

# 徐工集团工程机械股份有限公司 2020 年面向合格 投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

---

项目负责人：商思仪 [syshang@ccxi.com.cn](mailto:syshang@ccxi.com.cn)

项目组成员：汤梦琳 [mltang@ccxi.com.cn](mailto:mltang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 08 月 17 日

## 声 明

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

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

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

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

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

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

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]3090D 号

## 徐工集团工程机械股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“徐工集团工程机械股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；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

二零二零年八月十七日

## 发行要素

| 发行主体           | 本期规模                               | 发行期限                                    | 偿还方式            | 发行目的          |
|----------------|------------------------------------|---|-----------------|---------------|
| 徐工集团工程机械股份有限公司 | 30 亿元,基础发行规模为 15 亿元,可超额配售不超过 15 亿元 | 品种一为 3 年期,品种二为 5 年期;引入品种间回拨选择权,回拨比例不受限制 | 每年付息一次,到期一次还本付息 | 偿还公司债务、补充流动资金 |

**评级观点:** 中诚信国际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; 评定“徐工集团工程机械股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了工程机械行业景气度向好、完备的产品系列和领先的行业地位、技术研发实力突出、收入和盈利能力大幅提升、经营获现能力良好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

| 徐工机械(合并口径)     | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产(亿元)        | 497.70 | 612.50 | 772.92 | 835.72 |
| 所有者权益合计(亿元)    | 240.56 | 303.41 | 336.46 | 343.10 |
| 总负债(亿元)        | 257.14 | 309.09 | 436.45 | 492.62 |
| 总债务(亿元)        | 149.95 | 177.63 | 233.08 | 260.30 |
| 营业总收入(亿元)      | 291.31 | 444.10 | 591.76 | 138.46 |
| 净利润(亿元)        | 10.29  | 20.56  | 36.45  | 6.19   |
| EBIT(亿元)       | 15.36  | 25.60  | 44.49  | --     |
| EBITDA(亿元)     | 24.07  | 36.13  | 55.12  | --     |
| 经营活动净现金流(亿元)   | 31.53  | 33.09  | 51.36  | 1.21   |
| 营业毛利率(%)       | 18.89  | 16.69  | 17.45  | 18.31  |
| 总资产收益率(%)      | 3.28   | 4.61   | 6.42   | --     |
| 资产负债率(%)       | 51.67  | 50.46  | 56.47  | 58.95  |
| 总资本化比率(%)      | 38.40  | 36.93  | 40.92  | 43.14  |
| 总债务/EBITDA(X)  | 6.23   | 4.92   | 4.23   | --     |
| EBITDA 利息倍数(X) | 6.25   | 10.36  | 15.08  | --     |

注:中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

## 正面

■ **工程机械行业景气度向好。**下游基建以逆周期调节为依托,叠加设备更新需求不断释放及环保排放标准升级等因素,2020 年行业景气度有望持续。

■ **完备的产品系列和领先的行业地位。**公司产品涵盖起重机械、铲运机械、道路机械和桩工机械等主机产品及油缸和液压件等核心零部件产品,完备的产品线有利于公司抗风险能力的保持。2019 年公司起重机械、道路机械等产品在国内市场占有率均保持首位。

■ **研发投入较大,技术研发实力突出。**公司不断加强产品升级及技术研发,近年来研发投入持续增加。截至 2020 年 3 月末,公司累计拥有有效授权专利 5,159 件、发明专利 1,372 件、PCT

国际专利 48 件,研发实力突出。

■ **产销量增加,收入和盈利能力大幅提升,经营获现能力良好。**受益于工程机械行业景气度提升,2017~2019 年公司产品产销量保持增长态势,收入规模、盈利能力和经营获现水平均大幅提升;2020 年一季度,疫情的冲击导致收入及净利润同比小幅下降,但经营活动净现金流仍保持在较好水平。

■ **融资渠道畅通。**截至 2020 年 3 月末,公司获得综合授信额度 422.35 亿元,其中未使用额度 225.71 亿元,备用流动性较为充足。此外,作为 A 股上市公司,股权融资渠道畅通。

## 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,存在一定的或有回购风险。**公司销售方式中,分期付款等非全额付款方式保持在一定比例,造成 2020 年 3 月末应收账款余额处于较高水平,占用较多资金。同期末负有回购责任的按揭贷款和融资租赁余额合计为 144.06 亿元,存在一定或有回购风险。

■ **债务规模保持增长趋势,期限结构有待优化。**随着公司业务规模扩大,债务余额逐年增长,截至 2020 年 3 月末增至 260.30 亿元,短期债务占总债务比重为 76.38%,债务结构有待优化。

## 评级展望

中诚信国际认为,徐工集团工程机械股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

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

## 同行业比较

| 部分工程机械企业 2019 年主要指标对比表 |           |         |            |          |          |
|------------------------|-----------|---------|------------|----------|----------|
| 公司名称                   | 营业总收入(亿元) | 净利润(亿元) | 应收账款周转率(X) | 资产总额(亿元) | 资产负债率(%) |
| 三一集团                   | 875.76    | 123.76  | 2.65       | 1,572.66 | 61.64    |
| 徐工有限                   | 782.76    | 37.23   | 2.56       | 1,218.06 | 68.60    |
| 徐工机械                   | 591.76    | 36.45   | 2.68       | 772.92   | 56.47    |

注:“三一集团”为“三一集团有限公司”简称;“徐工有限”为“徐工集团工程机械有限公司”简称。

资料来源:中诚信国际整理

## 发行主体概况

公司成立于 1993 年 12 月 15 日，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 月在深圳证券交易所上市（股票代码：000425），2009、2010 和 2018 年公司分别进行 3 次非公开发行股票，资本实力不断增强。公司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。

产权结构：截至 2020 年 3 月末，公司总股本为 78.34 亿元，控股股东为徐工有限，持股比例为 38.11%，实际控制人为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”）。

表 1：公司主要子公司

| 全称           | 简称   | 主要产品       |
|--------------|------|------------|
| 徐州重型机械有限公司   | 徐工重型 | 汽车起重机      |
| 徐工随车起重机有限公司  | 徐工随车 | 随车起重机      |
| 徐工基础工程机械有限公司 | 徐工基础 | 旋挖钻机、水平定向钻 |
| 徐工筑路机械有限公司   | 徐工筑路 | 平地机、铣刨机    |
| 徐工重庆工程机械有限公司 | 徐工重庆 | 装载机        |
| 徐工集团财务有限公司   | 财务公司 | --         |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

