



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]G599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拟发行的“徐工集团工程机械股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行人公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年九月二十九日

# 徐工集团工程机械股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

**债券级别** AAA

**主体级别** AAA

**评级展望** 稳定

**发行主体** 徐工集团工程机械股份有限公司

**发行规模** 本期债券基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 10 亿元（含 10 亿元）。

**债券期限** 5 年期，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

**债券利率** 固定利率，最终票面利率将根据簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致确定，并报国家有关主管部门备案，在债券存续期固定不变。

**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。

## 概况数据

| 徐工机械           | 2013   | 2014   | 2015   | 2016.H1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益（亿元）      | 197.12 | 204.39 | 206.04 | 203.60  |
| 总资产（亿元）        | 490.97 | 488.51 | 427.08 | 437.51  |
| 总债务（亿元）        | 186.73 | 171.74 | 153.16 | 151.80  |
| 营业总收入（亿元）      | 269.95 | 233.06 | 166.58 | 81.38   |
| 营业毛利率（%）       | 21.80  | 22.62  | 20.50  | 19.98   |
| EBITDA（亿元）     | 31.24  | 21.66  | 15.75  | 8.60    |
| 所有者权益收益率（%）    | 7.85   | 1.99   | -0.30  | 1.29    |
| 资产负债率（%）       | 59.85  | 58.16  | 51.76  | 53.46   |
| 总债务/EBITDA（X）  | 5.98   | 7.93   | 9.72   | 8.83    |
| EBITDA 利息倍数（X） | 4.18   | 2.38   | 2.14   | 2.81    |

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 年上半年所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

## 分析师

李锡波 xbg@ccxr.com.cn

李锡波

莫蕾 lmo@ccxr.com.cn

莫蕾

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 9 月 29 日

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“徐工集团工程机械股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定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”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了徐工机械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。中诚信证评肯定了公司丰富的产品种类、突出的研发实力、领先的行业地位和较稳健的财务结构等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，中诚信证评也关注到工程机械行业短期内景气度仍较低、应收账款规模维持高位和或有负债规模较大等因素可能对其整体经营和信用状况产生的影响。

## 正 面

- 产品种类丰富，市场份额占优。公司是中国工程机械行业产品品种与系列最齐全的企业之一，在工程机械行业景气度持续低迷的经营环境下，公司主导产品市场占有率进一步提升，目前在起重机械、压实机械、路面机械以及筑路机械等大类产品的市场占有率上均排名行业第一。
- 研发实力突出。公司拥有国家级企业技术中心、国内行业第一家博士后科研工作站，成立了行业内唯一的国家级工程机械智能控制工程研究中心，先后承担了国家 863 计划、国家重点新产品计划等一批省部级以上重点技术创新项目，科研实力突出。
- 财务结构较稳健。截至 2016 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 53.46% 和 42.71%，处于较合理水平，财务结构较稳健。

## 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 1~6 月，公司实现营业总收入和净利润分别为 81.38 亿元和 1.31 亿元，营业总收入同比下降 14.40%。
- 应收账款规模维持高位。由于工程机械行业需求仍呈现低迷态势，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，资产流动性仍值得关注。
- 或有负债规模仍较大。截至 2016 年 6 月末，公司担保总额为 68.46 亿元，其中对控股子公司担保 18.67 亿元，对关联企业担保 5.50 亿元，为按揭销售业务提供回购担保和为融资租赁业务提供回购担保的余额分别为 14.01 亿元和 30.28 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](http://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。

## 概 况

### 发债主体概况

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”）成立于 1993 年 12 月 15 日，系经江苏省体改委苏体改生（1993）230 号文批准，由徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）作为独家发起人，以其所属的工程机械厂、装载机厂和营销公司等经营性资产作为发起人资本，并通过向社会法人及内部职工定向筹资的方式设立。1996 年 8 月，公司向社会公众公开发行人民币普通股 24,000,000 股，并在深圳证券交易所上市交易。2002 年和 2008 年，徐工集团和徐州重型机械有限公司（以下简称“徐工重型”）分别将其所持有的徐工机械的股份无偿划转给徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）。2009 年，公司非公开发行人民币普通股 322,357,031 股，徐工有限以其所拥有的徐州重型机械有限公司 90% 的股权、徐州工程机械集团进出口有限公司 100% 的股权等资产认购公司非公开发行的全部股份。2010 年 8 月，公司向雅戈尔投资有限公司、兵器财务有限责任公司等 8 家特定投资者非公开发行人民币普通股 163,934,426 股。2013 年 10 月至 2015 年 2 月，公司发行的“徐工转债”原持有人转股 298,671,080 股。经资本公积转增股本，以及回购部分社会公众股并予以注销后，截至 2016 年 6 月末公司股本为 7,007,727,655 股，徐工有限持股比例为 42.60%，为公司控股股东，公司实际控制人为徐州市人民政府国有资产监督管理委员会。

公司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、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。

截至 2015 年末，公司总资产为 437.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 203.60 亿元，资产负债率为 53.46%；2015 年公司实现营业收入 166.58 亿元，净利润-0.63 亿元，经营活动净现金流 1.08 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司总资产为 437.51 亿

元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 203.60 亿元，资产负债率为 53.46%；2016 年 1~6 月公司实现营业收入 81.38 亿元，净利润 1.31 亿元，经营活动净现金流 5.37 亿元。

### 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

| 基本条款      |                                                                       |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------|
| 债券名称      | 徐工集团工程机械股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）                             |
| 发行总额      | 本期债券基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 10 亿元（含 10 亿元）。                             |
| 债券期限      | 5 年期，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。                              |
| 票面金额和发行价格 | 票面金额为 100 元，按面值评价发行。                                                  |
| 债券利率      | 固定利率，最终票面利率将根据簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致确定，并报国家有关主管部门备案，在债券存续期固定不变。 |
| 偿还方式      | 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    | 本期债券的募集资金扣除发行费用后用于补充流动资金等符合国家法律法规规定的用途                                |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

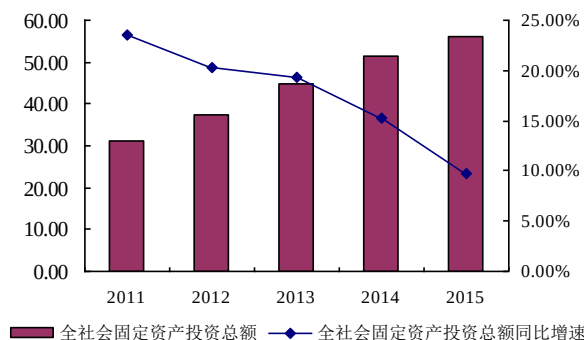
## 行业分析

### 行业概况

工程机械行业属于装备制造业，是国家重点鼓励发展的行业之一，工程机械产品主要应用于民用建筑、铁路、公路、能源、机场、港口和水利水电等基础设施建设，其市场需求直接受固定资产投资规模和工程项目量的影响。

