机械及配件毛利率均有不同程度的下滑；融资租赁业务毛利率维持高位，但由于收入规模较小，对整体营业毛利率贡献

有限。2021年一季度，公司营业毛利率进一步降至17.03%，主要系上游以构件等为主的原材料价格持续上涨所致。

**表 8：近年来公司主要产品毛利率情况(%)**

	2018	2019	2020
土石方机械	20.54	21.07	18.75
其他工程机械及配件	26.39	27.86	21.45
融资租赁业务	53.46	48.96	50.86
<b>营业毛利率</b>	<b>22.81</b>	<b>23.66</b>	<b>20.40</b>

资料来源：公司提供

公司期间费用保持在一定规模，其中2019年有所增长，主要系当年销售费用上升所致，2020年执行新收入准则令销售费用小幅下降；以研发费用为主的管理费用近年来稳步增长；中恒租赁对外的利息支出计入营业成本，因此财务费用整体规模较小，主要为利息收支净额和汇兑损益，受汇兑损失增加影响，2020年财务费用同比增加。受收入增速变动影响，近三年期间费用率整体呈波动态势，但仍处于较高水平，费用管控能力有待提升。2021年一季度，受益于营业总收入同比大幅增长，公司期间费用率有所回落。此外，根据公司2020年12月30日发布的公告，公司已建立《衍生品投资内部控制制度》，拟以套期保值为目的，开展远期结售汇、简单期权、利率及货币掉期、NDF交易、即期外汇买卖等金融衍生品业务，有利于减少汇率损失，增强财务稳定性。

近年来，受益于工程机械行业景气度回升，公司业务运营较为稳定，毛利润规模持续增加，经营性业务利润逐年上升，但以坏账损失和存货跌价损失为主的资产减值损失对公司利润造成一定侵蚀，其中2020年有所上升主要系公司按照会计准则对长期应收款计提的坏账同比增长。长期股权投资主要为对上游供应商的参股，近年来投资收益为利润总额带来一定补充。受上述因素共同影响，近年来公司利润总额持续增长，EBITDA利润率和总资产收益率亦呈上升态势。但工程机械行业周期性较强，中诚信国际将持续关注行业景气度波动对公司盈利水平的影响。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1-3
期间费用合计	28.71	31.52	31.43	8.44
期间费用率	15.88	16.43	13.66	10.92
经营性业务利润	12.46	14.32	17.26	4.88
资产减值损失	3.28	1.90	3.13	0.68
投资收益	0.82	0.68	1.52	0.74
利润总额	10.34	13.08	16.02	4.97
EBITDA 利润率	8.28	9.36	9.48	--
总资产收益率	4.95	5.28	5.65	--

注：中诚信国际分析时将“信用减值损失”合并计入“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

### 公司资产和权益规模持续增长，财务杠杆处于合理水平，债务结构有待改善；经营环节占款规模较高，对整体资产流动性造成影响，且面临一定回收风险

近年来，随着业务规模的扩大，总资产和总负债均呈持续增长态势。公司资产以流动资产为主，截至 2021 年 3 月末占总资产比重超过 70%。随着经营获现的积累，公司货币资金保持在较大规模且逐年增长，2020 年末以保证金为主的受限货币资金 2.38 亿元，受限比例较小。应收账款随业务规模扩张和信用销售的增加持续增长，2020 年末账龄在一年以内部分占比为 87.55%，累计计提坏账准备 5.62 亿元，当年冲回坏账准备 0.27 亿元。存货主要由在产品 and 库存商品构成，2020 年以来国内经济环境复苏，下游需求旺盛，公司工程机械产销量均同比大幅增长，带动存货规模亦有所上升，但存在一定的库存商品去化及跌价风险。此外，一年内到期的非流动资产主要为中恒租赁开展融资租赁业务产生的一年内到期的长期应收款，近年来保持增长。2021 年 3 月末，由于销售规模增加以及付款时点因素影响，应收账款进一步上升。除货币资金外，上述主要流动资产合计额占流动资产和总资产的比重较高，经营环节占用大量流动资金，中诚信国际将对公司可能面临的流动性风险保持关注。

