



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪084号

徐工集团工程机械股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“徐工集团工程机械股份有限公司2011年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月十三日

徐工集团工程机械股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	徐工集团工程机械股份有限公司		
担保主体	徐工集团工程机械有限公司		
担保方式	无条件不可撤销的连带责任保证担保		
发行规模	人民币15亿元		
存续期限	5年期：2012/10/26-2017/10/26		
上次评级时间	2015/04/24		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

徐工机械	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	197.12	204.39	206.04	205.87
总资产（亿元）	490.97	488.51	427.08	438.01
总债务（亿元）	186.73	171.74	153.16	156.45
营业总收入（亿元）	269.95	233.06	166.58	34.78
营业毛利率（%）	21.80	22.62	20.50	19.49
EBITDA（亿元）	31.24	21.66	15.75	-
所有者权益收益率（%）	7.85	1.99	-0.30	0.21
资产负债率（%）	59.85	58.16	51.76	53.00
总债务/EBITDA（X）	5.98	7.93	9.72	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.18	2.38	2.14	-

徐工有限	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	233.98	240.98	243.98
总资产（亿元）	701.89	684.62	668.57
总债务（亿元）	314.68	314.60	313.85
营业总收入（亿元）	11.95	9.88	10.11
营业毛利率（%）	23.57	23.60	19.93
EBITDA（亿元）	39.26	27.31	20.00
所有者权益收益率（%）	7.80	1.56	-1.56
资产负债率（%）	66.66	64.80	63.51
总债务/EBITDA（X）	8.02	11.52	15.69
EBITDA 利息倍数（X）	3.34	1.97	1.41

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、2016 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

跟踪期内，受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，2015 年徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”或“公司”）主要工程机械产品产销量均同比大幅下滑，但其主导产品市场占有率进一步提高，研发实力稳步提升，行业龙头地位稳固，体现了很强的竞争实力和抗风险能力。此外，公司财务结构较稳健，融资渠道顺畅，整体偿债能力极强。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到工程机械短期内行业景气度仍较低、公司应收账款规模维持高位、或有负债规模较大等风险因素。

综上，中诚信证评维持徐工机械主体信用评级 AAA，评级展望稳定；维持“徐工集团工程机械股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）”信用评级 AAA。该债项级别同时考虑了徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 公司主导产品市场占有率进一步提高，行业龙头地位稳固。2015 年在工程机械行业景气度持续低迷的经营环境下，公司工程机械产品产销量大幅下滑，但其主导产品市场占有率进一步提高，研发实力稳步提升，行业龙头地位稳固。
- 公司外销业务稳步发展，综合竞争实力稳步提升。公司在全面深化国际化扎根的背景下，外销业务稳步发展，2015 年在行业景气度较低背景下，公司外销业务收入占比逆势提升。随着“一带一路”国家战略的实施，未来公司产品出口空间将得到进一步开拓。
- 公司财务结构仍较稳健。截至 2015 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 51.76% 和 42.64%，同比下降 6.40 和 3.02 个百分点，处于较合理水平，财务结构仍较稳健。

分 析 师

李锡波 xbgu@ccxr.com.cn莫日营 lmo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 13 日

关 注

- 受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响, 工程机械下游需求增速放缓, 公司收入及盈利水平下降。2015 年, 公司营业总收入和净利润分别为 166.58 亿元和-0.63 亿元, 同比分别下降 28.53%和 115.40%。2016 年 1~3 月, 公司实现营业总收入 34.78 亿元, 同比下降 25.88%。
- 应收账款规模维持高位。由于工程机械产品市场需求仍处于低迷态势, 2015 年末公司应收账款净额为 180.29 亿元, 占总资产的比重为 42.21%, 同比上升 1.2 个百分点; 公司应收账款规模仍维持较高水平, 短期内难以有效改善。
- 或有负债规模仍较大。截至 2015 年末, 公司对外担保总计 41.41 亿元, 负有回购义务的按揭贷款和融资租赁余额分别为 13.38 亿元和 89.87 亿元, 整体规模仍处于较高水平。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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 and 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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项说明

公司全资子公司徐工集团（香港）国际贸易有限公司（以下简称“徐工香港贸易”）于2015年6月12日与徐工（香港）国际发展有限公司（以下简称“徐工香港发展”）签订《股权转让协议》，协议约定徐工香港贸易以37,967.11万元人民币作为对价向徐工香港发展转让徐工集团巴西投资有限公司（以下简称“徐工巴西投资”）90%的股权。公司于2015年12月10日与徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）签订《股权转让协议》，协议约定公司以67,663.29万元人民币作为对价向徐工集团转让徐州徐工施维英机械有限公司（以下简称“徐工施维英”）75%的股权。2015年，出售徐工巴西投资90%股权和徐工施维英75%股权为公司贡献的净利润占净利润总额的比率分别为61%和915%，对当年盈利影响重大。

表1：截至2015年12月31日公司重大股权出售情况

交易对方	被出售股权	交易价格（万元）	股权出售为上市公司贡献的净利润占净利润总额的比率
徐工香港发展	徐工巴西投资90%股权	37,967.11	61%
徐工集团	徐工施维英75%股权	67,663.29	915%

数据来源：公司2015年年度报告，中诚信证评整理

2015年12月25日，公司取得中国证券监督管理委员会出具的《关于核准徐工集团工程机械股份有限公司面向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可【2015】3063号），核准向合格投资者公开发行面值总额不超过30亿元的公司债券。公司于2016年1月11日公开发行了第一期1,500万张公司债券，发行规模为15亿元，债券期限5年（即2016年1月11日至2021年1月11日）。公司2016年第一期公司债券于2016年2月25日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“16徐工01”，债券代码“112312”。

