
2012 年度

第一拖拉机股份有限公司公司债券(第二期)

信用评级报告

主体长期信用等级：AA⁺ 级

本期债券信用等级：AA⁺ 级

评级时间： 2013 年 4 月 15 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

业务声明

本评级机构对2012年度第一拖拉机股份有限公司公司债券（第二期）的信用评级作如下声明：

本次债务人信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照中国人民银行颁布的《中国人民银行信用评级管理指导意见》以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料，债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2013年4月15日

分析师

王明君
Tel: (021) 63501349-823
E-mail: wmj@shxsj.com

杜晓红
Tel: (021) 63501349-854
E-mail: dsh@shxsj.com

王明君

杜晓红

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021) 63501349 63504376
Fax: (021) 63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

2012 年度第一拖拉机股份有限公司公司债券（第二期）信用评级报告

概要

编号：【新世纪债评(2013)010179】

2012 年度第一拖拉机股份有限公司公司债券（第二期）

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	7.21	7.22	10.48
刚性债务	10.13	21.12	18.00
所有者权益	28.06	29.62	41.08
经营性现金净流入量	3.33	2.01	3.02
发行人合并数据及指标：			
总资产	83.42	91.68	107.32
总负债	47.98	53.92	58.40
刚性债务	16.70	19.41	19.47
其中：应付债券	0.00	0.00	0.00
所有者权益	35.44	37.76	48.92
营业收入	102.21	112.63	112.26
净利润	5.62	4.58	4.14
经营性现金净流入量	5.43	4.64	5.55
EBITDA	8.04	7.36	7.41
资产负债率[%]	57.51	58.82	54.42
权益资本与刚性债务比率[%]	212.19	194.57	251.27
流动比率[%]	132.08	105.03	124.11
现金比率[%]	63.01	61.30	70.53
利息保障倍数[倍]	21.24	9.44	6.52
净资产收益率[%]	16.98	12.50	9.56
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	13.99	9.10	9.88
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.26	-2.54	-3.42
EBITDA/利息支出[倍]	25.33	11.76	8.81
EBITDA/刚性债务[倍]	0.67	0.41	0.38

注：根据一拖股份经审计的 2010~2012 年财务数据整理、计算。

评级观点

优势：

- **持续的政策支持。**近年来政府连续颁布支农惠农政策，一拖股份受益于国家扶持政策，以及自身畅通的销售网络和较强的议价能力，保持了较高的收入规模和较好的经营效益。
- **突出的行业地位。**一拖股份是国内规模最大、技术水平最高的专业农用拖拉机和农用柴油机制造企业之一，市场占有率处于领先水平。
- **完整的制造体系。**一拖股份生产链齐全，核心零部件基本实现内部自制，有助于实现产品的全过程控制，提高产品质量。
- **较低的财务杠杆。**一拖股份为 H 股和 A 股上市的大型国有企业，资本市场融资能力较强，负债经营程度维持在较低水平。

风险：

- **农机补贴滞后。**一拖股份 15%以上的营业收入来自农机补贴，其资金到位滞后于农机销售，造成公司现金流季节性波动，且近期存在延缓倾向，加大了公司短期资金平衡压力。
- **竞争风险加剧。**拖拉机行业集中度高，现有竞争者依托营销手段和具竞争力的市场价格在细分市场对一拖股份构成一定竞争压力，而国际农机巨头的参与进一步加剧了市场风险。
- **资本支出风险。**一拖股份中短期内仍将发生较大规模固定资产建设支出，以及股权收购资金支出，资金压力将有所增加。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

支出，资金压力将有所增加。

2012 年度第一拖拉机股份有限公司公司债券 (第二期)

信用评级报告

释义

一拖股份，该公司，或公司：第一拖拉机股份有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：2012 年度第一拖拉机股份有限公司公司债券（第二期）

一、概况

（一）发行人概况

该公司是中国一拖集团有限公司（以下简称“一拖集团”）将与拖拉机相关的业务、资产、负债和人员重组后进行股份制改造，于 1997 年 5 月依法独家发起设立的股份有限公司。1997 年 6 月，公司公开发行 H 股并在香港联交所上市（股票代码：00038）；2007 年 10 月，公司在香港联交所公开增发，至 2011 年末总股本为 84590 万元。根据中国证监会出具的《关于核准第一拖拉机股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可【2012】736 号），公司于 2012 年 7 月在境内公开发行人民币普通股 15000 万股，发行价格为 5.4 元/股，于 2012 年 8 月 8 日在上海证券交易所上市。截至 2012 年末，公司总股本为 99590 万元。

该公司是国内规模最大、综合实力最强的拖拉机生产企业之一，主导产品包括大、中、小系列轮式拖拉机和履带式拖拉机，以及非道路用柴油机等，拥有和使用的 **东方红** 品牌是我国农业机械行业最早的驰名

商标。2012 年公司生产的大中型拖拉机的市场占有率为 24%，居国内第一。

截至 2012 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 107.32 亿元，所有者权益为 48.92 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 43.66 亿元）；全年度实现营业总收入 113.18 亿元，净利润 4.14 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 3.49 亿元）。

（二）本期债券概况

经该公司第五届董事会第 32 次会议及 2012 年第三次临时股东大会审议通过，公司拟发行总额不超过 15 亿元人民币的公司债券。根据股东大会及董事会授权，闫麟角董事决定本次公司债券分期发行，其中一期 8 亿元已于 2013 年 3 月 4 日发行。公司本期发行额度为 7 亿元，募集资金用途为补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	2012 年度第一拖拉机股份有限公司公司债券（第二期）
本期发行规模：	人民币 7 亿元
债券期限：	5 年期（3+2）
债券利率：	固定利率债券，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权。本期债券在存续期前 3 年票面利率固定不变，票面利率将根据市场询价结果，由该公司与主承销商按照国家有关法律、法规的规定协商确定。若发行人第 3 年末上调票面利率，则未被回售部分在其存续期后 2 年按上调后的利率固定不变。
付息方式：	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途：	补充营运资金

资料来源：一拖股份

二、公司管理

该公司为大型国有控股上市公司，建立了较为完善的治理结构和内

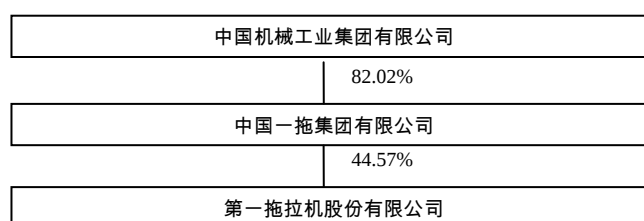
控体系，内部运营规范，综合素质良好。

（一）股权状况

该公司为国有控股上市公司，成立以来控股股东一直为一拖集团。截至 2011 年末，一拖集团持股比例为 52.48%。2012 年 8 月公司首次公开发行 A 股后，一拖集团持股比例为 44.57%。

该公司实际控制人为中国机械工业集团有限公司（以下简称“国机集团”），通过持有公司控股股东一拖集团 82.02% 的股权实现对公司的间接控制。

图表 2. 一拖股份与实际控制人关系图



注：根据一拖股份提供的资料绘制（截至 2012 年末）

一拖集团前身为中国第一拖拉机工程机械公司，是我国最早的拖拉机生产厂家，2012 年经审计的合并报表资产总额为 132.63 亿元、所有者权益为 58.14 亿元；2012 年实现营业总收入 148.82 亿元，净利润 3.92 亿元。目前一拖集团的收入和利润主要来源于该公司，公司是集团体系内最核心的子公司。

国机集团原名为中国机械装备（集团）公司，出资人为国务院国资委，目前是国内覆盖面最广、业务链最完善、研发能力最强的大型机械工业企业集团之一。截至 2011 年末，国机集团经审计合并报表资产总额为 1686.41 亿元，净资产为 392.96 亿元；全年度实现营业收入 1926.74 亿元，净利润 58.42 亿元。

(二) 公司治理

该公司按照《公司法》、《证券法》、中国证监会和上海证券交易所颁布的相关法律法规等要求建立及完善公司治理结构。公司设有股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的经营团队，同时董事会下设战略及投资委员会、审核委员会、薪酬委员会和提名委员会等专业委员会。

该公司目前运营管理规范，在业务、人员、资产、机构、财务等方面具备了必要的经营独立性。

(三) 关联交易

(1) 关联交易

该公司与一拖集团及子公司之间关联交易较多，主要交易为公司向一拖集团和子公司采购或销售原材料、零部件，以及公司接受一拖集团提供的综合服务等，2010-2012 年关联交易金额合计分别为 19.27 亿元、22.12 亿元和 15.10 亿元（如图表 3 所示）。2012 年 12 月，公司通过关联股权收购将一拖（洛阳）车桥有限公司、一拖（洛阳）福莱格车身有限公司两家公司纳入了合并范围，关联交易规模减少。公司与国机集团及子公司（不含一拖集团及子公司）、联营企业之间的关联交易金额很小。

图表 3. 一拖股份近三年主要关联交易情况

单位：万元

关联方	交易内容	2010 年	2011 年	2012 年
国机集团及其子公司(不含一拖集团及其子公司)	销售原材料及零部件	6820.90	4442.50	3184.70
	购买原材料及零部件	893.60	269.30	695.50
一拖集团及其子公司	销售原材料、产成品及零部件	30164.70	17173.90	14973.30