表 2：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 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）  |
| 发行总额      | 本次债券面值总额不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元），采取分期发行的方式；本期债券为首期发行，发行规模不超过 30 亿元（含 30 亿元），基础发行规模为 15 亿元，可超额配售不超过 15 亿元。 |
| 债券期限      | 本期债券品种一为 3 年期，品种二为 5 年期；本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。   |
| 票面金额和发行价格 | 本次债券面值 100 元，按面值平价发行。  |
| 债券利率      | 本次债券的票面利率将由公司与承销商通过簿记建档方式确定。   |
| 偿还方式      | 本次债券按年付息，利息每年支付一   |

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

本次债券募集资金扣除发行费用后，27 亿元用于偿还公司债务，剩余募集资金用于补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。



第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，

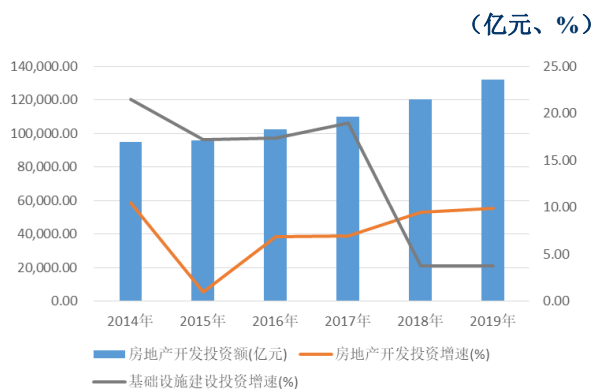
中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

**2019年以来，受益于逆周期调控政策效果的逐渐显现，基建投资增速逐步企稳；同时在更新周期来临、环保政策趋严、海外布局不断完善等因素的影响下，工程机械主要产品销量持续上涨，行业景气度保持高位**

工程机械行业具有较强的周期性，与我国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关，易受经济周期影响。固定资产投资中基础设施建设和房地产是工程机械行业发展的最主要推动因素。2018年7月，国家明确提出了“保基建促投资”的发展基调并相继出台多项政策予以落实，2019年我国基础设施投资增速（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）为3.8%，随着项目逐渐落地，以及新冠肺炎疫情后逆周期调节力度加大，预计2020年的基建投资力度有望边际改善并带动工程机械行业的新增需求。房地产行业占工程机械总需求比重约为17%左右，近年来房地产开发投资始终保持着增长态势，2019年为13.22万亿元，同比增长9.9%。未来，在建立房地产长效机制的大背景下，房地产销售增速或将有所回落，但房地产行业整体韧性较强，行业或将维持一定的投资规模，为工程机械行业的发展提供持续动力。

图1：我国基础设施和房地产开发投资完成额变化情况



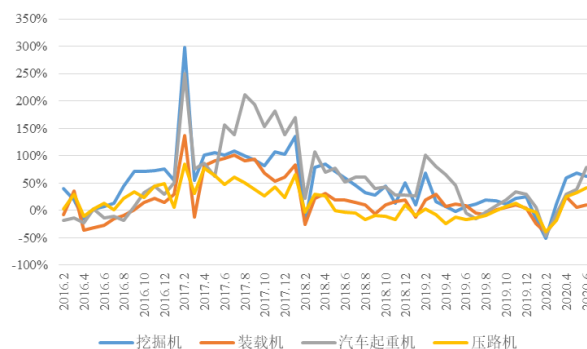
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

除基建和房地产投资的驱动以外，工程机械产品存量更换需求增加亦带动行业基本面回暖。通常情况下，工程机械产品的寿命周期约为 8~10 年，上一轮销售高峰集中在 2008~2011 年，各产品销量均在 2011 年达到顶峰，2016~2021 年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。据统计，目前工程机械行业国内市场保有量在 720 万台，设备的更新升级需求为工程机械行业的稳健增长奠定了基础。此外，根据道路移动机械相关文件要求，目前多省市已公告提前执行国六排放标准，同时对国五禁售、国四全天限行、国三不再年检，环保要求日趋严格将加速淘汰高排放机械，进一步提升工程机械设备的更新需求。

国外需求是驱动我国工程机械行业发展的另一重要因素。虽然 2019 年中国机械设备出口金额同比下降 2.9% 至 4,166.7 亿美元，贸易摩擦升级对我国机械产品的出口造成一定影响，但近年来我国工程机械出口量和出口金额仍呈快速增长态势。以挖掘机为例，2019 年我国挖掘机出口量达到 2.66 万台，同比增长 39.4%，远超同期内销增长率，成为拉动销量增长的重要驱动因素。未来，随着“一带一路”战略的不断深化，我国工程机械将在提升品质、强化服务、融入当地、树立品牌等方面不断提升，加大重点市场开拓度，国际市场占有率有望进一步提高。

在上述因素的综合作用下，我国工程机械行业景气度经历了 2018 年的大幅提升后，仍维持上行趋势。根据工程机械行业协会统计数据，2019 年国内各类挖掘机、汽车起重机、装载机及压路机销量分别为 23.57 万台、4.25 万台、12.36 万台和 1.70 万台，由于前期增速过高以及更新、环保以及外销需求拉动效果有限，整体增速较上年有所回落，但受益于逆周期调控政策的落地，三、四季度销量增速企稳回升。

图 2：主要工程机械产品月度销量增速变动情况（%）



资料来源：choice，中诚信国际整理

2020 年上半年，受新冠疫情影响，中国经济运行受到一定冲击，全国固定资产投资同比下降 3.10%，基础设施建设、房地产开发等下游产业复工推迟，原材料运输成本上升，加之海外疫情蔓延趋势不容乐观，外销需求有所减弱；上述因素共同导致第一季度主要工程机械产品销量均同比下降。但目前国内疫情已得到全面控制，全国工业基本面初步实现稳定，截至 5 月 18 日规模以上工业企业平均开工率已达到 99.1%。此外，在疫情影响和经济降速的背景下，国家不断加强逆周期调节力度，房地产开发投资完成额降幅不断收窄，二季度以来工程机械市场需求好转，主要产品月度销量增速转正；上半年挖掘机、汽车起重机及压路机销量分别同比增长 24.20%、15.68% 和 7.28%，2020 年全年行业需求仍有望保持。同时，考虑到近年来工程机械行业仍处于上升周期，企业偿债能力及盈利水平有所改善，应对危机能力显著增强，预计本次疫情对我国工程机械行业及企业信用水平带来的长期影响有限。

中诚信国际认为，2019 年以来我国固定资产投资和基建投资增速低于预期，但受益于逆周期调控不断加码，基建投资增速逐步企稳，房地产投资保持稳定增长态势，同时在更新周期来临、环保政策趋严、海外布局不断完善等因素的影响下，当年工程机械行业销量仍保持上升趋势。未来，在基础设施建设投资规模增加的预期带动下，工程机械行业有望保持稳步发展，疫情或对短期需求造成一定影响，但长期影响较为有限。