基本面分析

2015年受国内宏观经济增速回落、固定资产投资增速持续放缓的影响，工程机械行业需求不足，产能过剩情况持续存在，公司主要产品的产销量均同比下滑

跟踪期内，公司主业未发生变化，主要从事工

程起重机械、铲运机械、压实机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械、消防机械、其他工程机械及工程机械备件的研发、制造和销售。公司产品的终端客户主要来自与宏观经济状况高度相关的基础设施建设、工程及能源行业，因此产品需求受经济周期影响较大。受宏观经济增速回落、固定资产投资持续放缓影响，工程机械产品市场需求不足，行业产品产能过剩情况持续存在，市场竞争依旧激烈，全行业盈利继续下滑。

据中国工程机械工业协会统计，2015年全国工程机械行业主要产品销量合计481,696台，同比下降24.08%。全行业除摊铺机外，各个主要产品销量均有所下跌。其中，装载机全年销量73,581台，较上年同期下降51.15%；挖掘机全年销量56,350台，较上年同期下降37.74%；汽车起重机全年销量9,327台，较上年同期下降33.83%；平地机全年销量2,620台，较上年同期下降28.45%；压路机全年销量10,388台，较上年同期下降27.20%。

表2：2015年工程机械行业主要产品销量

主要产品	单位：台		
	2014	2015	增长率（%）
挖掘机	90,507	56,350	-37.74
装载机	150,614	73,581	-51.15
平地机	3,662	2,620	-28.45
汽车起重机	14,096	9,327	-33.83
压路机	14,270	10,388	-27.20
摊铺机	1,737	1,804	3.86
叉车	359,622	327,626	-8.90
合计	634,508	481,696	-24.08

数据来源：中国工程机械工业协会，中诚信证评整理

2015年公司主要机械产品销量出现同比下降，整体经营业绩延续下滑趋势。2015年公司实现营业收入166.58亿元，同比下降28.53%；其中主营业务收入160.19亿元，同比减少28.55%。从产品产销量来看，2015年公司主机销量为27,773台，同比下滑29.42%；产量为24,197台，同比下滑36.12%，其原因在于跟踪期内公司面对低迷的行业需求，采取降低生产量等措施压降库存对资金的占用。跟踪期内，公司按揭和融资租赁销售占比仍较大，截至2015年末，公司负有回购责任的按揭贷款余额为13.38亿元；公司负有回购责任的融资租赁余额为

89.87亿元（注：徐工集团内部融资租赁余额为59.50亿元；外部融资租赁余额为30.37亿元）。

表3：2015年公司工程机械产品产销情况

单位：台、%			
项目	2015年	2014年	同比增减
销售量	27,773	39,350	-29.42
生产量	24,197	37,879	-36.12

数据来源：公司2015年年度报告，中诚信证评整理

从细分业务来看，2015年受固定资产投资增速放缓影响，公司起重机械、铲运机械、压实机械、

混凝土机械、路面机械、消防机械、其他工程机械和工程机械配件及其他产品的销售收入均出现了不同程度下滑，其分别同比下降21.47%、29.98%、18.50%、64.54%、22.72%、1.39%、44.05%和31.32%。此外，公司桩工机械销售收入同比增长6.33%。总体来看，公司收入主要来源仍然为起重机械，2015年起重机械销售收入占主营业务收入的35.94%，较上年提升3.24个百分点。

表4：2015年公司工程机械细分业务收入及毛利情况

产品	收入（亿元）	收入增幅	收入占比	收入占比变化（百分点）	毛利率	毛利率变化（百分点）
起重机械	57.56	-21.47%	35.94%	3.24	20.17%	-5.01
铲运机械	21.68	-29.98%	13.53%	-0.28	18.74%	-2.54
压实机械	9.46	-18.50%	5.91%	0.73	21.76%	-0.05
混凝土机械	9.29	-64.54%	5.80%	-5.88	21.78%	-10.36
路面机械	3.42	-22.72%	2.13%	0.16	22.47%	-2.57
桩工机械	17.99	6.33%	11.23%	3.68	33.09%	-5.93
消防机械	4.68	-1.39%	2.92%	0.80	38.65%	-7.02
其他工程机械	10.44	-44.05%	6.51%	-1.81	13.12%	0.49
工程机械备件及其他	25.67	-31.32%	16.02%	-0.65	11.56%	3.25
主营业务收入合计	160.19	-28.55%	100%	-	20.50%	-2.12

资料来源：公司2015年年度报告，中诚信证评整理

公司主导产品市场占有率进一步提高，研发实力和技术稳步提升，行业龙头地位稳固

2015年，公司在国内工程机械行业主要主机销量同比下降的形势下，实现主导产品市场份额和领先优势进一步提升。从公开披露的产品市场占有率信息来看，公司主导产品尤其中高端产品市场占有率明显提升，其中130吨以上超大吨位轮式起重机市场占有率增长12.7个百分点稳居第一，6吨以上大吨位装载机市场占有率增长5个百分点，单钢轮全液压压路机市场占有率增长6.4个百分点，XR280以上大吨位旋挖钻机占据国内市场半壁江山等。公司移动式起重机市场占有率继续保持世界领先，压路机、平地机、摊铺机、旋挖钻机、随车起重机、水平定向钻、高空消防车等市场占有率继续稳居国内行业第一；高空作业车稳居国内行业前三；成套性环境装备、隧道施工装备、路面养护机械及高空作业平台等加快推向市场，提升了产品竞争力和市场影响力。