	购买原材料及零部件	123546.50	127264.40	106615.80
	支付及应付动力费	11066.50	11299.70	9141.60
	支付及应付综合服务费	9638.10	10712.50	12409.00
	支付及应付研究及开发费用	2254.50	21.30	227.50
	支付及应付土地租金	2546.50	1161.40	613.50
	支付及应付商标费	1760.90	1554.80	—
	支付及应付房屋建筑物及机器设备租金	1023.40	445.80	516.10
	房屋建筑物及机器设备物租金收入	543.10	492.70	447.50
	销售厂房及设备	245.80	—	—
	购置厂房及设备	6323.40	4704.80	1245.00
	购置土地使用权	—	41845.00	—
	利息收入(包括票据贴现利息收入)	2712.20	3133.40	3414.80
	支付客户存款利息	164.30	393.20	807.20
	收到研究及开发费用	712.30	985.00	631.00
联营公司	销售原材料、产成品及零部件	1629.80	1202.50	10238.90
	购买原材料及零部件	1008.70	2121.60	12259.30

注：根据一拖股份 2010-2012 年审计报告资料绘制

(2) 关联方存款、贷款余额

该公司的控股子公司中国一拖集团财务有限责任公司（以下简称“一拖财务”）履行财务中心职能。公司与一拖集团及其其他子公司存在关联存贷款资金往来。2010-2012 年末，公司发放贷款（含票据贴现）余额分别为 4.20 亿元、5.59 亿元和 6.04 亿元；吸收存款余额分别为 5.06 亿元、10.47 亿元和 8.97 亿元。另外，公司 2010 年还向国机集团财务有限公司借入 6 亿元长期借款。

委托贷款方面，2010-2012 年一拖集团分别向一拖财务存入资金 4700 万元、5000 万元和 4700 万元，委托一拖财务向一拖集团子公司和联营企业发放等额委托贷款。

总体看，该公司与一拖集团及子公司关联交易往来较多，造成年末存在较大额关联资金余额（如图表 4 所示）。2013 年 1 月公司完成了对关联方一拖（洛阳）铸造有限公司¹的股权收购，将其纳入合并范围后关联交易将继续减少。

图表 4. 一拖股份近三年关联资金往来 单位：万元

科 目	2010 年末	2011 年末	2012 年末
应收关联方款项：	9700.10	3010.80	12036.50
其中：国机集团及子公司 （不含一拖集团）	54.70	507.30	916.30
一拖集团及子公司	9645.40	1820.10	10667.30
其他	0.00	683.40	452.9
应付关联方款项：	13999.80	33598.40	14916.60
其中：国机集团及子公司 （不含一拖集团）	6.20	1304.30	827.50
一拖集团及子公司	13993.60	32292.70	14066.60
其他	0.00	1.40	22.50
公司净占用关联方资金	4299.70	30587.60	2880.10

注：根据一拖股份 2010-2012 年审计报告资料绘制

（四）高级经营管理者

该公司决策层成员及高管团队普遍具有在拖拉机行业及相关领域多年的经营管理经验，且管理团队稳定性较高，为公司决策及经营管理活动的持续和稳步实施提供了条件。

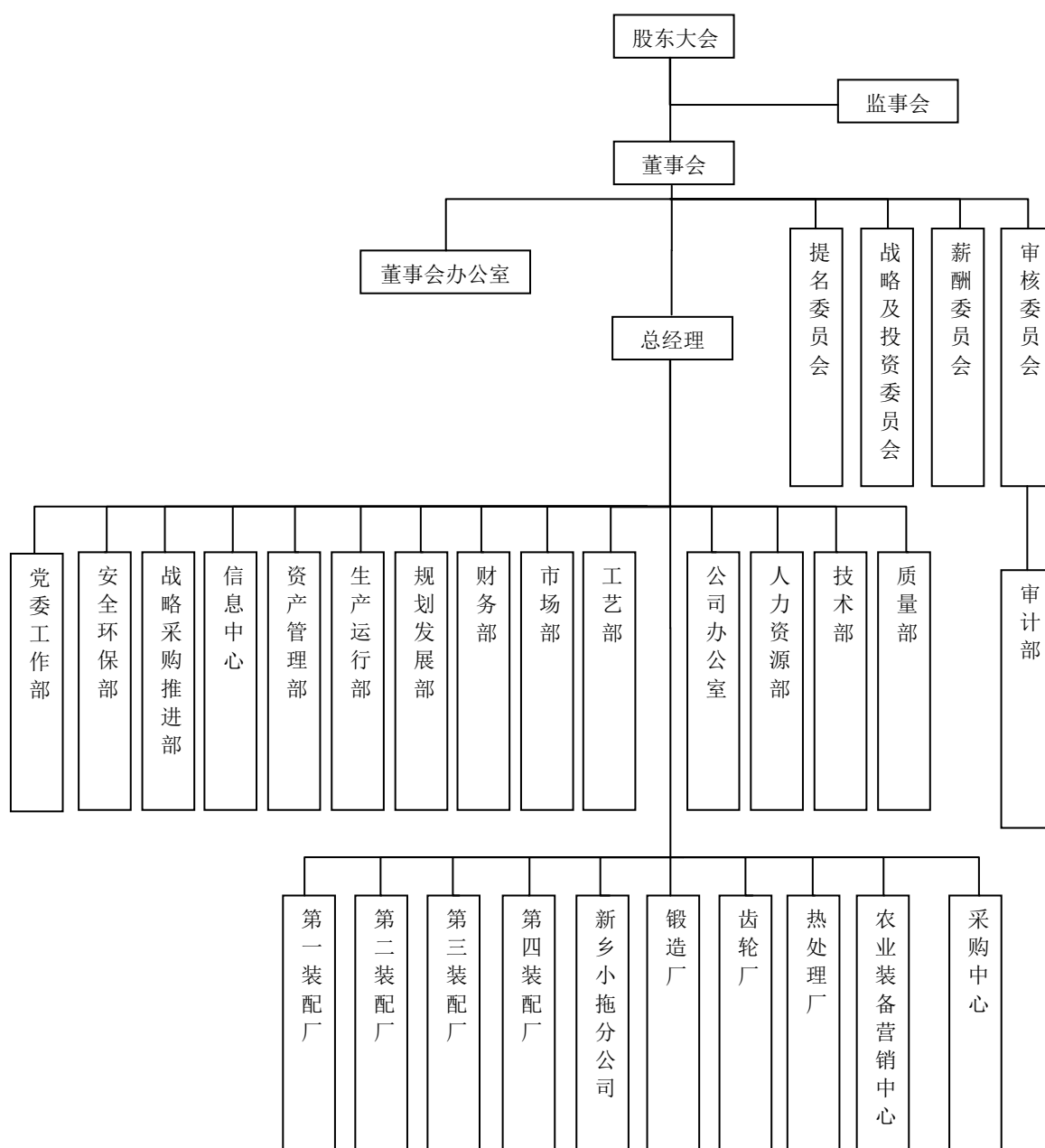
（五）组织架构

该公司建立有合理的组织结构（如图表 5 所示），根据管理需要下设财务部、工艺部、市场部、生产运行部、规划发展部、资产管理部、

¹ 该企业为公司供应铸坯。

技术部、质量部、审计部、战略采购推进部等职能部门，并根据产品分类和工艺流程，设置有第一装配厂、第二装配厂、锻造厂、齿轮厂、热处理厂、农业装备营销中心、采购中心等二级核算单位，职能分工明确，能够满足经营发展需要。

图表 5. 公司组织结构图



资料来源：根据一拖股份提供的资料绘制

（六）人力资源

截至 2012 年末，该公司在职员工 12234 人，其中生产人员、专业技术人员、管理人员、营销人员和服务人员分别占比 63%、12%、15%、8%和 2%。公司人员学历构成中，大学本科及以上占比 18.64%，大学专科占比 19.48%，经岗位培训，能够满足生产和经营需要。但作为经营历史长的大型国有企业，公司承担着一定的离退休员工负担。

（七）业务管理

为规范运营及管理，控制经营风险，该公司建立了一套较为完整的内部管理制度体系，覆盖了资金管理、财务管理、投资管理、对外担保、销售、招商等方面，并通过内部审计及考核对执行情况进行监督管理，以有效保障经营管理工作的规范有序进行。

投融资方面，该公司加强项目的可行性研究，完善投资审查、评估制度，严格履行投资审批程序，实行项目责任追究制，使投资工作规范化、科学化，从而有效防范和减少投融资风险。针对金融投资，公司下属子公司一拖财务根据《企业集团财务公司管理办法》、《商业银行内部控制指引》等规定，建立了权责分明的投资业务管理机制和操作流程，将投资方向主要限定在风险较小且收益稳定的投资品种。2010-2012 年一拖财务经董事会授权的投资额度分别为 4.00 亿元、4.20 亿元和 4.20 亿元。

财务管理方面，该公司建立了涵盖经营全方位、贯穿管理全流程、考核到全员的完整内控体系；加强全面预算管理工作，进一步强化资金集中管理，完善担保保证措施和事后监督措施，严格控制财务风险。一拖财务履行财务中心职能，为集团内企业办理资金融通和结算，有助于降低资金成本，提高资金使用效益。

安全环保方面，该公司建有完善的安全管理制度、专业的安全管理机构和各项安全管理工作规范，实行公司、子公司（专业厂）、车间（科）、班组四级安全管理；全面落实安全责任制，拥有健全的考核管理体系、危险源辨识评价与风险控制管理体系、重大事故应急救援体系与机制、安全教育管理体系和检查评价考核管理体系；通过优化生产工艺、实施绿色环保技术改造项目及配备节能环保设备等多种手段，将污染物质严格控制在标准范围内。近三年，公司未发生重大安全事故，也未因环境污染受到重大行政处罚。