## 业务运营

公司主营业务突出，各类工程机械产品及备件收入占比超过 95%，受益于下游需求持续向好以及设备处于更新换代高峰期，近年来营业总收入逐年增加。其中，起重机械、铲运机械和桩工机械作为最主要的收入来源，2019 年在营业总收入中的占比分别为 35.21%、10.68% 和 9.99%；消防机械作为新兴产品，收入占比不断提升。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

| 收入        | 2017   | 2018   | 2019   |
|-----------|--------|--------|--------|
| 起重机械      | 106.31 | 157.46 | 208.34 |
| 铲运机械      | 35.86  | 50.13  | 63.19  |
| 压实机械      | 13.49  | 16.75  | 17.22  |
| 路面机械      | 5.47   | 8.46   | 11.03  |
| 桩工机械      | 33.27  | 48.79  | 59.10  |
| 消防机械      | 8.16   | 12.92  | 24.16  |
| 环卫机械      | 11.23  | 15.30  | 18.55  |
| 其他工程机械    | 14.34  | 27.49  | 38.81  |
| 工程机械备件及其他 | 51.49  | 89.02  | 131.11 |
| 其他业务      | 11.69  | 17.78  | 20.25  |
| 营业总收入     | 291.31 | 444.10 | 591.76 |
| 占比        | 2017   | 2018   | 2019   |
| 起重机械      | 36.49  | 35.46  | 35.21  |
| 铲运机械      | 12.31  | 11.29  | 10.68  |
| 压实机械      | 4.63   | 3.77   | 2.91   |
| 路面机械      | 1.88   | 1.90   | 1.86   |
| 桩工机械      | 11.42  | 10.99  | 9.99   |
| 消防机械      | 2.80   | 2.91   | 4.08   |
| 环卫机械      | 3.85   | 3.45   | 3.13   |
| 其他工程机械    | 4.92   | 6.19   | 6.56   |
| 工程机械备件及其他 | 17.68  | 20.04  | 22.16  |
| 其他业务      | 4.02   | 4.00   | 3.42   |
| 合计        | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

资料来源：公司提供

**受益于工程机械行业高景气度延续，近年来公司起重机械、铲运机械、筑养路机械等传统产品产销量不断上升，行业龙头地位显著**

起重机械是公司最具竞争优势和规模优势的产品，市场占有率方面，2019 年移动起重机市场占有率保持行业首位；随车起重机国内市场占有率继续上升 1.4 个百分点，达到 61.86%，稳居行业第一；500 吨以上履带起重机国内市场占有率同比增长 10.4 个百分点，突破 45%，竞争力极强。公司采取

以销定产的生产模式，产销率保持在 90% 以上，受益于下游需求拉动以及设备更新换代需求增长，公司起重机械销量不断增加，近三年合计复合增长率 31.70%。

具体来看，公司细分市场中优势明显，汽车起重机是公司的传统优势产品，产品涵盖了从 8 吨到 120 吨以上所有的产品类别，在起重机械产销量中占有较大的比重，近年来产销量均逐年大幅提升，受益于此，公司产能利用率由 2017 年的 49.02% 大幅提升至 2019 年的 105.73%。其中，公司全地面起重机技术水平和创新能力均达到国际先进水平，已覆盖 QAY25~QAY1000 共 15 个品种，成功替代进口产品，并是唯一可供应 1,200~1,600 吨超大吨位全地面起重机的企业。履带起重机和随车起重机市场增长较快，2017~2019 年上述两种产品的销售复合增长率分别为 30.95% 和 27.75%，且产能利用率较高；其中“全球第一吊”4,000 吨履带吊已销售两台。此外，公司还打破了外企对大吨位起重机冷拔薄壁油缸的技术垄断，完成大吨位全地面起重机断开式驱动桥试制。

表 4：公司起重机械产销情况（台/年、台）

| 类型    |    | 2017   | 2018   | 2019   |
|-------|----|--------|--------|--------|
| 汽车起重机 | 产能 | 20,000 | 15,800 | 15,800 |
|       | 产量 | 9,804  | 14,833 | 16,705 |
|       | 销量 | 9,579  | 13,991 | 17,255 |
| 履带起重机 | 产能 | 500    | 500    | 960    |
|       | 产量 | 544    | 907    | 1,062  |
|       | 销量 | 603    | 823    | 1,034  |
| 随车起重机 | 产能 | 10,000 | 10,000 | 10,000 |
|       | 产量 | 6,570  | 9,067  | 10,183 |
|       | 销量 | 6,138  | 8,516  | 10,017 |
| 产量合计  |    | 16,918 | 24,807 | 27,950 |
| 销量合计  |    | 16,320 | 23,330 | 28,306 |

注：2018 年以来部分厂区技改建设及智能化提升，导致汽车起重机产能减少；2019 年履带起重机产能有所增加，主要系新增租用场地以及工艺优化所致。

资料来源：公司提供

作为公司第二大收入来源，近年来铲运机械亦保持稳定发展态势，主要产品为装载机。装载机行业较为成熟，市场集中度较低，2019 年公司装载机市场占有率同比提升 2.4 个百分点，处于行业前列；



产品主要集中在中小型，其中 50 型（5 吨）销量在公司总销量中占比过半，大吨位产品亦实现突破，2019 年推出中国最大 14 吨大吨位装载机。公司装载机产品已形成较好的规模优势，受益于工程机械行业的回暖，近年来产销量逐年增加，产能利用率大幅提升，三年销量复合增长率为 24.60%，产销率维持在 90% 以上。

表 5：公司装载机产销情况（台/年、台）

|    | 2017   | 2018   | 2019   |
|----|--------|--------|--------|
| 产能 | 30,000 | 20,000 | 20,000 |
| 产量 | 13,103 | 16,240 | 21,028 |
| 销量 | 12,661 | 16,042 | 19,655 |

注：2018 年以来部分厂区技改建设及智能化提升，导致产能减少。

资料来源：公司提供

筑养路机械产品（含压实机械和路面机械）主要包括压路机、摊铺机和平地机等。公司连续多年稳居国内筑养路机械行业第一位及全球前五强，且主要产品市场占有率不断上升，其中大吨位压路机销量全球第一。

压路机产品型号包含静碾系列、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；其中在轮胎系列压路机细分市场上，公司市场占有率超过 45%。近年来，在基建项目投资推进以及存量机械产品更新需求带动下，压路机销量保持增长态势；但产量有所波动，其中为消化过往少量库存，2019 年公司对其产量进行适量控制。公司平地机市场占有率位居行业龙头地位，260 到 550 马力大型矿用平地机已全面进入力拓、必和必拓、淡水河谷、俄罗斯 KBA 矿业公司和国内大型能源集团。公司是国内最早从事全液压摊铺机制造的企业，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，受益于下游需求复苏以及市场拓展初见成效，摊铺机产销量亦不断增长，产能利用率明显提高。