非流动资产主要包括长期应收款、固定资产和无形资产等。长期应收款均为中恒租赁开展融资租赁业务而产生，近年来随着收入规模的增加和融资

租赁业务占比的提升保持增长态势，且占总资产比重维持在 10% 以上，规模较大，回款进度及回款风险值得关注，截至 2020 年末，公司已计提坏账准备 3.44 亿元。固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，近年来随着在建工程持续转固小幅增加。无形资产 2020 年末同比增长，主要由于公司为柳工东部研发制造基地二期项目投资购置土地使用权。2021 年 3 月末，非流动资产基本保持稳定，租赁业务产生的长期应收款进一步增长。

**表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	39.91	54.35	62.53	63.58
应收账款	35.33	39.53	46.39	63.57
存货	51.68	55.60	70.71	70.06
一年内到期的非流动资产	35.30	43.47	43.95	42.59
<b>流动资产</b>	<b>179.62</b>	<b>210.20</b>	<b>240.80</b>	<b>263.10</b>
长期应收款	32.64	34.34	39.42	43.63
固定资产	27.26	28.80	30.68	30.50
无形资产	7.77	7.90	9.62	9.48
<b>非流动资产</b>	<b>82.50</b>	<b>88.42</b>	<b>99.31</b>	<b>106.10</b>
<b>总资产</b>	<b>262.12</b>	<b>298.61</b>	<b>340.11</b>	<b>369.20</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债以流动负债为主，2020 年以来由于调整融资结构且部分长期债务转入一年内到期的非流动负债，加之公司备货增加导致应付票据和应付账款相应增加，流动负债占比大幅上升，2021 年 3 月末为 88.03%。此外，其他应付款主要为预提费用和各类保证金等，近年末规模较为稳定。公司非流动负债由长期借款、应付债券和以质保金、回购担保准备金为主的预计负债等长期债务构成，2020 年末大幅下降主要系部分银行借款临近到期转入一年以内到期的非流动负债科目所致。

有息债务方面，由于近年来公司保持较高规模的债务融资，加之应付票据随经营规模扩大而增长，总债务规模逐年增加，其中短期债务占比持续攀升，截至 2021 年 3 月末超过 90%，公司面临较大的短期偿债压力，债务期限结构有待改善。

**表 11：近年来公司主要负债和有息债务情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
--	------	------	------	--------

短期借款	39.78	50.21	66.99	74.71
应付票据	18.06	16.87	32.27	40.76
应付账款	33.80	37.56	49.87	55.56
其他应付款	16.25	17.16	16.20	18.19
预计负债	5.11	6.67	8.06	9.20
<b>总负债</b>	<b>161.14</b>	<b>190.31</b>	<b>220.98</b>	<b>246.01</b>
短期债务	65.98	82.49	125.40	133.78
<b>总债务</b>	<b>96.14</b>	<b>119.50</b>	<b>134.86</b>	<b>148.01</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，受益于工程机械行业景气度回升，公司盈利水平有所增强，未分配利润逐年累积，所有者权益规模稳步增长。资本结构方面，随着业务规模的扩张，公司外部融资规模增长，近年来财务杠杆比率持续上升，但仍处于行业内合理水平。

**表 12：近年来公司主要权益和资本结构情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
股本	14.63	14.76	14.76	14.75
资本公积	30.90	31.28	31.42	31.44
未分配利润	44.18	50.95	59.99	64.17
少数股东权益	4.60	4.80	4.56	4.46
<b>所有者权益</b>	<b>100.98</b>	<b>108.31</b>	<b>119.13</b>	<b>123.20</b>
资产负债率	61.48	63.73	64.97	66.63
总资本化比率	48.77	52.46	53.10	54.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 公司经营活动获现水平逐年提升，筹资活动现金流持续净流出；EBITDA 对债务本息保障能力有所增强，但短期偿债压力持续上升