三、业务运营

该公司自成立以来一直从事农业机械和动力机械的制造和销售，主要产品包括大、中、小系列轮式拖拉机、履带式拖拉机、柴油机及拖拉机其他配件，叉车和矿用卡车等。

（一）经营环境

伴随国家农机扶持政策的落实、农民人均收入的增长以及农业生产方式的转变，该公司所处的农业机械行业呈现出快速增长的良好态势，并逐步向农机大型化方向发展，大中型拖拉机发展速度相对较快。中短期内国家农业扶持政策仍将持续，农机制造行业仍面临良好的政策环境。

2010 年至今，我国陆续颁布了《国务院关于促进农业机械化和农机工业又快又好发展的意见》、《农机工业发展规划（2011-2015 年）》以及《农机工业发展政策》等一系列农机行业相关政策，为促进农机工业健康发展和促进农机工业振兴起到积极作用，其中农机补贴政策的影响程度尤其突出。

我国目前实施农机购机补贴政策。从 2004 年农业部发布《农业机

械购置补贴专项资金使用管理办法（试行）》，将小麦、水稻、玉米、大豆四大粮食作物作业机械列为中央财政补贴种类开始至今，我国持续对农机采取购机补贴政策。近年来，中央财政对农机补贴力度逐步加大，补贴资金由 2004 年的 0.7 亿元增加到 2012 年的 215 亿元，九年间累计安排补贴资金 744.7 亿元，带动地方和农民投入 2187.9 亿元；补贴机型从 2005 年 6 大类 18 个品种扩大到 2013 年的 12 大类 48 个品种，从主要粮食作物农业机械到目前基本覆盖了农林牧渔业生产主要的机械设备，2004-2012 年累计补助购置各类农机具 2272.6 万台（套）。农机购置补贴调动了农民购买农机的积极性，有效促进了农业机械化的发展进程。但农机补贴的到位时间对农机生产和销售企业的现金流造成一定影响，尤其是 2012 年开始，财政补贴资金由原先的省财政资金拨付转变为由县级财政向具有结算资格的企业支付，农机补贴回款出现一定延缓。

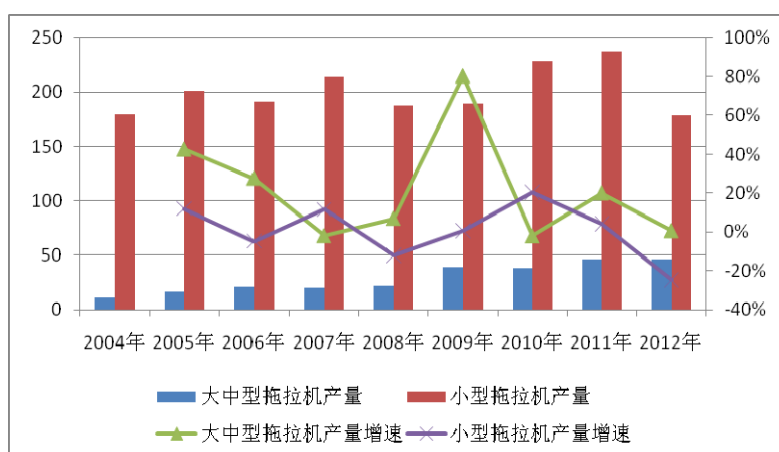
中央一号文件明确表明将继续扩大农机具购置补贴规模，推进农机以旧换新试点将有效释放购机需求。2013 年国家将继续加大农机补贴力度，2013 年中央财政安排第一批农机购置补贴资金 200 亿元，比 2012 年首批 130 亿元净增加了 70 亿元，补贴力度及范围进一步加大。但从 2013 年开始，国家实施“全价购机，直补到卡”的农机补贴政策，用户须付全款购机后，再由政府将补贴款返还，这在一定程度上增加了农民用户的资金压力，短期内对农机销售造成负面影响。

伴随国家农业扶持政策的落实、农民人均收入的增长以及农业生产方式的转变，我国农业机械行业呈现出快速健康发展的良好态势。农业机械总动力由 2003 年的 6.0 亿千瓦增加到 2011 年的 9.7 亿千瓦，年复合增长率 6.10%。但 2012 年以来，受国家农机购置补贴实施政策调整、企业生产经营成本上升等因素影响，农业机械行业呈现增速放缓态势。据中国农机工业协会统计数据显示，2012 年国内农机行业累计完成工业

总产值 3382 亿元，同比增长 19%，较上年下降 15 个百分点；机械总动力为 10.2 亿千瓦，同比增速仅 5.15%。

作为重要农机构成的拖拉机产量持续上升，从 2004 年的 190.81 万台增长至 2011 年的 283.55 万台，2012 年受外部经济因素和成本上升因素影响，产量同比下降 20.64%至 225.03 万台（如图表 6 所示）。拖拉机行业的变化伴随着较明显的产品结构调整，大中型拖拉机市场需求快速攀升，2004-2011 年产量年复合增长率为 22.10%，产销率基本维持在 100%；同期小型拖拉机产量的年复合增长率仅为 4.09%。2012 年，产品结构分化尤其明显，小型拖拉机产量同比减少 24.76%、大中型拖拉机微增 0.59%，原因在于：（1）国家的农机补贴政策侧重于大中型拖拉机，有效拉动大中型拖拉机市场需求，小轮拖的价格优势弱化；（2）随着农机作业土地面积的加大，深耕、深松和复式作业方式的推广，“跨区作业”“农机合作社”等多种模式的逐步普及，大中型拖拉机的性能优势更为突出。得益于农业机械技术水平的提高，行业产品结构优化，销售利润率总体不断提升。

图表 6. 我国 2004-2012 年拖拉机产量及增速变化 单位：万台



资料来源：Wind 资讯

未来，随着城市化进程的推进、农村人口结构的变化、我国农业机械化水平的不断提升，农机行业的需求在长期将保持稳定的增长。国务

院发布的《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》提出农机行业发展目标，到 2015 年主要农作物耕种收综合机械化水平达到 55%，到 2020 年达到 65%，并明确表示将加大政策扶持力度。而 2011 年工信部发布的《农机工业发展规划（2011-2015）》中对农机产业规模发展提出了明确的目标，即到 2015 年农机工业总产值达到 4000 亿元。

拖拉机行业集中度高，大型制造商凭借规模、资金和技术优势，受益于国家扶持政策和行业发展，竞争优势凸显，行业地位相对稳定。该公司在各类拖拉机市场均位居行业前列，尤其在大轮拖领域具有很强的竞争力。但市场参与者的增加，尤其是具有相对技术优势的国际农机制造商的进入对公司构成了一定竞争压力。

拖拉机制造对资金、质量、技术等都有一定要求，大型拖拉机企业凭借突出的规模、资金和技术优势，具备较强的竞争力，市场份额扩大。目前，国内拖拉机市场集中度高，前五大大、中轮拖制造商的市场占有率合计超过 70%，且在各马力段的位势相对稳定。2012 年，前五大市场参与者分别为一拖股份、福田雷沃、东风农机、迪尔宁波和马恒达盐拖，市场份额分别为 24.00%、23.22%、13.47%、7.72%和 6.00%。

从产品细分市场看（如图表 7 所示），我国大中型拖拉机处于成长期，集中度高，2012 年包括一拖股份、福田雷沃和东风农机在内的前三大供应商的市场份额超过 60%；小轮拖属于技术含量较低的产品，受行业产品结构调整影响，近年来小轮拖产值呈下滑趋势，行业集中度很高，前四大制造商的市场份额超过 95%。

图表 7. 我国各类轮拖 2011 年市场占有率情况

排名	大中型拖拉机		小轮拖	
	企业	市场份额	企业	市场份额
1	一拖股份	24.00%	山东时风	62.04%
2	福田雷沃	23.22%	五征农装	16.40%

3	东风农机	13.47%	福田雷沃	12.08%
4	迪尔宁波	7.72%	一拖股份	7.57%
5	其他	31.59%	其他	1.91%

资料来源：机械工业拖拉机行业统计学会

总体看，伴随我国近几年农业机械市场的强劲发展，大型农机制造企业的经营规模得到迅速扩张。该公司作为国内农机行业的龙头企业，在大、中、小各类轮拖市场均保持了前三的行业地位，市场占有率逐年扩大，尤其是在大中型拖拉机产品上，公司 2012 年的市场占有率为 24%，具有很强的竞争力。

但同时值得关注的是，农机行业的快速发展在给农机制造企业带来发展机遇的同时，也吸引了一批新进入者，市场参与者明显增加。尤其是技术优势明显的国际农机制造巨头(包括迪尔公司、凯斯纽荷兰公司、爱科公司等)纷纷采用合资或独资形式进入中国市场分享我国农机行业的增长，给现有市场参与者造成了一定的竞争压力。而行业内现有企业的产能扩张，也进一步加剧了竞争。

我国钢铁产能足以保障原材料供应，但其价格波动剧烈，对拖拉机制造企业的原材料成本控制造成一定影响。

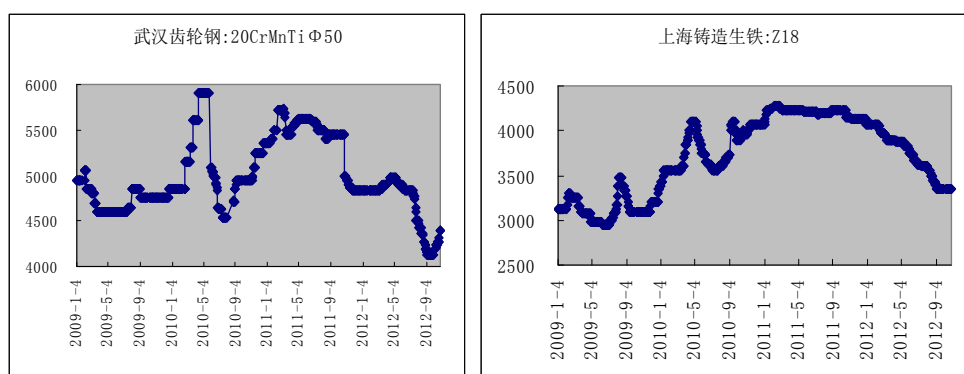
农机机械行业与上游钢铁、柴油机、其他原料和零部件行业具有较强的关联性，该公司柴油机以内部供应为主，生产成本主要受钢铁价格影响。

