



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪024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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为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
二零一三年四月二十四日

徐工集团工程机械股份有限公司公司债券（第二期）跟踪评级报告（2013）

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	2012/10/11		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

徐工机械	2010	2011	2012
所有者权益(亿元)	122.33	151.55	175.23
总资产(亿元)	253.47	347.14	453.59
总债务(亿元)	62.81	122.76	182.01
营业总收入(亿元)	257.52	329.71	321.32
营业毛利率(%)	21.62	20.68	21.75
EBITDA(亿元)	37.71	44.38	37.00
所有者权益收益率(%)	23.93	22.29	14.07
资产负债率(%)	51.74	56.34	61.37
总债务/ EBITDA (X)	1.67	2.77	4.92
EBITDA 利息倍数 (X)	46.58	22.67	6.96

徐工有限	2009	2010	2011	2012.9
所有者权益(亿元)	86.48	165.49	190.32	204.40
总资产(亿元)	188.82	307.37	466.56	572.67
总债务(亿元)	61.10	74.20	183.44	247.98
营业总收入(亿元)	214.28	268.53	365.04	270.17
营业毛利率(%)	20.32	22.55	21.15	22.72
EBITDA(亿元)	27.71	43.35	49.87	-
所有者权益收益率(%)	23.35	20.33	19.18	18.94
资产负债率(%)	54.20	46.16	59.21	64.31
总债务/ EBITDA (X)	2.20	1.71	3.68	-
EBITDA 利息倍数 (X)	23.67	30.71	12.97	-

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、2012年第三季度的所有者权益收益率指标经过年化处理。

基本观点

2012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”）在严峻的工程机械行业环境下，虽然工程机械产品产销量有所下滑，但主要产品市场占有率及排名较稳固，整体收入规模基本稳定；同时公司海外市场开拓进展较好，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”）也关注到工程机械行业景气度下滑、公司应收账款余额同比增长显著、未来可能面临一定资金压力等风险因素。

综上，中诚信证评维持徐工机械主体信用等级AAA，评级展望稳定，维持“徐工集团工程机械股份有限公司2012年公司债券（第二期）”信用等级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

- 公司主要产品市场占有率及排名稳固。在工程机械行业景气度下滑的经营环境下，公司工程机械产品产销量有所下降，但其主要产品市场占有率及排名较稳固，整体收入规模基本稳定；同时公司海外市场开拓较好，体现了其很强的竞争实力和抗风险能力。
- 产品结构的优化增强了公司的综合竞争实力。2012年公司混凝土机械销售收入及占比继续大幅增长，同时得益于规模效应的体现，毛利率有所提升。混凝土机械销售规模的快速增长使得公司整体产品结构有所优化，一定程度上增强了公司的综合竞争实力。

分 析 师



奚晓露 xlx@ccxr.com.cn
王 维 wwang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2013年4月21日

- 公司资本结构较为稳健，融资渠道通畅。截至2012年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为61.37%和50.95%，财务杠杆比率虽有所提升但处于较合理水平，财务结构仍较为稳健。截至2012年12月31日，公司尚未使用授信额度为275.17亿元，备用流动性较充裕。

关 注

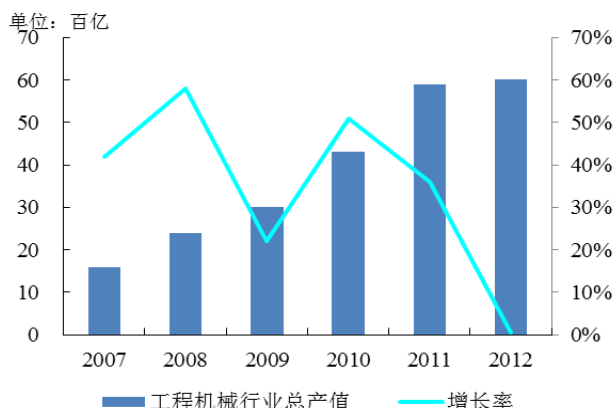
- 工程机械行业景气度下滑。工程机械行业受宏观经济政策、全球经济形势等多重因素影响，增速回落，行业景气度下滑。
- 公司应收账款余额同比增长显著。受货币政策趋紧及外部流动性日益紧张等因素影响，公司应收账款余额大幅增长，短期内难以有效改善。
- 未来公司可能面临一定资金压力。公司在建项目较多，资金需求量较大，未来公司可能面临一定的资本支出压力。

行业分析

2012年工程机械行业受宏观经济低位运行、下游需求低迷等多重因素影响，行业景气度有所下滑。

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。2008年以来，为了缓解金融危机的冲击，我国出台了四万亿经济刺激政策，并陆续推出多个区域振兴计划，保证社会固定资产投资的持续增长，从而带动了工程机械行业在2010年的高速发展。据中国工程机械工业协会统计，2010年行业总产值达到4,390亿元，同比增长51.11%。然而2012年，随着欧债危机的持续蔓延、“四万亿”投资项目陆续竣工以及我国对房地产行业的持续调控，国内经济增长速度和固定资产投资增速均呈现放缓趋势，上游工程机械行业受到较大冲击。根据国家统计局《2012年国民经济和社会发展统计公报》数据，2012年我国GDP同比增长7.8%，较上年回落了1.4个百分点；全社会固定资产投资同比增长20.6%，增速同比回落了3.4个百分点；房地产投资同比增长16.2%，增速同比回落了11.9个百分点。