图 1：2011 年以来我国固定资产投资情况

单位：万亿元



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

工程机械行业下游需求主要来自房地产和基础设施建设投资。2014 年来，受国内宏观经济增速

放缓、固定资产投资增速下滑的影响，工程机械行业整体仍处于下滑趋势中，其主要产品销量下降明显。2014 年，全年工程机械行业主要产品销量 642,508 台，同比下降 4.37%。全行业除叉车外，各个主要产品销量均有所下跌。2015 年，全年工程机械行业主要产品销量 481,696 台，同比下滑 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，挖掘机全年销量 56,350 台，同比下滑 37.74%；装载机全年销量 73,581 台，同比下滑 51.15%；汽车起重机销售量 9,327 台，同比下滑 33.83%。

表 2：工程机械行业主要产品销量（台）

| 主要产品  | 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 |

资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信证评整理

出口方面，2015 年全球经济增长低于预期，2015 年海外工程机械行业销量总体同比下滑 10%，成熟市场基本持平，中国企业出口主要所面向的发展中国家市场总体销量下滑超过 20%，受此影响，2015 年中国主要工程机械产品（装载机、挖掘机、推土机、压路机、平地机等）出口销量下降超过 30%。中国工程机械企业在海外市场的业务发展面临巨大压力。据海关总署统计，2015 年我国工程机械进出口贸易额为 223.45 亿美元，比上年下滑 7.19%。其中进口金额 33.67 亿美元，比上年下滑 21.4%；出口金额 189.78 亿美元，比上年下滑 4.11%，贸易顺差 156.11 亿美元，比 2014 年扩大 1.05 亿美元。

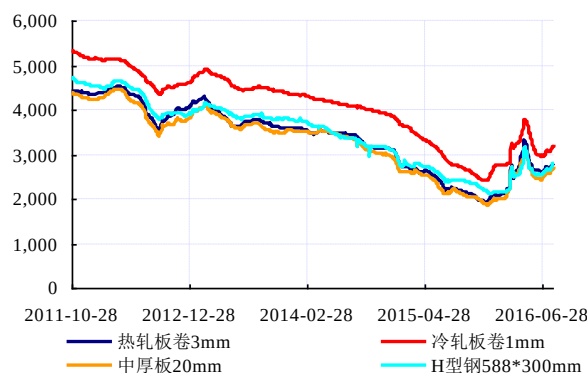
表3：2015年工业机械行业进出口主要区域统计

| 出口区域 | 出口额<br>(亿美元) | 同比增长<br>(%) | 占比<br>(%) | 进口额<br>(亿美元) | 同比增长<br>(%) | 占比<br>(%) |
|------|--------------|-------------|-----------|--------------|-------------|-----------|
| 亚洲   | 98.57        | 7.33        | 51.9      | 13.53        | -31.8       | 40.2      |
| 非洲   | 21.41        | -18.8       | 11.3      | -            | -           | -         |
| 欧洲   | 24.32        | -22.4       | 12.8      | 15.40        | -10.4       | 45.7      |
| 南美洲  | 17.17        | 2.74        | 9.05      | -            | -           | -         |
| 北美洲  | 21.83        | -10.2       | 11.5      | 4.33         | -17.7       | 12.8      |
| 大洋洲  | 6.48         | 12.1        | 3.41      | -            | -           | -         |

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

此外，以钢材为主的大宗原材料价格的持续下滑，进一步缓解了工程机械生产企业的成本控制压力。原材料方面，受国内宏观经济及固定资产投资增速放缓的影响，市场需求下滑，工业品及大宗原材料价格（PPI）持续下行。工程机械主要原材料为钢材，其中高强度的中厚板用量最大，钢材成本占工程机械总成本的 30% 左右。

图 2：2011 年以来国内主要钢材品种价格走势



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

而自 2011 年四季度开始，国内钢材价格不断走低，一度跌至 1994 年价格的水平。截至 2015 年末，中国钢铁工业协会 CSPI 中国钢材价格指数为 56.37 点，与上年同期相比下降 26.72 点，降幅 32.16%。从全年看，各月指数均低于上年同期，2015 年各月 CSPI 平均值为 66.43 点，同比下降 24.89 点，降幅为 27.26%。由于钢材在工程机械设备生产成本中占比较大，钢材价格走低在一定程度上缓解了工程机械生产企业的成本控制压力。但值得关注的是，未来铁矿石、焦炭等原燃料的成本走势以及相关宏观政策调控的力度及持续时间等因素仍存在较大不确定性，钢材价格仍将处于波动状态，从而对工程机械制造企业的成本控制带来一定的挑战。

## 行业政策

21 世纪以来，我国工程机械行业持续快速增长，国际市场份额逐步提高，徐工、三一重工、中联重科等龙头企业国际竞争力不断提升。但自 2011 年下半年以来，工程机械市场迅速降温，前期大幅投资带来的产能过剩问题突出，市场保有量日益庞

大，同质化市场竞争异常激烈，关键技术和核心零部件仍依赖国外，行业发展陷入持续低谷。在此背景下，政策层面不再强调规模和产能，政策重点主要集中在三个方面：一是大力推进工程机械再制造和绿色发展；二是鼓励大型工程机械技术装备自主创新；三是明确和优化产业区域布局。

表 4：工程机械行业相关政策

| 时间        | 产业政策                       | 政策影响                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014年 2月  | 西部大开发着重基建等领域重点基建向西部倾斜      | 沿海地区及东北地区的城镇化未来将处于减速态势，而中西部地区将处于城镇化加速阶段，未来中西部地区酝酿巨大的投资机会。尤其是基础设施建设领域蕴藏着最大投资潜力，中西部地区今年对基建投入力度只增不减，近期西部各省份的地方两会上也纷纷提出了相关规划。                                                                                                                                                |
| 2014年 3月  | 《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》    | 新型城镇化建设将带来城市基础设施建设的提速，拉动对工程机械的整体需求。另外京津冀一体化的推进和新型城镇化将是国家重点推进的政策，在未来的10-15年，在稳增长的作用下，带来工程机械的另一个黄金时期。                                                                                                                                                                      |
| 2014年 4月  | 《促进综合交通枢纽发展的指导意见》          | “十二五”期间我国需基本建成42个全国性综合交通枢纽。意见公布的42个全国性综合交通枢纽城市分别为北京、天津、哈尔滨、长春、沈阳、大连、石家庄、秦皇岛、唐山、青岛、济南、上海、南京、连云港、徐州、合肥、杭州、宁波、福州、厦门、广州、深圳、湛江、海口、太原、大同、郑州、武汉、长沙、南昌、重庆、成都、昆明、贵阳、南宁、西安、兰州、乌鲁木齐、呼和浩特、银川、西宁、拉萨。                                                                                  |
| 2014年 4月  | 80个项目向社会资本开放推动稳增长          | 按照《政府工作报告》部署，会议在铁路、港口等交通基础设施等方面，首批推出80个符合规划布局要求、有利转型升级的示范项目，面向社会公开招标。会议推出的项目，包括铁路、港口等交通基础设施，新一代信息基础设施，重大水电、风电、光伏发电等清洁能源工程，油气管网及储气设施、现代煤化工和石化产业基地等方面，并在下一步将推动油气勘查、水利、机场等领域扩大向社会资本开放程度。                                                                                    |
| 2014年 4月  | 36市城轨规划获批2200亿元投资掀基建热潮     | 预计到2020年全国拥有轨道交通的城市将达到50个，到2020年我国轨道交通要达到近6000公里的规模，在轨道交通方面的投资将达4万亿元。                                                                                                                                                                                                    |
| 2014年 4月  | 铁路投资今年增至8000亿元设备投资增至1430亿元 | 2014年投资总额增至8,000亿元以上，这不仅比年初6,300亿元的“基调”提高了1,700亿元之多，而且直逼2010年8,426亿元的铁路投资史最高记录；开工项目增至64项，今年新投入运营的线路要保达到7000公里以上，设备投资额由1,200亿元增至1,430亿元以上，达历史最高水平。                                                                                                                        |
| 2014年 5月  | 加快推进重大水利工程建172项重大水利工程      | 172项重大水利工程建成后，将实现新增年供水能力800亿立方米和农业节水能力260亿立方米、增加灌溉面积7,800多万亩，使我国骨干水利设施体系显著加强。国务院会议还强调，今后将重点推进重大农业节水工程，突出抓好重点灌区节水改造和严重缺水、生态脆弱地区及粮食主产区节水灌溉工程建设。据了解，目前已有17个省份公布了2014年的水利投资计划，总投资金额为2,717亿元，比去年增长7.04%。工程建成后，将实现新增年供水能力800亿立方米和农业节水能力260亿立方米、增加灌溉面积7,800多万亩，使我国骨干水利设施体系显著加强。 |
| 2014年 11月 | “一路一带”规划出台工程机械迎转机          | 推进“一带一路”建设是我国形成全方位对外开放格局的大战略，有助于统筹国内国际两个大局，搭建国际性的改革开放平台，以合作促进开放，以开放扩大合作。                                                                                                                                                                                                 |
| 2014年 12月 | 44个海上风电项目入国家开发方案海上风电开发提速   | 我国海上风能资源丰富，加快海上风电项目建设，对于促进沿海地区治理大气雾霾、调整能源结构和转变经济发展方式具有重要意义。风电发展“十二五”规划提出，到2015年，海上风电装机容量达到500万千瓦；到2020年，海上风电装机容量达到3,000万千瓦。                                                                                                                                              |
| 2014年 12月 | 发改委批复超万亿元项目交通成主要发力点        | 进入2014年四季度以来，国家发改委已经批复了27个项目，总投资达11,651亿元，并且多集中在交通基建领域。                                                                                                                                                                                                                  |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2015 年 3 月 28 日，国家发改委、外交部及商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》（即“‘一带一路’规划”），这将为正处于低位徘徊的国内工程机械企业带来重要的新机遇。在国家政策和国内工程机械性价比的双重优势下，海外市场或将带动工程机械