我国钢铁价格波动剧烈。2009 年上半年，在政府主导基础设施建设的拉动下，我国粗钢产量和前期金融危机时期相比有了回升，钢材价格开始逐步上升，并于 2011 年上半年达到近年高位。2011 年下半年，在全球经济增速放缓、国内房地产调控政策、货币紧缩政策的大环境下，钢材市场需求疲软，国内价格出现明显回落。未来，我国钢铁产能过剩现象严重，行业竞争非常激烈，钢材市场仍处于供大于求的局面，后期

价格上涨动力不足。该公司使用的钢铁产品主要为冷板、优钢和生铁，钢铁价格走势如图表 8 所示。

我国钢铁行业的产能足以保证下游农机企业的钢铁原材料供应，其产能过剩导致钢价上涨空间有限，有利于农机企业控制成本，但需关注钢材价格波动对存货价值和单位盈利能力的影响。

图表 8. 2009 年以来主要钢材价格走势 单位：元/吨



资料来源：Wind 资讯

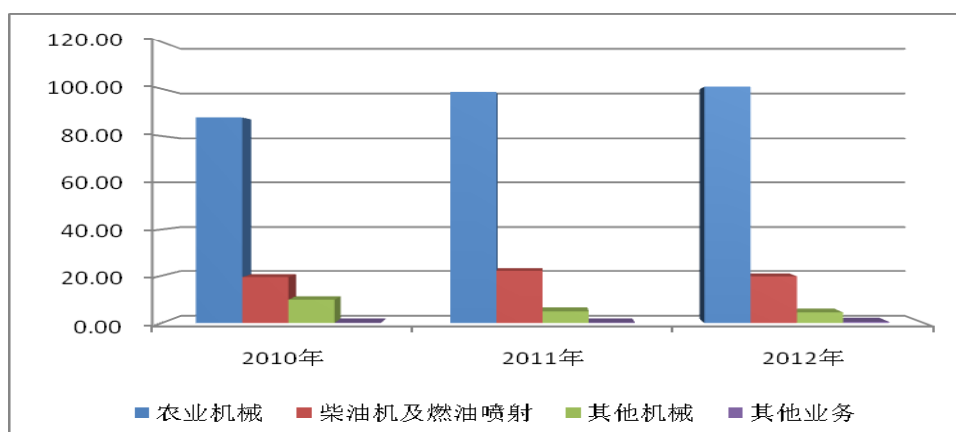
(二) 经营状况

该公司是国内最大的专业农用拖拉机和柴油机制造商，产品系列全，近年来依托良好的政策环境、畅通的供销渠道、合理的产品结构调整巩固了行业龙头地位，营业收入稳定增长，具有很强的竞争优势，但需关注农机补贴滞后和原材料价格波动对公司短期资金平衡的影响，以及宏观经济下行可能引起的公司收入增速的放缓。

该公司是我国最大的专业农用拖拉机和农用柴油机生产和销售企业，近年来伴随农机补贴政策对市场需求的推动，凭借稳固的市场领先地位，公司 2010-2012 年分别实现营业总收入 102.66 亿元、113.29 亿元和 113.18 亿元，其中农业机械是公司最主要的收入来源，占比逐年上升，从 2010 年的 86% 上升至 2012 年的 90%。

图表 9. 公司最近三年营业收入变化趋势

单位：亿元



注：根据一拖股份提供的数据绘制

该公司农用拖拉机产品覆盖大、中、小全系列轮式拖拉机和履带式拖拉机及零部件，2010-2012 年农用机械收入分别为 87.85 亿元、98.63 亿元和 100.92 亿元。在收入增长的同时，公司注重调整产品结构，大、中轮拖生产规模逐年扩大，成为公司主导产品，合计占公司农业机械营业收入的比重由 2010 年的 58.60% 升至 2012 年的 66.22% (如图表 10 所示)。柴油机是拖拉机的核心部件之一，公司农用柴油机运营主体主要为一拖（洛阳）柴油机有限公司，不仅满足自身生产农业机械的需求，还广泛对外销售，柴油机近三年市场占有率为 60% 左右。

图表 10. 公司 2010-2012 年农业机械主导产品收入和增速情况 单位：万元

产 品	2010 年		2011 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
大轮拖	419121.18	23.41%	469782.86	12.09%	458927.00	-2.31%
中轮拖	95677.30	58.51%	148516.45	55.23%	171678.00	15.60%
小轮拖	55772.47	-27.89%	67528.01	21.08%	45083.00	-33.24%
履拖	49055.42	-19.46%	41384.32	-15.64%	31148.00	-24.74%
其他	258866.35	9.81%	259082	0.08%	302407.00	16.72%
合计	878492.72	13.51%	986293.25	12.27%	1009243.00	2.33%

注：根据一拖股份提供的数据绘制

采购方面，该公司柴油机、曲轴、齿轮和总成等关键零部件基本由公司自制，外购的原材料和零部件主要为钢材（优钢、板材）、生铁、轮胎、钢圈、轴承、车桥、覆盖件、铸坯等，其中车桥、覆盖件、铸坯

现由一拖（洛阳）车桥有限公司、一拖（洛阳）福莱格车身有限公司和一拖（洛阳）铸造有限公司供应，至 2013 年 1 月已通过股权收购方式将其转变为合并范围内的自制；生产所需水、电、煤、汽等能源动力主要由一拖集团供应。公司最主要原材料为钢材、生铁和毛坯主要由公司采购中心集中采购，利用生产规模大、采购量多的规模优势，增强与供应商的议价能力，能够保证稳定的供应量和合理的价格，但钢铁价格波动对公司盈利仍存在一定影响。

生产方面，该公司实行以销定产、个性化定制的生产模式，由营销中心根据客户的需求信息反馈汇总订单，再由生产运行部形成生产计划并下达至生产单位。2009 年以来，履带式拖拉机和轮拖逐步被大、中轮拖替代，近三年均未扩产，产能利用率低；公司发展方向侧重于对中轮拖和大轮拖的扩产，柴油机为满足内部大、中轮拖的生产需求也相应扩产。市场需求的快速增长使得公司新增产能被充分利用，大、中轮拖和柴油机的产能利用率连续三年超过 100%。公司在生产安排上采取了相应措施以满足市场需求，一方面提前储备关键零部件，另一方面借用轮拖的部分设备，解决现有大、中轮拖产能瓶颈，在总装配上临时增加季节用工，由一个班生产调为两个班生产。

图表 11. 公司农业机械涉及的主导产品及其产销状况 单位：台

年度	产品类别	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2010 年	履带式拖拉机	3500	2879	2731	82.26%	94.86%
	小轮拖	55000	38755	38771	70.46%	100.04%
	中轮拖	18000	27679	25165	153.77%	90.92%
	大轮拖	40000	46366	43927	115.92%	94.74%
	柴油机	130000	147396	144777	113.38%	98.22%
2011 年	履带式拖拉机	3500	2113	2325	60.37%	110.03%
	小轮拖	55000	45671	45678	83.04%	100.02%
	中轮拖	25000	35211	34880	140.84%	99.06%

	大轮拖	40000	43082	47633	107.71%	110.56%
	柴油机	130000	164919	168896	126.86%	102.41%
2012 年	履带式拖拉机	3500	1512	1511	43.20%	99.93%
	小轮拖	55000	26940	26940	48.98%	100.00%
	中轮拖	28000	41513	41728	148.26%	100.52%
	大轮拖	40000	42985	42331	107.46%	98.48%
	柴油机	130000	169825	164669	130.63%	96.96%

资料来源：一拖股份

成本构成方面，该公司近三年成本结构基本稳定，主要生产成本来自于原材料和外购件，占营业成本的 76%左右，加上轮胎总成、驾驶室、车桥和其他电子元器件等，在营业成本中的比重超过 90%，而能源、人工成本比重较小。

销售模式方面，该公司拖拉机产品以经销商代理销售为主，截至 2012 年末，公司拥有 1064 家签约经销商，销售网络覆盖全国。公司对经销商在技术培训、资金等方面提供支持，并定期对经销商进行考核，协助经销商提供服务，以巩固公司的市场地位。公司的 80%柴油机采取直销模式，直接为下游厂商配套，其余部分通过经销商代理销售。同时，为加强经销商的积极性，公司制定了多种销售奖励政策，包括累计销量奖励、专营奖励、评价奖励、现款优惠、承兑优惠、信用销售优惠等。公司部分大、中轮拖对外出口，出口区域集中于非洲、欧洲和亚洲等地区的发展中国家，出口收入较小，2010-2012 年分别仅为 4.07 亿元、7.45 亿元和 7.22 亿元，占主营业务收入的比重不足 7%。

销售价格方面，该公司产品平均售价呈现上涨趋势（如图表 12 所示），主要是由于主要产品类别中，功率相对较大的产品销售比例上升和高技术含量的新产品不断推出拉高了平均售价。

图表 12. 公司主要产品销售价格波动情况

单位：万元/台

产品类型	2010 年	2011 年	2012 年
------	--------	--------	--------

大马力轮拖	7.40	8.15	8.25
中马力轮拖	3.32	3.76	3.82
小轮拖	0.90	1.18	1.26
履带拖拉机	11.24	11.80	12.00
柴油机（拖拉机型）	1.26	1.22	1.26

