

# 2022 年第一期徐州工程机械集团有限公司

## 公司债券信用评级报告

---

项目负责人：盛京京 [jjsheng@ccxi.com.cn](mailto:jjsheng@ccxi.com.cn)

项目组成员：刘冠男 [gnliu@ccxi.com.cn](mailto:gnliu@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 09 月 01 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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。
- 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]2900D 号

**徐州工程机械集团有限公司：**

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“2022年第一期徐州工程机械集团有限公司公司债券”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**

**二零二二年九月一日**

**发行要素**

| 发行人          | 本期规模 | 发行期限 | 偿还方式            | 发行目的           |
|--------------|------|------|-----------------|----------------|
| 徐州工程机械集团有限公司 | 10亿元 | 5年   | 每年付息一次，到期一次还本付息 | 所筹资金全部用于补充营运资金 |

**评级观点：**中诚信国际评定徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2022年第一期徐州工程机械集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了完备的产品系列和领先的行业地位、技术研发实力突出、产销量持续增长、工程机械板块整体上市以及融资渠道畅通等优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到工程机械行业受经济周期影响较大、应收账款处于较高水平、存在一定或有回购风险、债务规模持续增长以及债务期限结构有待优化等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

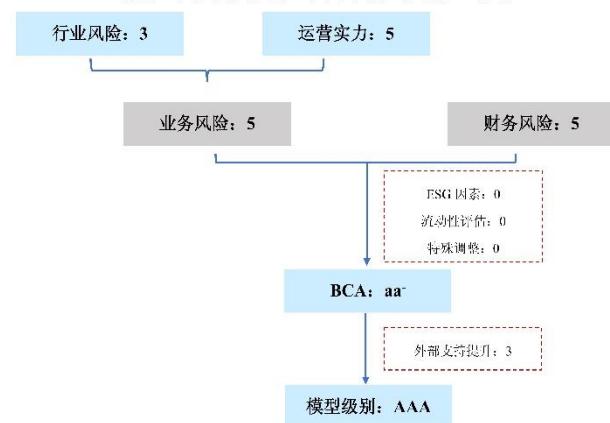
**概况数据**

| 徐工集团（合并口径）     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.3   |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元）        | 1,383.15 | 1,791.50 | 2,104.15 | 2,199.04 |
| 所有者权益合计（亿元）    | 369.17   | 549.95   | 590.86   | 603.56   |
| 总负债（亿元）        | 1,013.98 | 1,241.55 | 1,513.29 | 1,595.48 |
| 总债务（亿元）        | 722.29   | 816.83   | 998.71   | 1,037.85 |
| 营业总收入（亿元）      | 878.14   | 1,116.44 | 1,242.88 | 285.78   |
| 净利润（亿元）        | 28.35    | 38.90    | 70.35    | 18.11    |
| EBIT（亿元）       | 52.13    | 63.94    | 100.36   | --       |
| EBITDA（亿元）     | 75.55    | 90.51    | 133.22   | --       |
| 经营活动净现金流（亿元）   | 11.59    | 17.04    | 52.52    | 6.07     |
| 营业毛利率(%)       | 22.22    | 22.26    | 21.01    | 20.72    |
| 总资产收益率(%)      | 4.12     | 4.03     | 5.15     | --       |
| 资产负债率(%)       | 73.31    | 69.30    | 71.92    | 72.55    |
| 总资本化比率(%)      | 66.18    | 59.76    | 62.83    | 63.23    |
| 总债务/EBITDA(X)  | 9.56     | 9.02     | 7.50     | --       |
| EBITDA 利息倍数(X) | 3.99     | 5.03     | 6.36     | --       |
| 徐工集团（本部口径）     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022.3   |
| 总资产（亿元）        | 50.46    | 120.83   | 162.54   | 163.73   |
| 所有者权益合计（亿元）    | 27.46    | 59.26    | 87.84    | 88.43    |
| 总负债（亿元）        | 23.00    | 61.58    | 74.70    | 75.29    |
| 总债务（亿元）        | 15.85    | 23.00    | 68.88    | 72.46    |
| 净利润（亿元）        | -2.45    | 24.79    | 23.09    | 0.59     |
| 经营活动净现金流（亿元）   | 6.80     | -9.91    | -81.22   | -2.71    |
| 总资产收益率(%)      | -2.70    | 29.89    | 17.24    | --       |
| 资产负债率(%)       | 45.58    | 50.96    | 45.96    | 45.99    |

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

**评级模型**
**本次评级适用评级方法和模型:装备制造(C060000\_2022\_04)**

徐州工程机械集团有限公司评级模型打分(2022\_01)


**正面**

■ **完备的产品系列和领先的行业地位。**公司产品线覆盖主要工程机械设备，完备的产品线有利于公司抗风险能力的保持。近年来，公司起重机械、道路机械等产品在国内市场占有率均保持首位。

■ **产销量增长，收入规模、盈利水平及经营获现能力均持续提升。**2021年，公司主要产品产销量保持增长态势，收入规模、利润水平及经营获现能力持续提升。

■ **子公司重组事项完成，公司下属工程机械板块实现整体上市。**截至2022年8月末，徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”）通过向徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）全体股东发行股份实施吸收合并事项完成，徐工有限旗下挖掘机、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产全部注入徐工机械，公司下属工程机械板块实现整体上市，综合实力进一步增强。

■ **公司技术研发实力突出。**公司拥有国家级企业技术中心，先后承担多项省部级以上重点技术创新项目。近年来，公司不断加强产品升级及技术研发，并加快在新能源换电领域的技术合作，部分核心产品生产技术领先全国。

■ **融资渠道畅通，银行授信余额较为充裕。**截至2022年3月末，公司共获得银行授信额度1,572.91亿元，未使用额度684.40亿元，备用流动性充足。

**关注**

■ **需求受经济周期影响较大。**公司工程机械产品终端客户主要来自于与宏观经济状况高度相关的基建和房地产等行业，其收入和盈利水平易受到周期性波动影响。

■ **应收账款处于较高水平，且存在一定的或有回购风险。**近年来，公司融资租赁等信用销售占比有所上升，应收账款规模处于较高水平，占用较多资金。此外，截至2022年3月末，公司合并口径负有回购责任的按揭贷款余额为105.80亿元，负有回购责任的融资租赁余额为671.84亿元，存在一定的或有回购风险。

■ **债务规模保持增长趋势，期限结构有待优化。**公司债务规模持续上升，截至2022年3月末总债务为1,037.85亿元，且短期债务占比为73.48%，债务结构有待优化。

**评级展望**

中诚信国际认为，徐州工程机械集团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，偿债能力下滑。

**评级历史关键信息**

| 徐州工程机械集团有限公司 |      |            |            |  |                      |
|--------------|------|------------|------------|--|----------------------|
| 主体评级         | 债项评级 | 评级时间       | 项目组        | 评级方法和模型  | 评级报告                 |
| AAA/稳定       | --   | 2022/07/27 | 盛京京、刘冠男、王歙 | <a href="#">中诚信国际装备行业评级方法与模型<br/>C060000_2019_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定       | --   | 2020/08/12 | 商思仪、汤梦琳    | <a href="#">中诚信国际装备行业评级方法与模型<br/>C060000_2019_03</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

**同行业比较**

| 2021 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(%)     |
| 柳工股份                     | 287.01          | 10.18        | 8.46         | 404.33          | 60.08        |
| <b>徐工集团</b>              | <b>1,242.88</b> | <b>70.35</b> | <b>52.52</b> | <b>2,104.15</b> | <b>71.92</b> |

注：“柳工股份”为“广西柳工机械股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 发行人概况

徐州工程机械集团有限公司系徐州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“徐州市国资委”）于1985年8月组建的有限责任公司（国有独资），主要产品涵盖起重机械、铲运机械、挖掘机械、筑养路机械、桩工钻孔机械、混凝土机械等主机产品、专用底盘、发动机和液压件等工程机械零部件产品以及载重汽车。