行业需求的回升。可以看出，最新政策均围绕工程机械行业的结构调整和优化升级，以促进行业新增增长点的形成，缓解当前产能过剩、增长乏力的局面。

## 行业发展前景

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，使得应收账款回款质量提高，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。

## 竞争优势

### 产品种类丰富，市场份额占优

公司拥有主机和基础零部件协调发展的专业化生产体系，生产范围涵盖7个产品类别的近50

种不同产品类型，涵盖了起重机械、铲运机械、路面机械、压实机械、筑路机械和桩工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。公司是中国工程机械行业产品品种与系列最齐全的企业之一，目前在起重机械、压实机械、路面机械以及筑路机械等产品的市场占有率上均排名行业第一。

未来，公司将在持续巩固起重机械、压实机械和路面机械等优势产品的基础上，加大对重型卡车以及其他专用车的投入，这一举措将进一步巩固公司在工程机械行业占优的市场地位。

### 研发设计能力突出

公司拥有国家级企业技术中心、国内行业第一家博士后科研工作站，成立了行业内唯一的国家级工程机械智能控制工程研究中心，是“全国起重机械标准化技术委员会流动式起重机分技术委员会”秘书处挂靠单位，拥有1个江苏省级“工程技术研究中心”、1个“江苏省工程机械研究院”和“企业院士工作站”。公司近年不断加大研发投入，建立了以国家级技术中心为核心的研发体系，先后承担国家863计划“机群智能化工程机械”、国家重点新产品计划“QAY200全地面起重机”和省级重大科技成果转化项目“智能化路面施工机械”等一批省部级以上重点技术创新项目。2014年5月徐工集团荣膺最高奖项“第三届中国工业大奖”，成为工程机械行业唯一获此殊荣的企业。近年来，公司成功攻克了一大批制约工程机械产品研发的关键技术，掌握的核心技术超百项，获得授权有效专利超千项，极大地提高了产品的市场竞争力。

### 业务运营

目前，公司主要从事各类工程机械产品的设计、研发、制造及销售。从公司整体运营情况来看，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263.07亿元、224.19亿元和160.19亿元，主营业务收入逐年减少。

2015年，公司实现营业总收入166.58亿元，

同比下降 28.53%，其中主营业务收入为 160.19 亿元，同比下降 28.55%。从各类产品收入情况来看，起重机械是公司最主要的收入来源，2015 年其主营业务收入中的占比为 35.94%；此外，铲运机械和桩工机械板块收入分别占主营业务收入的 13.53% 和 11.23%，为公司主营业务收入的重要组成部分。2016 年 1~6 月，公司实现营业总收入 81.38 亿元，同比下降 14.40%。

表 5：2015 年公司主营业务收入结构

| 产品        | 收入（亿元） | 占比（%）  |
|-----------|--------|--------|
| 起重机械      | 57.56  | 35.94  |
| 铲运机械      | 21.68  | 13.53  |
| 压实机械      | 9.46   | 5.91   |
| 混凝土机械     | 9.29   | 5.80   |
| 路面机械      | 3.42   | 2.13   |
| 桩工机械      | 17.99  | 11.23  |
| 消防机械      | 4.68   | 2.92   |
| 其他工程机械    | 10.44  | 6.51   |
| 工程机械备件及其他 | 25.67  | 16.02  |
| 合计        | 160.19 | 100.00 |

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

## 起重机械

起重机械是公司最具竞争优势的产品，市场占有率连续多年占据行业首位。目前公司在产的起重机械包括汽车起重机、履带起重机和随车起重机三大类。2013~2015 年，公司起重机械合计销量分别为 13,761 台、13,568 台和 9,215 台。受相关基建领域对工程机械的需求明显下滑影响，2013 年起公司汽车起重机订单明显减少，产销量明显下滑；2015 年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，导致起重机械产量同比大幅下滑 38.75%，销量同比大幅下降 32.08%。2016 年 1~6 月，公司起重机械合计销量为 4,535 台。

表 6：公司起重机械产销情况（台/年、台）

| 起重机类型 | 项目 | 2013   | 2014   | 2015   |
|-------|----|--------|--------|--------|
| 汽车起重机 | 产能 | 22,000 | 20,000 | 20,000 |
|       | 产量 | 7,677  | 7,864  | 4,088  |
|       | 销量 | 7,754  | 7,578  | 4,554  |
| 履带起重机 | 产能 | 480    | 500    | 500    |
|       | 产量 | 407    | 301    | 247    |
|       | 销量 | 376    | 309    | 251    |
| 随车起重机 | 产能 | 8,000  | 10,000 | 10,000 |
|       | 产量 | 5,851  | 6,052  | 4,373  |
|       | 销量 | 5,631  | 5,995  | 4,410  |
| 产量合计  |    | 13,935 | 14,217 | 8,708  |
| 销量合计  |    | 13,761 | 13,568 | 9,215  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，汽车起重机是公司的传统优势产品，在起重机械销量中占有较大的比重，2015 年公司汽车起重机共销售 4,554 台，市场占有率为 48.83%，保持行业第一的地位。分产品型号看，公司产品涵盖了从 8 吨到 160 吨以上所有的产品类别，在各吨位上公司均保持着领先的市场地位。2011 年 1 月，公司自主研发的 QAY800 和 QAY1000 型全地面起重机通过国家鉴定，这是我国自主研发的千吨级全地面起重机首次通过鉴定并投入市场的国内产品。目前公司全地面起重机已覆盖 QAY25-QAY1000 共 15 个品种，已用于首钢搬迁、上海世博馆建设、风电安装等大型工程，成功替代进口产品。