图1：2007~2012年我国工程机械行业总产值及增长率



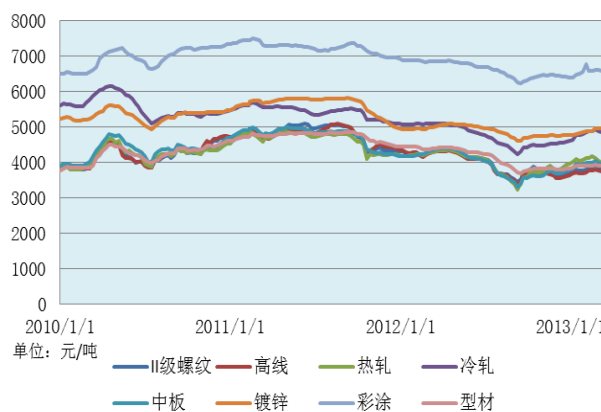
资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信证评整理

从工程机械行业的销售情况来看，受国内固定资产投资增速放缓影响，2012年工程机械总体销量增速大幅放缓，当年工程机械行业完成工业总产值6,018亿元，完成销售产值5,915亿元，同比分别仅小

幅增长0.59%和1.85%。从工程机械各细分品种来看，根据中国工程机械商贸网统计，2012年国内挖掘机产品累计销售11.5万台，同比下滑34.4%；装载机产品累计销售17.3万台，同比下滑29%，降幅继续小幅扩大；推土机和压路机2012年销量均出现下滑，其中推土机产品累计销售1.1万台，同比下滑约18.5%、压路机产品累计销售1.3万台，同比下滑约39.6%。

原材料价格方面，由于钢材是工程机械产品的主要原材料之一，钢材成本占工程机械企业总成本的20%以上，如果算上以钢材为原材料的主要配套件，这一比例将达到70%~80%。因此，工程机械行业对钢材价格变动的敏感度很高，其对行业内企业的成本控制产生较大影响。2012年，经济发展减速以及投资放缓等因素使钢材价格出现了一定回落。但由于未来铁矿石、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。

图2：2010~2013.01国内主要钢材品种价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

工程机械行业属于完全竞争行业，竞争程度较为激烈。2010年以来，受益于产业政策和下游市场需求刺激，国内工程机械行业产能加速扩张。而在2012年宏观经济低位运行和需求低迷的背景下，工程机械行业进入了“去库存”周期，行业整体产能利用率下滑，部分中低端产品线已出现了产能高于实际需求的情形。另一方面，由于工程机械产品价格普遍较高，行业内通常通过按揭贷款、分期付款、融资租赁等信用销售方式，降低购买门槛，提升销

售规模。因产品竞争日益激烈、资金压力和偿债压力加大，部分生产企业开始使用较为激进的营销手段，加剧了目前工程机械市场的竞争程度。

未来随着城镇化进程的加快，将持续推动城镇的基础设施建设、轨道交通、保障性住房等固定资产投资需求，工程机械行业需求仍然强劲，行业中长期发展前景较好

从未来发展看，“十二五”规划把实现经济平稳较快发展作为2011~2015年经济社会发展的首要目标，重点提出扩大内需战略，发挥投资对扩大内需的重要作用，保持投资合理增长。在此期间，能源、原材料、交通、水利工程、基础设施等是我国现今乃至今后相当一段时期内国民经济的重点。工程机械作为国民经济发展的支柱性产业，其发展与社会固定资产投资和基础设施建设紧密相连。良好的国内宏观经济形势、社会投资力度的加大，有利于我国工程机械行业实现快速发展。根据中国工程机械行业的“十二五”规划，预计到2015年，中国对工程机械的市场需求将达约人民币9,000亿元，即从2011年到2015年的复合年增长率为13.26%。

近年来中国的持续城镇化发展已经并将继续成为中国工程机械行业增长的另一重要动力。根据中国国家统计局的资料，中国的城镇化率由2001年的37.7%增至2009年的46.6%，而2009年发达国家的平均城镇化率则达约74.4%。根据中国国家统计局的最新数据，中国2012年的城镇化率增至52.5%。尽管过去十年中国经历了城镇化进程的快速发展，但与发达国家相比，目前中国的城镇化水平仍较低，从而为城镇化的进一步发展创造了机遇。

尽管短期内工程机械市场整体仍然维持低迷状态，但鉴于目前中国城市化、工业化水平与发达国家相比差距较大，今后城镇化进程的步伐将进一步加快，基建投资将继续提速，有利于工程机械行业的复苏及长期向好。

业务运营

在中国工程机械行业持续低迷的形势下，汽车起重机、装载机等主要机械产品销量出现同比下滑。公司8类主要工程机械主机销量为52,283台，同比下

滑11.13%；但由于公司积极调整产品销售结构并加大促销力度，公司2012年实现营业收入321.32亿元，同比仅小幅下降2.54%。

从具体细分业务来看，受经济增速放缓和下游整体投资需求降低影响，公司压实机械、路面机械、起重机械和铲运机械销售收入出现了不同程度下滑，分别同比下降34.17%、41.18%、16.32%和3.24%。而消防机械、其他工程机械及工程机械配件受固定资产投资增速放缓影响程度较小，分别同比增长45.59%和13.30%。2012年公司加大混凝土机械领域的投入力度，产能逐步提升，当年混凝土机械销售收入同比增长93.67%。