经营活动方面，随着工程机械行业景气度持续回升，加之融资租赁业务对外融资规模增加，公司经营活动获现水平逐年提升。投资活动现金流入和流出均保持较小规模，其中 2018 年呈净流入态势主要系当期理财产品到期赎回规模较高所致。近年来，筹资活动现金流呈持续净流出态势，主要系公司 2018 年购买上海金泰支付股权款、2020 年净偿还较多到期债务加之历年分红所致。近三年公司分红分别为 2.21 亿元、2.21 亿元和 4.13 亿元，占归属上市公司普通股股东的净利润比例分别为 27.98%、21.76% 和 31.03%。2021 年一季度，公司

经营活动维持现金净流入态势，理财投资增加带动投资活动现金净流出敞口同比扩大。

近年来公司偿债指标有所波动，受益于盈利能力的提升，EBITDA 相关偿债指标均整体有所增强；但由于债务规模持续增长，2020 年经营活动净现金流对债务本息的保障能力小幅弱化。截至 2021 年 3 月末，货币资金对短期债务的覆盖倍数进一步降至 0.48 倍，速动比率为 0.89 倍，公司面临的短期偿债压力持续上升。

**表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况**

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流（亿元）	6.34	18.58	20.08	3.47
投资活动净现金流（亿元）	1.84	-3.72	-2.30	-3.93
筹资活动净现金流（亿元）	-8.96	-0.75	-8.78	1.01
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.16	0.15	0.09*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.49	10.85	9.97	--
(CFO-股利)/总债务(%)	2.66	11.99	11.68	--
总债务/EBITDA(X)	6.42	6.66	6.18	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.25	10.48	10.84	--
货币资金/短期债务(X)	0.60	0.66	0.50	0.48
速动比率(X)	1.05	1.08	0.85	0.89

注：加\*指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，但未决诉讼及或有负债风险值得关注

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司仅有对合并范围内子公司担保，其中对中恒租赁的担保余额为 60.50 亿元，无对外担保。同期末，公司及所属子公司与银行、经销商合作开展的定向保兑仓业务（承兑）余额为 7.74 亿元，负有回购或担保责任的融资租赁余额 49.77 亿元，二者共计 57.51 亿元，同比增长较多，约占当期末总资产和净资产比重分别为 16% 和 47%，或有负债风险值得关注。

未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月末，公司未决诉讼合计涉诉金额为 5.44 亿元，此外，公司与海航系企业开展融资租赁业务涉诉金额 6.39 亿元，目前该部分债权处于暂缓确认状态，待租赁物评估后才可确认优先和普通债权金额，中恒租赁已计提预

计损失减值准备 1.8 亿元，中诚信国际将对相关诉讼的进展情况及公司融资租赁租金回收风险保持关注。

财务弹性方面，公司与银行等金融机构建立了良好合作关系，截至 2021 年 3 月末，取得银行授信总额 335.88 亿元，其中未使用额度 185.49 亿元，同时公司作为主板上市企业，可通过资本市场融资渠道扩充自身实力，整体备用流动性充足。同期末，公司受限资产总额为 7.60 亿元，主要为保证金、融资租赁、保理业务产生的无形资产、长期应收款等，占当期末总资产的比例为 2% 左右，受限资产比重小。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，2018~2021 年 5 月 25 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司间接控股股东为柳工集团，实际控制人为广西国资委，工程机械属于广西自治区未来重点发展的战略产业，作为该领域核心制造企业，公司能够得到股东及政府的较大支持**

广西自治区地处出海口，依托于国际大通道建设和“一带一路”战略，获得国家政策和资金的大力支持。目前主导产业为基础农业、资源型工业和旅游业，2020 年地区生产总值 22,156.69 亿元，同比增长 3.7%。根据广西自治区《关于提升广西关键产业链供应链稳定性和竞争力的若干措施》，未来广西自治区重点发展的战略产业包含机械制造产业。

2020 年，以公司为核心资产的柳工集团位列广西企业 100 强第 3 位。公司为柳工集团的重要构成部分和主要收入来源，柳工集团对公司支持意愿强。

作为国内工程机械行业和广西地区的第一家

上市企业，公司未来有望在业务拓展、混合所有制改革和融资渠道等方面得到股东及广西国资委的较大支持。若吸收合并柳工有限的交易完成，公司股东层级将减少，有利于提高公司的整体竞争优势，但该事项尚存在一定不确定性，中诚信国际将对重大资产重组进展保持关注。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定广西柳工机械股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“广西柳工机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于广西柳工机械股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