**产权结构：**截至2022年3月末，公司实收资本为267,557.36万元，徐州市国资委持股比例为90.53%，为公司控股股东及实际控制人；公司拥有一家A股上市公司徐工机械，同期末对其间接持股比例为38.11%。

**表1：公司主要子公司**

| 全称                | 简称    |
|-------------------|-------|
| 徐工集团工程机械有限公司      | 徐工有限  |
| 其中：徐工集团工程机械股份有限公司 | 徐工机械  |
| 徐州徐工挖掘机械有限公司      | 徐工挖机  |
| 徐州徐工矿业机械有限公司      | 徐工矿机  |
| 徐州徐工施维英机械有限公司     | 徐工施维英 |
| 徐工（香港）国际发展有限公司    | 香港发展  |
| 徐工集团美国研发中心        | 美研中心  |
| 徐州徐工汽车制造有限公司      | 徐工汽车  |
| 江苏徐工工程机械租赁有限公司    | 徐工租赁  |
| 江苏公信资产管理有限公司      | 江苏公信  |

资料来源：公司提供

## 本期债券概况

本期债券发行总额为人民币10亿元，债券期限为5年，发行价格按债券面值100元平价发行，发行利率采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付，本期债券清偿顺序等同于发行人普通债务。本期债券募集资金10亿元，所筹资金全部用于补充营运资金。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2022年上半年，新一轮疫情冲击叠加俄乌冲突影响，经济运行中的“三重压力”进一步加大，二季度我国GDP增速仅有0.4%，拖累上半

年GDP同比增长2.5%。展望下半年，随着疫情影响逐步消退以及稳增长政策效果持续显现，宏观经济有望修复性反弹，考虑到修复结构与政策节奏的不平衡，总体经济复苏或呈非对称“W”型走势。

因疫情影响上半年多项宏观经济指标在3至5月间出现收缩，宏观经济运行再次偏离长期增长趋势线。从生产看，上半年工业生产总体韧性较强，6月份工业增加值增速出现显著回暖，但服务业受疫情冲击收缩幅度较大且持续修复的基础仍不牢靠。从需求看，上半年需求不足特征显著且内部结构不平衡，并以政策性因素为主要支撑。其中，因物流受阻及供应链循环趋缓制造业投资增速高位回落，市场预期依然负面之下房地产投资增速延续下滑，财政前置及地方基建项目加快落地推动二季度基建投资增速稳中有升，社零额增速则在疫情冲击之下连续三个月大幅下滑，出口短期看具有一定韧性但后续或受外需收缩拖累。从价格看，上半年PPI与CPI之差持续收敛，中下游行业的利润承压状况有所缓解，但需要关注消费价格上涨对消费信心的影响。从融资看，一季度末疫情冲击下融资需求显著收缩，随着专项债加快发行社融规模及结构于二季度有所改善，但可持续性仍有待观察。

**宏观风险：**下半年宏观经济将以结构性修复为主线，但也将持续面临严峻复杂的外部压力与内部挑战。从外部环境看，俄乌冲突带来全球地缘冲突加剧以及金属、能源和粮食供应紧张，发达经济体的通胀压力正在放大全球经济的滞胀风险，美国持续寻求与中国加速“脱钩”。从内部挑战看：首先，变异病毒隐匿性更强传染系数更高，疫情反弹风险犹存；其次，预期偏弱依然是制约宏观经济复苏的重要瓶颈，企业家信心低迷，居民部门新增储蓄达到历史同期新高，预期偏弱或持续制约内需释放；第三，微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足，企业部门亏损家数及亏损额同比高位运行，居民部门就业压力较大，特别是年轻群体的失业率居高不下；第四，宏观债务风险持续存在，稳增长发力背景下宏观杠杆率或有进一步上升的压力，尤其是房

地产等重点领域风险加速暴露，需高度警惕“停贷风波”发酵下的风险蔓延。

**宏观政策：**上半年宏观政策支撑经济顶住了超预期因素冲击，货币政策降准降息并下调中长期LPR，财政政策收支两端同时发力并加快专项债发行。下半年稳增长依然是政策主线，但防风险是底线，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施。货币政策稳字当头，稳中求进。央行二季度例会强调结构性货币政策要积极做好“加法”，下半年或主要以结构性政策工具配合财政金融政策着重推动宽信用，引导淤积的流动性流向实体。虽不排除总量货币政策的操作可能，但流动性充裕背景下总量货币政策的必要性及有效性或打折扣。财政政策以积极为基调，但重点或转向支出端。上半年存量留抵退税梯次性集中退还基本完成，下半年或以加大支出特别是专项债的使用为重点，包括调整固投项目资本金比例及扩大专项债使用范围等。若政策效果滞后或不显著，亦不排除发行特别国债等增量工具的使用。

**宏观展望：**随着一揽子稳增长政策措施落地见效，下半年宏观经济或将结构性修复，但考虑到经济不同部门修复节奏的不统一以及政策效果显现具有一定延迟与滞后，经济总体或呈现出非对称“W”型走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济在面对超预期因素冲击时体现出了较强的韧性，宏观政策稳增长依然具有较好的效果，内需释放依然具有较大的潜力。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，创新发展能够持续为经济运行注入新的增长动能，中国经济长期向好的基本面并未改变。

## 行业及区域经济环境

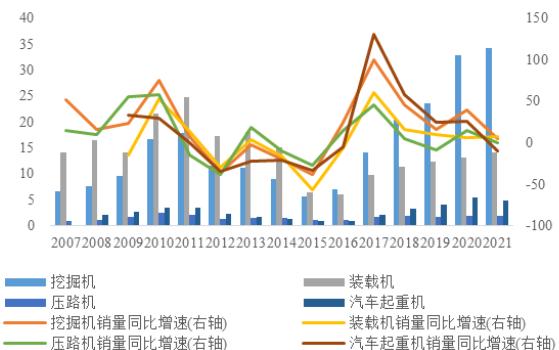
**随着下游基建及房地产行业补偿性需求快速释放，2021年上半年工程机械产品销量大幅增长；但下半年以来主要产品销量明显回落，在固定资产投资预**

**期下探以及更新换代高峰接近尾声的影响下，2022年行业销售或将承压，海外市场将成为重要增长点**

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，自2016年以来均维持了正增长态势。

从产品结构来看，挖掘机、装载机、起重机、压路机四类常用工程机械设备占据了我国工程机械市场上绝大部分的份额，其中挖掘机占据绝对市场地位。2021年1~6月挖掘机累计销量22.38万台，同比增长31.34%，销量再创同期历史新高；但半年以来销售情况出现明显下滑，全年销售34.28万台，同比增速降至4.63%，其中国内市场销量27.44万台，同比下降6.32%。受季节性因素及上年高基数影响，2022年1~2月共销售挖掘机4.10万台，同比下降16.3%，行业增速依然承压。

**图1：主要工程机械产品年度销量及增速变动情况(万台、%)**



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综合实力逐步增加，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 2022)，中国共有10家企业入榜，销售额占全球市场销售总额的24.2%，是占比最高的国家，徐工、三一重工跻身榜单前五。

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，但整

体增速已放缓；2021 年全国基础设施投资完成额（不含电力）同比增长 0.4%，受专项债发行进度后置等因素影响，增速低于预期。我国“十四五”规划明确提出了 102 项重大工程项目，其中多数聚焦基建领域，重大项目建设的推进和新型基础设施建设投资力度的加强，能够对工程机械的下游需求带来一定的支撑；但考虑到土地财政的削弱以及地方政府债务风险控制任务的严峻性，稳增长与地方政府债务风险之间的矛盾依然突出，预计 2022 年基建投资将温和增长。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 年下半年起，“三道红线”、“集中供地”政策相继出台，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；在此背景下，2021 年全国房地产开发投资完成额增速连续回落，2022 年 1~2 月增速进一步降至 3.7%。在现有严监管政策框架下，预计 2022 年全年我国房地产投资增速仍将放缓，短期内较难作为拉动工程机械产品销售增长的驱动力。

**图 2：我国挖掘机销量与基建和房地产投资增速对比（%）**



资料来源：国家统计局、公开资料，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，2016~2021 年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。环保政策升级方面，生态环境部办公厅发布的《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；环保政策的升级或将使得未