资料来源：一拖股份

销售政策方面，该公司主要由长兴农业和长宏工贸负责销售和货款结算，对经销商的赊销期一般为 3 个月，如发生政府农机购置补贴款结算滞后情形，公司将根据当地政府农补资金的到位时间适当延长应收账款的回收期限。2011 年以来，由于货币政策收紧以及政府农机补贴结算滞后，公司应收账款规模较大，回款能力有所减弱，对经营现金流造成一定影响。

为加强经销商信用管理，强化货款回笼，该公司于 2009 年开始与银行、经销商开展贸易融资合作，获得银行授信，专项应用于公司推荐的经销商在购买公司产品时向合作银行申请开立银行承兑汇票（期限为半年）并支付给公司，公司承担票据承兑无限连带责任。贸易融资的开展有利于加强资金回笼，并以经销商在银行和公司的信用对经销商进行约束。从贸易融资实施以来，尚无经销商违约情形发生。

技术方面，该公司的下属子公司拖研所是国内研发能力较强的专业研究机构，自主开发和研制了拥有自主知识产权的“东方红”系列大功率轮式拖拉机、节能环保型系列柴油机等重点新产品。公司 2010-2012 年投入的研发费用分别为 3.27 亿元、3.52 亿元和 3.84 亿元，占营业收入的比重维持在 3%以上。总体看，公司技术在国内同行中居于领先水平，但相比国际技术水平仍存在一定差距。

质量控制方面，该公司致力于建立和不断完善质量管理体系以保持和提高运行效率，设有质量部和质量监测检测站，通过建立以用户最关注的整机可靠性 MTBF(平均故障间隔时间)、用户质量满意度、用户服

务满意度为市场质量指标，以体系运行质量得分率、零部件关键项次合格率、一次交检合格率、下工序单位质量满意度为过程质量指标的质量目标体系，减少质量风险。同时，在售后服务方面，公司对产品实行“三包”（即包退、包换、包修），采取与经销商和当地农机维修站点合作方式，在全国建立 1671 个服务网点（截至 2012 年末数据），并设有质量投诉热线，以解决质量问题纠纷。

享受农机补贴方面，得益于国家农机补贴力度的加大和偏重于大、中型农机补贴的政策倾斜，该公司农机产品对应的补贴金额逐渐增加，2010-2012 年分别为 15.67 亿元、18.05 亿元和 17.20 亿元，分别占农机收入的 17.84%、18.30%和 17.67%。农业机械购置补贴资金存在多个结算环节（国家、省、市、县多层双向），结算周期较长（约 5-10 个月），考虑到农机补贴额度的审批及逐级拨付的流程，农机补贴的结算主要集中于下半年，尤其是第四季度。而受“春耕秋收”影响，农机销售主要集中于上半年，造成销售和回款存在明显的季节性和滞后性。

（三）发展战略

该公司将通过加大产品研发投入和技术改造投入，提高工艺水平，使主导产品技术和质量接近国际先进水平，提高市场份额和盈利能力，计划到 2015 年农业机械销量达到 20 万台、动力机械销量达到 30 万台。

为实现上述目标，该公司针对不同产品制定了相应的发展规划。农业机械方面，公司以拖拉机为发展重点，完善农机装备产业链，为客户提供成套解决方案，尤其在大、中轮拖方面，公司将通过技术升级实现高端重型轮拖产品的产业化，进一步巩固国内第一的市场占有率。对于以柴油机为主的动力机械，充分发挥公司动力机械业务板块的综合实力，在满足自身农业机械配套需求的同时，积极拓展新的业务配套领域，并积极开展国际合作，加快重型柴油机项目和轻型柴油机生产基地的建

设。

技术是保证发展战略实现的基础。该公司将保持与国外公司的合作，研制具有国际主流技术水平的大型拖拉机，通过对高端拖拉机制造技术的突破，进一步提高农机装备高端产品的自主创新能力和机电液一体化技术的融合水平，实现公司产品的升级换代和拖拉机制造技术由低端向高端的跨越。

在巩固国内龙头地位的同时，该公司未来还将积极推进“走出去”战略，通过新疆和黑龙江现代农业装备基地项目，辐射中亚市场与蒙古、俄罗斯市场；通过海外组装厂建设，形成以组装厂为中心的辐射周边地区国家的网络布局，建立具有较强应变能力，集组装生产、销售、服务、维修、信息、研发为一体化的海外基地。

四、财务分析

该公司债务以流动负债为主，刚性债务因营运规模和项目投资扩大而上升，但公司具备较强的资本市场融资能力，自有资本实力增强，负债经营程度维持在较低水平。公司受益于支农惠农政策以及自身产能的扩大和产品结构调整，营业收入保持在较大规模，毛利空间较为稳定，加上投资收益和营业外收支的补充，总体经营效益较好。公司年度现金流保持了较好状态，但机械和零部件购销主营业务现金流的季节性特征以及金融业务现金流的变动对现金流的稳定性构成一定影响，不过依托较好的资产质量、较充裕的货币资金存量 and 经营效益，公司仍保有较强的偿债能力。

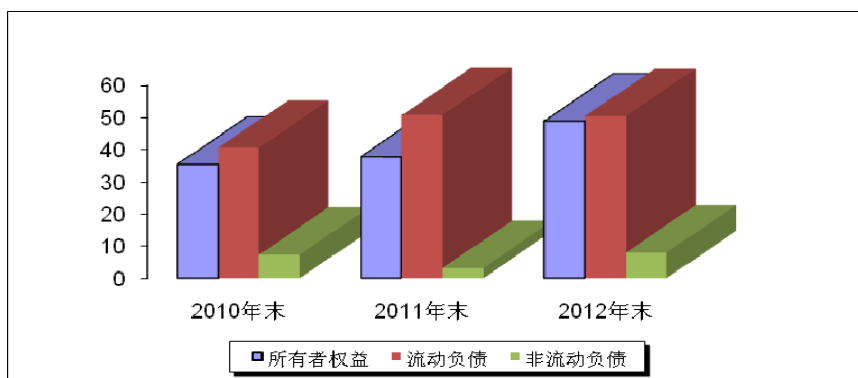
（一）债务分析

1. 债务结构

为完善产业链和进一步实现规模效应，该公司近三年安排了较大金

额固定资产投资和股权、土地、专利等资产收购支出，而营运资金缺口也有所扩大，造成银行借款和应付采购款的上升，推动负债规模由 2010 年末的 47.98 亿元增至 2012 年末的 58.40 亿元，但公司 2012 年 A 股上市增强了公司自有资本实力，总体财务杠杆较低，当年末资产负债率下降至 54.42%，具有一定债务融资空间。

图表 13. 公司 2010 年以来资金来源结构及变化趋势 单位：亿元



注：根据一拖股份提供的数据绘制

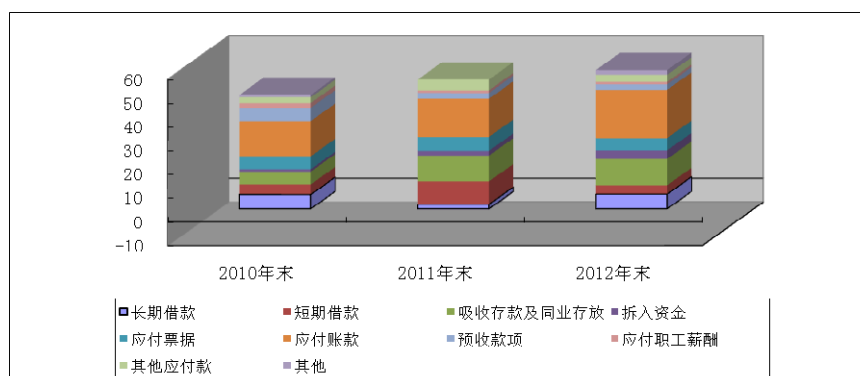
从负债结构看，该公司刚性债务²比重尚可，2010-2012 年维持在 30-35%，但刚性债务期限结构变动较大，2010-2011 年短期刚性债务增幅较为明显，占负债总额的比重分别为 22.31%和 32.53%；2012 年公司新增长期借款 4.32 亿元，而短期刚性债务同比减少 24.23%，其在负债中的比重降至 22.76%，即期偿债压力有所减轻。公司短期刚性债务除短期借款和应付银行承兑汇票外，还包括下属子公司一拖财务从其他银行拆入的资金，2010-2012 年末余额分别为 1 亿元、2 亿元和 3.60 亿元。

除短期刚性债务外，该公司负债还主要分布于应付账款、吸收存款及同业存放、其他应付款和预收款项等，2012 年末分别占负债总额的 34.76%、19.01%、5.22%和 3.85%。公司应付账款形成于原材料和零部件采购，随经营规模扩大而稳步增长，2010-2012 年末分别为 14.82 亿元、16.08 亿元和 20.30 亿元；吸收存款及同业存放为一拖集团及所属子

² 刚性债务=短期借款+一年内到期的长期借款+拆入资金+长期借款+应付票据。由于公司“吸收存款及同业存放”科目的债权方均为关联方，支付弹性相对于银行借款和银行承兑汇票而言较大，因此未纳入刚性债务统计口径。

公司在一拖财务的存款，近年来电子承兑汇票等业务的开展提升了金融服务能力，其余额由 2010 年末的 5.40 亿元增至 2012 年末的 11.10 亿元；其他应付款主要为尚未支付给一拖集团的土地、房产、商标和关联交易款项等，2010-2012 年末分别为 2.44 亿元、4.55 亿元和 3.05 亿元，因土地使用权购置款在 2012 年支付完毕而有所减少；预收款项主要为经销商及客户为购买公司产品提前支付的货款，2010-2012 年末分别为 5.63 亿元、2.43 亿元和 2.25 亿元，呈现下降趋势主要源于 2011 年以来原材料价格走低，经销商出于价格预期考虑而延后订货所致。