公司研发实力稳步提升，创新能力增强，产品技术质量稳步提升。2015年研究院国家级高端工程机械智能制造实验室获国家科技部批准建设，徐工工业设计中心获国家工信部批准升格为国家级；当年公司研发投入金额为5.66亿元，占营业收入的比例为3.40%，较上年提升0.16个百分点。从技术研发成果来看，公司2015年新增有效授权专利近千项，其中新增发明专利200余项，国际专利实现突破。“大型智能化非开挖定向钻机关键技术及产业化”项目获中国机械工业科技进步一等奖，“大型工程建设成套吊装设备关键技术研究及产业化”项目获江苏省科学技术奖一等奖和国家科技进步二等奖。从产品技术质量来看，公司系统性质量提升工程初见成效，2015年汽车起重机、压路机、装载机超早期及早期故障反馈率分别累计下降65.5%、38%和近40%。2015年公司千吨级起重机、大吨位装载机逐步批量进入市场受到用户青睐，大型矿山机械油缸批量配套力拓集团，产品竞争力稳步提升。

海外市场需求低迷，工程机械行业出口增速继续下滑；公司外销业务稳步发展，外销业务收入占比提升，在全面深化国际化扎根的背景下，跟随“一带一路”国家战略，未来公司产品出口空间将得到进一步开拓

2012年以来，面对发达国家贸易和投资需求下降的多重冲击，新兴经济体和发展中国家经济增长速度有所放缓，海外市场需求低迷开始在工程机械行业显现，我国工程机械行业出口增速在达到2009年以来的峰值20.1%后，增速持续回落。据海关总署统计，2015年1~10月我国工程机械进出口贸易额为187.85亿美元，其中进口金额28.45亿美元，比上年下降22.1%，出口金额159.40亿美元，比上年下降2.82%；贸易顺差130.95亿美元，同比扩大3.42亿美元。

表5：2015年1~10月工业机械行业进出口主要区域统计

出口区域	出口额 (亿美元)	同比增长 (%)	占比 (%)	进口额 (亿美元)	同比增长 (%)	占比 (%)
亚洲	81.80	9.79	51.3	11.51	-32.0	40.5
非洲	18.60	-17.7	11.7	-	-	-
欧洲	20.52	-24.1	12.9	12.92	-11.7	45.4
南美洲	14.41	3.33	9.04	-	-	-
北美洲	18.59	-6.76	11.7	3.65	-17.4	12.8
大洋洲	5.48	-8.87	3.44	-	-	-

数据来源：海关总署，中诚信证评整理

公司作为首家开拓国际市场的中国工程机械企业，其自营出口和徐工品牌主机出口总额持续居国内行业第一位，产品出口至173个国家和地区。国际化是公司发展的重要战略，除了出口贸易之外，公司已在巴西建立综合生产基地，并在海外成立采购中心，逐步完善海外产业布局。2015年，公司继续拓展海外渠道，与各企业协同发展，非洲市场实现突破；巴西基地受益于8种产品获菲纳米资质和16款适应性新产品下线，在巴西经济衰退背景下逆势增长8%。2015年，公司实现外销收入31.47亿元，同比下降0.18%；占主营业务收入比重为19.65%，较上年提升5.59个百分点。

从政策方面来看，“一带一路”国家战略的实施对于国际化布局较早的工程机械行业是中长期利好，战略提出以交通基础设施为突破，实现亚洲互联互通，这将带动工程机械出口。目前来看，“一

带一路”涉及国家众多，分布在亚太、欧洲、中亚、西亚北非、非洲等5大区域。公司已在“一带一路”区域中配置经销商、备件网店及组装厂。随着该战略的政策落地和深化实施，预计“一带一路”国家出口收入将有显著增幅，公司产品出口空间将得到进一步开拓。

长期来看，工程机械行业仍将保持较大规模的需求，但从短期来看，工程机械行业仍面临较大的去库存压力

从国际市场看，伴随着“一带一路”国家战略的推进与落地，以及《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》中明确提出的将重点包括工程机械行业在内的12个行业通过开展国际产能和装备制造合作，推动装备、技术、标准、服务走出去发展规划的落地。都将为具有比较优势的中国工程机械企业带来更为广阔的发展空间。

从国内市场看，我国所处城镇化阶段与区域、城乡经济发展不平衡的现状，决定了未来一定时期内基础设施投资仍将保持较大的规模，可在一定程度上维持工程机械行业的市场需求。根据《2016年政府工作报告》，2016年国内要启动一批“十三五”规划重大项目，完成铁路投资8,000亿元以上、公路投资1.65万亿元，同时将开工20项重大水利工程，建设水电核电、特高压输电、智能电网、油气管网、城市轨道交通等重大项目。这些投资增长无疑会拉动对本土工程机械产品的需求，带动工程机械行业景气度回升。

此外，2015年央行已5次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。降息能营造较为宽松的货币市场环境，有望拉动下游基建和房地产投资的回暖，加速社会库存的消化，同时有利于改善下游链条资金状况，从而带动工程机械需求，加快行业复苏的步伐。