来两年内老旧设备和高排放设备加速淘汰，为工程机械行业增量提供了一定的内在驱动力。整体来看，工程机械自然更新换代高峰已于 2021 年接近尾声，未来 1~2 年内各产品预计仍将有一定规模的自然更新换代及高排放设备排放需求，但难以成为销售量的高速增长提供保障。

近年来我国主要工程机械企业逐步加大对海外市场的开拓和布局，全行业出口金额整体呈波动增长趋势，其中 2020 年受海外新冠疫情持续发酵的冲击，国际市场需求短期受到明显抑制，行业出口规模出现一定程度的回落，全年工程机械出口金额 209.69 亿美元，同比下降 13.6%。2021 年以来，随着海外主要市场区域疫情的缓解、逆周期调节的加强及补偿性需求的释放，我国工程机械出口呈现快速回暖趋势；全年工程机械出口金额达到 340 亿美元，同比大幅增长 60.4%。中长期来看，海外市场拥有比国内市场更大的行业空间，随着国产品牌国际化布局的全面铺开，海外销售渠道、经销服务网络不断的优化，国内工程机械龙头企业有望成为全球工程机械领军企业；尤其是在目前国内需求端走弱的情况下，海外市场将为国内工程机械企业的可持续发展提供强劲动力。

**中诚信国际认为**，随着国内疫情得到有效控制以及国家宏观调控力度加码，下游行业及时复工复产带动需求释放，2021 年上半年工程机械产品销量保持快速增长；但 2021 年下半年以来，基建及房地产投资的放缓使得国内需求增量减少，叠加本轮更新换代高峰期结束，行业景气度有所回落，出口则有望成为未来行业发展的重要驱动力。

## 业务运营

公司工程机械制造主业主要由徐工有限及其下属子公司运营。公司主营业务突出，近年来工程机械板块销售收入占比维持在 85% 以上。受益于市场需求旺盛，载重汽车业务亦取得较好的发展成效，为公司收入提供一定补充。

**表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）**

| 收入          | 2019          | 2020            | 2021            | 2022.1~3      |
|-------------|---------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 工程机械        | 767.78        | 961.16          | 1,087.52        | 253.43        |
| 载重汽车        | 59.10         | 77.39           | 71.57           | 13.89         |
| 融资租赁        | 8.49          | 5.87            | 7.77            | 1.96          |
| 其他          | 42.77         | 72.02           | 76.02           | 16.50         |
| <b>营业收入</b> | <b>878.14</b> | <b>1,116.44</b> | <b>1,242.88</b> | <b>285.78</b> |
| 占比          | 2019          | 2020            | 2021            | 2022.1~3      |
| 工程机械        | 87.43         | 86.09           | 87.50           | 88.68         |
| 载重汽车        | 6.73          | 6.93            | 5.76            | 4.86          |
| 融资租赁        | 0.97          | 0.53            | 0.63            | 0.69          |
| 其他          | 4.87          | 6.45            | 6.12            | 5.77          |
| <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，中诚信国际整理

**2021 年，受道路移动机械国标排放政策切换市场需求提前透支影响，公司汽车起重机产、销量阶段性下滑，其余工程机械产品均实现良好增长；公司加快拓展换电产业链，载重汽车产销两旺**

2021 年，受道路移动机械国五、国六排放标准切换影响，下半年市场需求提前透支，导致公司汽车起重机全年产、销量均有所下滑，但市场占有仍维持行业首位。同年，公司履带起重机产、销量均显著提升，源于根据风电吊装工况发展趋势和转场效率提升需求加快全地面起重机产品线布局，XCA1800 型、XCC2000 型千吨级产品已在 2021 年实现多台销售，可以满足 140~160m 高度的风电吊装；同时，7,000 吨级超大型履带起重机项目正根据用户需求进行总体方案设计，该产品可满足特大型工程吊装工况，用于石油化工、海工、核电等施工领域。此外，公司针对国外市场需求研发多款随车起重机产品，SQS175BRU、SQS200BRU 等型号产品上市后实现较好销售业绩，叠加新建产能逐步投产，带动 2021 年公司随车起重机产、销量同比提升。在城镇化发展提速等利好因素的带动下，塔机产、销量进一步上升。

**表 3：公司起重机械产销情况（台/年、台）**

| 类型    | 2019 | 2020   | 2021   |
|-------|------|--------|--------|
| 汽车起重机 | 产能   | 15,800 | 20,400 |
|       | 产量   | 16,705 | 22,086 |
|       | 销量   | 17,255 | 21,435 |
| 履带起重机 | 产能   | 960    | 1,200  |
|       | 产量   | 1,062  | 1,356  |
|       | 销量   | 1,034  | 1,266  |

|             |    |               |               |               |
|-------------|----|---------------|---------------|---------------|
| 随车起重机       | 产能 | 10,000        | 11,000        | 16,374        |
|             | 产量 | 10,183        | 12,861        | 14,553        |
|             | 销量 | 10,017        | 11,612        | 14,547        |
| 塔式起重机       | 产能 | 4,385         | 9,154         | 9,154         |
|             | 产量 | 5,338         | 10,172        | 14,539        |
|             | 销量 | 5,309         | 10,242        | 14,509        |
| <b>产量合计</b> |    | <b>33,288</b> | <b>46,475</b> | <b>50,646</b> |
| <b>销量合计</b> |    | <b>33,615</b> | <b>44,555</b> | <b>50,856</b> |

资料来源：徐工机械重组报告书，中诚信国际整理，下同

挖掘机械方面，得益于市场需求向好以及新建产能投产，2021 年公司挖掘机械产销量均显著上升。目前，公司产品型号已全面覆盖从 1.5 吨到国内最大 400 吨液压挖掘机，以及从 40 吨到全球最大 400 吨矿用自卸车两大类、全系列产品。该板块经营主体为下属公司徐州徐工挖掘机械有限公司（以下简称“徐工挖机”）。受益于产销量大幅上升，2021 年徐工挖机实现营业收入 252.61 亿元，净利润 18.98 亿元。

**表 4：公司挖掘机械产销情况（台/年、台）**

|    | 2019   | 2020   | 2021   |
|----|--------|--------|--------|
| 产能 | 26,000 | 36,000 | 51,000 |
| 产量 | 34,172 | 53,877 | 59,081 |
| 销量 | 35,297 | 51,563 | 59,789 |

公司混凝土机械板块主要生产公司为徐州徐工施维英机械有限公司（以下简称“徐工施维英”）。2021 年，伴随产能规模进一步上升，该板块维持良好的发展态势，由于当期消化较多库存产品，产量同比持平，销量持续上升。

**表 5：公司混凝土机械产销情况（台/年、台）**

|    | 2019  | 2020  | 2021   |
|----|-------|-------|--------|
| 产能 | 4,320 | 4,320 | 7,950  |
| 产量 | 4,277 | 9,575 | 9,514  |
| 销量 | 4,041 | 8,398 | 10,567 |

铲运机械方面，得益于下游需求拉动以及公司加大市场营销力度，近年来装载机产能利用率、产销率均持续提升。公司 XC9 平台装载机海外市场产品研发项目生产的 XC938AS 等出口型产品销售情况较好；中大型装载机市场占有率提升 3 个百分点，出口占有率达到 30%，居于首位。

**表 6：公司装载机产销情况（台/年、台）**

|    | 2019   | 2020   | 2021   |
|----|--------|--------|--------|
| 产能 | 20,000 | 21,000 | 21,000 |
| 产量 | 21,028 | 22,364 | 28,078 |
| 销量 | 19,655 | 21,368 | 27,506 |

道路机械方面，伴随公司持续加大产品研发投入及市场开拓力度，2021 年压路机、摊铺机等道路机械产量及销量均有所增长。同时，公司加快对无人单机及其控制系统的研究，自决策无人驾驶压路机平台技术研究项目已实现 XS225AI 等多个型号的振动压路机产品的销售。公司第五代 8 米中型摊铺机技术平台已完成整机市场的工业性考核试验和设计整改，具备小批量投产条件，未来将带动公司摊铺机产量进一步提升。