履带起重机和随车起重机的市场容量相对较小，2013 年两种产品全市场总销量分别为 1,523 台和 10,114 台，其中公司销量分别占其中的 24.7% 和 55.7%。2014 年公司履带起重机销量 309 台，产销率 102.66%；随车起重机销量 5,995 台，产销率 99.06%。2015 年公司履带起重机销量 251 台，产销率 101.62%；随车起重机销量 4,410 台，产销率 100.85%。公司是国内四家主要的履带起重机生产商之一，近年来市场占有率一直保持在行业第二的位置。而在随车起重机细分市场中公司优势明显，市场占有率一直稳居行业首位。

## 铲运机械

铲运机械是公司第二大收入来源板块，产品主要为装载机。目前公司开发了 F、K 和 G 三大系列，十多个型号的装载机产品。装载机变形产品有煤炭型、岩石型、高原型和钢厂型等以适应各种工况，同时具有夹钳、滑叉、雪犁、抓草机等不同变形机具。公司装载机型号主要集中在中小型，以 30 型（3 吨）和 50 型（5 吨）为主，其中 50 型销量在公司总销量中占比过半。2013~2015 年，公司装载机销量分别为 21,453 台、15,334 台和 8,910 台。2014 年技术升级后，近两年公司装载机年产能保持 30,000 台，但在工程机械行业持续低迷的背景下，2015 年公司装载机产销量分别同比下滑 39.68% 和 41.89%。

表 7：公司装载机产销情况（台/年、台）

|    | 2013   | 2014   | 2015   |
|----|--------|--------|--------|
| 产能 | 22,000 | 30,000 | 30,000 |
| 产量 | 18,935 | 11,841 | 7,142  |
| 销量 | 21,453 | 15,334 | 8,910  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 压实机械

公司压实机械产品主要为压路机，产品型号包含了静碾系列、轮胎系列、单杠轮系列等全部压路机类型，优势产品主要集中在轮胎压路机以及单杠轮压路机。

2013 年我国道路工程建设步伐有所加快，公司压路机销量有所回升。由于整体行业低迷，公司压缩压路机产能，2014 年压路机产能减少至 6,000 台/年，且当年压路机销量同比下降 9.99%。2015 年公司压路机产能保持稳定，但受市场需求低迷影响，公司压路机产量同比下降 32.78%。2013-2015 年，公司压路机销量分别为 4,595 台、4,136 台和 3,119 台，产销率分别为 103.63%、102.17% 和 114.63%。2016 年 1~6 月公司压路机销量为 1,673 台，产销率为 106.29%。

表 8：公司压路机产销情况（单位：台）

|    | 2013  | 2014  | 2015  |
|----|-------|-------|-------|
| 产能 | 6,500 | 6,000 | 6,000 |
| 产量 | 4,434 | 4,048 | 2,721 |
| 销量 | 4,595 | 4,136 | 3,119 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司在压路机行业市场地位稳固，近年占有率一直保持行业领先地位，2014 年公司市场占有率 27.64%，市场排名第一，2015 年市场占有率 30.03%，市场份额有所增大。

## 路面机械

公司路面机械产品主要是摊铺机，具有较高技术含量且性能稳定的液压式摊铺机是市场的主力销售机型。公司是国内最早从事全液压摊铺机制造的企业，从 1989 年研发制造国内第一台具有自主知识产权的全液压摊铺机 S1700 至今，其液压式摊铺机总产量已超过 5,500 台。公司在摊铺宽度 6 米以上的液压式摊铺机产品中占据绝对市场优势。2015 年，公司摊铺机市场占有率为 21.18%。

表 9：公司摊铺机产销情况（台/年、台）

| 摊铺机 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----|------|------|------|
| 产能  | 600  | 700  | 700  |
| 产量  | 353  | 458  | 312  |
| 销量  | 446  | 477  | 382  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司摊铺机销量分别为 454 台、477 台、382 台和 288 台。近年来，受道路工程量下滑及市场开拓不佳等因素影响，公司摊铺机械销售压力较大。

## 混凝土机械

公司混凝土机械产品主要是混凝土泵车以及搅拌站。公司是国内较早进入混凝土机械领域的企业，但在混凝土机械市场上占有率一直较低。2010 年开始，公司重点发展混凝土机械，随着对产品重视程度的提高以及多年的技术积累，混凝土机械业务开始快速发展。2012 年 7 月，公司成功收购全球混凝土机械领军企业——德国施维英集团，将施维英集团的技术通过合资的方式引入国内，在消化吸收的基础上开发适合国内市场的中高端新产品。2015 年公司混凝土机械产能为 15,000 台，混凝土机械产量为 1,675 台，产能释放率低；销量为 1,847 台，产销率为 110.27%。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 75%的股权，混凝土机械板块业务大幅下降，2016 年 1~6 月混凝土机械板块仅实现营业收入 0.51 亿元。

## 桩工钻孔机械

公司桩工钻孔机械业务已形成 XR 系列旋挖钻机、XG 系列连续墙抓斗、长螺旋钻机、水平定向钻机、旋挖钻机、煤炭掘进机等系列产品。公司旋挖钻机的规模实力位列行业第一，280 以上大吨位市场占有率达 60%以上，稳居行业第一；水平定向钻持续行业第一；新培育的掘进机产业化步伐较快，增长率行业第一。2015 年公司桩工钻孔机械产能为 1,200 台，产销率为 148.19%，产销情况表现良好。2016 年 1~6 月公司桩工钻孔机械产品的产量和销量分别为 380 台和 498 台。

表 10：公司桩工钻孔机械产销情况（台/年、台）

|    | 2014  | 2015  |
|----|-------|-------|
| 产能 | 1,200 | 1,200 |
| 产量 | 1,105 | 662   |
| 销量 | 1,054 | 981   |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 其他

除上述产品外，目前公司产品还包括消防环卫机械、工程机械备件等。

从消防环卫机械业务板块来看，公司提供十余种型号的高空消防车和举高喷射消防车，其中 DG100 型号高空消防车的举升高度达 100 米。近年来，公司消防机械产品销售情况良好，2015 年公司消防机械产能为 600 台，产能释放率为 36.67%，实现销量 184 台，产销率为 83.64%。

从工程机械备件业务板块来看，公司制造和销售的各类工程机械基础零部件产品主要包括底盘、液压件等。2013~2015 年，公司工程机械备件业务收入分别为 33.07 亿元、37.38 亿元和 25.67 亿元，分别占主营业务收入的 12.57%、16.67%和 16.02%。2013~2015 年，工程机械备件的毛利率分别为 7.16%、8.31%和 11.56%。2013~2015 年，在整体工程机械行业景气度下滑的情况下，公司的工程机械备件产品毛利率逐年上升，显示出较强的市场竞争实力。2016 年 1~6 月，公司工程机械备件业务收入为 11.32 亿元，毛利率为 8.97%。