从各业务收入占比情况看，2012年，公司起重机械、铲运机械、混凝土机械、压实机械、路面机械和消防机械占主营业务收入之比分别为43.36%、18.03%、12.60%、3.62%、1.47%、2.33%和18.59%，与2011年相比，混凝土机械占比上升了6.28个百分点，其他工程机械及工程机械配件占比上升2.66个百分点，而起重机械占比下降了6.97个百分点。

公司收入主要来源于工程起重机械。2012年，起重机械市场需求受行业景气度影响较大，一定程度上拉低了公司的收入增速，但在混凝土机械领域，公司实现着科技创新和经营业绩的双提升，业务销售收入大幅增长，成为公司新的收入增长点，一定程度上弥补了起重机械收入下降的缺口并增强了公司的综合竞争力。

表1：2012年公司各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	131.64	-16.32%	43.36	-6.97	25.58	1.58
铲运机械	54.72	-3.24%	18.03	-0.06	18.29	1.76
压实机械	10.98	-34.17%	3.62	-1.72	21.29	-0.81
混凝土机械	38.25	93.67%	12.60	6.28	32.09	4.48
路面机械	4.47	-41.18%	1.47	-0.96	25.29	-4.94
消防机械	7.09	45.59%	2.33	0.77	47.70	3.63
其他工程机械及 工程机械配件	56.42	13.30%	18.59	2.66	8.20	-2.38
合计	303.57	-2.88%	100.00	-	22.21	1.11

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年工程机械行业环境较为严峻，但作为行业龙头企业之一，公司主导产品龙头地位稳固，同时海外市场开拓进展较好，体现了很强的竞争实力和抗风险能力

2012年，随着欧债危机的持续蔓延、“四万亿”投资项目陆续竣工以及我国对房地产行业的持续调控，国内经济增长速度和固定资产投资增速均呈现放缓趋势，上游工程机械行业受到较大冲击，部分工程机械产品已出现产能过剩，行业竞争日趋激烈。作为国内工程机械行业龙头企业之一，公司积极调整产品结构并加强产品的促销力度以扩大市场份额。

表2：公司主要产品市场占有率情况

产品类型	主要产品	2012年 市场占有率	2012年 行业排名
压实机械	压路机	18.07%	1
起重机械	汽车起重机、	54.07%	1
	履带起重机、	20.26%	2
	随车起重机	46.09%	1
铲运机械	装载机	7.65%	5

数据来源：中国工程机械工业协会，中诚信证评整理

从公司主要产品的市场占有率来看，根据中国工程机械工业协会统计，2012年公司汽车起重机械国内市场占有率约为54.07%，较上年提高2个百分点，市场份额继续扩大。同时，公司随车起重机和压实机械国内市场占有率分别达到46.09%和18.07%，均保持国内第一。公司履带起重机及铲运机械市场占有率分别位居国内第二和第五。从具体细分产品来看，2012年，公司移动式起重机产销规模和市场占有率跻身全球前列，汽车起重机、压路机、摊铺机、平地机、登高平台消防车、随车起重

机、铣刨机、挖掘装载机、桥梁检测车等9类主机和工程机械油缸等零部件占有率继续保持国内领先，履带起重机、混凝土泵车市场占有率居国内前列。同时，公司高端产品也取得进一步发展，120吨以上大吨位起重机市场领先地位进一步得到巩固，4,000吨级履带起重机及千吨级全地面起重机投放市场，大吨位装载机在占据市场领先地位的同时，应用领域开拓也取得重要突破。

海外市场开拓方面，随着公司全球化战略的推进，公司逐步加大了海外市场的布局力度，海外业务规模逐步扩张，公司出口销售收入实现同比上涨59.69%，占营业收入的比重由2011年的13.47%上升至2012年的22.15%。公司已成为国内最大的工程机械出口商之一，2012年度境外销售金额达672,414.41万元。公司的海外销售网络包括海外第三方经销商及其经营的经销店和服务中心，目前产品已销往超过150个国家和地区。公司海外市场的拓展将有助于平滑国内经济周期的波动以及充分利用现有产能，随着公司国际化进程及海外布局的加快，未来公司海外业务有望继续保持增长。

表3：公司产品内外销收入统计

单位：亿元

营业收入	2012年	占比(%)	2011年	占比(%)	同比增减
内销	236.33	77.85	270.46	86.53	-12.62%
外销	67.24	22.15	42.11	13.47	59.69%
合计	303.57	100	312.57	100	-2.88%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司混凝土机械销售收入大幅增长，同时得益于规模效应的体现，毛利率有所提升。未来随着公司混凝土机械产能的逐步释放，混凝土机械销售收入仍将继续增长

受益于公司对产品的日益重视及多年的技术积累，公司混凝土机械产品近两年出现爆发式增长，2011年、2012年分别实现销售收入19.75亿元和38.25亿元，同比增长91.01%和93.67%，成为公司新的收入增长点。随着混凝土机械销售收入的提升，其规模效应亦逐步显现，2012年在市场竞争较为激烈的情况下该类产品毛利率达到了32.09%，较上年上升了4.48个百分点。