**表 7：公司主要道路机械产销情况（台/年、台）**

| 压路机 | 2019  | 2020   | 2021   |
|-----|-------|--------|--------|
| 产能  | 6,000 | 11,170 | 11,170 |
| 产量  | 5,642 | 7,326  | 8,513  |
| 销量  | 5,890 | 7,770  | 8,946  |
| 摊铺机 | 2019  | 2020   | 2021   |
| 产能  | 700   | 1,175  | 1,175  |
| 产量  | 835   | 1,180  | 1,233  |
| 销量  | 873   | 1,177  | 1,158  |

桩工钻孔机械方面，伴随大型桩工机械产业化升级技改工程项目逐步投产，2021 年桩工机械产能得到进一步提升，产能释放及消化情况亦较好，产、销量稳居行业第一梯队。此外，公司亦加快对新兴产业的培育，XTR7/360 悬臂式隧道掘进机填补国内隧道市场空白。

**表 8：公司桩工机械产销情况（台/年、台）**

|    | 2019  | 2020  | 2021  |
|----|-------|-------|-------|
| 产能 | 2,795 | 3,000 | 3,600 |
| 产量 | 3,450 | 4,264 | 4,080 |
| 销量 | 3,716 | 4,186 | 4,895 |

公司消防机械、高空作业平台主要由子公司徐工消防安全装备有限公司负责生产。消防机械包括十余种型号的高空消防车和举高喷射消防车；2021 年公司举高类消防车市场占有率为国内市场份额第一位。为巩固高米数产品行业地位，公司加快研发 60 米级压缩空气泡沫举高喷射消防车和 72/88

米登高平台消防车，2021 年部分型号已实现较好销售业绩。随着消防行业的发展以及建筑行业从业人员安全意识的提升，市场对举升类消防车等消防机械的需求不断增加，近年来消防机械销量不断增长，但公司消防机械产品产能利用率目前仍处于较低水平，产能尚有待进一步释放。公司高空作业平台分为直臂、曲臂、剪叉三大系列，受益于高空作业平台智能制造项目逐步完工投产，公司高空作业平台产能及产量快速增长，且下游消化情况较好，产销率维持在较高水平。

**表 9：公司高空作业机械产销情况（台/年、台）**

| 消防机械   | 2019  | 2020   | 2021   |
|--------|-------|--------|--------|
| 产能     | 600   | 600    | 600    |
| 产量     | 365   | 448    | 451    |
| 销量     | 353   | 414    | 457    |
| 高空作业平台 | 2019  | 2020   | 2021   |
| 产能     | 8,000 | 17,000 | 20,000 |
| 产量     | 5,884 | 13,580 | 23,437 |
| 销量     | 6,172 | 13,766 | 21,050 |

资料来源：徐工机械提供，中诚信国际整理

公司载重汽车板块经营主体为徐州徐工汽车制造有限公司生产（以下简称“徐工汽车”），拥有牵引车、载货车、自卸车、搅拌车、随车起重运输车五大产品线。2021 年上半年，公司通过加大购车优惠力度、调整经销商配额等方式加快国五产品库存消化，带动当年载重汽车产、销量持续增长。此外，公司持续加快产品能源结构转型，6×4 换电式纯电动半挂牵引车等产品取得了良好的销售表现。2022 年 6 月，公司与协鑫能源科技股份有限公司拟共同发起设立规模为 20 亿元的新能源产业母基金，重点用于投资动力电池 PACK、储能系统、正负极材料等项目。为加快拓展换电产业链，公司与国家电投等多方合资成立江苏聚能装备科技有限公司，布局新能源核心零部件及关联技术。未来，公司在新能源领域的核心竞争力有望进一步提升。

**表 10：公司载重汽车产销情况（台/年、台）**

|    | 2019   | 2020   | 2021   |
|----|--------|--------|--------|
| 产能 | 60,000 | 60,000 | 60,000 |
| 产量 | 21,758 | 25,730 | 31,211 |
| 销量 | 20,544 | 27,745 | 30,351 |

注：产能以双班制核算。

资料来源：公司提供

**中诚信国际认为，2021年，道路移动机械国标政策切换导致市场需求提前透支，对公司汽车起重机生产及交付造成一定负面影响，但长期看该产品仍有较大增长空间。且目前国内换电商用车市场渗透率仍偏低，公司深化新能源领域的外部合作将带来较大增量市场。**

**公司始终重视研发投入，并加快推进核心零部件研发；公司拥有良好的销售渠道和灵活的销售政策，全球化产业布局及营销网络持续完善，信用销售比例仍保持较高水平，面临一定或有回购风险**

公司重视产品和技术研发，拥有国家级企业技术中心和国内行业第一家博士后科研工作站；2021年研发费用43.13亿元，占同期营业总收入的3.47%，主要用于关键核心技术研究、重大实验设备设施建设。截至2021年末，子公司徐工机械拥有有效授权专利6,337件、发明专利1,670件。高端产品创新方面，公司首创的最大起重能力达88,000吨米的履带起重机入选国家“863”计划项目，以全球首创轮履两用概念起重机、5吨液化天然气装载机等一系列标志性产品引领中国高端制造。研发成果方面，“全地面起重机关键技术开发与产业化”等5个项目获得国家科技进步二等奖，“组合式自拆装平衡重装置”、“风电臂反转方法及起重机”获得中国专利金奖。

为提升工程机械产品差异化竞争优势、降低核心零部件的进口依赖，近年来公司持续加强核心零部件自制能力。年产高端液压缸3万件智能制造项目已于2021年8月建成投产；年产3万台高端液压阀智能制造及产业化投资项目等多个技改项目仍处于建设期，建成投产后将进一步增强公司核心部件自主配套能力。

公司下属企业均有自己的销售、服务队伍，同时根据各自产品的市场特点分为直销和经销两种方式。直销方面，公司目前已经形成了覆盖国内30

余个省份的营销网络，有效地保障了客户的需要；同时，公司在完善现有经销商4S店建设的前提下，逐步在全国各主要省会城市建设徐工品牌旗舰店。公司的海外销售网络包括海外第三方经销商及其经营的经销店和服务中心，近年来公司重点布局亚太区市场、“一带一路”沿线国家等。截至2021年末，公司在海外拥有300多家经销商，40个办事处，40大备件中心，营销网络覆盖全球180余个国家和地区。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 2022)，公司排名稳居第三位，在上榜中国企业中位列第一。**中诚信国际认为，2021年以来公司全球化产业布局及营销网络持续完善，国际品牌影响力持续提升。中诚信国际将对公司海外业务拓展以及汇率波动和政策风险对公司海外业务的影响保持持续关注。**

在销售政策方面，公司对客户采用全额付款、按揭贷款、分期付款和融资租赁多种形式进行产品销售。全额付款一般在发货前付款30%，货到10日内付款30%，安装合格10天内付款35%，其余5%作为质保金。分期付款首付比例在30%~40%左右，不同产品的首付比例有所差异，其余价款由客户每月还款，分期一般为12个月、18个月、24个月、36个月和48个月。按揭贷款销售方面，一般而言，承购人以所购买的工程机械作抵押，向银行办理按揭，支付一定首付比例，一般为20%~40%，剩余部分办理银行按揭，按揭期主要有12个月、18个月、24个月、36个月和48个月；如承购人未按期归还贷款，公司对该按揭贷款负有回购义务。公司少部分产品的融资租赁销售通过徐工租赁进行，多数为通过外部租赁公司进行。截至2022年3月末，公司合并口径负有回购责任的按揭贷款余额为105.80亿元，负有回购责任的融资租赁余额为671.84亿元，其中外部融资租赁公司493.39亿元，徐工集团内部融资租赁余额178.45亿元。**中诚信国际关注到，近年来，公司在融资租赁等信用销售模式下的销售收入持续增长，信用风险敞口加大，同时公司通过强化资产抵押等贷后管理措施加强风险控制，中诚信**

国际将对公司融资租赁业务逾期情况以及面临的回购风险保持关注。

## 战略规划及管理

**在巩固工程机械业务的基础上，公司将着重打造重卡产业，并加快布局新能源产业链；在建项目未来投资压力较为可控**

公司将以转型升级为主线，以高端、高附加值、高可靠性、大吨位即“三高一大”产品战略为引领，加大在新能源、新材料、人工智能、无人操控领域的研发投入，实现产业多样化、产品智能化、制造服务化，并向服务制造商转型。产品方面，公司在