图表 14. 公司 2010-2012 年末负债结构及变化趋势 单位：亿元



注：根据一拖股份提供的数据绘制

总体看，该公司负债偏重于流动负债（2012 年末占比约 86.35%），但总体负债经营程度较低，短期刚性债务的减少降低了即期偿债压力，财务风险仍处于可控范围。

2. 公司借款情况

该公司 2010-2012 年末银行借款分别为 10.26 亿元、11.55 亿元和 10.69 亿元。公司借款方式以信用借款为主，2012 年末信用借款占比 92.93%，其余为保证借款。公司借款期限结构有所调整，2010-2012 年末分别为 4.26 亿元、9.65 亿元和 3.73 亿元，其中 2011 年末较快增长主要是为了缓解农机补贴资金结算滞后对采购资金支付的压力；长期借款（含一年内到期长期借款）2010-2012 年末分别为 6.00 亿元、1.90 亿元和 6.96 亿元，其中 2010 年末的增量借款来自关联方国机集团财务有限

公司的委托贷款，主要用于大轮拖生产线项目建设；2012 年增量主要用于长期技术改造项目和大功率项目。

3. 或有负债

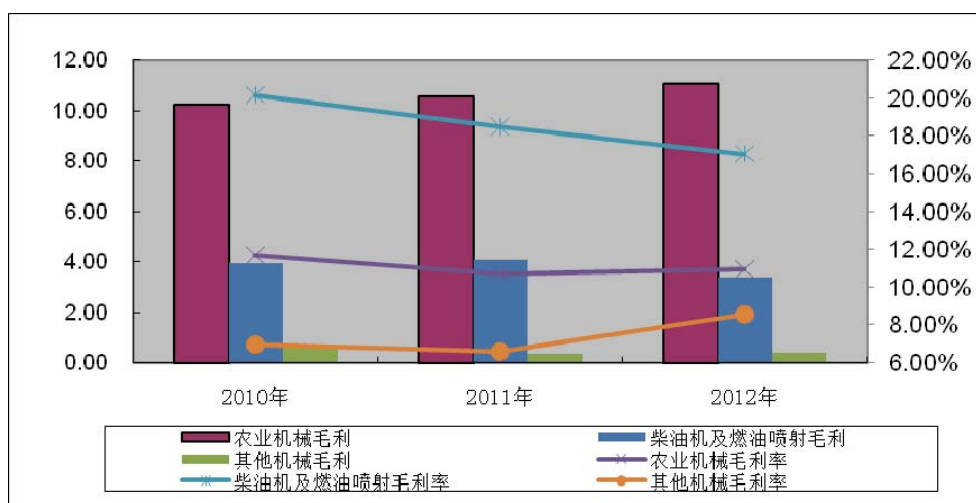
截至 2012 年末，该公司与交通银行、光大银行、建设银行、一拖财务、齐鲁银行和上海交银金融租赁有限公司签署贸易融资协议，开展融资合作。根据贸易融资协议，五家金融机构同意公司合计提供贸易融资额 138410 万元，专项用于公司或其授权企业推荐的经销商向五家金融机构申请开立银行承兑汇票，并以此向公司或其授权企业购买公司的农业机械和工程机械等产品，公司或授权企业以承诺函或协议方式提供担保。2012 年末，公司实际承担的担保贸易融资额为 75150 万元。此外，公司还为关联方的银行承兑汇票和银行借款提供担保，2012 年末担保余额为 600 万元。

总体看，该公司对外担保规模较小，且被担保方均为关联方或与公司有长期合作关系的经销商，或有风险可控。

（二）盈利性分析

2010-2012 年，该公司来自农业机械、柴油机、燃油喷射机及其他机械业务的销售收入占营业总收入的 99%以上，其中农业机械为公司核心收入来源，近三年来得益于良好的外部市场环境以及自身产能的扩大，公司 2010-2012 年营业收入分别为 93.19 亿元、112.63 亿元和 112.26 亿元，2012 年受制于宏观经济下行以及农机补贴滞后的影响，收入与上年基本持平，短期内仍将出现收入增速放缓或小幅下降态势。但长期看，国家惠农支农政策将持续，农业机械化程度将继续提高，大、中轮拖销售仍具有较为广阔的市场空间。

图表 15. 公司 2010-2012 年营业毛利及毛利率趋势 单位：亿元



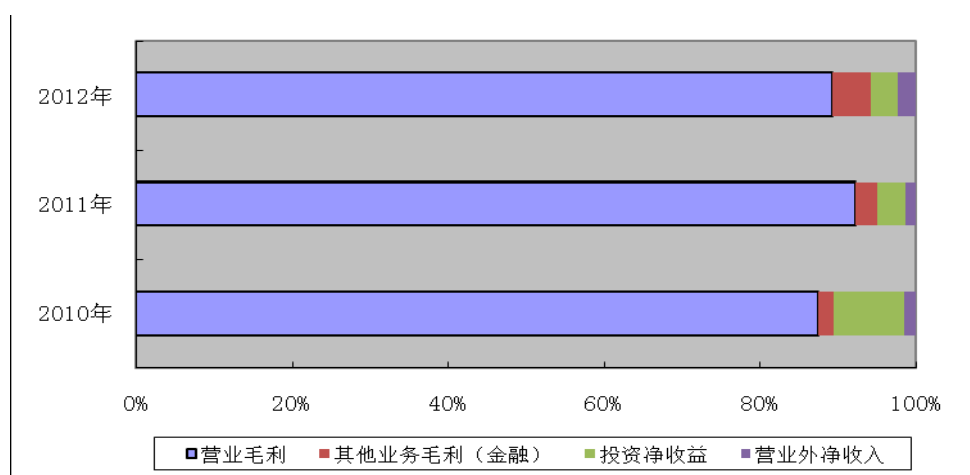
注：根据一拖股份提供的数据绘制

该公司近三年保持了较为稳定的毛利率水平，2010-2012 年分别为 14.62%、13.38%和 13.14%，2011 年下降原因在于原材料价格上涨、产品结构变化等因素影响；2012 年由于农机行业销售整体回调，为其配套的动力机械产品销量和价格相应下滑，柴油机及燃油喷射毛利率同比下降 1.45 个百分点，拉低了整体毛利水平。经营规模的扩大有效消化了毛利率的小幅调整，公司营业毛利总体稳定，2010-2012 年分别为 14.94 亿元、15.07 亿元和 14.75 亿元。未来，公司将积极通过产品结构调整、降低单位生产成本提升毛利空间。

根据产品效益分析，该公司农业机械经营效益较好，根据未抵消合并范围交易前数据显示，2010-2012 年，农业机械营业利润分别为 2.88 亿元、2.67 亿元和 2.84 亿元；柴油机及燃油喷射营业利润波动较大，2010-2012 年分别为 1.83 亿元、2.32 亿元和 1.05 亿元，其中 2012 年大幅回落主要源于市场需求减少；因煤炭行业持续低迷，内蒙古、山西和山西等主要煤炭产区的煤矿开工不足等原因，公司矿用卡车和叉车等销量和价格下降，其他机械业务的营业利润下滑快，甚至出现亏损，2010-2012 年分别为 0.28 亿元、-0.03 亿元和-0.18 亿元；金融服务营业利润小幅上升，分别为 0.34 亿元、0.54 亿元和 0.61 亿元。

农业机械和柴油机是该公司主要利润来源，投资收益和营业外净收入构成公司利润的有效补充。2010-2012 年，公司分别实现投资收益 1.55 亿元、0.59 亿元和 0.57 亿元，其中 2010-2011 年主要来自可供出售金融资产处置收益；2012 年主要来自于成本法核算的长期股权投资收益和股权转让收益。公司营业外收入主要来自政府补贴，每年保持在 2000 万元以上，2010-2012 年累计获得营业外收入 10295.55 万元，但由于资产处置和债务重组损失等原因发生一定营业外支出，公司三年获得营业外净收入 8384.55 万元。

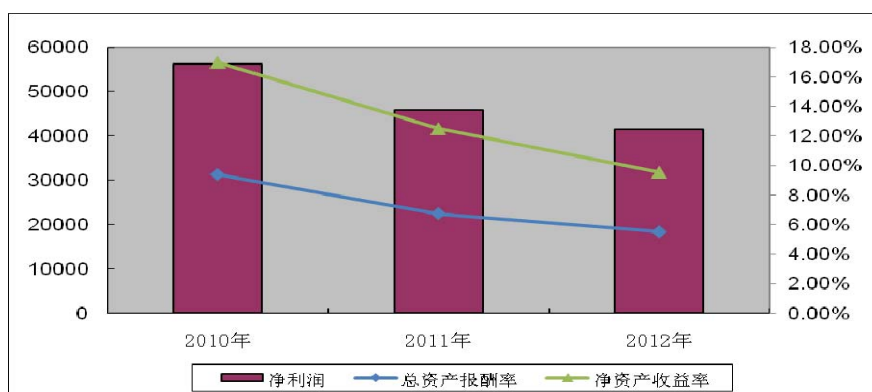
图表 16. 公司 2010-2012 年盈利结构



注：根据一拖股份提供的数据绘制

总体看，该公司净利润因非农业机械业务毛利减少以及投资净收益的减少而出现小幅下降，而资产规模由于增资扩产后固定资产和存货增加而保持增长，导致公司资产获利能力下降，但总体仍处于良好水平。