公司在业内具有领先的技术实力，良好的品牌及渠道优势，近年公司在混凝土机械领域加大投入力度，通过“混凝土搅拌机械项目”和“混凝土建设机械产业化基地项目”的建设，将混凝土机械逐渐扩展至全产业链。公司从混凝土泵车研制到混凝土机械成套化运营，从单个产品研发向“模块化、标准化、平台化”迈进，从简单型谱到系列化型谱完善，混凝土机械产业实现了科技创新和经营业绩的双提升。

未来随着我国三、四线城市城镇化进程加快、中西部基建投资加快以及混凝土商品化率的提升，混凝土机械的市场仍将保持旺盛需求。随着产能的逐步释放，公司混凝土机械销售收入将继续增长，市场份额也将进一步扩大。同时，随着产销量的不断上升，规模效应的逐步体现，混凝土机械毛利率仍有提升空间。

受货币政策趋紧及外部流动性紧张等因素影响，公司应收账款余额大幅增长，短期内难以有效改善。

截至2012年12月31日，公司应收账款余额为177.40亿元，同比增长81.54%，应收账款余额大幅增加主要为受货币政策趋紧及外部流动性日益紧张等因素影响，工程机械行业下游客户资金紧张，使得公司全额付款和融资租赁的结算比例降低，而赊销或分期付款结算比例有所提高、信用期亦有所延长所致。目前工程机械行业景气度处于低位，行业竞争较为激烈，同时货币政策依然较紧，短期内公司应收账款余额难以大幅改善。2012年，由于应收

账款大幅增加，公司经营性现金净流出34.73亿元，同比减少14.43亿元。

总体来说，2012年，在工程机械行业持续低迷的形势下，公司积极调整产品结构并加强产品的促销力度，同时继续加大对海外市场的开拓力度，公司营业收入基本保持稳定。然而受营销力度加大及结算方式改变影响，公司应收账款余额大幅增长，且短期内难以有效改善，对此中诚信证评保持关注。

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有限公司审计并出具标准无保留审计意见的2010~2012年合并财务报告¹。其中，2010及2011年数据分别为2011及2012年年报的期初数，2012年数据为2012年年报的期末数。

资本结构

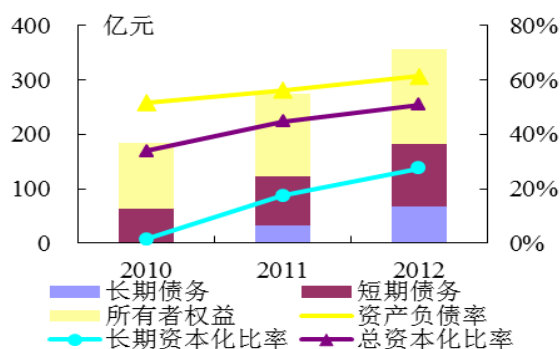
随着公司新建项目的推进实施以及业务规模的扩张，公司资产规模大幅增长，截至2012年12月31日，公司总资产为453.59亿元，同比增加30.67%；同时得益于留存收益的积累，其自有资本实力进一步增强，截至2012年12月31日，公司所有者权益（含少数股东权益）为175.23亿元，同比增加15.63%。

从债务规模来看，截至2012年12月31日，公司总债务为182.01亿元，较上年末增长48.27%，主要系公司因补充项目建设资金以及日常流动资金，发行15亿元公司债券以及大幅增加银行借款所致。

从杠杆比率来看，由于产能不断扩充，资本支出规模较大以及客户流动性紧张导致的应收账款、应收票据的大幅增长，公司负债规模相应增长较快，杠杆比率较上年小幅上升，截至2012年末，公司资产负债率和总资本化率分别为61.37%和50.95%，同比上升5.03和6.20个百分点，但仍处于较合理水平。

¹ 2011年3月，公司收购了徐州徐工筑路机械有限公司100%的股权。该公司原系公司之控股股东徐工集团工程机械有限公司之子公司，该项合并属于同一控制下的企业合并，2011年末公司编制上年同期比较合并财务报表时，对前期财务报表的相关项目进行调整。

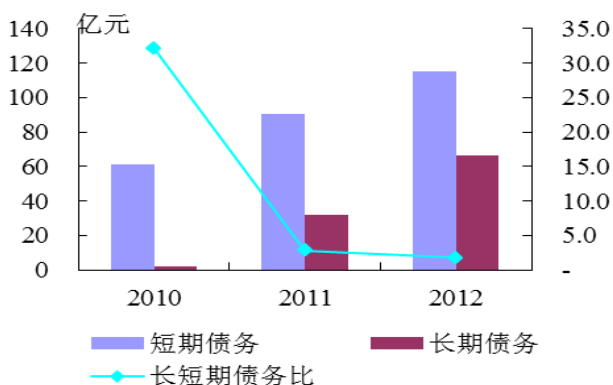
图3：2010~2012年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构看，由于公司债务主要用于补充流动资金，其债务以短期为主，具有一定的短期偿债压力。2012年，公司成功发行第二期公司债券15亿元，其长期债务占比有所提升，债务期限结构有所改善。截至2012年12月31日，公司总债务为182.01亿元，其中短期债务115.30亿元，长期债务66.71亿元，长短期债务比为1.73。若2013年可转换公司债券成功发行，将进一步优化公司债务期限结构，增强公司资金的稳定性。