2016年是我国全面建成小康社会决胜阶段的开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。近期，政府加大基础设施审批与建设步伐，有助改善行业需求预期。同时，我国政府力推的“一带一路”战略将加速优势产能“走出去”步伐，我国工程机械行业发展前景向好。

虽然行业未来几年保持需求逐步企稳向上的预期，但受经济增速换挡步入“新常态”、结构调整带来的短期阵痛、国家相关稳增长政策及“改革红利”的释放需要时间过程等因素影响，工程机械行业在2016年仍将面临较大的去库存压力，行业竞争环境依旧激烈。

总体来看，公司2015年主要产品的产销量均出现同比大幅下滑，但其研发实力和技术稳步提升，主导产品市场占有率进一步提高，行业龙头地位稳固；公司外销业务稳步发展，跟随“一带一路”国家战略，未来公司产品出口空间将得到进一步开拓。同时，我国工程机械行业产能过剩、需求不振的局面在短期内难以改变，中诚信证评对公司后续产能释放及销售情况予以关注。

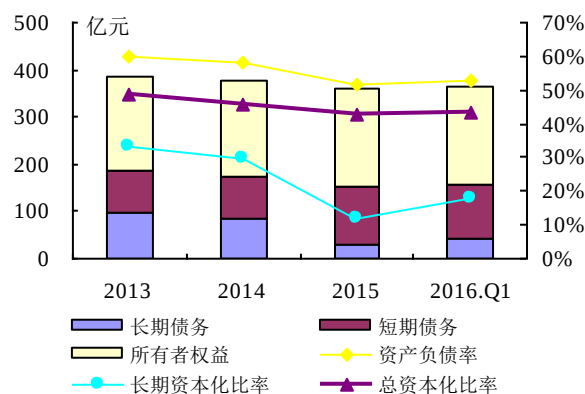
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所审计并出具标准无保留审计意见的2013~2015年审计报告，以及未经审计的2016年一季度财务报表。

资本结构

2013~2015年，公司总资产规模分别为490.97亿元、488.51亿元和427.08亿元，受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，公司产销规模萎缩使得2015年整体资产规模下降。同期，公司负债总额分别为293.85亿元、284.12亿元和221.04亿元；所有者权益分别为197.12亿元、204.39亿元和206.04亿元，受公司原发行的可转债分批次转股影响，其自有资本实力有所增强。财务杠杆比率方面，2013~2015年，受总债务规模下降影响，公司资产负债率分别为59.85%、58.16%和51.76%；总资本化比率分别为48.65%、45.66%和42.64%。截至2016年3月末，公司资产总额438.01亿元，负债合计232.13亿元，资产负债率和总资本化比率为53.00%和43.18%，财务结构保持稳健。

图1：2013~2016.Q1公司资本结构

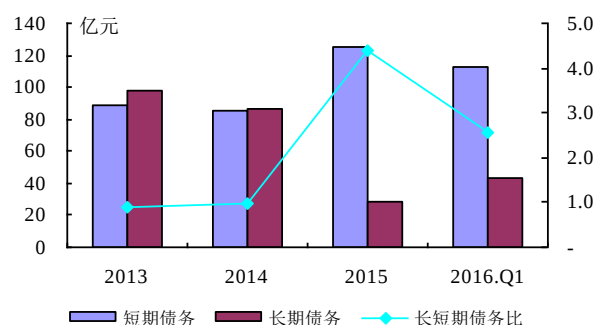


资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，截至2015年末，公司应收账款净额为180.29亿元，占总资产的比重为42.21%，较2014年上升1.2个百分点。具体来看，公司应收账款账龄在一年以内的款项占比为69.64%，账龄在一至两年的款项占比24.15%，其余为两年以上，按信用风险特征组合计提的坏账准备余额为14.71亿元，2015年末公司计提的各项坏账准备余额合计为17.29亿元。由于工程机械产品市场需求仍处于低迷态势，公司应收账款规模仍维持在较高水平，短期内难以有效改善，坏账风险值得关注。

从债务结构看，截至2015年末，公司总债务为规模153.16亿元，较上年末减少了10.82%。其中，短期债务为124.70亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为4.38，短期借款增加以及11徐工01公司债券一年内到期使得公司短期债务规模大幅上升，公司债务期限结构稳定性大幅下降。2016年初公司成功发行16徐工01公司债券15亿元，截至2016年3月末债务期限结构略有所改善。

图2：2013~2016.Q1公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

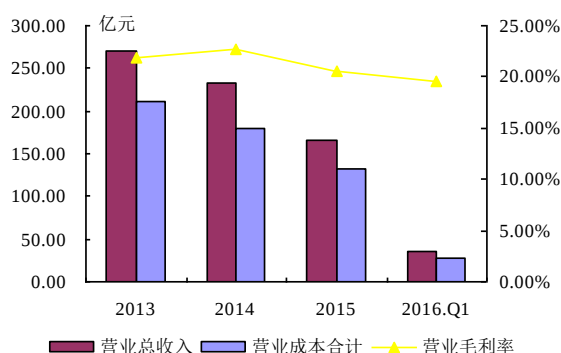
总体来看，2015年公司短期债务大幅攀升，债

务期限结构稳定性下降，但整体债务规模有所下降，财务杠杆比率降低，财务结构仍较稳健。

盈利能力

2015 年受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，工程机械行业下游需求延续疲弱的态势，公司主要机械产品销量持续下降，整体经营业绩延续下滑趋势。2015 年公司营业总收入 166.58 亿元，同比下滑 28.53%；2016 年 1~3 月实现营业总收入 34.78 亿元，同比下降 25.88%。