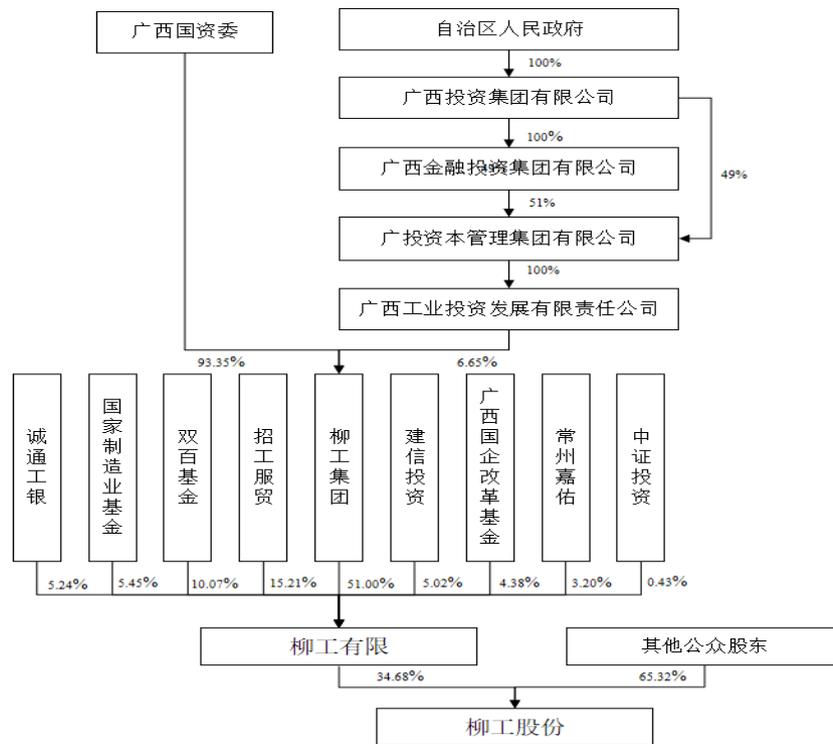
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

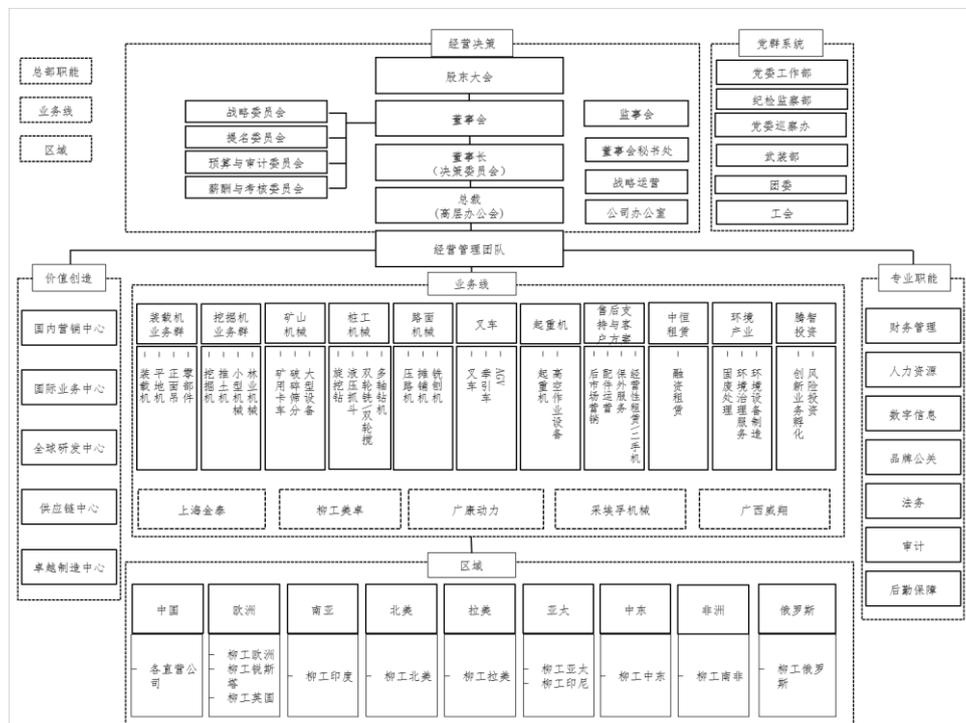
中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 6 月 16 日