表 6：公司主要筑养路机械产销情况（台/年、台）

| 压路机 | 2017  | 2018  | 2019  |
|-----|-------|-------|-------|
| 产能  | 6,000 | 6,000 | 6,000 |
| 产量  | 5,016 | 5,867 | 5,642 |
| 销量  | 4,854 | 5,474 | 5,890 |

| 摊铺机 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----|------|------|------|
| 产能  | 700  | 700  | 700  |
| 产量  | 598  | 642  | 835  |
| 销量  | 551  | 650  | 873  |

资料来源：公司提供

**随着公司不断加大对新兴产品的培育，桩工机械和消防机械等板块快速发展；同时公司重视研发投入，并加快推进核心零部件研发工作，多项关键技术取得突破**

公司桩工钻孔机械产品包括水平定向钻、旋挖钻机以及连续墙抓斗等。2019 年，公司水平定向钻机、旋挖钻机、双轮铣以及隧道掘进机市场占有率均稳居国内行业第一位；其中，代表桩工机械技术含量、价值量最高水平的双轮铣槽机全面替代国外品牌拿下 6 亿元订单，新兴产品逐渐成为行业标杆。产能方面，随着公司大型桩工机械产业化升级技改项目建成投产，2019 年末产能升至 2,975 台/年；同时受益于建筑工程行业需求向好，新增产能释放情况良好，产销量实现增长。

表 7：公司主要桩工机械产销情况（台/年、台）

|    | 2017  | 2018  | 2019  |
|----|-------|-------|-------|
| 产能 | 2,650 | 2,650 | 2,975 |
| 产量 | 2,025 | 2,859 | 2,950 |
| 销量 | 1,927 | 2,814 | 3,158 |

资料来源：公司提供

消防机械主要包括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；2019 年高空消防车和臂式高空作业平台市场占有率均位居国内市场第一位。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；此外，高空作业平台呈高速发展态势，2018 及 2019 年销量分别同比大幅增加 107% 和 46%。但整体来看，公司消防机械产品目前产能利用率仍较低，产能尚有待进一步释放。

表 8：公司消防机械产销情况（台/年、台）

|  | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|
|--|------|------|------|

|    |     |     |     |
|----|-----|-----|-----|
| 产能 | 600 | 600 | 600 |
| 产量 | 220 | 385 | 365 |
| 销量 | 254 | 338 | 353 |

注：上表统计口径不包括高空作业平台。

资料来源：公司提供

公司始终重视产品和技术研发，2017~2019 年研发投入分别为 16.34 亿元、20.15 亿元和 21.27 亿元，占同期营业总收入的比重均超过 3%；截至 2019 年末，拥有有效授权专利 5,159 件、发明专利 1,372 件、PCT 国际专利 48 件，累计制定国家及行业标准 156 项。近年来公司不断推出国内及全球首创的整机新产品，主要产品包括全球首款纯电动 XCS45 型集装箱正面吊运起重机、全球最大吨位的 XR800E 旋挖钻机、应用于风电吊装的 XGC11000 履带起重机、全球最高米级 58 米的 GTBZ58S 高空作业平台、实现无人驾驶的 XS203AI 单钢轮振动压路机、国内最高米数的大流量大跨度 JP72S5 举高喷射消防车以及一系列全地面起重机换代新产品等，产品竞争力及技术创新水平行业领先。

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，公司还加快高端液压阀与油缸研发以及新型传动件基地技改工作，目前已自主掌握全套液压、传动元件、智能控制元件及高端铸造技术，核心零部件自给率有所提升。其中，挖掘机零部件方面，2019 年公司自主突破的小挖液压主阀年配套超过 3,000 台、中挖主阀正加快推进产业化、大挖主阀完成装机，300 和 700 吨矿挖“四轮一带”完成首台套装配；新型电控箱年配套数量突破 1,400 台，全自动变速箱实现批量装机。

### 公司拥有良好的销售渠道和灵活的销售政策，海外收入亦不断增加，但由于信用销售比例较高，面临一定或有回购风险

公司目前已形成覆盖国内 30 余个省份的营销网络，同时拥有长期稳定合作的签约经销商接近 300 家及其地市级网点 2,300 多个，有效地保障了客户的产品和服务需要；海外方面，公司拥有 130 家经销商、40 个办事处以及 140 多个服务备件中心，营销网络覆盖 183 个国家和地区，且近年来公

司重点布局亚太区市场、“一带一路”沿线国家等。近年来，公司履带吊尼日利亚项目连续取得大订单，XCA60E 全地面起重机实现批量出口，百吨级全地面起重机 XCA100E 在德国市场得到认可，压路机、装载机等产品进入美国市场。根据国家海关数据，2017~2019 年徐工品牌主机出口和自营出口额均稳居行业国内品牌第一，同期公司海外收入同比分别为 33.09 亿元、58.94 亿元和 74.45 亿元，呈逐年增长态势；其中，起重机械、装载机、压路机、平地机、摊铺机等产品始终保持行业出口第一，公司产品在亚太、中亚、非洲等地区占有率逐步提升。**中诚信国际认为**，近年来公司全球化产业布局及营销网络不断完善，产品得到普遍认可，海外业务快速发展；2020 年以来，新冠肺炎疫情在主要经济体国家不断蔓延，对全球经济造成较大负面影响，需对公司出口及海外子公司的运营情况保持关注。

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，承购人先支付合同金额 20%~40% 首付款至公司账户，剩余部分承购人以所购买的工程机械作抵押，向银行办理按揭，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。为控制销售风险，公司全额付款比例维持在较高水平；但为应对较为激烈的市场竞争以及价值较高的大吨位产品销售增加，分期付款比例上升较多，2019 年占比超过 40%，导致当年末应收账款大幅增长。同时，为降低或有回购风险，当期按揭贷款销售比例下降，但融资租赁仍保持在较大规模，融资租赁销售占比约为 10%~15%；截至 2020 年 3 月末，公司对外负有回购责任的客户按揭贷款