总体来看，受经济增速放缓及固定资产投资增速下降影响，工程机械产品需求下滑，公司起重机械、土方机械、筑养路机械、混凝土机械等产品线出现产能利用不足的情况，部分产品销量明显下降，但公司凭借突出的综合竞争能力，优势产品市场份额仍有提升，继续保持行业优势地位。

## 原材料采购

公司生产所需的原材料主要为汽车底盘、发动机、钢材、液压泵、主油泵、分动箱、各种液压阀、回转轴承、遥控系统等。其中，汽车底盘、发动机、钢材等原材料占比较高。

从采购周期来看，公司国内原材料的采购周期通常为 1-2 个月，国外采购通常为 4-5 个月，对于一些型号特别的板材、型材，采购周期会适当延长。公司对于除核心部件外的原材料基本实现零库存管理，为保证公司的正常生产，公司要求各供应商据生产需求将原材料备放于物资供应公司的原材料仓库内，各分子公司于用料前约 3 天指派专人至原材料仓库进行检验与交接入库。

从采购渠道来看，公司建有合格供应商目录并每年更新，目前公司原材料供应主要来源于国内市场。此外，公司部分核心零部件如泵、桥、电器件等主要来自于国外，目前国外原材料采购比例约占总采购额的 20%。从结算方式来看，公司通常在原材料入库 1 个月左右完成结算，国内原材料采购主要通过转账和银行承兑汇票结算，国外原材料采购主要通过信用证以及 T/T（电汇）方式结算。为解决外部产能制约带来的核心零部件供应瓶颈，公司一方面通过与一些外资厂商合作成立零部件制造企业来保证原材料的供应，另一方面针对部分国内供应商技术实力较弱的特点，公司通过向其提供技术支持的方式，提升其产品性能以能够满足公司产品质量控制要求。

## 产品销售

公司根据各产品的市场特点分别采用直销和经销两种方式，分别约占销售总额的 40%和 60%。直销方面，公司自 1996 年起开始在国内建立办事处和代表处等销售机构，目前已经形成了覆盖国内 30 个省份的营销网络，其中各类办事处 177 个，从

业人员 1000 余人，负责对各自区域市场的管理和“三高一大（高端、高科技、高附加值和大吨位）”产品的直销。经销方面，公司自 2000 年开始发展大市场容量产品的经销商和代理商，目前已在国内已有长期稳定合作的签约经销商 300 余家及其地市级网点 2,300 余个，有效地保障了客户的产品需求和服务需要。国际市场销售方面，目前公司已经建立了广泛的国际销售渠道，在 150 多个国家建立了销售网点，产品已远销 173 个国家和地区。

在服务网络建设方面，公司在完善现有经销商 4S 店建设的前提下，将逐步在全国各主要省会城市建设徐工品牌旗舰店，不断为经销商提供新的产品和备件服务支持，逐步做大做强经销商队伍，实现区域市场的规范化和标准化，为客户提供更好的服务，争取更大的市场发展空间。

在销售政策方面，公司产品销售主要采取全额付款、按揭贷款、分期付款和融资租赁四种形式，占比分别约为 20%、15%、25%和 40%。全额付款一般为在发货前付款 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 5%~30%不等，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，主要运作模式为客户先支付合同金额 20%-30%首付款至公司账户，剩余部分办理银行按揭，银行贷款审批完成后，将款项一次性划至公司账户，客户根据《还款计划书》的约定按月向银行还款，直至贷款结清；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。融资租赁方面，公司与国银金融租赁有限公司、民生金融租赁股份有限公司、及徐工集团子公司江苏徐工工程机械租赁有限公司合作，签署关于工程机械设备融资租赁的合作协议，公司提供担保。截至 2016 年 6 月末，公司负有回购责任的按揭贷款余额为 14.01 亿元；公司负有回购责任的融资租赁余额为 76.47 亿元（注：徐工集团内部融资租赁余额为 46.19 亿元；外部融资租赁余额为 30.28 亿元）。

总体而言，公司按揭贷款和融资租赁销售的比

例较高，在经济增速放缓的情况下，公司回购风险增大。

## 发展规划

根据公司制定的发展规划，未来徐工有限下属的优质资产将逐步划入公司旗下。随着一带一路战略的持续推进，提升公司的国际化水平，提高公司在一带一路沿线国家和地区的产品竞争力和综合服务能力。

具体来看，在产品方面，公司将持续巩固并提高工程起重机械和压实机械的压倒性优势，取得海外高端市场的突破，同时向全系列发展并不断扩大市场份额，重点发展混凝土机械和重型卡车以及其他专用车，培育环卫装备、矿山机械等产业，取得液压元件、传动系统、电控系统等核心零部件产业化新突破，支撑主机产品的竞争。研发方面，公司将加快以国家级技术中心为主体的技术体系建设，在高端产品核心技术、制造技术和自主开发能力上取得重大突破。

## 公司治理

### 治理结构

根据《公司法》及其他有关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求，公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会，建立了规范的公司治理结构。股东大会是公司的最高权力机构，董事会作为股东大会的执行机构，对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事组成，其中董事长 1 人。公司监事会由 7 名监事组成，监事会设主席 1 人；监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。

公司制定并完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《信息披露事务管理制度》、《董事会专门委员会工作细则》、《募集资金管理制度》等规章制度，已形成了比较系统的治理框架文件。

公司自设立以来，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律法规、公司章程和相关议事规则的规定进行运作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

## 内部管理

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设证券部、战略规划部、经营管理部、科技质量部、财务部、国际发展部等经营支持部门，各部门独立运行、权责明晰。同时，为加强内部控制，防范经营风险，公司按照《公司法》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的相关要求，根据业务实际情况，建立了较为完善的内部管理体系和内部控制制度。

在供应商管理方面，公司确立了供方管理的整体思路为“诚信双赢，共同发展”，把供方看作是公司整个组织机构的延伸，从资金、技术等方面帮助、扶持，同时组建了采购工程师队伍，参与供方质量控制过程的管理，同时公司还建立了供方 ABC 分级管理制度及业绩评定标准，定期对供方进行业绩评价，严格按质量业绩确定供货比例，并严格按照 ISO9001 标准要求进行考核，通过样品确认、现场考察、小批量试用、批量使用等程序进行评价。公司严格执行《采购控制程序》，并先后修订完善了 28 个子流程，从供应商的选点、样件试用跟踪等多方面对供应商进行管理。

在产品质量控制方面，公司在产品关键零部件的制造、整机装配环节，严格执行关键过程控制程序、质控点控制程序、工序质量控制程序、生产过程产品搬运、贮存、防护和交付管理程序、产品标识和可追溯性管理规定和产品监视和测量控制程序等文件规定，确保生产过程中质量的控制，同时公司还建立了以下道工序对上道工序、外部市场反馈作为对工位质量的评价标准，确保在市场竞争中以质取胜。