图4：2010~2012年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

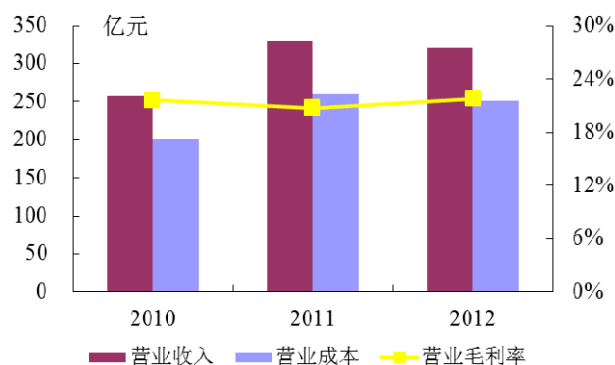
总体来看，目前公司债务规模适中，资本结构较为稳健，债务期限结构逐步优化。

盈利能力

自2011年下半年以来，由于宏观经济增速放缓，下游整体投资需求降低，工程机械行业整体经营情况较为低迷，部分工程机械产品出现产能过剩，行业竞争日趋激烈，全行业众多主机产品全年销量同比大幅下降。然而，得益于公司技术在同行业中处于领先地位，从零部件到主机都能自主专业化生产，对行业波动的防御性相对较好；2012年公司实现营业收入321.32亿元，同比下滑仅2.54个百分点。

营业毛利率方面，2012年，由于公司产品销售结构变化、零部件配套率提高以及原材料价格下跌，公司综合毛利率为22.21%，较上年增长了1.11个百分点；其中，起重机械、铲土运输机械、混凝土机械、消防机械毛利率分别上升了1.58、1.76、4.48、3.63个百分点。

图5：2010~2012年公司营业收入、营业毛利率



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012年公司销售费用、管理费用、财务费用均大幅提升，三费收入占比为11.88%，较2011年上升了3.8个百分点。其中，公司销售费用较2010年上涨了99.54%，主要为出口佣金、海运费、海外展会费、三包服务费及中间商费用等增加；管理费用增长主要是报告期内研发费用投入增加较多所致；财务费用增加主要系公司债务规模大幅增长所致。

表4：2010~2012年公司期间费用分析

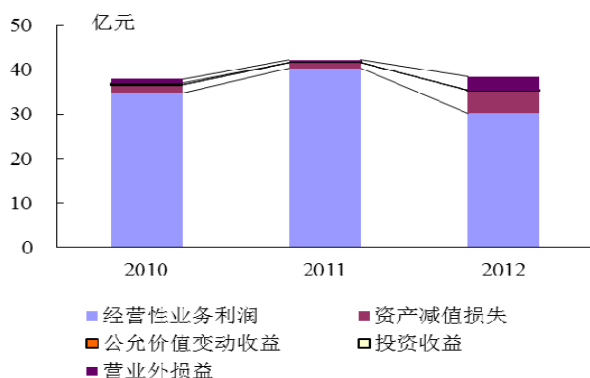
单位：亿元

项目	2010	2011	2012
销售费用	8.68	12.71	17.32
管理费用	11.37	13.15	17.76
财务费用	0.02	0.79	3.09
三费合计	20.07	26.65	38.17
三费收入占比	7.79%	8.08%	11.88%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2012年，虽然公司收入规模基本稳定，营业毛利率有所提升，但由于期间费用大幅增长，公司当年实现利润总额28.19亿元，同比减少了28.59%。

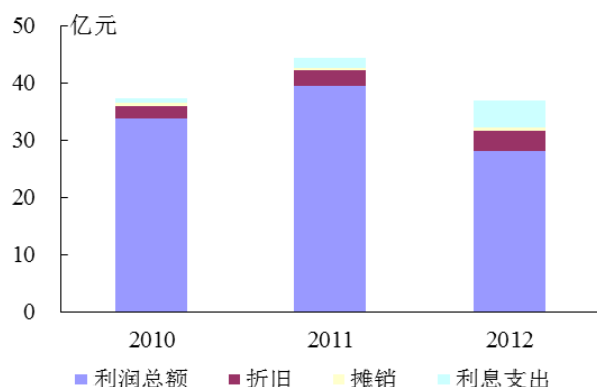
图6：2010~2012年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司EBITDA主要来自利润总额，而折旧、摊销和财务性利息支出的占比很小。2010~2012年，公司EBITDA分别为37.71亿元、44.38亿元和37.00亿元。2012年，由于公司利润总额同比减少，其EBITDA规模相应亦有所减少。

图7：2010~2012年公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年，工程机械行业景气度下滑，公司通过调整产品结构及加强促销力度，收入基本稳定，营业毛利率小幅提升。主要受期间费用大幅增长影响，当年公司整体盈利能力有所下滑，但整体看仍处于很强水平。

偿债能力

截至2012年12月31日，公司总债务为182.01亿元，资产负债率和总资本化率分别为61.37%和50.95%，整体债务压力在可控范围之内。

从EBITDA对债务本息的保障程度看，虽然2012年公司债务规模大幅增长，总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数指标有所弱化，但公司EBITDA对债务本息的保障程度依然较强，2012年上述两项指标分别为4.92和6.96。从现金流情况来