余额为 26.30 亿元，负有回购责任的客户融资租赁余额为 117.76 亿元，其中内部融资租赁余额为 73.21 亿元，中诚信国际对其面临的回购风险保持关注。

## 战略规划及管理

### 公司控股股东混合所有制改革稳步推进；公司募投项目有序开展，未来将在强化工程机械产品竞争优势的基础上，进一步推进智能化和信息化进程

徐州市国资委持续推进在公司控股股东徐工有限层面引进央企、省企和民间资本的混合所有制改革。根据徐工有限 2020 年 5 月 29 日发布的公告，徐工有限内部产业划分与资产整合得到徐州市国资委的批复；具体来看，共有 3 家企业<sup>1</sup>无偿由徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）划转至徐工有限，同时 6 家<sup>2</sup>并表企业、4 家不并表企业从徐工有限划出，上述资产的无偿划转将工程机械相关产业进一步集中在徐工有限层面，为推进工程机械板块整体上市奠定基础。此外，徐工有限混合所有制改革涉及的增资项目于 2020 年 6 月 24 日公开挂牌，拟公开征集不超过 10 名战略投资者，预计向战略投资者及员工持股平台募集资金 156.56 亿元，同时，徐工集团拟将其持有的上述增资前徐工有限 33.33% 股权对应的出资额通过非公开协议方式转让给省属某国有独资公司；增资完成后，预计徐工集团和某省属国有独资公司合计持有徐工有限股权的比例将不低于 51%，战略投资者和员工持股平台合计持有徐工有限股权的比例将不超过 49%，目前增资事项仍在挂牌阶段，中诚信国际将对其后续进展及影响保持关注。

2018 年 7 月，公司成功非公开发行人民币普通股 82,594 万股，发行价格 3.08 元/股，募集资金总额为 25.44 亿元。此次非公开发行募集资金将用于智能化地下空间施工装备制造项目、高空作业平台智能制造项目、高端液压阀智能制造及产业化投资项目、智能化压缩站项目、大型桩工机械产业化升级技改工程项目及徐工机械工业互联网化提升项目，将有助于公司的高端装备智能化业务及环境产业进一步发展。目前，公司在建项目主要以上述募投项目为主，预计募集资金投资总额为 24.90 亿元，截至 2019 年末已投 4.57 亿元，重点用于建设大型桩工机械、高空作业平台、智能化压缩站以及液压阀智能制造等项目；除大型桩工机械产业化升级技改工程项目外均处于建设过程中，其中由于产品市场需求不及预期以及工业互联网技术应用场景的快速调整，公司暂缓了对智能化地下空间施工装备制造项目、智能化压缩站项目以及工业互联网项目的投资，且上述项目资金来源均为募集资金，未来投资压力可控。

此外，根据公司于 2020 年 7 月发布的公告，其拟出资设立徐工产业并购基金，基金规模 100 亿元；其中，有限合伙人徐工机械、上海焱信投资有限公司和普通合伙人徐州徐工融创企业管理有限公司出资额分别为 51 亿元、49 亿元和 1,000 万元，目前尚未实缴出资。基金投资期为 5 年，退出期为 3 年，投资标的将主要根据徐工机械战略需要选择；收益分配方面，超额收益的 20% 分配给普通合伙人，超额收益的 80% 按照各合伙人的实缴出资比例进行分配。

表 9：截至 2019 年末公司募投项目情况（万元）

| 在建项目名称            | 募集资金投资总额（调整后） | 累计投资   | 投资进度   | 项目达到预计可使用日期 |
|-------------------|---------------|--------|--------|-------------|
| 智能化地下空间施工装备制造项目   | 28,015        | 174    | 0.62%  | --          |
| 智能化压缩站项目          | 30,275        | 462    | 1.53%  | --          |
| 高空作业平台智能制造项目      | 95,870        | 21,320 | 30.12% | 2020.07     |
| 大型桩工机械产业化升级技改工程项目 | 17,250        | 10,303 | 59.73% | 2019.12     |
| 徐工机械工业互联网化提升项目    | 37,015        | 1,239  | 3.35%  | --          |

<sup>1</sup> 三家划入徐工有限企业分别为徐工施维英、美研中心和香港发展，截至 2020 年 5 月末三家公司工商变更登记均已完成。

<sup>2</sup> 六家从徐工有限划出企业分别为徐工汽车、南京徐工汽车制造有限公司、徐工集团南京研究院有限公司、徐州工润实业发展有限公司、

徐州泽汇人力资源有限公司和徐州工程机械技师学院，截至 2020 年 5 月底已完成南京徐工汽车制造有限公司、徐工集团南京研究院有限公司及徐州泽汇人力资源有限公司的工商变更登记。



|                   |         |        |        |         |
|-------------------|---------|--------|--------|---------|
| 高端液压阀智能制造及产业化投资项目 | 40,621  | 12,235 | 30.12% | 2020.10 |
| 合计                | 249,046 | 45,733 | --     | --      |

注：大型桩工机械产业化升级技改工程项目已于 2019 年底基本完成厂房建设、设备购置及安装，并已投入使用，但部分设备和工程尾款尚未支付；截至本次报告出具日，高空作业平台智能制造项目已达到可使用状态。

资料来源：公司提供

## 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

公司设股东大会、董事会、监事会，建立了规范的公司治理结构；董事会由 9 名董事组成，其中董事长 1 人；监事会由 7 名监事组成，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、财务部等经营支持部门，各部门独立运行、权责明晰。

公司资金管理坚持“集中管理，统一调度”的原则，并于 2013 年 5 月成立了财务公司，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

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 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

**虽然坏账损失规模较大，但受益于工程机械行业景气度持续走高及较好的期间费用控制能力，近年来公司利润水平保持大幅增长态势**

受益于工程机械业务以销定产的特点，且公司成本控制能力较好，近年来营业毛利率相对较为稳定；其中 2018 年受钢材价格上涨影响，整体毛利率同比下降，而随着行业景气度持续走高及钢材价格的回落，2019 年毛利率有所回升。具体来看，除环

卫机械因处于业务探索初期造成毛利率波动较大外，其余各产品毛利率较为均衡；其中，作为公司最具竞争力的产品，起重机械毛利率一直保持在较高水平，而受益于对消防机械产品的培育以及规模效益产生，2019 年该板块毛利率大幅提升；但由于市场竞争较为激烈，压实机械板块毛利水平持续下行。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

|           | 2017  | 2018  | 2019  |
|-----------|-------|-------|-------|
| 起重机械      | 23.11 | 21.62 | 23.80 |
| 铲运机械      | 20.29 | 17.35 | 18.03 |
| 压实机械      | 21.77 | 19.19 | 16.43 |
| 路面机械      | 25.23 | 19.58 | 19.70 |
| 桩工机械      | 22.38 | 19.66 | 19.72 |
| 消防机械      | 20.10 | 14.76 | 26.84 |
| 环卫机械      | 15.24 | 19.86 | 8.40  |
| 其他工程机械    | --    | --    | 12.76 |
| 工程机械备件及其他 | 8.08  | 10.19 | 8.19  |
| 其他业务      | --    | --    | 9.47  |
| 营业毛利率     | 18.89 | 16.69 | 17.45 |