在财务管理方面，公司建立了结算中心，并实行收支二条线的运作方式。公司资金管理坚持“集中管理，统一调度”的原则，资金的使用必须以资金预算为依据，一切资金收支均纳入预算管理。公司对分子公司实施财务负责人或财务部长委派制，与下属公司在财务上实现六个统一，即“统一的会计科目、统一的组织结构设置、统一的核算规则、统一的财务报表体系、统一的主数据管理、统一的业务流程配置”。2013 年 5 月，公司经监管部门批

准，成立了徐工集团财务有限公司，实现了资金归集，有利于提高公司整体的资金使用效率。

在安全生产管理方面，公司实行逐级负责制，并设立安全稳定工作领导小组，负责全公司的安全生产。公司下属各企业主要负责人对本单位的安全生产工作全面负责，由各级安全生产监督管理机构实施定期和不定期的安全检查和监管。

总体来看，公司法人治理结构完善，权力机构、决策机构、监督机构及经营管理层之间权责明确，运作规范有序。公司内部管理体系较为完善，内控制度健全，较好地保障了各项业务的顺利运行。

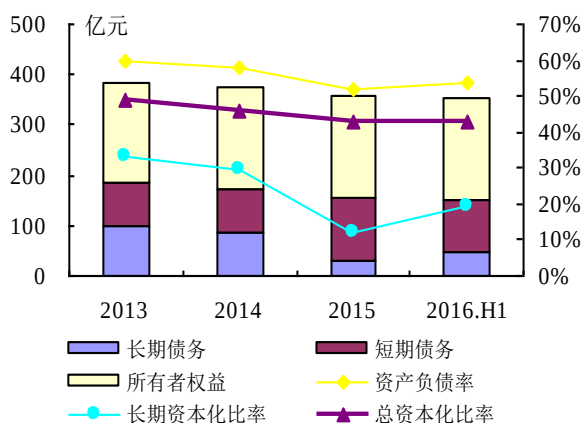
## 财务分析

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 年财务报告，以及未经审计的 2016 年半年度财务报告。

## 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，2015 年公司整体资产规模有所下降。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%，财务杠杆水平呈下降趋势。截至 2016 年 6 月末，公司资产总额 437.51 亿元，负债合计 233.90 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 53.46%和 42.71%，资产负债率水平基本保持稳定。

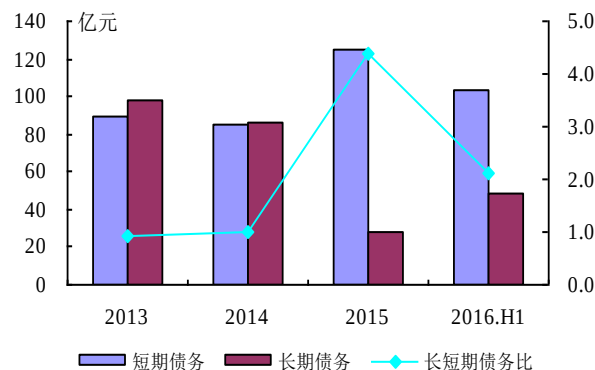
图 3：2013~2016.H1 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至 2015 年末，公司流动资产为 327.79 亿元，占总资产的比重为 76.75%，主要由货币资金、应收账款和存货构成，占流动资产的比重分别为 15.25%、55.00%和 17.54%。其中，应收账款主要系应收产品销售款，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，2015 年末公司计提的坏账准备余额为 17.29 亿元；由于工程机械产品市场需求仍呈现低迷态势，公司应收账款规模仍维持较高水平，短期内难以有效改善，坏账风险值得关注。存货主要系产成品库存，受工程机械需求下降影响，当年公司降低产量以减少资金占用，但年末仍存在较多库存商品未实现销售，至 2016 年上半年公司存货规模仍较大，中诚信证评对公司的去化压力及因库存增长带来的流动性影响表示关注；截至 2015 年末，公司计提存货跌价准备余额为 0.55 亿元。公司非流动资产为 99.29 亿元，占总资产的比重为 23.25%，主要由固定资产和无形资产构成，占非流动资产的比重分别为 60.71%和 15.08%。其中，固定资产主要为房屋建筑物、机器设备等；无形资产主要为土地使用权、商标、专有技术等。

图 4：2013~2016.H1 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

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至 2015 年末，公司流动负债为 192.54 亿元，占负债总额的比重为 87.11%，主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成，占流动负债的比重分别为 23.54%、17.61%、25.76%和 23.61%。其中，应付账款主要系应付供应商尚在信用期内的原材料采购款；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和 11 徐工 01 公司债券。公司非流动负债为 28.50 亿元，占负债总额的比重为 12.89%，主要由长期借款和应付债券构成，其中，长期借款主要由质押借款、保证借款以及信用借款构成；应付债券为 11 徐工 02 公司债券。

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 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 6 月末债务期限结构略有所改善。

总体来看，近年公司短期债务大幅攀升，债务期限结构稳健性下降，但整体债务规模有所下降，财务杠杆比率基本保持稳定，财务结构较稳健。

## 盈利能力

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出现下降，整体经营业绩延续下滑趋势。2013~2015 年，公司实现营业收入分别为 269.95 亿元、233.06 亿元和 166.58 亿元。2016 年 1~6 月

实现营业收入 81.38 亿元，同比下降 14.40%。

从毛利水平看，2013~2015 年，公司营业毛利率分别为 21.80%、22.62%和 20.50%。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。2016 年 1~6 月公司营业毛利率仍有所下降，为 19.98%。

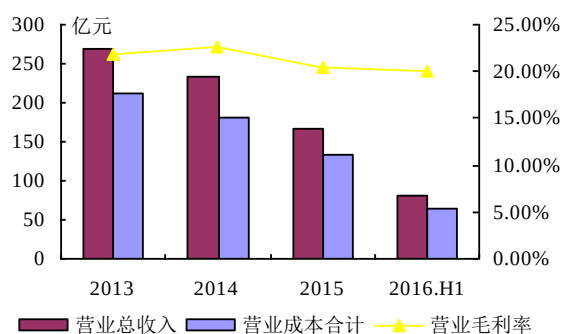
表 11：公司营业收入结构及毛利率情况

单位：亿元、%

| 科目明细    | 2013   |       | 2014   |       | 2015   |       | 2016.H1 |       |
|---------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|---------|-------|
|         | 营业收入   | 毛利率   | 营业收入   | 毛利率   | 营业收入   | 毛利率   | 营业收入    | 毛利率   |
| 营业总收入   | 269.95 | 21.80 | 233.06 | 22.62 | 166.58 | 20.50 | 81.38   | 19.98 |
| 其中：起重机械 | 89.42  | 25.25 | 73.30  | 25.19 | 57.56  | 20.17 | 25.61   | 23.40 |
| 铲运机械    | 53.13  | 19.55 | 30.97  | 21.28 | 21.68  | 18.74 | 12.20   | 17.32 |
| 工程机械备件  | 33.07  | 7.16  | 37.38  | 8.31  | 25.67  | 11.56 | 11.32   | 8.97  |
| 桩工机械    | -      | -     | 16.92  | 39.02 | 17.99  | 33.09 | 9.64    | 27.93 |
| 混凝土机械   | 34.10  | 33.71 | 26.19  | 32.14 | 9.29   | 21.78 | 0.51    | 12.97 |
| 压实机械    | 12.90  | 21.02 | 11.61  | 21.81 | 9.46   | 21.76 | 4.88    | 23.32 |
| 消防机械    | 8.55   | 46.49 | 4.75   | 45.67 | 4.68   | 38.65 | 2.64    | 27.41 |
| 路面机械    | 4.15   | 24.34 | 4.42   | 25.05 | 3.42   | 22.47 | 2.68    | 22.72 |