### 附一：广西柳工机械股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：2020 年 8 月 17 日，公司发布公告称，广西国资委将持有的柳工集团 10% 股份无偿划转至广西投资集团有限公司下属的广西国新投资发展有限公司，上述变更完成后，广西国资委对柳工集团的直接持股比例将变更为 83.3528%，截至报告出具日尚未完成工商变更。



资料来源：公司提供

## 附二：广西柳工机械股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	399,122.09	543,481.94	625,331.06	635,806.21
应收账款净额	353,272.43	395,328.02	463,942.96	635,702.86
其他应收款	36,894.58	40,442.18	39,054.44	45,467.53
存货净额	516,760.22	555,980.78	707,113.03	700,630.17
长期投资	52,452.26	59,017.32	77,100.98	87,197.84
固定资产	272,627.39	288,028.21	306,816.47	304,984.22
在建工程	22,330.22	12,056.20	27,233.60	40,475.17
无形资产	77,724.83	78,997.88	96,233.57	94,779.80
总资产	2,621,197.36	2,986,136.73	3,401,050.13	3,692,023.38
其他应付款	162,532.51	171,861.40	162,002.70	181,907.27
短期债务	659,758.04	824,895.39	1,254,040.08	1,337,754.42
长期债务	301,643.69	370,109.45	94,550.72	142,371.52
总债务	961,401.73	1,195,004.84	1,348,590.80	1,480,125.94
净债务	562,279.64	651,522.90	723,259.74	844,319.73
总负债	1,611,446.50	1,903,084.45	2,209,770.13	2,460,068.36
费用化利息支出	18,160.66	17,120.95	20,131.82	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	1,009,750.87	1,083,052.28	1,191,280.00	1,231,955.02
营业总收入	1,808,483.69	1,917,729.58	2,300,255.00	773,181.99
经营性业务利润	124,631.30	143,234.47	172,609.39	48,787.75
投资收益	8,164.74	6,761.68	15,217.94	7,420.99
净利润	84,096.64	107,380.95	134,549.09	40,686.37
EBIT	121,514.62	147,911.92	180,373.95	--
EBITDA	149,769.39	179,499.50	218,177.21	--
经营活动产生现金净流量	63,388.56	185,756.15	200,782.74	34,737.31
投资活动产生现金净流量	18,374.18	-37,150.97	-23,031.64	-39,320.44
筹资活动产生现金净流量	-89,595.57	-7,544.02	-87,832.79	10,131.78
资本支出	22,350.80	46,967.57	31,738.31	11,799.74
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	22.81	23.66	20.40	17.03
期间费用率(%)	15.88	16.43	13.66	10.92
EBITDA 利润率(%)	8.28	9.36	9.48	--
总资产收益率(%)	4.95	5.28	5.65	--
净资产收益率(%)	8.37	10.26	11.83	13.43*
流动比率(X)	1.48	1.47	1.21	1.21
速动比率(X)	1.05	1.08	0.85	0.89
存货周转率(X)	2.98	2.73	2.90	3.65*
应收账款周转率(X)	5.62	5.12	5.35	5.62*
资产负债率(%)	61.48	63.73	64.97	66.63
总资本化比率(%)	48.77	52.46	53.10	54.58
短期债务/总债务(%)	68.62	69.03	92.99	90.38
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.16	0.15	0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.23	0.16	0.10*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.49	10.85	9.97	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.66	11.99	11.68	--
总债务/EBITDA(X)	6.42	6.66	6.18	--
EBITDA/短期债务(X)	0.23	0.22	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.25	10.48	10.84	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.69	8.64	8.96	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将“其他流动负债”中的短期融资券计入“短期债务”，将“长期应付款”中的“融资租赁款”计入“长期债务”；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。