图 3：2013~2016.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从毛利水平看，2015 年以来，受到我国宏观经济环境面临下行压力的影响，公司各类产品的销售毛利率均有不同程度的下降，使得营业毛利率呈下降趋势。2015 年公司营业毛利率为 20.50%，同比下降 2.12 个百分点；2016 年 1~3 月公司营业毛利率仍有所下降，为 19.49%。

三费方面，2015 年在销售规模大幅下滑背景下，公司销售费用同比下降 25.67%；技术开发费、职工薪酬、折旧及摊销等费用下降使得管理费用同比下降 21.49%；受利息收入减少和当期发生大额汇兑损失影响，公司财务费用同比上升 73.16%。整体来看，2015 年公司期间费用占营业总收入的比重达到 22.50%，同比提高 4.8 个百分点。2016 年 1~3 月，在收入持续下降的背景下，公司加大费用控制力度，三费收入占比下降至 18.23%，但仍基本吞噬经营所得，期间费用控制能力有待提升。

表 6：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

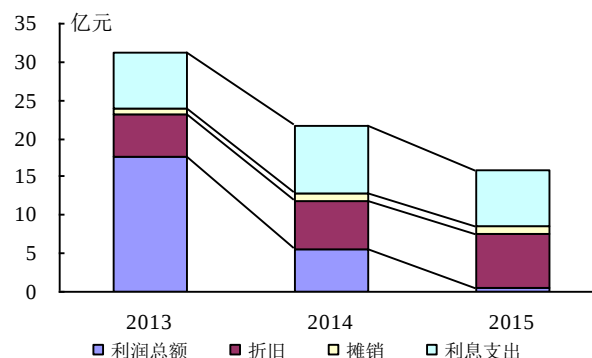
单位：亿元

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	16.07	16.40	12.19	2.76
管理费用	14.19	18.75	14.72	2.57
财务费用	6.78	6.11	10.58	1.01
三费合计	37.03	41.25	37.49	6.34
营业总收入	269.95	233.06	166.58	34.78
三费收入占比	13.72%	17.70%	22.50%	18.23%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2015 年，由于工程机械行业下游需求不振，公司收入规模持续下滑，经营性业务利润亏损，并计提资产减值准备，但受益于股权出售产生的投资收益，当年实现利润总额 0.46 亿元，同比减少 91.53%。获现能力方面，公司 EBITDA 主要来自利润总额、折旧和财务性利息支出。2015 年，公司折旧和财务性利息支出规模仍较大，但利润总额下滑明显，EBITDA 规模同比下降 27.29%至 15.75 亿元。

图 4：2013~2015 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司收入规模持续下滑，营业毛利率下降，期间费用规模较大且控制力度较弱，经营性业务大幅亏损，盈利能力下滑明显。

偿债能力

截至 2015 年末，公司总债务为 153.16 亿元，资产负债率和总资本化率分别为 51.76% 和 42.64%，整体债务压力在可控范围之内。截至 2016 年 3 月末，公司总债务为 156.45 亿元，整体债务规模略有上升。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，公司获现能力下降，2013~2015 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 5.98、7.93 和 9.72；EBITDA 利息保障倍数分别为 4.18、2.38 和 2.14，EBITDA 对债务本息的保障程度一般。从现金流情况来看，2013~2015

年公司经营活动净现金/总债务分别为-0.02、0.04和0.01；经营活动净现金/利息支出分别为-0.51、0.81和0.15。2016年一季度公司经营活动现金流有所改善，当期公司经营性现金净流入2.81亿元，经营性现金流对债务本息的保障程度有所提升。

表 7：2013~2016.Q1 公司主要偿债指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总资产（亿元）	490.97	488.51	427.08	438.01
总债务（亿元）	186.73	171.74	153.16	156.45
资产负债率（%）	59.85	58.16	51.76	53.00
总资本化比率（%）	48.65	45.66	42.64	43.18
经营活动净现金流（亿元）	-3.83	7.38	1.08	2.81
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.02	0.04	0.01	0.07
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.51	0.81	0.15	2.79
EBITDA（亿元）	31.24	21.66	15.75	-
总债务/EBITDA（X）	5.98	7.93	9.72	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.18	2.38	2.14	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与众多商业银行保持着长期良好的合作关系，截至2015年末，公司拥有各商业银行综合授信额度397.75亿元，已用授信额度132.99亿元，未使用授信额度264.76亿元。公司备用流动性充裕，较高的未使用银行授信额度一定程度上对其债务本息偿付形成保障。

对外担保方面，截至2015年末，公司担保余额合计68.94亿元，占净资产的比例为33.48%，其中为参与公司按揭和融资租赁销售业务的用户和经销商提供的回购担保余额为41.41亿元，其余为对子公司的担保。整体来看，公司对外担保规模较大，因对外担保所形成的或有负债风险仍值得关注。另截至2015年末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项形成的或有负债。

总体看，虽然2015年受行业环境影响，公司收入规模延续下滑趋势，盈利空间收窄，但作为工程机械行业的龙头企业之一，公司仍具备很强的抗风险能力和竞争实力。此外，公司融资渠道顺畅，财务结构仍较稳健，去库存销售或将使经营性现金流逐步有所改善。长期来看，公司整体偿债能力仍然极强。