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

图 5：2013~2016.H1 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

三费方面，公司三费以销售费用和管理费用为主，财务费用的占比相对较低；2015 年受发生汇兑损失 4.66 亿元影响，财务费用规模大幅增加。2013~2015 年公司的三费合计金额分别为 37.03 亿元、41.25 亿元和 37.49 亿元，占营业收入的比例分别为 13.72%、17.70%和 22.50%，三费收入占比有所上升，其原因在于部分期间费用作为固定开支并不随销量下滑而降低。2016 年 1~6 月，在收入持续下降的背景下，公司加大费用控制力度，且受汇兑收益影响，财务费用大幅下降，三费收入占比下降至 16.10%。

表 12：2013~2016.H1 公司期间费用分析

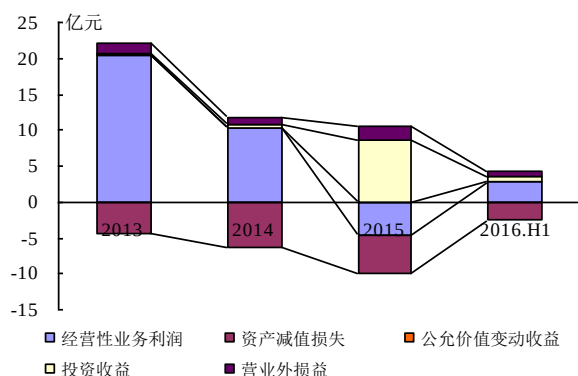
单位：亿元

| 项目     | 2013   | 2014   | 2015   | 2016.H1 |
|--------|--------|--------|--------|---------|
| 销售费用   | 16.07  | 16.40  | 12.19  | 5.88    |
| 管理费用   | 14.19  | 18.75  | 14.72  | 6.95    |
| 财务费用   | 6.78   | 6.11   | 10.58  | 0.28    |
| 三费合计   | 37.03  | 41.25  | 37.49  | 13.10   |
| 营业收入   | 269.95 | 233.06 | 166.58 | 81.38   |
| 三费收入占比 | 13.72% | 17.70% | 22.50% | 16.10%  |

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

近年受收入规模持续下滑影响，公司经营业务利润相应下滑，加之计提资产减值准备，利润总额呈下降趋势。2013~2015 年，公司利润总额分别为 17.70 亿元、5.43 亿元和 0.46 亿元；同期经营业务利润分别为 20.51 亿元、10.37 亿元和 -4.6 亿元；同期资产减值损失分别为 4.52 亿元、6.22 亿元和 5.44 亿元。2016 年 1~6 月，受经营业务扭亏影响，公司实现利润总额 1.79 亿元。2013~2015 年以及 2016 年 1~6 月公司净利润分别为 15.48 亿元、4.07 亿元、-0.63 亿元和 1.31 亿元，所有者权益收益率分别为 7.85%、1.99%、-0.30%和 1.29%。

图 6：2013~2016.H1 公司利润总额构成



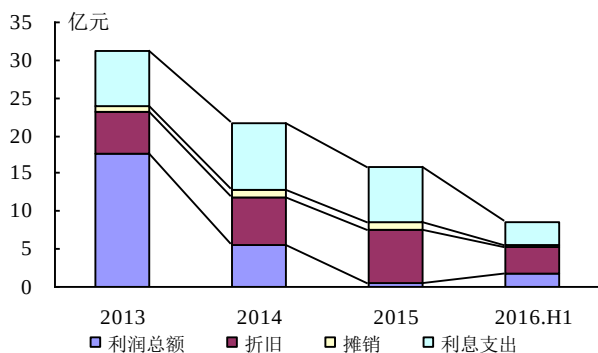
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司收入规模持续下滑，经营性业务获利能力下降，期间费用控制能力有待提升，盈利能力稳定性不足。

## 偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和财务性利息支出构成，近年其折旧规模随固定资产的增加而提升；利润总额随营业收入下降而逐年减少；受有息负债总额下降以及平均利率水平波动影响，财务性利息支出规模存在波动。2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 31.24 亿元、21.66 亿元和 15.75 亿元，EBITDA 规模逐年下降。

图 7：2013~2016.H1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

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 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 4.18、2.38 和 2.14 倍。虽然公司偿债指标有所弱化，但 EBITDA 对债务本息的保障程度依然较高。

表 13：2013~2016.H1 公司主要偿债指标

| 指标              | 2013   | 2014   | 2015   | 2016.H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| 总资产（亿元）         | 490.97 | 488.51 | 427.08 | 437.51  |
| 总债务（亿元）         | 186.73 | 171.74 | 153.16 | 151.80  |
| 资产负债率（%）        | 59.85  | 58.16  | 51.76  | 53.46   |
| 总资本化比率（%）       | 48.65  | 45.66  | 42.64  | 42.71   |
| 经营活动净现金流（亿元）    | -3.83  | 7.38   | 1.08   | 5.37    |
| 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/利息支出（X） | -0.51  | 0.81   | 0.15   | 1.76    |
| EBITDA（亿元）      | 31.24  | 21.66  | 15.75  | 8.60    |
| 总债务/EBITDA（X）   | 5.98   | 7.93   | 9.72   | 8.83    |
| EBITDA 利息倍数（X）  | 4.18   | 2.38   | 2.14   | 2.81    |

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为-3.83 亿元、7.38 亿元和 1.08 亿元。面对较为严峻的产品销售形势，公司主要产品产量和销量下降明显，生产环节资金占用量减少，经营现金流呈现净流入状态。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 倍；经营活动净现金/利息支出分别为-0.51、0.81 和 0.15 倍。2016 年上半年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 5.37 亿元，经营活动净现金/利息支出为 1.76 倍，经营性现金流对债务本息的保障程度有所提升。

财务弹性方面，作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通，可以通过增发、配售股票等方式进行股权融资。同时，公司也可以通过发行中期票据、短期融资券等债务融资工具进行债务融资。此外，公司与众多商业银行保持着良好的合作关系，截至 2016 年 6 月末，公司获得的银行授信额度为 334.25 亿元，已使用授信额度 107.33 亿元，未使用授信额度 226.92 亿元，整体备用流动性充沛。

对外担保方面，截至 2016 年 6 月末，公司担保总额为 68.46 亿元，其中对控股子公司担保 18.67 亿元，对关联企业担保 5.50 亿元，为按揭销售业务提供回购担保和为融资租赁业务提供回购担保的余额分别为 14.01 亿元和 30.28 亿元，对外担保对象基本为重型机械类产品的承租和采购单位，未来集中受宏观经济形势影响的可能性较大。另截至 2016 年 6 月末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项形

成的或有负债。

总体来看，虽然受行业环境影响，公司收入规模有所下滑，盈利空间收窄，但作为工程机械行业的龙头企业之一，公司具备很强的抗风险能力和竞争实力。此外，公司财务结构较稳健，融资渠道顺畅。整体看，公司偿债风险可控。

## 结 论

综上，中诚信证评评定徐工集团工程机械股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“徐工集团工程机械股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用评级为 **AAA**。