巩固提升工程机械业务竞争优势的基础上，将着重扩大重卡板块的产业规模，并以重卡产品作为切入点，加快布局新能源产业链，推动新旧动能转换。同时公司还将进一步增强产品出口的优势地位，提高海外企业的管控能力，完善海外研发中心布局，通过并购和合资合作助推海外中高端市场的突破。

截至 2022 年 3 月末，公司重要在建项目主要用于建设高端起重装备智能工厂、基础工程机械智能制造基地、高端环卫装备智能制造新基地等项目，预算总额为 36.50 亿元，已完成投资 17.47 亿元，整体投资压力较小。

**表 11：截至 2022 年 3 月末公司重要在建项目情况（亿元）**

| 在建项目名称                      | 预算投资额        | 完成投资         | 2022 年计划投资  |
|-----------------------------|--------------|--------------|-------------|
| 大型矿山机械智能化制造项目               | 13.20        | 9.00         | 1.00        |
| 徐工集团高端零部件产业基地项目             | 10.90        | 7.20         | 1.70        |
| 徐工集团创投发展（徐州）有限公司徐工智能云仓项目    | 3.50         | 0.70         | 1.20        |
| 徐州徐工汽车制造有限公司轻卡项目            | 5.90         | --           | 2.00        |
| 徐州徐工汽车制造有限公司车桥项目            | 2.00         | 0.45         | 0.20        |
| 徐州徐工汽车制造有限公司新能源动力电池 PACK 项目 | 1.00         | 0.12         | 0.35        |
| <b>合计</b>                   | <b>36.50</b> | <b>17.47</b> | <b>6.45</b> |

资料来源：公司提供

**徐工机械通过向徐工有限全体股东发行股份实施吸收合并事项完成，公司下属工程机械板块实现整体上市，综合实力进一步增强**

徐工机械通过向徐工有限全体股东以发行股份的方式实施吸收合并，徐工有限 100% 股权的最终交易价格为 3,868,618.29 万元，由徐工机械以发行股份的方式支付本次交易的全部交易对价，按照发行价格 5.55 元/股计算，发行股份数量为 6,970,483,397 股，其中向徐工集团发行股份数量为 2,376,848,019 股，发行完成后徐工机械总股本变更为 11,818,604,693 股。2022 年 7 月 31 日，徐工机械、徐工有限与交易对方签署《资产交割协议》，对标的资产徐工有限进行交割。2022 年 8 月 26 日，徐工有限持有的徐工机械 2,985,547,134 股股份完成注销；2022 年 8 月 29 日，新发行股份已完成上市。截至目前，公司直接持有徐工机械 20.11% 股权，为其控股股东。中诚信国际认为，重组完成后徐工

有限旗下挖掘机、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产全部注入徐工机械，公司下属工程机械板块实现整体上市，综合实力进一步增强。

**法人治理结构完善，财务管理、供应商管理和产品质量控制体系较为健全**

公司不设股东会，由市国资委按照市政府授权行使股东职权，对公司履行国有资产管理、监督国有资本保值增值的责任。公司设董事会，董事会由 9 人组成，其中设董事长 1 名、职工董事 1 名；同时设监事会，由 5 人组成，其中职工代表比例不得低于三分之一。公司设总经理 1 名，实行董事会领导下的总经理负责制，经营层下设审计督查部、经营管理部、投资管理部、资产财务部、金融发展部、法务部等职能部门，法人治理结构较为完善。

公司资金管理坚持“集中管理，统一调度”的

原则，对分子公司实施财务负责人或财务部长委派制；下属上市公司徐工机械于 2013 年 5 月成立了徐工集团财务有限公司，实现了上市公司范围内的资金归集。公司还不断加强产品质量控制与供应商管理，严格执行生产过程中各项控制程序以及《采购控制程序》，确保在市场竞争中以质取胜。

## 财务分析

以下分析基于经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。

### 盈利能力

**2021 年以来，行业因素导致营业毛利率略有下降，但受益于良好的费用控制能力及资产减值损失收窄，利润总额持续增厚**

2021 年，但受国标排放政策切换导致市场需求提前透支影响，收入占比较高的起重机等产品毛利率下滑令营业毛利率下降；伴随载重汽车产业规模效应逐步显现，该板块毛利率稳中有升。融资租赁板块毛利率波动较大，但其收入占比较低，对整体盈利水平影响程度很小。2022 年 1~3 月，下游需求在疫情影响下仍然偏弱，当期营业毛利率进一步下滑。

**表 12：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

| 毛利率          | 2019         | 2020         | 2021         | 2022.1~3     |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 工程机械         | 23.22        | 24.41        | 22.22        | 21.77        |
| 载重汽车         | 9.31         | 9.33         | 9.72         | 10.47        |
| 融资租赁         | 10.53        | 18.48        | 14.99        | 21.61        |
| <b>营业毛利率</b> | <b>22.22</b> | <b>22.26</b> | <b>21.01</b> | <b>20.72</b> |

资料来源：公司提供

近年来，公司期间费用整体有所增长，得益于较强的期间费用控制能力，期间费用率逐年下降。具体来看，随着经营规模扩大以及公司加强营销力度，三包费用和以经销商返利为主的中间商费用等销售费用逐年增长，占期间费用一半以上；公司每年研发支出规模较大，并不断上升，带动管理费用维持上升态势；得益于存款利息收入增加，2021 年

财务费用同比减少较多，共同使得期间费用同比基本持平。2022 年 1~3 月，公司期间费用及期间费用率进一步下降。

公司经营性业务利润是利润总额的主要来源，在收入规模上升和期间费用率下降的带动下，2021 年经营性业务利润持续增长。由于上年同期进行子公司清算计提大额资产减值损失，并对部分多次逾期、信用实力较弱的客户集中计提应收账款坏账损失，本期计提规模较小，导致资产减值损失同比减少较多，利润总额随之增厚，亦带动当期 EBITDA 利润率、总资产收益率提升。2022 年 1~3 月，由于收入规模及毛利率同比下降，当期利润总额有所减少。

**表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

|               | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.1~3 |
|---------------|--------|--------|--------|----------|
| 期间费用合计        | 149.96 | 180.11 | 179.48 | 35.33    |
| 期间费用率(%)      | 17.08  | 16.13  | 14.44  | 12.36    |
| 经营性业务利润       | 48.87  | 75.28  | 84.58  | 24.19    |
| 资产减值损失合计      | -21.80 | -87.77 | -16.29 | -5.12    |
| 投资收益          | 7.11   | 59.32  | 7.74   | 1.44     |
| 利润总额          | 33.40  | 46.29  | 80.37  | 20.94    |
| EBITDA 利润率(%) | 8.60   | 8.11   | 10.72  | --       |
| 总资产收益率(%)     | 4.12   | 4.03   | 5.15   | --       |

注：中诚信国际分析时将“信用减值损失”计入“资产减值损失”；减值损失以负号列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 资产质量

**随着经营规模的扩大，公司资产、负债和权益规模均呈现明显增长态势，资本结构仍处于较为合理水平，但以短期债务为主的债务结构有待优化**

2021 年末，公司以流动资产为主的总资产规模持续增长，资产结构较为稳定。其中，为满足日常经营及投资支出，公司账面留有较大规模的货币资金，截至 2021 年末受限金额为 101.54 亿元，系票据、保函等保证金。销售收入增长带动应收账款规模进一步上升，截至 2021 年末，账期在一年以内的应收账款占比为 75.92%，当年计提应收账款坏账准备 8.36 亿元。伴随部分产品产业化项目及技改项目投产，公司采购及生产规模均有所上升，外加钢材

等主要原材料采购价格上涨，共同导致 2021 年末存货规模进一步上升；当年计提存货跌价准备 4.96 亿元。伴随融资租赁模式下销售收入增加以及项目建设的稳步推进，非流动资产规模维持增长。2022 年 3 月末，在业务规模扩大的带动下，总资产进一步上升。