担保实力

徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）系经原国家经济贸易委员会批准（国经贸产业【2000】1086号），由徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）与中国华融资产管理公司、中国东方资产管理公司、中国信达资产管理公司、中国长城资产管理公司通过债转股方式设立。2005年8月，徐工集团与上述四家资产管理公司分别签署《股权转让合同》，受让其所持有的徐工有限48.68%的股权，至此徐工有限成为徐工集团全资子公司。截至2015年末，徐工有限注册资本为125,301.35万元，徐工集团持股100%，徐工有限实际控制人为徐州市人民政府。

徐工有限目前从事各类工程机械产品的设计、研发、制造及销售，主要产品包括工程起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、混凝土机械、挖掘机械、桩工机械、消防机械等主机产品以及专用底盘、发动机和液压件等工程机械基础零部件产品，其中大部分产品集中在徐工机械。

截至2015年末，徐工有限总资产为668.57亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为243.98亿元，资产负债率为63.51%；2015年徐工有限实现营业收入197.75亿元，净利润-3.82亿元，经营活动净现金流13.25亿元。

业务运营

目前，徐工有限主要从事各类工程机械产品的设计、研发、制造及销售，下属工程起重机械、铲运机械、压实机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械、消防机械等产品均由徐工机械负责生产经营，未注入徐工机械的工程机械资产主要包括徐州徐工挖掘机械有限公司等子公司，核心产品包括挖掘机等，收入占比较小。

从徐工有限整体运营情况来看，受经济增速放缓和固定资产投资增速下降影响，相关基建领域对

工程机械的需求明显下滑。2013年~2015年公司分别实现主营业务收入 327.04 亿元、266.44 亿元和 192.51 亿元，主营业务收入逐年下降。

表 8：2015 年徐工有限主营业务收入结构

产品	收入（亿元）	占比（%）
起重机械	57.57	29.90
铲运机械	21.68	11.26
桩工钻孔机械	17.99	9.34
混凝土机械	9.29	4.83
挖掘机械	14.60	7.58
消防机械	4.68	2.43
载重汽车	15.97	8.30
筑养路机械	9.46	4.91
塔机	6.64	3.45
盾构机	0.56	0.29
其他机械	12.38	6.43
机械租赁	1.65	0.86
工程机械备件及其他	20.04	10.41
合计	192.51	100.00

资料来源：徐工有限审计报告，中诚信证评整理

2015年，徐工有限实现营业总收入197.75亿元，同比下降28.47%，其中主营业务收入为192.51亿元，同比下降27.75%。从各类产品收入情况来看，起重机械仍是徐工有限最主要的收入来源，2015年其主营业务收入中的占比为29.90%；此外，铲运机械、桩工钻孔机械、载重汽车和挖掘机械收入分别占主营业务收入的11.26%、9.34%、8.30%和7.58%，为徐工有限主营业务收入的重要组成部分。

财务分析

以下分析主要基于徐工有限提供的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2013~2015年审计报告。

资本结构方面，随着业务规模下滑，徐工有限总资产规模逐年下降，2013~2015年末分别为701.89亿元、684.62亿元和668.57亿元。2013~2015年末徐工有限所有者权益分别为233.98亿元、240.98亿元和243.98亿元，年均复合增长率为2.11%。

为保障投资项目的顺利推进实施以及补充流动资金，徐工有限债务规模亦维持高位，截至2015年末，徐工有限总债务规模达到313.85亿元，与上

年规模相当。从杠杆比率来看，截至2015年末，徐工有限资产负债率和总资本化比率分别为63.51%和56.26%，与上年基本持平，处于较合理水平。

从债务的期限结构来看，近年来徐工有限长期债务不断减少，短期债务大幅增加，长短期债务比（短期债务/长期债务）持续上升，债务期限结构逐步弱化。2015年末徐工有限短期债务和长期债务分别为262.63亿元和51.22亿元，长短期债务比从去年的1.59上升至5.13，债务期限结构有待优化。

盈利能力方面，2015年由于徐工有限主要工程机械产品的下游市场需求仍处于低迷态势，累计实现营业收入197.75亿元，同比下降28.47%。毛利率方面，2015年行业竞争仍然激烈，徐工有限毛利率从去年的23.60%下降至19.93%。从利润总额来看，受业务规模下降、三费占比上升影响，近年来徐工有限利润总额呈现逐年下滑趋势，2015年利润总额为-2.46亿元。

表9：2013~2015徐工有限偿债能力分析

项目	2013	2014	2015
总债务（亿元）	314.68	314.60	313.85
长期债务（亿元）	153.20	121.61	51.22
短期债务（亿元）	161.48	192.99	262.63
EBITDA（亿元）	39.26	27.31	20.00
EBITDA 利息倍数（X）	3.34	1.97	1.41
总债务/EBITDA（X）	8.02	11.52	15.69
经营活动净现金流/利息支出（X）	-1.58	1.03	0.93
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.06	0.05	0.04
资产负债率（%）	66.66	64.80	63.51
总资本化比率（%）	57.35	56.63	56.26

资料来源：徐工有限审计报告，中诚信证评整理

偿债能力方面，徐工有限资产负债率及总资本化比率仍保持在较合理水平，但短期债务规模较大，面临一定的偿债压力。从EBITDA对债务本息的保障程度看，徐工有限获现能力下降，2013~2015年总债务/EBITDA指标分别为8.02、11.52和15.69；EBITDA利息保障倍数分别为3.34、1.97和1.41，EBITDA对债务本息的保障程度有所降低。从现金流情况来看，2013~2015年公司经营活动净现金流/总债务分别为-0.06、0.05和0.04；经营活动净现金流/利息支出分别为-1.58、1.03和0.93，经营性现金