图表 17. 公司 2010-2012 年资产收益情况 单位：万元



注：根据一拖股份提供的数据绘制

(三) 现金流分析

该公司经营性现金流可分为机械及零部件主营业务现金流、金融业务现金流和其他经营性现金流三个部分，分别具有不同的变化特征，共同决定了经营性现金流的波动，但总体看机械和零部件购销主营业务现金流状况良好，弥补了其他经营性现金流缺口，平滑了金融业务现金流波动的影响（如图表 18 所示），使得公司经营性现金流量近三年保持相对稳定的净流入状态，2010-2012 年分别为 5.43 亿元、4.64 亿元和 5.55 亿元。

图表 18. 公司 2010-2012 年经营性现金流量结构 单位：亿元

	2010 年度	2011 年度	2012 年度
销售商品、提供劳务收到的现金	116.55	118.89	121.04
收到的税费返还	0.49	0.71	0.46
购买商品、接受劳务支付的现金	99.46	102.26	95.76
支付给职工以及为职工支付的现金	6.59	7.61	9.67
支付的各项税费	2.51	2.34	2.67
机械和零部件购销主业现金流小计	8.48	7.37	13.40
客户存款和同业存放款项净增加额	7.92	5.49	0.75
向其他金融机构拆入资金净增加额	1.34	3.51	0.00
收取利息、手续费及佣金的现金	0.43	0.66	0.92
客户贷款及垫款净增加额	-0.77	4.28	2.09
存放中央银行和同业款项净增加额	5.37	0.21	0.01
支付利息、手续费及佣金的现金	0.12	0.20	0.11
金融业务现金流小计	4.98	4.96	1.06

收到其他与经营活动有关的现金	0.87	0.93	0.88
支付其他与经营活动有关的现金	8.90	8.62	9.79
其他经营现金流小计	-8.02	-7.70	-8.91
经营活动产生的现金流量净额	5.43	4.64	5.55

注：根据一拖股份提供的数据绘制

机械和零部件购销主营业务现金流方面，农机产品对应的补贴金额约占该公司农机业务销售回款的 15%，其资金到位和农机销售之间存在较长的时间差，造成公司机械和零部件购销主营业务现金流具有明显的季节性波动特征。通常，上半年为公司备货及补贴销售高峰期间，机械和零部件购销主营业务现金流呈净流出状态；四季度补贴资金逐步结清，销售回款好转，经营性现金流呈净流入状态，并可基本覆盖上半年的净流出，使得公司全年机械和零部件购销主营业务现金流状况较好。2010-2012 年公司营业收入现金率分别为 114.03%、105.56%和 107.82%；机械和零部件购销主营业务现金流分别为 8.48 亿元、7.37 亿元和 13.40 亿元，其中 2012 年净流入量较上年大幅增长原因在于公司延迟付款期限，采购现金支出减少。

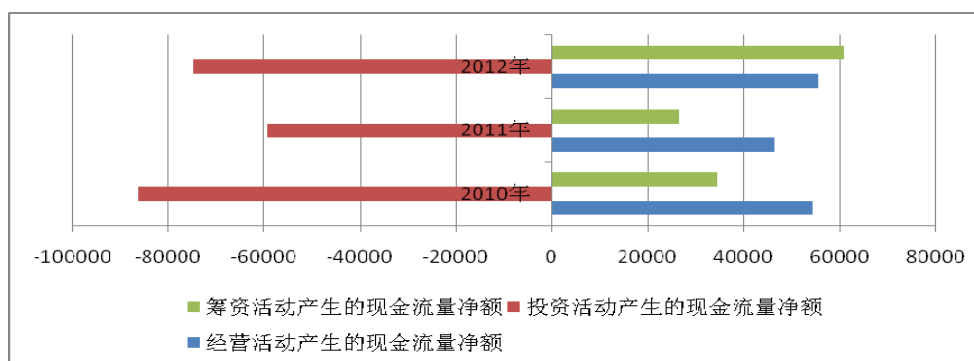
该公司金融业务现金流具有很大的波动性，2010-2012 年合计净流入 11 亿元。

2010-2012 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-8.64 亿元、-5.93 亿元和-7.47 亿元，其中 2010 年为提升大轮拖产能及其配套能力而增加了较多资本性支出，现金流出较多；2011 年为支付大功率农用柴油机项目、新疆农装建设项目、拖研所二期建设项目以及收购一拖国贸、叉车公司等企业股权而产生大额投资性活动现金流出；2012 年因购置土地和商标、建设大功率农用柴油机项目、工业园大轮拖项目和 10 万台新型柴油机项目和收购子公司股权而产生大额净流出。短期内，公司仍有一定规模在建项目，预计投资环节现金流仍将处于净流出状态。

该公司经营性现金流的季节性缺口和资本性支出缺口较大，主要通

过外部融资予以弥补，造成了筹资活动现金的净流入。2010-2012 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 3.43 亿元、2.64 亿元和 6.08 亿元，2012 年增加的主要原因是由于 A 股上市募集资金的到位。

图表 19. 公司 2010-2012 年现金流量总体状况



注：根据一拖股份提供的数据绘制

近三年，该公司总体经营效益较好，使得息税折旧摊销前利润（即 EBITDA）保持在较大规模，2010-2012 年分别为 8.04 亿元、7.36 亿元和 7.41 亿元。公司 EBITDA 来源以利润总额为主（比重超过 65%），鉴于公司持续的经营能力和突出的行业地位，预计 EBITDA 对债务的较强保障能够在中短期内维持。

图表 20. 公司 2010-2012 年现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2010 年	2011 年	2012 年
EBITDA/利息支出(倍)	25.33	11.76	8.81
EBITDA/刚性债务(倍)	0.67	0.41	0.38
经营性现金流净额(亿元)	5.43	4.64	5.55
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	15.78	10.15	10.97
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	13.99	9.10	9.88

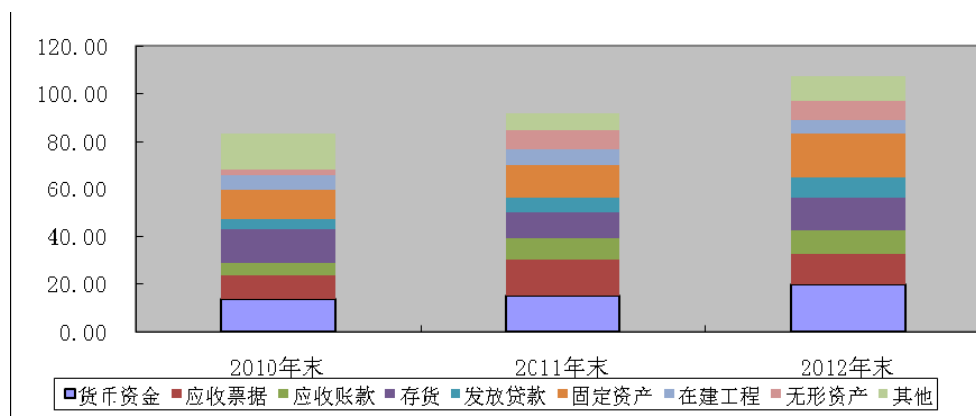
注：根据一拖股份提供的数据整理、计算

（四）资产质量分析

该公司资产总额呈现递增趋势，资产结构发生一定调整。2010-2012 年末，资产总额分别为 83.42 亿元、91.68 亿元和 107.32 亿元，增量主

要来自货币资金、发放贷款、无形资产和固定资产，其在资产中的比重在 2012 年末分别提升至 18.25%、8.11%、7.91%和 17.49%。公司存货、在建工程和应收款项(包括应收账款和应收票据)规模稳定在高位，2012 年末分别占资产总额的 12.71%、5.01%和 21.14%。

图表 21. 公司 2010 年以来资产构成及变化趋势 单位：亿元



注：根据一拖股份提供的数据整理、计算

该公司资产以流动资产为主，2010-2012 年末分别占资产总额的 64.30%、58.16%和 58.32%，但负债基本集中于流动负债，造成公司流动比率与机械行业相比较低，2010-2012 年末分别为 132.08%、105.03%和 124.11%。子公司一拖财务将吸收存款部分用于发放贷款及垫款是公司流动比率较低的原因之一，在剔除一拖财务的影响后³，公司流动比率分别为 151%、141%和 175%。

从流动资产构成看，该公司流动资产主要分布在货币资金、应收票据、应收账款和存货等方面，其中应收票据和应收账款随销售规模变化，2010-2012 年末合计金额分别为 15.56 亿元、23.91 亿元和 22.69 亿元。存货规模保持在较大规模，2010-2012 年末分别为 13.77 亿元、11.11 亿元和 13.64 亿元，其中 2010 年较高主要是由于公司储备了部分价格上升趋势明显的原材料，并为预计的农机销售旺季提前储备存货所致，而

³ 剔除方法为：剔除合并报表中各期末的“吸收存款及同业存放”、“拆入资金”、“卖出回购金融资产款”和“拆出资金”。

2011 年的下降则是由于相反的原因所致，2012 年的上升源于库存商品的增多。不过基于以销定产的经营模式，公司存货变现能力较强。总体看，公司应收款项和存货规模较为合理，资产周转效率较高，应收账款和存货周转速度分别稳定在 12 次和 7 次的良好水平。

该公司非流动资产 2010-2012 年末分别为 29.78 亿元、38.36 亿元和 44.73 亿元，增量主要来自固定资产、发放贷款及垫款和无形资产，三者和在建工程成为公司主要非流动资产构成。公司近三年持续有新项目投入，并陆续投入运营，推动固定资产净额由 2010 年末的 11.77 亿元增至 2012 年末的 18.77 亿元，其中 60%左右为机器设备、40%左右为房屋建筑物。公司无形资产增长较为明显，2010-2012 年末分别为 2.15 亿元、7.67 亿元和 8.49 亿元，主要是由于购置土地使用权和商标等无形资产所致，尤其是 2011 年向一拖集团根据评估价购置的土地和商标资产较多。发放贷款及垫款余额形成于一拖财务的金融业务，2010-2012 年末分别为 4.47 亿元、6.11 亿元和 8.70 亿元，2009 年末发生的 177 万元逾期贷款，在债务方被吸收合并后由收购方代为全部归还，至 2012 年末已无逾期贷款。