**表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）**

|              | 2019            | 2020            | 2021            | 2022.3          |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金         | 205.46          | 360.81          | 354.63          | 347.36          |
| 应收账款         | 378.37          | 437.81          | 464.08          | 481.66          |
| 应收票据         | 27.61           | 95.73           | 93.69           | 138.37          |
| 存货           | 215.80          | 263.50          | 328.02          | 356.84          |
| <b>流动资产</b>  | <b>975.71</b>   | <b>1,300.41</b> | <b>1,493.51</b> | <b>1,566.65</b> |
| 固定资产         | 170.74          | 185.18          | 204.34          | 201.17          |
| 长期应收款        | 93.54           | 149.10          | 212.41          | 218.33          |
| <b>非流动资产</b> | <b>407.44</b>   | <b>491.09</b>   | <b>610.64</b>   | <b>632.39</b>   |
| <b>总资产</b>   | <b>1,383.15</b> | <b>1,791.50</b> | <b>2,104.15</b> | <b>2,199.04</b> |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来业务规模的扩大催生更大的资金需求，使得公司负债总额持续增加，其中流动负债占比约为 80%。具体来看，为进一步加快资金周转，2021 年公司设立徐州徐工融票电子科技有限公司，向上游供应商开具可流转电子债权信用凭证，2021 年末计入应付票据的债务凭证余额为 40.10 亿元；同年，公司保持了一定规模的超短期融资券发行，上述因素共同导致 2021 年末短期债务占比小幅上升。由于总债务及总负债增速较快，2021 年末资产负债率和总资本化比率均有所上升，但尚处于行业内合理水平。2022 年 3 月末，业务增长带动应付账款等经营性流动负债增加，外加融资规模上升，资产负债率、总资本化比率持续走高。**中诚信国际关注到**，近年来，公司债务规模增速较快，且债务集中于短期，需对公司债务规模增长及债务期限结构以及杠杆水平升高保持关注。

得益于利润持续积累以及徐州市国资委增资，2021 年末所有者权益规模稳步上升。但公司所有者权益中少数股东权益占比较大，仍需对公司权益稳定性保持持续关注。

**表 15：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）**

|  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022.3 |
|--|------|------|------|--------|
|--|------|------|------|--------|

|                |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 短期借款           | 176.39          | 160.16          | 166.72          | 137.26          |
| 应付票据           | 224.58          | 284.13          | 393.74          | 440.45          |
| 应付账款           | 188.29          | 250.36          | 251.18          | 281.54          |
| 其他流动负债         | 76.30           | 106.18          | 100.69          | 108.45          |
| 一年内到期的非流动负债    | 20.52           | 65.33           | 88.95           | 115.93          |
| 长期借款           | 89.35           | 149.24          | 145.49          | 135.70          |
| 短期债务/总债务       | 68.92           | 70.18           | 72.02           | 73.48           |
| <b>总债务</b>     | <b>722.29</b>   | <b>816.83</b>   | <b>998.71</b>   | <b>1,037.85</b> |
| <b>总负债</b>     | <b>1,013.98</b> | <b>1,241.55</b> | <b>1,513.29</b> | <b>1,595.48</b> |
| 股本             | 20.35           | 20.35           | 26.76           | 26.76           |
| 资本公积           | 53.50           | 43.80           | 42.60           | 42.60           |
| 未分配利润          | 61.16           | 65.92           | 84.38           | 85.50           |
| 少数股东权益         | 235.92          | 419.42          | 435.10          | 447.79          |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>369.17</b>   | <b>549.95</b>   | <b>590.86</b>   | <b>603.56</b>   |
| 资产负债率(%)       | 73.31           | 69.30           | 71.92           | 72.55           |
| 总资本化比率(%)      | 66.18           | 59.76           | 62.83           | 63.23           |

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

### 2021 年公司经营获现水平显著提升，且能够覆盖投资活动现金缺口，各偿债指标均有所优化

得益于收入规模持续增长以及公司加快货款回笼，2021 年经营活动净现金流同比大幅增加；由于公司保持了较大规模的资本支出，投资活动现金流维持净流出态势，经营活动现金净流入对投资活动现金缺口的覆盖程度较好；同期，由于子公司兑付较多供应链融资产品，筹资活动现金净流入规模有所下降。偿债能力方面，得益于盈利能力及经营获现水平的提升，当期 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障能力均有所提升，经调整的经营活动净现金流对总债务的覆盖程度亦得到优化。但公司合并口径长期债务规模较大，其中上市公司徐工机械债务占比约 40%，仍需关注公司可能面临的债务压力。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

|                  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022.3 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流         | 11.59  | 17.04  | 52.52  | 6.07   |
| 投资活动净现金流         | -43.61 | -16.48 | -22.48 | -23.40 |
| 筹资活动净现金流         | 49.55  | 82.39  | 13.66  | 9.63   |
| 经营活动净现金流/总债务     | 0.02   | 0.02   | 0.05   | 0.02*  |
| 经营活动净现金流/利息支出    | 0.61   | 0.95   | 2.51   | --     |
| 总债务/EBITDA       | 9.56   | 9.02   | 7.50   | --     |
| EBITDA 利息保障倍数    | 3.99   | 5.03   | 6.36   | --     |
| 经调整的经营活动净现金流/总债务 | -2.74  | -4.59  | 0.34   | --     |

注：带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司本部收入规模极小，利润主要源自投资收益，盈利及获现稳定性较弱，2021 年发行超短期融资券带动债务规模快速上升

公司本部总资产主要由其他应收款和长期股权投资构成。其中，其他应收款主要为公司对子公司的资金拆借款，长期股权投资为公司持有的徐工有限、徐工汽车、江苏徐工工程机械租赁有限公司（以下简称“徐工租赁”）等子公司的股权。2021 年，由于对徐工租赁、徐工汽车等子公司进行增资，当年末货币资金大幅减少。未分配利润累积带动所有者权益规模持续增长。由于发行较多超短期融资券，总债务规模快速上升推升总资本化比率，但整体资本结构及财务杠杆仍处于较优水平。公司本部无实际经营业务，收入规模极小，利润主要来自对子公司的投资收益。2021 年，受内部单位资金往来支出增加影响，经营活动现金净流出大幅增加，无法对债务形成有效覆盖。货币资金大幅减少亦使其对短期债务的保障能力显著弱化，仍存在一定短期偿债压力。

**表 17：近年来公司本部部分财务指标情况（亿元、%、X）**

|              | 2019         | 2020          | 2021          | 2022.3        |
|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>总资产</b>   | <b>50.46</b> | <b>120.83</b> | <b>162.54</b> | <b>163.73</b> |
| 其中：货币资金      | 0.32         | 25.05         | 0.55          | 1.01          |
| 其他应收款        | 8.85         | 48.24         | 95.08         | 94.87         |
| 长期股权投资       | 38.76        | 44.71         | 62.09         | 64.53         |
| <b>总负债</b>   | <b>23.00</b> | <b>61.58</b>  | <b>74.70</b>  | <b>75.29</b>  |
| <b>总债务</b>   | <b>15.85</b> | <b>23.00</b>  | <b>68.88</b>  | <b>72.46</b>  |
| <b>所有者权益</b> | <b>27.46</b> | <b>59.26</b>  | <b>87.84</b>  | <b>88.43</b>  |
| 资产负债率        | 45.58        | 50.96         | 45.96         | 45.99         |
| 总资本化比率       | 36.59        | 27.96         | 43.95         | 45.03         |
| 营业总收入        | 0.002        | 0.01          | 0.02          | --            |
| 投资收益         | 0.25         | 25.76         | 24.64         | 1.08          |
| 利润总额         | -2.45        | 24.79         | 23.09         | 0.59          |
| 经营活动净现金流     | 6.80         | -9.91         | -81.22        | -2.71         |
| 投资活动净现金流     | 0.30         | 24.18         | 9.63          | 0.22          |
| 筹资活动净现金流     | -7.82        | 10.47         | 47.09         | 2.95          |
| 经营活动净现金流/总债务 | 0.43         | -0.43         | -1.18         | -0.15*        |
| 货币资金/短期债务    | 0.02         | 1.42          | 0.01          | 0.03          |