流对债务本息的保障程度良好。

财务弹性方面，徐工有限与众多商业银行保持着良好的合作关系，截至 2015 年 9 月末，徐工有限获得的授信额度为 705.22 亿元，未使用授信额度 468.67 亿元，整体备用流动性充沛。

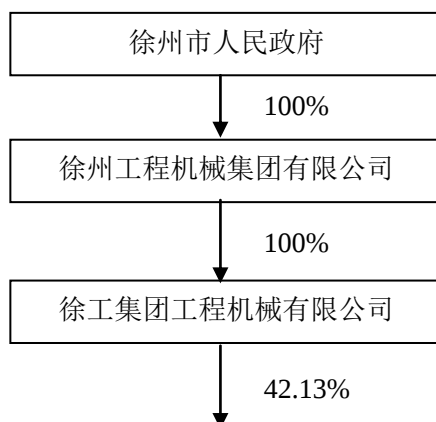
对外担保方面，截至2015年9月末，徐工有限未清担保余额为121.06亿元，担保对象为子公司和受徐工集团同一控制下的关联企业，其中对内和对外担保余额分别为110.30亿元和10.76亿元，目前担保对象运营情况正常，与融资有关的担保产生的或有风险相对较小。另截至2015年9月末，徐工有限无重大未决诉讼或仲裁事项形成的或有负债。

综合来看，2015年徐工有限收入及利润水平下滑速度较快；但鉴于其规模优势明显，行业地位突出，中诚信证评认为徐工有限提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期公司债券按期偿还仍可提供一定的保障。

结 论

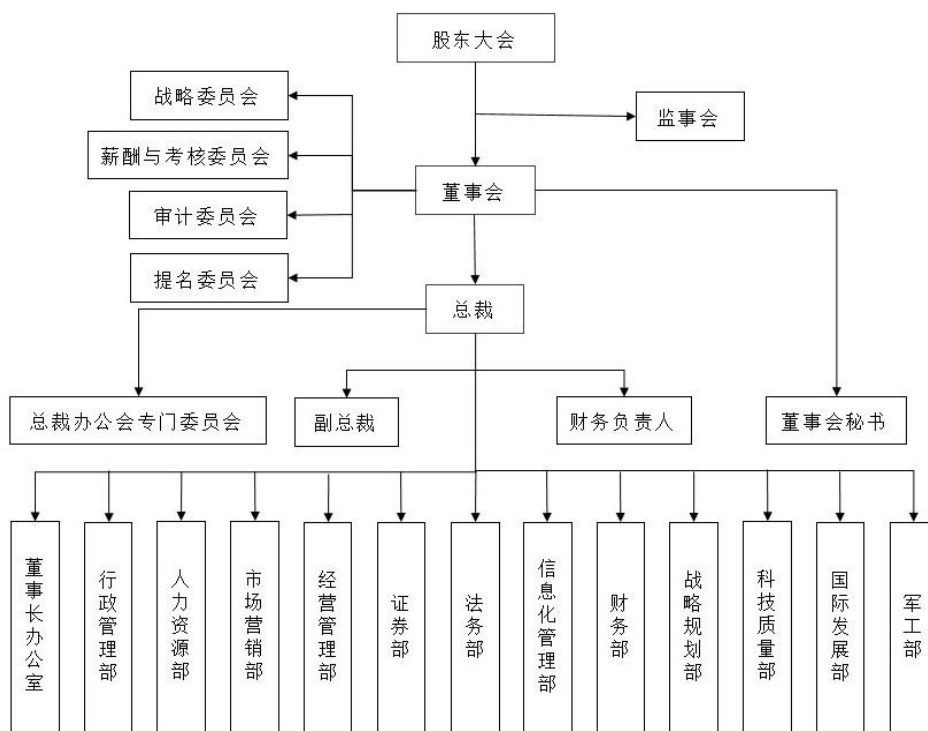
综上，中诚信证评维持徐工集团工程机械股份有限公司主体信用级别 **AAA**，评级展望为稳定；维持“徐工集团工程机械股份有限公司2011年公司债券（第二期）”信用级别 **AAA**。

附一：徐工集团工程机械股份有限公司股权结构图（截至 2015 年末）



徐工集团工程机械股份有限公司			
下属全资及控股子公司	持股比例	下属全资及控股子公司	持股比例
徐州工程机械上海营销有限公司	90.00%	徐工俄罗斯有限公司	100.00%
徐工重庆工程机械有限公司	100.00%	徐工欧洲采购中心有限公司	100.00%
徐州徐工铁路装备有限公司	100.00%	徐工集团智利融资租赁公司	51.00%
徐州徐工投资有限公司	100.00%	徐州徐工物资供应有限公司	100.00%
徐工集团沈阳工程机械有限公司	100.00%	徐州重型机械有限公司	100.00%
徐工营销有限公司	100.00%	徐州工程机械集团进出口有限公司	100.00%
徐工集团财务有限公司	100.00%	徐州徐工液压件有限公司	100.00%
福建徐工机械销售有限公司	100.00%	徐州徐工专用车辆有限公司	60.00%
徐州徐工履带底盘有限公司	100.00%	徐州徐工随车起重机有限公司	100.00%
徐州徐工传动科技有限公司	100.00%	徐州徐工特种工程机械有限公司	100.00%
徐州徐工环境技术有限公司	100.00%	上海徐工徐重经贸有限公司	100.00%
徐工（辽宁）机械有限公司	60.00%	徐州徐工供油有限公司	100.00%
徐工集团（香港）国际贸易有限公司	100.00%	徐州工程机械保税有限公司	100.00%
徐工集团巴西制造有限公司	99.20%	徐州徐工筑路机械有限公司	100.00%
徐工集团圣保罗销售服务有限公司	95.00%	徐州徐工基础工程机械有限公司	100.00%
徐工印度机械有限公司	100.00%		