## 关于徐工集团工程机械股份有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

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

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

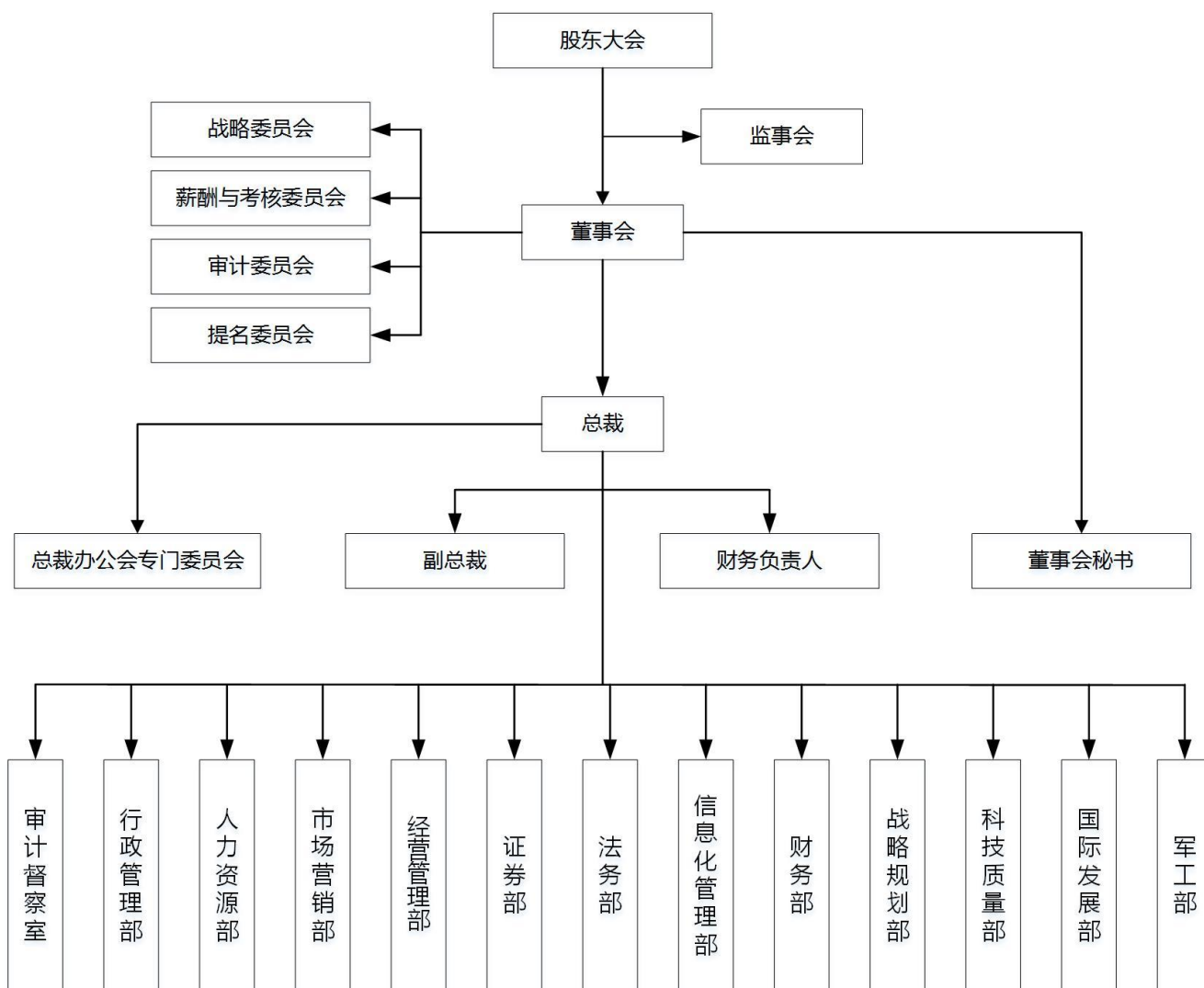
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

附一：徐工集团工程机械股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 6 月末）



附二：徐工集团工程机械股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 6 月末）



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.H1      |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 660,549.53   | 515,810.19   | 499,950.10   | 480,724.20   |
| 应收账款净额           | 2,079,243.84 | 2,003,454.39 | 1,802,920.07 | 1,859,410.17 |
| 存货净额             | 674,411.57   | 771,432.31   | 574,810.96   | 645,079.53   |
| 流动资产             | 3,837,131.55 | 3,653,930.56 | 3,277,920.80 | 3,278,715.00 |
| 长期投资             | 21,065.39    | 102,271.82   | 184,883.03   | 266,912.46   |
| 固定资产合计           | 796,713.81   | 858,125.41   | 621,300.91   | 632,273.91   |
| 总资产              | 4,909,674.32 | 4,885,053.77 | 4,270,794.42 | 4,375,050.50 |
| 短期债务             | 890,569.52   | 855,558.11   | 1,246,956.13 | 1,032,506.55 |
| 长期债务             | 976,710.21   | 861,834.20   | 284,663.18   | 485,486.05   |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 1,867,279.72 | 1,717,392.31 | 1,531,619.31 | 1,517,992.60 |
| 总负债              | 2,938,457.33 | 2,841,157.82 | 2,210,380.68 | 2,339,008.56 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 1,971,216.99 | 2,043,895.95 | 2,060,413.75 | 2,036,041.94 |
| 营业总收入            | 2,699,474.30 | 2,330,628.08 | 1,665,782.93 | 813,847.55   |
| 三费前利润            | 575,397.90   | 516,183.19   | 328,817.49   | 158,384.75   |
| 投资收益             | 1,063.85     | 3,692.50     | 86,223.38    | 7,202.33     |
| 净利润              | 154,799.71   | 40,692.18    | -6,268.15    | 13,149.31    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 312,352.21   | 216,610.74   | 157,504.47   | 86,003.89    |
| 经营活动产生现金净流量      | -38,306.06   | 73,766.76    | 10,774.20    | 53,686.85    |
| 投资活动产生现金净流量      | -216,776.04  | -87,104.18   | -175,198.32  | -102,524.41  |
| 筹资活动产生现金净流量      | 220,665.51   | -183,560.54  | 167,030.14   | 46,702.99    |
| 现金及现金等价物净增加额     | -37,951.29   | -201,070.52  | -2,367.49    | -6,291.51    |
| 财务指标             | 2013         | 2014         | 2015         | 2016.H1      |
| 营业毛利率（%）         | 21.80        | 22.62        | 20.50        | 19.98        |
| 所有者权益收益率（%）      | 7.85         | 1.99         | -0.30        | 1.29*        |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 11.57        | 9.29         | 9.46         | 10.57        |
| 速动比率（X）          | 1.61         | 1.46         | 1.40         | 1.42         |
| 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         | 1.76         |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 4.18         | 2.38         | 2.14         | 2.81         |
| 总债务/EBITDA（X）    | 5.98         | 7.93         | 9.72         | 8.83*        |
| 资产负债率（%）         | 59.85        | 58.16        | 51.76        | 53.46        |
| 总资本化比率（%）        | 48.65        | 45.66        | 42.64        | 42.71        |
| 长期资本化比率（%）       | 33.13        | 29.66        | 12.14        | 19.25        |

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：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）

## 附五：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。