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；但规模较大的或有负债风险有待关注

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 1,572.91 亿元，未使用额度 684.40 亿元，备用流动性充足；此外，下属子公司徐工机械作为 A 股上市公司，同期末公司通过控股子公司徐工有限持有其 38.11% 的股权，均未质押，直接融资渠道畅通。

截至 2021 年末，公司受限资产总额为 215.03 亿元，占当年末净资产的 36.39%；其中受限货币资金 101.54 亿元，为银行承兑汇票保证金、银行保函保证金、信用证保证金及司法冻结资金；质押票据和应收账款金额分别为 7.10 亿元和 16.16 亿元，主要用于质押借款或融资。

截至 2021 年末，公司未决诉讼金额 5.86 亿元，不会对公司经营造成重大不利影响。

截至 2022 年 3 月末，公司合并口径负有回购责任的按揭贷款余额为 105.80 亿元，负有回购责任的融资租赁余额为 671.84 亿元，其中外部融资租赁公司 493.39 亿元，徐工集团内部融资租赁余额 178.45 亿元，面临一定的或有风险，中诚信国际将持续关注公司负有回购责任的按揭贷款和融资租赁余额变化情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 5 月 7 日，公司所有借款均到期还本、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

## 作为徐州市大型国有制造企业，徐工集团在政策及业务经营等方面得到政府的大力支持

江苏省是中国综合发展水平最高的省份之一，近年来固定资产投资始终维持高位，徐州市作为淮海经济区的产业、商贸、物流、信息和金融中心，经济发展较为迅速，2021 年实现生产总值（GDP）

8,117.44 亿元，江苏省排名第六，对当地企业具有一定的支持能力。公司是徐州市最大的工程机械制造企业，资产规模、营业总收入、利润总额均处前列，对当地财政贡献程度极高。徐州市国资委作为公司的控股股东和实际控制人，对公司支持意愿较强。徐州市政府专门出台了《关于支持徐工集团进一步做大做强的实施意见》(徐委发[2018]18 号)，涉及 21 条支持政策。近年来，公司多个项目获批国家专项资金支持，并在税收方面持续获得政策优惠，2021 年公司共收到计入其他收益和营业外收益的政府补助 6.53 亿元，预计未来将获得政府的持续支持。

## 评级结论

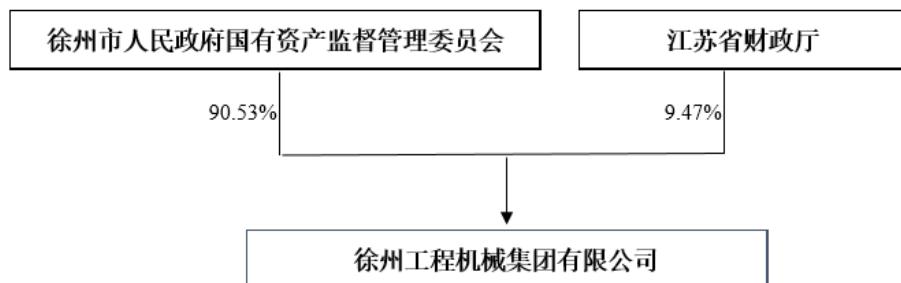
综上所述，中诚信国际评定徐州工程机械集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2022 年第一期徐州工程机械集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于 2022 年第一期徐州工程机械集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期债券的存续期内对其每年进行跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

## 附一：徐州工程机械集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：徐州工程机械集团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）         | 2019          | 2020          | 2021          | 2022.3        |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金                | 2,054,595.95  | 3,608,134.74  | 3,546,261.71  | 3,473,630.71  |
| 应收账款净额              | 3,783,717.83  | 4,378,065.07  | 4,640,847.48  | 4,816,619.10  |
| 其他应收款               | 1,077,701.58  | 895,134.77    | 1,101,856.13  | 620,150.51    |
| 存货净额                | 2,158,036.54  | 2,634,986.03  | 3,280,162.51  | 3,568,435.20  |
| 长期投资                | 591,337.30    | 631,027.82    | 786,547.77    | 835,701.84    |
| 固定资产                | 1,707,379.40  | 1,851,793.16  | 2,043,410.55  | 2,011,693.53  |
| 在建工程                | 167,245.23    | 208,397.61    | 217,382.24    | 360,451.52    |
| 无形资产                | 454,193.26    | 496,036.29    | 556,852.90    | 542,552.90    |
| 总资产                 | 13,831,548.71 | 17,915,019.59 | 21,041,495.34 | 21,990,405.21 |
| 其他应付款               | 718,074.74    | 731,714.32    | 982,678.88    | 950,982.31    |
| 短期债务                | 4,977,839.81  | 5,732,414.46  | 7,192,973.70  | 7,626,221.80  |
| 长期债务                | 2,245,110.03  | 2,435,835.68  | 2,794,160.47  | 2,752,284.16  |
| 总债务                 | 7,222,949.83  | 8,168,250.14  | 9,987,134.17  | 10,378,505.96 |
| 净债务                 | 5,168,353.88  | 4,560,115.40  | 6,440,872.46  | 6,904,875.26  |
| 总负债                 | 10,139,803.95 | 12,415,523.72 | 15,132,916.31 | 15,954,840.07 |
| 费用化利息支出             | 187,325.83    | 176,432.17    | 199,951.76    | --            |
| 资本化利息支出             | 1,923.88      | 3,676.39      | 9,526.00      | --            |
| 所有者权益合计             | 3,691,744.75  | 5,499,495.88  | 5,908,579.04  | 6,035,565.14  |
| 营业总收入               | 8,781,397.57  | 11,164,353.35 | 12,428,787.23 | 2,857,751.61  |
| 经营性业务利润             | 488,724.11    | 752,802.64    | 845,840.44    | 241,917.43    |
| 投资收益                | 71,068.19     | 593,231.00    | 77,425.96     | 14,406.25     |
| 净利润                 | 283,515.63    | 389,047.21    | 703,542.85    | 181,055.54    |
| EBIT                | 521,293.20    | 639,371.77    | 1,003,626.31  | --            |
| EBITDA              | 755,547.70    | 905,115.24    | 1,332,158.73  | --            |
| 经营活动产生现金净流量         | 115,882.42    | 170,439.79    | 525,172.96    | 60,736.53     |
| 投资活动产生现金净流量         | -436,127.91   | -164,788.23   | -224,780.79   | -233,977.95   |
| 筹资活动产生现金净流量         | 495,453.12    | 823,909.55    | 136,630.30    | 96,285.73     |
| 资本支出                | 402,238.66    | 324,706.88    | 748,577.82    | 162,085.00    |
| 财务指标                | 2019          | 2020          | 2021          | 2022.3        |
| 营业毛利率(%)            | 22.22         | 22.26         | 21.01         | 20.72         |
| 期间费用率(%)            | 17.08         | 16.13         | 14.44         | 12.36         |
| EBITDA 利润率(%)       | 8.60          | 8.11          | 10.72         | --            |
| 总资产收益率(%)           | 4.12          | 4.03          | 5.15          | --            |
| 净资产收益率(%)           | 8.19          | 8.47          | 12.33         | 12.13*        |
| 流动比率(X)             | 1.24          | 1.31          | 1.28          | 1.25          |
| 速动比率(X)             | 0.97          | 1.05          | 1.00          | 0.96          |
| 存货周转率(X)            | 3.28          | 3.62          | 3.32          | 2.65*         |
| 应收账款周转率(X)          | 2.62          | 2.74          | 2.76          | 2.42*         |
| 资产负债率(%)            | 73.31         | 69.30         | 71.92         | 72.55         |
| 总资本化比率(%)           | 66.18         | 59.76         | 62.83         | 63.23         |
| 短期债务/总债务(%)         | 68.92         | 70.18         | 72.02         | 73.48         |
| 经营活动净现金流/总债务(X)     | 0.02          | 0.02          | 0.05          | 0.02*         |
| 经营活动净现金流/短期债务(X)    | 0.02          | 0.03          | 0.07          | 0.03*         |
| 经营活动净现金流/利息支出(X)    | 0.61          | 0.95          | 2.51          | --            |
| 经调整的经营活动净现金流/总债务(%) | -2.74         | -4.59         | 0.34          | --            |
| 总债务/EBITDA(X)       | 9.56          | 9.02          | 7.50          | --            |
| EBITDA/短期债务(X)      | 0.15          | 0.16          | 0.19          | --            |
| EBITDA 利息保障倍数(X)    | 3.99          | 5.03          | 6.36          | --            |
| EBIT 利息保障倍数(X)      | 2.75          | 3.55          | 4.79          | --            |