附二：徐工集团工程机械股份有限公司组织结构图（截至 2015 年末）



附三：徐工集团工程机械股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	660,549.53	515,810.19	499,950.10	484,243.12
应收账款净额	2,079,243.84	2,003,454.39	1,802,920.07	1,822,736.81
存货净额	674,411.57	771,432.31	574,810.96	584,357.46
流动资产	3,837,131.55	3,653,930.56	3,277,920.80	3,289,785.45
长期投资	21,065.39	102,271.82	184,883.03	264,933.19
固定资产合计	796,713.81	858,125.41	621,300.91	640,259.77
总资产	4,909,674.32	4,885,053.77	4,270,794.42	4,380,056.62
短期债务	890,569.52	855,558.11	1,246,956.13	1,127,501.83
长期债务	976,710.21	861,834.20	284,663.18	436,952.85
总债务(短期债务+长期债务)	1,867,279.72	1,717,392.31	1,531,619.31	1,564,454.68
总负债	2,938,457.33	2,841,157.82	2,210,380.68	2,321,315.59
所有者权益(含少数股东权益)	1,971,216.99	2,043,895.95	2,060,413.75	2,058,741.02
营业总收入	2,699,474.30	2,330,628.08	1,665,782.93	347,764.19
三费前利润	575,397.90	516,183.19	328,817.49	66,102.09
投资收益	1,063.85	3,692.50	86,223.38	1,665.12
净利润	154,799.71	40,692.18	-6,268.15	1,071.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	312,352.21	216,610.74	157,504.47	12,040.20
经营活动产生现金净流量	-38,306.06	73,766.76	10,774.20	28,105.85
投资活动产生现金净流量	-216,776.04	-87,104.18	-175,198.32	-93,447.79
筹资活动产生现金净流量	220,665.51	-183,560.54	167,030.14	66,427.67
现金及现金等价物净增加额	-37,951.29	-201,070.52	-2,367.49	-2,772.59
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率(%)	21.80	22.62	20.50	19.49
所有者权益收益率(%)	7.85	1.99	-0.30	0.21*
EBITDA/营业总收入(%)	11.57	9.29	9.46	-
速动比率(X)	1.61	1.46	1.40	1.44
经营活动净现金/总债务(X)	-0.02	0.04	0.01	0.07*
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.04	0.09	0.01	0.10*
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.51	0.81	0.15	2.79
EBITDA 利息倍数(X)	4.18	2.38	2.14	-
总债务/EBITDA(X)	5.98	7.93	9.72	-
资产负债率(%)	59.85	58.16	51.76	53.00
总资本化比率(%)	48.65	45.66	42.64	43.18
长期资本化比率(%)	33.13	29.66	12.14	17.51

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：徐工集团工程机械有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	854,936.08	648,341.82	656,229.67
应收账款净额	2,402,592.62	2,259,497.78	2,239,612.35
存货净额	1,038,027.87	1,012,595.64	776,266.58
流动资产	5,423,795.71	5,021,784.90	5,061,467.07
长期投资	110,726.46	173,951.62	185,963.32
固定资产合计	1,145,863.82	1,288,748.14	1,119,523.89
总资产	7,018,900.98	6,846,181.28	6,685,679.09
短期债务	1,614,796.48	1,929,893.84	2,626,332.73
长期债务	1,531,966.43	1,216,148.69	512,186.92
总债务（短期债务+长期债务）	3,146,762.91	3,146,042.53	3,138,519.65
总负债	4,679,144.37	4,436,412.79	4,245,846.47
所有者权益（含少数股东权益）	2,339,756.61	2,409,768.49	2,439,832.61
营业总收入	3,285,449.45	2,764,701.01	1,977,466.48
三费前利润	760,337.21	640,115.81	379,405.91
投资收益	7,078.42	8,005.67	96,147.28
净利润	182,591.68	37,680.61	-38,168.67
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	392,560.46	273,132.49	200,010.62
经营活动产生现金净流量	-185,455.26	142,166.83	132,538.89
投资活动产生现金净流量	-254,282.96	-311,820.86	-177,897.47
筹资活动产生现金净流量	408,580.16	-186,031.64	52,072.26
现金及现金等价物净增加额	-34,696.07	-359,858.23	1,742.22
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	23.57	23.60	19.93
所有者权益收益率（%）	7.80	1.56	-1.56
EBITDA/营业总收入（%）	11.95	9.88	10.11
速动比率（X）	1.73	1.57	1.37
经营活动净现金/总债务（X）	-0.06	0.05	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.11	0.07	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.58	1.03	0.93
EBITDA 利息倍数（X）	3.34	1.97	1.41
总债务/EBITDA（X）	8.02	11.52	15.69
资产负债率（%）	66.66	64.80	63.51
总资本化比率（%）	57.35	56.63	56.26
长期资本化比率（%）	39.57	33.54	17.35

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；其他流动负债包括应付短期融资券，进行相关财务指标计算时将应付短期融资券计入短期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。