资料来源：公司提供

随着经营和销售规模的扩大，近年来期间费用同比增加，但受益于收入增幅更大，期间费用率逐年压降；其中，公司加大市场开拓及研发力度，销售费用和研发费用持续增长，但 2018 年以来财务费用持续为负，主要系取得利息收入及汇兑收益较多所致。

在收入规模上升和期间费用控制能力增强的带动下，近年来公司经营性业务利润大幅增长。徐州威卡电子控制技术有限公司和徐州罗特艾德回转支承有限公司等联营及合营企业以及持有的可供出售金融资产为公司提供了稳定的投资收益，可对利润总额形成一定补充；其中，受益于持有的上海经石投资管理中心(有限合伙)股权产生股利 3.78 亿元，2019 年投资收益同比增长较多，在上述因素的共同影响下，近两年利润总额同比增幅均超过 85%。此外，公司每年计提一定资产减值损失，随



着销售规模的扩大，应收账款坏账损失随之上升；由于上一轮周期销售的设备进入淘汰期，部分时间较长的应收账款回收困难，造成近两年坏账损失增幅较大，对利润总额形成较大侵蚀。同时，利润总额的大幅提升带动 EBIT 和 EBITDA 均逐年增加，EBITDA 利润率和总资产收益率整体呈上升态势，盈利能力提升且处于行业较好水平。

2020 年一季度，新冠肺炎疫情对下游开工需求及公司设备交货造成一定影响，营业总收入同比略有减少；但由于持续推进各方面降本增效工作，毛利率继续呈上升态势。当期汇率波动以及债务规模扩大造成的较大汇兑损失以及利息费用使得财务费用明显增加，加之公司仍保持较大研发投入，期间费用同比增长 33.23%，期间费用率随之上升。受毛利率上升幅度不及期间费用率影响，同时信用减值损失同比增加，当期利润总额同比下滑 4.45 亿元。但中诚信国际认为，随着国内疫情的好转以及政府出台稳增长政策，后续基建投资有望加速，公司全年盈利仍有望维持较好水平。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

|               | 2017  | 2018  | 2019  | 2020.3 |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 期间费用合计        | 41.36 | 48.15 | 58.55 | 17.32  |
| 期间费用率(%)      | 14.20 | 10.84 | 9.89  | 12.51  |
| 经营性业务利润       | 12.39 | 25.30 | 46.74 | 8.72   |
| 资产减值损失        | 3.74  | 7.54  | 12.39 | 3.23   |
| 投资收益          | 2.84  | 3.80  | 6.53  | 1.30   |
| 营业外损益         | 0.14  | 1.05  | 0.19  | 0.09   |
| 利润总额          | 11.54 | 22.15 | 41.02 | 6.93   |
| EBITDA 利润率(%) | 8.26  | 8.13  | 9.31  | --     |
| 总资产收益率(%)     | 3.28  | 4.61  | 6.42  | --     |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**公司资产、负债和权益规模均呈现明显增长态势，其中应收款项不断增加且规模较大；资本结构处于相对合理水平，但以短期债务为主的债务结构有待优化**

公司经营规模的扩张和行业的复苏带动资产总额稳步增加，从结构来看，受益于业务规模上升，流动资产在总资产中占比呈逐年上升态势，截至

2019 年末为 78.17%。具体来看，随着近年来工程机械产品销售转暖及分期付款比例的提升，公司应收账款逐年增加且维持在较大规模，对营运资金形成一定占用；应收账款以一年以内为主且集中度很低，坏账风险可控，但受坏账计提标准较为严格影响，2019 年末累计计提坏账准备 33.03 亿元，中诚信国际将关注公司账款回收情况及可能面临的坏账风险。行业景气度好转使得公司经营获现能力有所增强，货币资金逐年增加；其中 2019 年末各类保证金为 49.59 亿元，占比为 31.43%。同时，为应对需求增长，公司加大原材料采购并进行适量备货，近年末存货呈小幅增加趋势。此外，2019 年末新增预付长期资产采购款 4.04 亿元，主要系在建工程预付款。非流动资产方面，受部分项目转固及计提折旧影响，2017~2019 年末公司固定资产规模小幅波动；由于对徐州天裕燃气发电有限公司和江苏天裕能源科技集团有限公司追加投资，2018 年末长期股权投资明显增长。截至 2020 年 3 月末，在设备销售的拉动下货币资金、经营性应收、其他应收款以及存货均保持平稳增长，带动流动资产规模进一步扩大，非流动资产则与上年末基本持平。

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 85%，主要由有息债务及应收账款组成，并呈逐年上升趋势；其中，应付票据和应付账款增幅较大，主要系原材料采购金额随销售规模扩大以及非现金结算比例增加所致。有息债务方面，随着经营规模的扩张和项目建设的推进，公司总债务呈上升态势，其中短期债务占比较高，2020 年 3 月末为 76.38%，债务结构有待改善。

受益于利润的有效积累、非公开发行股票及可续期公司债的发行，公司所有者权益规模不断扩大；此外，2017~2019 年公司分别进行分红 2.80 亿元、4.70 亿元和 4.70 亿元，占归属于上市公司普通股股东净利润的 27.46%、22.98%和 12.98%。财务杠杆比率有所波动，其中 2018 年末资产负债率及总资本化比率均有所下降，主要系当年定向增发股

份及 20 亿元可续期公司债上市所致；受 2019 年以来有息债务增幅较大影响，财务杠杆持续上升，但尚处于行业内合理水平。

表 12：近年来公司资产负债表情况（亿元）

|             | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 69.40  | 112.95 | 157.77 | 167.11 |
| 应收账款        | 144.86 | 180.55 | 260.87 | 287.76 |
| 存货          | 93.71  | 101.96 | 104.92 | 113.07 |
| 固定资产        | 71.92  | 71.79  | 75.96  | 74.35  |
| 长期股权投资      | 9.60   | 23.36  | 24.34  | 25.12  |
| 应付票据        | 62.64  | 91.39  | 140.43 | 154.18 |
| 应付账款        | 68.90  | 87.92  | 133.91 | 149.65 |
| 短期借款        | 25.83  | 34.87  | 30.44  | 39.13  |
| 一年内到期的非流动负债 | 13.52  | 13.19  | 4.79   | 5.51   |
| 长期借款        | 18.06  | 8.25   | 27.63  | 31.99  |
| 实收资本        | 70.08  | 78.34  | 78.34  | 78.34  |
| 资本公积        | 33.44  | 50.12  | 51.35  | 51.35  |
| 其他权益工具      | 26.83  | 46.77  | 46.77  | 46.77  |
| 未分配利润       | 101.03 | 116.06 | 144.61 | 150.12 |