看，2012年，由于公司应收账款大幅增加，公司经营活动净现金流出34.73亿元。

表5：2010~2012年公司偿债能力分析

项目	2010	2011	2012
长期债务（亿元）	1.90	32.03	66.71
总债务（亿元）	62.81	122.76	182.01
资产负债率（%）	51.74	56.34	61.37
总资本化比率（%）	33.92	44.75	50.95
EBITDA（亿元）	37.71	44.38	37.00
EBITDA 利息倍数（X）	46.58	22.67	6.96
总债务/ EBITDA（X）	1.67	2.77	4.92
经营活动净现金/利息支出（X）	8.43	-10.37	-6.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	-0.17	-0.19

资料来源：公司定期报告，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2012年12月31日，公司拥有各商业银行综合授信额度465.27亿元，已用授信额度190.10亿元，未使用授信额度275.17万元。公司备用流动性充裕，较高的未使用银行授信额度进一步增强了其整体偿债能力。

对外担保方面，截至2012年12月31日，公司对外担保余额（不含对控股子公司担保）合计26.85亿元，占净资产的比例为15.32%，主要系为参与公司按揭销售业务的客户提供的回购担保。公司对控股子公司担保合计55.49亿元，占净资产的比例为31.67%。整体看，公司因对外担保所形成的或有负债风险较小。另截至2012年12月31日，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

总体看，虽然工程机械行业景气度的下滑使得公司业务增长受到一定程度的影响，但作为工程机械行业的龙头企业之一，公司自身抵御行业波动的能力较强，其受影响程度相对较小。此外，公司较稳健的资本结构以及较好的盈利能力亦反映出公司在行业内具有极强的综合竞争实力。

担保实力

徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）为本次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

徐工有限系经国家经济贸易委员会经贸产业

【2000】1086号文件批准，由徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）通过债转股方式设立，注册资本125,301.35万元。2005年8月，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等分别签署《股权转让合同》，受让以上四家资产管理公司所持本公司48.68%的股权，至此徐工集团持有徐工有限100%股权。截至2012年09月30日，徐工有限的最终控制人为徐州市人民政府。

徐工有限的主要产品涵盖了起重机械、铲运机械、混凝土机械、路面机械、压实机械、挖掘机械、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，其中大部分产品集中在徐工机械。

截至2011年12月31日，徐工有限总资产为466.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为190.32亿元，资产负债率及总资本化比率分别为59.21%和49.08%。2011年，徐工有限实现营业收入365.04亿元，净利润36.51亿元，经营活动净现金流-13.06亿元。

截至2012年9月30日，徐工有限总资产为572.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计204.40亿元，资产负债率及总资本化比率分别为64.31%和54.82%。2012年1~9月，徐工有限实现营业收入270.17亿元，净利润19.35亿元，经营活动净现金流-43.91亿元。

业务运营

徐工有限下属起重机械、铲运机械、混凝土机械、路面机械、压实机械等产品均由徐工机械负责生产经营，同时原徐工有限下属公司徐工筑路已于2011年上半年注入徐工机械，因此目前徐工有限下属主要工程机械资产基本集中在徐工机械。

目前徐工有限未注入徐工机械的工程机械资产主要还包括徐州徐工挖掘机械有限公司（以下简称“徐工挖机”）和徐州徐工基础工程机械有限公司（以下简称“徐工基础”）等子公司，其核心产品分别为挖掘机、桩工机等，收入占比较小。2012年，徐工有限挖掘机、桩工机业务发展状况良好。

财务分析

以下分析主要基于徐工有限提供的经徐州众和会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2009~2011年合并审计报告以及未经审计的2012年三季度财务报表。

资本结构方面，随着各产品产能的扩充以及产销规模的增长，徐工有限资产规模增长明显，截至2012年9月30日，徐工有限总资产达到572.67亿元，较2012年年初上升22.74%。同时，为保障产能扩充等项目的顺利推进实施以及补充流动资金，徐工有限债务规模快速增长，截至2012年09月30日，徐工有限总债务规模达到247.98亿元，较年初增加35.18%。从杠杆比率来看，由于债务规模的大幅增加，2012年徐工有限杠杆比率亦有所上升，截至2012年9月末，徐工有限资产负债率和总资本化比率分别为64.31%和54.82%，较年初上升了5.10和5.74个百分点，但仍处于合理范围之内。从债务的期限结构来看，截至2012年9月末，徐工有限长短期债务比为1.73，债务期限结构与其业务经营状况适配程度较好。

盈利能力方面，2012年1~9月，由于行业需求减弱，徐工有限工程机械实现销售收入270.17亿元，较上年同期小幅下滑了3.78%。营业毛利率方面，虽然2012年行业竞争加剧，但徐工有限通过加强采购平台建设、技术改造等手段进行产品成本控制，依然保持了较高的产品毛利水平，2012年1~9月徐工有限营业毛利率为22.72%，较年初上升了1.57个百分点。从利润总额来看，2012年徐工有限营业收入规模基本稳定，但由于其期间费用开支上升明显，利润总额规模有所缩减，2012年1~9月实现利润总额22.77亿元，较上年同期下降了34.87%。

偿债能力方面，虽然随着投资规模的增加以及补充流动资金需求，徐工有限债务规模增幅较大，但由于其自有资本实力不断增强，资产负债率及总资本化比率仍保持在较合理水平，整体偿债压力较小。从现金流情况来看，2012年1~9月，由于应收账款大幅增加，徐工有限经营活动现金流净流出43.91亿元。