注：1、2022年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收账款”；3、将“研发费用”计入“管理费用”；4、将“信用减值损失”计入“资产减值损失”；5、将公司计入“其他非流动负债”中的有息债务调整至长期债务核算；将“租赁负债”调整至长期债务核算；将计入“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务核算；5、带“\*”指标已经年化处理。

### 附三：徐州工程机械集团有限公司财务数据及主要指标（本部口径）

| 财务数据（单位：万元）         | 2019       | 2020         | 2021         | 2022.3       |
|---------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金                | 3,193.16   | 250,521.90   | 5,489.11     | 10,109.40    |
| 应收账款净额              | --         | --           | --           | --           |
| 其他应收款               | 88,461.33  | 482,369.04   | 950,831.60   | 948,740.00   |
| 存货净额                | --         | --           | --           | --           |
| 长期投资                | 405,442.86 | 468,222.53   | 642,024.34   | 666,424.34   |
| 固定资产                | 47.80      | 86.78        | 120.31       | 109.55       |
| 在建工程                | --         | --           | --           | --           |
| 无形资产                | 7,432.98   | 7,148.76     | 6,864.55     | 6,793.50     |
| 总资产                 | 504,637.09 | 1,208,349.01 | 1,625,423.63 | 1,637,283.22 |
| 其他应付款               | 71,287.03  | 385,671.92   | 56,087.70    | 27,458.74    |
| 短期债务                | 158,500.00 | 176,000.00   | 418,000.00   | 373,000.00   |
| 长期债务                | 0.00       | 54,000.00    | 270,781.73   | 351,575.28   |
| 总债务                 | 158,500.00 | 230,000.00   | 688,781.73   | 724,575.28   |
| 净债务                 | 155,306.84 | -20,521.90   | 683,292.61   | 714,465.88   |
| 总负债                 | 229,990.09 | 615,792.80   | 747,030.18   | 752,941.00   |
| 费用化利息支出             | 9,620.65   | 8,144.26     | 13,428.15    | 5,309.64     |
| 资本化利息支出             | --         | --           | --           | --           |
| 所有者权益合计             | 274,647.00 | 592,556.22   | 878,393.45   | 884,342.22   |
| 营业总收入               | 22.81      | 137.07       | 150.73       | 0.00         |
| 经营性业务利润             | -10,677.25 | -9,436.69    | -15,434.71   | -4,857.56    |
| 投资收益                | 2,510.35   | 257,624.00   | 246,361.35   | 10,804.53    |
| 净利润                 | -24,469.02 | 247,860.04   | 230,905.74   | 5,946.98     |
| EBIT                | -14,848.36 | 256,004.30   | 244,333.89   | 11,256.62    |
| EBITDA              | -14,555.88 | 256,004.30   | 244,650.24   | 11,256.62    |
| 经营活动产生现金净流量         | 67,999.32  | -99,059.79   | -812,206.56  | -27,070.12   |
| 投资活动产生现金净流量         | 3,017.12   | 241,830.24   | 96,301.80    | 2,220.29     |
| 筹资活动产生现金净流量         | -78,155.41 | 104,744.07   | 470,872.16   | 29,470.15    |
| 资本支出                | 42.70      | 22.47        | 79.39        | 0.00         |
| 财务指标                | 2019       | 2020         | 2021         | 2022.3       |
| 营业毛利率(%)            | 0.00       | 92.11        | 96.88        | --           |
| 期间费用率(%)            | 46,759.74  | 6,768.92     | 10,306.64    | --           |
| EBITDA 利润率(%)       | -63,813.34 | 186,768.33   | 162,309.52   | --           |
| 总资产收益率(%)           | -2.70      | 29.89        | 17.24        | --           |
| 净资产收益率(%)           | -8.53      | 57.16        | 31.40        | 2.70*        |
| 流动比率(X)             | 0.40       | 1.30         | 2.05         | 2.40         |
| 速动比率(X)             | 0.40       | 1.30         | 2.05         | 2.40         |
| 存货周转率(X)            | --         | --           | --           | --           |
| 应收账款周转率(X)          | --         | --           | --           | --           |
| 资产负债率(%)            | 45.58      | 50.96        | 45.96        | 45.99        |
| 总资本化比率(%)           | 36.59      | 27.96        | 43.95        | 45.03        |
| 短期债务/总债务(%)         | 100.00     | 76.52        | 60.69        | 51.48        |
| 经营活动净现金流/总债务(X)     | 0.43       | -0.43        | -1.18        | -0.15*       |
| 经营活动净现金流/短期债务(X)    | 0.43       | -0.56        | -1.94        | -0.29*       |
| 经营活动净现金流/利息支出(X)    | 7.07       | -12.16       | -60.49       | --           |
| 经调整的经营活动净现金流/总债务(%) | 36.23      | -45.33       | -122.00      | --           |
| 总债务/EBITDA(X)       | -10.89     | 0.90         | 2.82         | --           |
| EBITDA/短期债务(X)      | -0.09      | 1.45         | 0.59         | --           |
| EBITDA 利息保障倍数(X)    | -1.51      | 31.43        | 18.22        | --           |
| EBIT 利息保障倍数(X)      | -1.54      | 31.43        | 18.20        | --           |

注：1、2022年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收账款”；3、将“研发费用”计入“管理费用”；4、将“信用减值损失”计入“资产减值损失”；5、将公司计入“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务核算；5、带“\*”指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

| 指标   | 计算公式   |
|------|--|
| 资本结构 | =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                                |
|      | =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资   |
|      | =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                |
|      | =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项  |
|      | =长期债务+短期债务   |
|      | =总债务-货币资金  |
|      | =负债总额/资产总额   |
| 经营效率 | =总债务/（总债务+所有者权益合计）   |
|      | =存货平均净额/营业成本   |
|      | =应收账款平均净额/营业收入   |
| 盈利能力 | =（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/（营业收入+期末存货净额-期初存货净额））    |
|      | =（营业收入-营业成本）/营业收入  |
|      | =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入  |
|      | =营业收入-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  |
|      | =利润总额+费用化利息支出  |
|      | =EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销   |
|      | =EBIT/总资产平均余额  |
|      | =净利润/所有者权益合计平均值  |
|      | =EBIT/当年营业收入   |
| 现金流  | =EBITDA/当年营业收入   |
|      | =购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   |
|      | =经营活动净现金流（CFO-股利）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金  |
|      | =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                          |
| 偿债能力 | =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） |
|      | =流动资产/流动负债   |
|      | =（流动资产-存货）/流动负债  |
|      | =费用化利息支出+资本化利息支出   |
|      | =EBITDA/利息支出   |
|      | =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”。

## 附五：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号     | 含义                                  |
|------------|-------------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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。 |
| <b>AA</b>  | 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。  |
| <b>A</b>   | 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。  |
| <b>BBB</b> | 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。   |
| <b>BB</b>  | 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>B</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。    |
| <b>CCC</b> | 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。     |
| <b>CC</b>  | 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。      |
| <b>C</b>   | 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                            |
|------------|-------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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。 |
| <b>AA</b>  | 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。  |
| <b>A</b>   | 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。  |
| <b>BBB</b> | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| <b>BB</b>  | 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>B</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。    |
| <b>CCC</b> | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| <b>CC</b>  | 基本不能保证偿还债券。                   |
| <b>C</b>   | 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                       |
|------------|--------------------------|
| <b>A-1</b> | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| <b>A-2</b> | 还本付息风险较小，安全性较高。          |
| <b>A-3</b> | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| <b>B</b>   | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。       |
| <b>C</b>   | 还本付息风险很高，违约风险较高。         |
| <b>D</b>   | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。