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

**经营获现能力逐年增强，但由于资本支出等投资需求增加，筹资活动净现金流转正并维持净流入态势；受益于获现能力和盈利能力提升，部分偿债指标略有波动，但整体偿债能力有所改善**

受益于销售规模的不断扩大以及较强的回款能力，近年来公司经营获现水平逐年提升；尤其是 2019 年以来加大非现金采购比例，经营活动净现金流大幅增加。由于购置固定资产和生产线升级建设、智能化项目等资本支出需要，投资活动现金流始终保持净流出态势；其中 2018 及 2019 年均较大，分别系增加对联营企业投资以及支付票据保证金增加所致。受 2018 年发行 20 亿元可续期公司债、完成定向增发以及偿债力度下降影响，当年筹资活动净现金流由负转正且大幅流入；2019 年借款及偿债规模基本持平，但由于子公司徐工基础发行 7.22 亿元资产支持票据债券，筹资活动净现金流仍为正。2020 年一季度，虽销售回款小幅减少，受益于加大赊购比例，疫情未对当期经营获现能力造成明显影响，但应付票据的增长造成公司支付三个月以上到期的票据保证金大幅增加，投资活动现金负敞

口同比扩大；为覆盖投资活动现金流出，同时由于当期融资成本较低，公司加大借款力度，筹资活动净现金流同比大幅增长。

受益于盈利能力的提升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力逐年增强；由于 2018 年经营活动净现金流增幅不大但总债务增速较快，其对债务本金的保障能力有所下降，但随着 2019 年经营获现能力的大幅提升，经营活动净现金流对债务本息的保障程度均有所增强，扣除利息支出和股利后对总债务的覆盖能力亦处于良好水平。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况

|                   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020.3 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动净现金流（亿元）      | 31.53  | 33.09  | 51.36  | 1.21   |
| 投资活动净现金流（亿元）      | -13.02 | -29.17 | -28.37 | -6.53  |
| 筹资活动净现金流（亿元）      | -8.00  | 35.63  | 6.82   | 11.74  |
| 经营活动净现金流/总债务（X）   | 0.21   | 0.19   | 0.22   | 0.02*  |
| 经营活动净现金流/利息支出（X）  | 8.18   | 9.49   | 14.05  | --     |
| 总债务/EBITDA(X)     | 6.23   | 4.92   | 4.23   | --     |
| EBITDA 利息倍数(X)    | 6.25   | 10.36  | 15.08  | --     |
| 经调整的经营净现金流/总债务（%） | 17.96  | 14.46  | 17.57  | --     |

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

**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，受限资产和对外担保比重较低，但面临一定或有风险**

截至 2020 年 3 月末公司共获得银行授信额度 422.35 亿元，其中未使用额度为 225.71 亿元，备用流动性充足；此外，作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末，公司负有回购责任的按揭贷款余额为 26.30 亿元，负有回购责任的融资租赁余额为 117.76 亿元，其中公司内部融资租赁余额为 73.21 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。

截至 2019 年末，公司受限资产总额为 44.31 亿元，占净资产的 13.17%；其中用于三个月以上票据保证金的受限货币资金为 28.63 亿元；受限应收票

据和应收款项融资金额分别为 9.86 亿元和 5.82 亿元，主要用于质押借款或开具应付票据。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保 2,400 万美元，占当期末净资产的比例很小；同期末公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

表 14：截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况

| 被担保人   | 担保额度     | 担保时间       | 到期时间       |
|--------|----------|------------|------------|
| 徐工巴西投资 | 2,400 美元 | 2013/01/10 | 2021/01/09 |
| 合计     | 2,400 美元 | --         | --         |

资料来源：公司提供

**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，2017~2020 年 5 月 29 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，截至本评级报告出具日，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，徐工机械经济及战略地位重要，控股股东和政府对其支持意愿较强

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，2019 年实现生产总值（GDP）7,151.35 亿元，江苏省排名第六，名义增速为 5.85%，经济保持稳健增长态势且增速有所回升，对当地企业具有一定的支持能力。徐工集团是徐州市最大的工程机械制造企业，随着公司控股股东徐工有限层面混合所有制改革的推进和产业划分的完成，集团内工程机械板块已集中在徐工有限；而公司作为其下属最核心的上市子公司，资产规模、营业总收入、利润总额占比均较大，对控股股东和当地财政贡献程度极高，同时对区域经济及相关产业发展提供了有力支持，徐工有限及徐州市国资委对其支持意愿均较强。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际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 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于徐工集团工程机械股份有限公司 2020 年 面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

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

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

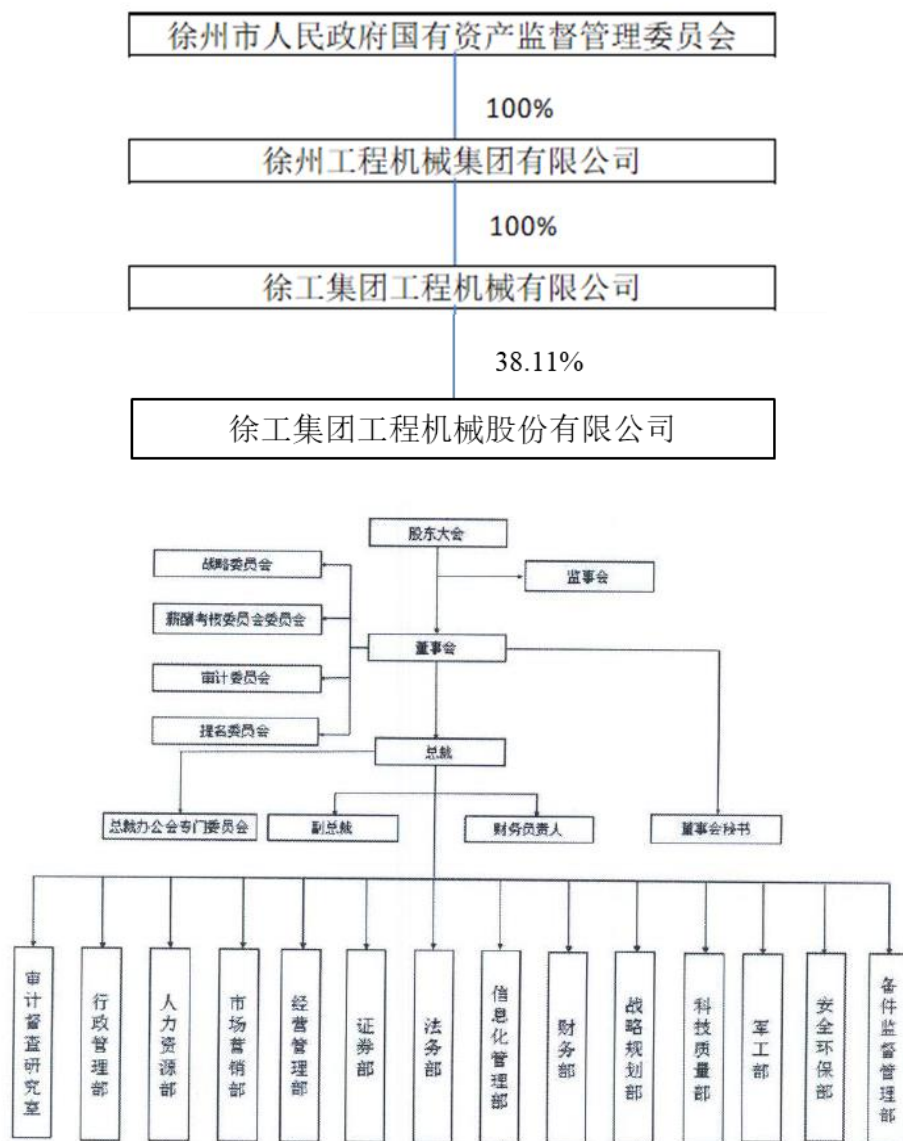
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 08 月 17 日