表6：2009～2012.Q3徐工有限偿债能力分析

	2009	2010	2011	2012.Q3
总债务（亿元）	61.10	74.20	183.44	247.98
长期债务（亿元）	0.7	3.93	74.44	90.89
短期债务（亿元）	60.40	70.27	108.99	157.09
EBITDA（亿元）	27.71	43.35	49.87	-
EBITDA 利息倍数（X）	23.67	30.71	12.97	-
总债务/EBITDA（X）	2.20	1.71	3.68	-
经营活动净现金/ 利息支出（X）	26.68	1.69	-3.40	-
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.51	0.03	-0.07	-
资产负债率（%）	54.20	46.16	59.21	64.31
总资本化比率（%）	41.40	30.96	49.08	54.82

资料来源：徐工有限年度审计报告，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与金融机构有着良好的合作关系，截至2012年9月底，公司共获得各类金融机构综合授信额度637.95亿元，其中尚未使用的额度为360.97亿元。

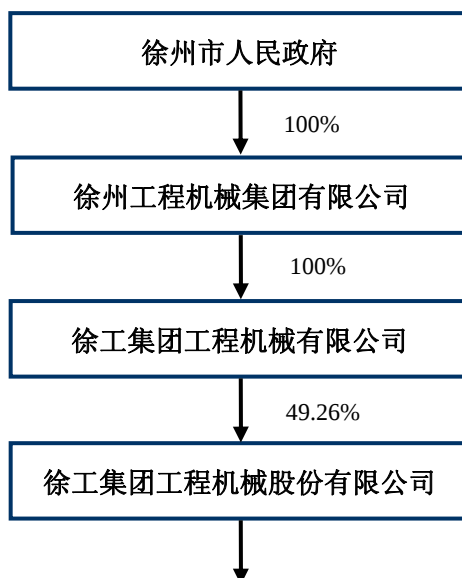
或有负债方面，截至2012年9月底，公司以承诺产品方式为客户按揭贷款提供担保，购买公司产品的客户按揭贷款余额为34.90亿元，占净资产比例为17.07%。整体看，徐工有限因对外担保所形成的或有负债风险较小。另截至2012年9月30日，徐工有限无重大未决诉讼、仲裁事项。

综合来看，徐工有限规模优势明显，行业地位突出，业务运营良好。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可提供有力保障。

结 论

综上，中诚信证评维持本期徐工机械公司债券债项级别**AAA**，主体级别**AAA**，中诚信证评认为徐工机械在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：徐工集团工程机械股份有限公司股权结构图（截至2012年12月31日）



子公司全称	注册资本 (万元)	实收资本 (万元)	直接或间接 持股比例	主要生产 经营地	主要业务
徐工重庆工程机械有限公司	15,000	15,000	100%	重庆市	工程机械整机及配件研发、生产、销售等
徐州重型机械有限公司	80,000	80,000	100%	徐州市	工程机械制造、销售等
徐州工程机械集团进出口有限公司	50,000	50,000	100%	徐州市	工程机械等进出口业务
徐州徐工液压件有限公司	12,600	12,600	100%	徐州市	液压件、工程机械配件制造、销售等
徐州徐工专用车辆有限公司	1,000	1,000	100%	徐州市	工程机械及专用底盘、特种车辆、专用汽车开发、制造、销售等
徐州徐工随车起重机有限公司	10,000	10,000	100%	徐州市	汽车随车起重机、桥梁检测车的制造、销售等
徐州徐工特种工程机械有限公司	10,000	10,000	100%	徐州市	工程机械及配件制造、销售、维修等
上海徐工徐重经贸有限公司	1,000	1,000	100%	上海市	工程机械及专用底盘等销售、租赁；各类机械原材料及零部件采购、销售等
徐州徐工供油有限公司	150	150	100%	徐州市	汽油柴油零售
徐州工程机械保税有限公司	500	500	100%	徐州市	普通机械及配件；汽车零部件、钢材及制品等
徐州工程机械上海营销有限公司	4,500	4,500	90%	上海市	工程机械整机及配件销售、租赁、维修业务
徐州徐工物资供应有限公司	5,000	5,000	100%	徐州市	普通机械及配件制造、销售
徐州徐工铁路装备有限公司	10,000	10,000	100%	徐州市	工程机械及铁路施工专用设备、城市轨道交通和场地运输车辆等产品和零部件的制造、销售等
徐州徐工筑路机械有限公司	15,000	15,000	100%	徐州市	工程机械及配件、建筑机械、液压附件等制造、销售、维修
徐工集团（香港）国际贸易有限公司	6,742.86 万美元	6,742.86 万美元	100%	香港	经营和代理各类商品及技术的进出口业务等
徐工集团巴西投资有限公司 (XCMG Brasil Investimentos .tda)	6,700.00 万美元	6,700.00 万美元	95%	巴西	投资与资产管理；咨询等
徐工集团巴西制造有限公司 (XCMG Brasil Industria Ltda)	1,650.00 万巴西雷 亚尔	1,650.00 万巴西雷 亚尔	100%	巴西	机械整机及配件制造与销售