该公司货币资金存量一直较为充裕，2010-2012 年末扣除受限货币资金后的可动用货币资金余额分别为 12.09 亿元、13.38 亿元和 17.91 亿元，现金比率接近或超过 60%，能够对公司短期刚性债务提供较强的即期保障。另外，为提高资金使用效率，公司 2012 年末持有 2.20 亿元信托理财产品、0.76 亿元交易性债券投资和 0.11 亿元交易性权益工具投资，累计拥有交易性金融资产 3.07 亿元，期限均在 2 年以内，具有一定变现能力。

五、外部支持

该公司同时为 H 股和 A 股上市公司，具有较强的直接融资能力。

2012 年 8 月，公司以 A 股募集资金支持拟投资的大功率农用柴油机项目、新疆农装建设项目、新型轮式拖拉机核心能力提升项目和燃油喷射系统产品升级扩能改造项目，缓解了资金压力。

该公司为大型央企控股上市公司，具有较雄厚的股东背景，与银行等金融机构建立了良好的合作关系。截至 2012 年末，公司共拥有银行授信 48.30 亿元，尚有 38.05 亿元未使用。

六、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 政策扶持力度大

近年来政府连续颁布支农惠农政策，对农业机械行业扶持力度不断加强，且农机购置补贴倾向于大中型机械企业。凭借领先的市场地位和规模优势，该公司最大程度受益于国家扶持政策，2010-2012 年农机产品对应的补贴金额分别为 15.67 亿元、18.05 亿元和 17.20 亿元，占营业收入的比重上升至 15%以上。

(2) 突出的行业地位

该公司是我国目前最大、技术水平最高的专业农用拖拉机、农用柴油机生产和销售企业，2010-2012 年代表拖拉机先进技术的大功率轮式拖拉机产量分别为 4.39 万台、4.76 万台和 4.23 万台，市场份额分别为 34.83%、35.60%和 33.39%；农用柴油机在 55 马力以上拖拉机和自走式收割机配套领域在国内排名领先，市场份额超过 60%，具有突出的市场地位。

(3) 国内领先的技术研发实力

该公司拥有国内最完整的 17-380 马力拖拉机产品系列，是国内少数能够自主大批量生产 100 马力以上大轮拖的企业，有效替代了部分进口产品。2009 年公司首台 380 马力大功率拖拉机和 2010 年公司开发的

“东方红”动力换挡重型拖拉机代表了国内拖拉机领域的最新技术水平。公司下属的洛阳西苑车辆与动力检验所有限公司是国家授权的拖拉机强制认证机构。领先的技术水平加速了公司新产品的推出和质量的提升，进一步巩固了公司行业地位。

(4) 完整的制造体系

该公司已形成了从毛坯生产、零部件加工到整机装配试验的国内农机行业最齐全的制造链，包括锻件、齿轮、柴油机、燃油喷射部件、传动系等关键零部件都封闭在公司内部生产，使公司能够对产品质量、性能进行全过程的有效控制，提升产品的性价比和竞争力。

(5) 畅通的配套和销售网络

该公司拥有较完善的销售服务网络和较强的市场资源配置能力，与零部件供应商和原料供应商建立了长期合作关系，对产品质量和成本控制具有较强的支撑作用。针对农机使用者分布在广大农村的特点，公司经销网络和服务体系基本覆盖全国，截至 2012 年末拥有农机和柴油机经销商 1064 家、销售服务终端 1671 家。

2. 主要风险

(1) 农机补贴风险

我国农机购置补贴是基于我国目前较低的农业机械化水平并参考发达国家农机推广经验制定的一项长期的支农惠农政策。该公司 15% 以上农机产品收入来自农机补贴。若国家在未来五年内取消目前现行的财政补贴政策或大幅度缩小补贴规模，将导致公司销量和价格的下降，对公司收入和利润造成不利影响。

(2) 现金流波动风险

该公司因农机购销结算时点差异而具有上半年经营性现金流大额净流出和四季度大额净流入的季节性特征，需要通过短期借款弥补期间

营运资金缺口。同时，金融业务资金的流入和流出进一步加剧了经营环节现金流波动。

(3) 竞争风险

福田雷沃、约翰迪尔和东风农机等国内领先者分别凭借灵活的市场营销手段、先进的技术水平和具竞争力的市场价格在部分细分市场对该公司形成一定竞争压力。同时，公司与迪尔公司、凯斯纽荷兰公司、爱科公司等国际农机巨头相比，在技术和规模等方面仍具有一定差距，国际农机巨头通过合资或新设方式进入我国市场，将进一步加剧竞争风险。

七、募集资金分析

(一) 募集资金投向

随着该公司经营规模的扩大，采购环节资金需求增加，且 2012 年以来农机补贴款的滞后一定程度上扩大了营运资金缺口。公司拟将本期募集资金全部用于补充营运资金。

(二) 募集资金使用风险

由于本期债券的存续期较长，如果在存续期内国内宏观经济环境及农机补贴政策、农民购买能力和意愿、市场竞争格局以及资本市场状况等不可控因素发生变化，将可能导致该公司不能从预期的还款来源中获得足够的资金，从而可能会影响本期债券本息到期偿付。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 公司主营业务突出，经营效益良好

该公司拖拉机和柴油机业务突出，市场地位巩固，营业收入稳步增

长 2010-2012 年主营业务收入分别为 102.21 亿元、112.63 亿元和 112.26 亿元，实现净利润 5.62 亿元、4.58 亿元和 4.14 亿元。随着产品结构的调整以及大轮拖新生产的未来投产，预计公司主营业务收入和利润能够维持在较大规模。

（二）公司负债经营水平较低，后续融资空间较大

近年来，该公司经营积累不断增加，并通过 H 股增发和 A 股上市进一步增强了自有资本实力，公司资产负债率维持在较低水平，2012 年末为 54.42%。同时，作为大型国有企业，公司与银行建立了良好的合作关系，后续具有较大的融资空间。

（三）公司资产质量较好，货币资金较充裕

该公司资产质量较好，核心资产保持了较好的周转效率，且账面货币资金存量较为充裕，2010-2012 年末扣除受限货币资金后的可动用货币资金余额分别为 12.09 亿元、13.38 亿元和 17.91 亿元，现金比率接近或超过 60%，能够对公司到期债务提供较强的即期保障。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额 [亿元]	83.42	91.68	107.32
货币资金 [亿元]	13.63	15.12	19.58
刚性债务[亿元]	16.70	19.41	19.47
所有者权益 [亿元]	35.44	37.76	48.92
营业收入[亿元]	102.21	112.63	112.26
净利润 [亿元]	5.62	4.58	4.14
EBITDA[亿元]	8.04	7.36	7.41
经营性现金净流量[亿元]	5.43	4.64	5.55
投资性现金净流量[亿元]	-8.64	-5.93	-7.47
资产负债率[%]	57.51	58.82	54.42
长期资本固定化比率[%]	69.56	93.76	78.62
权益资本与刚性债务比率[%]	212.19	194.57	251.27
流动比率[%]	132.08	105.03	124.11
速动比率 [%]	89.08	81.03	93.76
现金比率[%]	63.01	61.30	70.53
利息保障倍数[倍]	21.24	9.44	6.52
有形净值债务率[%]	144.30	179.40	144.75
营运资金与非流动负债比率[%]	176.89	80.93	152.59
担保比率[%]	2.33	10.80	15.48
应收账款周转速度[次]	17.91	15.66	12.27
存货周转速度[次]	7.16	7.84	7.88
固定资产周转速度[次]	8.97	8.85	6.92
总资产周转速度[次]	1.42	1.29	1.13
毛利率[%]	14.62	13.38	13.14
营业利润率[%]	6.08	4.58	3.98
总资产报酬率[%]	9.37	6.74	5.51
净资产收益率[%]	16.98	12.50	9.56
净资产收益率*[%]	18.10	12.69	9.08
营业收入现金率[%]	114.03	105.56	107.82
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	15.78	10.15	10.97
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	13.99	9.10	9.88
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-9.31	-2.84	-3.80
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-8.26	-2.54	-3.42
EBITDA/利息支出[倍]	25.33	11.76	8.81
EBITDA/刚性债务[倍]	0.67	0.41	0.38

注：表中数据依据一拖股份经审计的 2010-2012 年财务报表整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末非流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投 机 级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注一拖股份外部经营环境的变化、影响一拖股份经营或财务状况的重大事件、一拖股份履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映一拖股份的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对一拖股份的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每1年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，一拖股份应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与一拖股份有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用等级。不定期跟踪评级报告在本评级机构向一拖股份发出“重大事项跟踪评级告知书”后10个工作日内提出。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向一拖股份发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向一拖股份发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

新世纪评级在一拖股份年度报告公告后一个月内将跟踪评级结果与跟踪评级报告报送一拖股份和有关监管部门，并由一拖股份在上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）公告。新世纪评级同时在其网站（www.shxsj.com）进行公布。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2013年4月15日

产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

新世纪评级在一拖股份年度报告公告后一个月内将跟踪评级结果与跟踪评级报告报送一拖股份和有关监管部门，并由一拖股份在上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）公告。新世纪评级同时在其网站（www.shxsj.com）进行公布。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2013 年 4 月 15 日