# 附一：徐工集团工程机械股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：徐工集团工程机械股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元）       | 2017         | 2018         | 2019         | 2020.3       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金              | 694,045.95   | 1,129,531.77 | 1,577,686.01 | 1,671,083.19 |
| 应收账款净额            | 1,448,596.79 | 1,805,505.77 | 2,608,698.23 | 2,877,623.65 |
| 其他应收款             | 58,412.00    | 56,815.14    | 58,666.75    | 76,687.07    |
| 存货净额              | 937,111.91   | 1,019,645.93 | 1,049,197.52 | 1,130,737.44 |
| 长期投资              | 353,101.29   | 480,674.40   | 483,476.39   | 478,307.71   |
| 固定资产              | 719,216.64   | 717,890.88   | 759,617.65   | 743,541.07   |
| 在建工程              | 34,389.98    | 73,455.75    | 76,412.78    | 91,077.68    |
| 无形资产              | 198,310.66   | 220,225.86   | 239,698.94   | 236,210.09   |
| 总资产               | 4,977,002.54 | 6,124,988.23 | 7,729,165.71 | 8,357,165.72 |
| 其他应付款             | 124,082.33   | 169,924.23   | 222,682.85   | 236,704.31   |
| 短期债务              | 1,019,899.11 | 1,394,468.39 | 1,756,526.92 | 1,988,136.45 |
| 长期债务              | 479,563.60   | 381,823.29   | 574,285.77   | 614,890.00   |
| 总债务               | 1,499,462.71 | 1,776,291.68 | 2,330,812.70 | 2,603,026.45 |
| 净债务               | 805,416.77   | 646,759.91   | 753,126.69   | 931,943.27   |
| 总负债               | 2,571,424.05 | 3,090,937.13 | 4,364,546.88 | 4,926,201.37 |
| 费用化利息支出           | 38,223.66    | 34,546.71    | 34,623.89    | --           |
| 资本化利息支出           | 316.68       | 329.46       | 1,923.88     | --           |
| 所有者权益合计           | 2,405,578.49 | 3,034,051.09 | 3,364,618.83 | 3,430,964.35 |
| 营业总收入             | 2,913,110.46 | 4,441,000.56 | 5,917,599.89 | 1,384,582.25 |
| 经营性业务利润           | 123,878.46   | 252,979.78   | 467,426.10   | 87,200.19    |
| 投资收益              | 28,396.69    | 38,031.48    | 65,332.18    | 13,035.02    |
| 净利润               | 102,876.22   | 205,565.12   | 364,537.67   | 61,893.08    |
| EBIT              | 153,640.93   | 256,029.74   | 444,852.06   | --           |
| EBITDA            | 240,705.49   | 361,268.65   | 551,183.36   | --           |
| 经营活动产生现金净流量       | 315,341.13   | 330,871.27   | 513,559.40   | 12,137.91    |
| 投资活动产生现金净流量       | -130,240.57  | -291,663.46  | -283,685.64  | -65,287.55   |
| 筹资活动产生现金净流量       | -80,038.73   | 356,322.23   | 68,237.98    | 117,417.79   |
| 资本支出              | 65,301.84    | 178,865.39   | 235,315.27   | 40,839.26    |
| 财务指标              | 2017         | 2018         | 2019         | 2020.3       |
| 营业毛利率(%)          | 18.89        | 16.69        | 17.45        | 18.31        |
| 期间费用率(%)          | 14.20        | 10.84        | 9.89         | 12.51        |
| EBITDA 利润率(%)     | 8.26         | 8.13         | 9.31         | --           |
| 总资产收益率(%)         | 3.28         | 4.61         | 6.42         | --           |
| 净资产收益率(%)         | 4.62         | 7.56         | 11.39        | 7.29*        |
| 流动比率(X)           | 1.73         | 1.69         | 1.64         | 1.58         |
| 速动比率(X)           | 1.28         | 1.31         | 1.35         | 1.31         |
| 存货周转率(X)          | 2.95         | 3.78         | 4.72         | 4.15*        |
| 应收账款周转率(X)        | 1.95         | 2.73         | 2.68         | 2.02*        |
| 资产负债率(%)          | 51.67        | 50.46        | 56.47        | 58.95        |
| 总资本化比率(%)         | 38.40        | 36.93        | 40.92        | 43.14        |
| 短期债务/总债务(%)       | 68.02        | 78.50        | 75.36        | 76.38        |
| 经营活动净现金流/总债务(X)   | 0.21         | 0.19         | 0.22         | 0.02*        |
| 经营活动净现金流/短期债务(X)  | 0.31         | 0.24         | 0.29         | 0.02*        |
| 经营活动净现金流/利息支出(X)  | 8.18         | 9.49         | 14.05        | --           |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | 17.96        | 14.46        | 17.57        | --           |
| 总债务/EBITDA(X)     | 6.23         | 4.92         | 4.23         | --           |
| EBITDA/短期债务(X)    | 0.24         | 0.26         | 0.31         | --           |
| EBITDA 利息保障倍数(X)  | 6.25         | 10.36        | 15.08        | --           |
| EBIT 利息保障倍数(X)    | 3.99         | 7.34         | 12.17        | --           |

注：1、2020 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，将研发费用计入管理费用；3、带\*指标已年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

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

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

## 附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义                                  |
|--------|-------------------------------------|
| AAA    | 受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA     | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。  |
| A      | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。  |
| BBB    | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。   |
| BB     | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。  |
| B      | 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC    | 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC     | 受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| C      | 受评对象不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。