徐州徐工投资有限公司	70,000	70,000	100%	徐州市	投资与资产管理等
徐工集团沈阳工程机械有限公司	3,000	3,000	100%	沈阳市	工程机械产品与配件销售、维修服务等
徐州徐工施维英机械有限公司	12,234.5 万欧元	8,547.264 万欧元	76.23%	徐州市	建筑材料生产专用机械及零部件的制造、销售等
徐州徐工机械营销有限公司	10,000	10,000	100%	徐州市	工程机械设备及配件的销售、维修
徐工集团圣保罗销售服务有限公司	100.00 万巴西雷 亚尔	100.00万 巴西雷亚 尔	100%	巴西	机械，设备与配件的进出口与贸易
徐工印度机械有限公司	50.00 万美元	45万美元	100%	印度	集团产品的销售与租赁等

附二：徐工集团工程机械股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	916,467.39	836,764.15	698,242.24
应收账款净额	393,445.04	977,163.26	1,773,967.22
存货净额	590,336.53	672,131.49	653,431.63
流动资产	2,098,737.96	2,788,767.90	3,597,487.08
长期投资	625.72	725.64	21,067.47
固定资产合计	300,971.01	533,129.40	696,916.00
总资产	2,534,659.16	3,471,351.68	4,535,893.50
短期债务	609,061.44	907,284.56	1,153,027.01
长期债务	19,000.00	320,345.00	667,119.81
总债务（短期债务+长期债务）	628,061.44	1,227,629.56	1,820,146.82
总负债	1,311,393.11	1,955,867.20	2,783,592.21
所有者权益（含少数股东权益）	1,223,266.04	1,515,484.49	1,752,301.29
营业总收入	2,575,238.84	3,297,106.98	3,213,244.65
三费前利润	547,693.55	669,857.28	683,658.89
投资收益	3,195.16	99.92	325.74
净利润	292,720.47	337,859.53	246,577.86
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	377,061.76	443,820.59	370,012.37
经营活动产生现金净流量	68,200.31	-202,975.64	-347,339.47
投资活动产生现金净流量	-78,707.17	-310,965.35	-282,712.53
筹资活动产生现金净流量	411,133.76	435,161.48	489,950.31
现金及现金等价物净增加额	398,834.97	-79,703.24	-138,521.91
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	21.62	20.68	21.75
所有者权益收益率（%）	23.93	22.29	14.07
EBITDA/营业总收入（%）	14.64	13.46	11.52
速动比率（X）	1.17	1.30	1.39
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	-0.17	-0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	-0.22	-0.30
经营活动净现金/利息支出（X）	8.43	-10.37	-6.53
EBITDA 利息倍数（X）	46.58	22.67	6.96
总债务/EBITDA（X）	1.67	2.77	4.92
资产负债率（%）	51.74	56.34	61.37
总资本化比率（%）	33.92	44.75	50.95
长期资本化比率（%）	1.53	17.45	27.57

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。

附三：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)	2009	2010	2011	2012.9
货币资金	517,478.32	967,849.08	943,902.17	747,830.84
应收账款净额	208,414.13	423,263.75	1,097,814.36	2,066,033.09
存货净额	428,666.01	735,625.51	937,926.00	832,040.91
流动资产	1,379,721.90	2,480,736.98	3,788,175.23	4,605,726.85
长期投资	72,421.43	87,089.04	95,827.49	108,174.60
固定资产合计	302,070.22	356,945.72	617,258.40	822,534.89
总资产	1,888,161.64	3,073,709.54	4,665,642.78	5,726,664.34
短期债务	604,048.66	702,709.76	1,089,925.28	1,570,855.63
长期债务	7,000.00	39,278.76	744,448.67	908,903.04
总债务（短期债务+长期债务）	611,048.66	741,988.52	1,834,373.94	2,479,758.67
总负债	1,023,350.81	1,418,803.18	2,762,445.96	3,682,709.04
所有者权益（含少数股东权益）	864,810.83	1,654,906.36	1,903,196.82	2,043,955.31
营业总收入	2,142,755.55	2,685,308.62	3,650,411.34	2,701,666.04
三费前利润	426,971.03	596,547.24	759,497.90	600,233.76
投资收益	23,563.58	33,512.71	24,275.87	-28.62
净利润	201,970.03	336,479.95	365,078.90	193,513.94
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	277,134.31	433,475.94	498,680.82	0.00
经营活动产生现金净流量	312,390.65	23,832.78	-130,561.64	-439,126.66
投资活动产生现金净流量	-35,923.96	-52,663.23	-301,341.07	-261,498.87
筹资活动产生现金净流量	-91,196.45	480,993.11	408,879.72	502,997.69
现金及现金等价物净增加额	184,973.36	450,370.76	-23,946.91	-196,071.33
财务指标	2009	2010	2011	2012.09
营业毛利率（%）	20.32	22.55	21.15	22.72
所有者权益收益率（%）	23.35	20.33	19.18	18.94
EBITDA/营业总收入（%）	12.93	16.14	13.66	-
速动比率（x）	0.94	1.27	1.43	1.38
经营活动净现金/总债务（x）	0.51	0.03	-0.07	-0.35
经营活动净现金/短期债务（x）	0.52	0.03	-0.12	-0.56
经营活动净现金/利息支出（x）	26.68	1.69	-3.40	-
EBITDA 利息倍数（x）	23.67	30.71	12.97	-
总债务/EBITDA（x）	2.20	1.71	3.68	-
资产负债率（%）	54.20	46.16	59.21	64.31
总资本化比率（%）	41.40	30.96	49.08	54.82
长期资本化比率（%）	0.80	2.32	28.12	30.78

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

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²-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）

² 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“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。