



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪120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2016年面向合格投资者公开发行公司债券（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
二零一七年五月十九日

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）跟踪评级报告（2017）

发行主体	徐工集团工程机械股份有限公司		
发行规模	人民币15亿元		
存续期限	3+2年期：2016/10/24-2021/10/24		
上次评级时间	2016/09/29		
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	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	204.39	206.25	204.82	206.90
总资产（亿元）	488.51	427.60	439.77	454.45
总债务（亿元）	171.74	153.16	156.14	150.12
营业总收入（亿元）	233.06	166.96	168.91	59.98
营业毛利率（%）	22.62	20.57	19.44	17.74
EBITDA（亿元）	21.66	15.87	14.93	-
所有者权益收益率（%）	1.99	-0.25	1.06	3.90
资产负债率（%）	58.16	51.77	53.43	54.47
总债务/EBITDA（X）	7.93	9.65	10.46	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.38	2.15	3.03	-

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、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2016 年国内宏观经济弱势企稳，房地产开发和基础设施建设投资增速有所上升，部分工程机械产品销量增加，行业低迷态势有所缓解。当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”）主要产品的产销量均同比上升，整体经营业绩好转。此外，公司研发实力和技术稳步提升，行业龙头地位稳固，且财务结构较稳健，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”）也关注到公司产品需求受经济周期影响较大，应收账款规模、或有负债规模依然较大以及汇率波动等风险因素对公司整体经营造成的影响。

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 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级 AAA。

正 面

- 公司主导产品市场占有率较高，行业龙头地位稳固。近年在工程机械行业景气度相对较低的经营环境下，公司主导产品市场占有率一直处于较高水平，研发实力稳步提升，行业龙头地位稳固。
- 公司产销量同比增长。工程机械行业经历多年向下调整后，2016 年行业低迷态势有所缓解，公司产销量均同比增长，2016 年主机销量为 28,529 台，同比增长 2.72%；产量为 28,821 台，同比增长 19.11%。
- 公司财务结构仍较稳健。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 53.43%和 43.26%，同比增加 1.66 和 0.65 个百分点，财务结构仍较稳健。

分 析 师

徐 璐 lxu@ccxr.com.cn莫 蕾 lmo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 19 日

关 注

- 需求受经济周期影响较大。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，中诚信证评持续关注产品需求受宏观经济变化对公司生产经营和信用状况产生的影响。
- 汇率风险。由于海外投资规模及出口业务规模较大，公司近两年汇兑损益波动较大，影响整体盈利水平。2015 年和 2016 年公司汇兑损益分别为 4.66 亿元和-3.83 亿元，中诚信证评持续关注汇率波动对公司盈利能力的影响。
- 应收账款规模依然较大，坏账风险值得关注。公司销售方式中分期付款方式占比依然较大，应收账款规模仍维持在较高水平，2016 年末公司应收账款净额为 154.14 亿元，占总资产的比重为 35.05%，占用公司较多资金。同时，近三年公司计提减值准备合计数亿元，坏账风险仍值得关注。
- 或有负债规模仍较大。截至 2016 年末，公司担保余额合计 80.91 亿元，占净资产的比例为 39.55%，负有回购义务的按揭贷款和融资租赁余额分别为 16.48 亿元和 66.10 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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

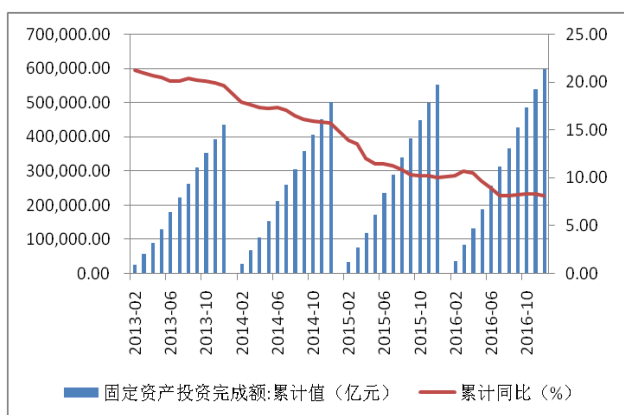
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

基本面分析

2016年受房地产开发和基础设施建设投资增速上升影响，工程机械行业主要产品销量下滑幅度收窄，行业低迷态势有所缓解，公司主要产品的产销量均同比上升

工程机械行业与固定资产投资高度相关，近年来我国固定资产投资增速有所放缓，但总规模仍然很大。2011~2015年，随着积极财政政策的退出和房地产调控政策的逐步落实，全社会固定资产投资逐步降温。2015年固定资产投资为55.20万亿元，比上年增长10%，增幅同比继续回落5.70个百分点；2016年以来，固定资产投资增速下滑趋势有所遏制，全国年度固定资产投资（不含农户）59.65万亿元，比上年名义增长8.10%（扣除价格因素实际增长8.80%），年度增速比上年下降1.90个百分点。其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）11.89万亿元，比上年增长17.40%。

图1：我国固定资产投资情况



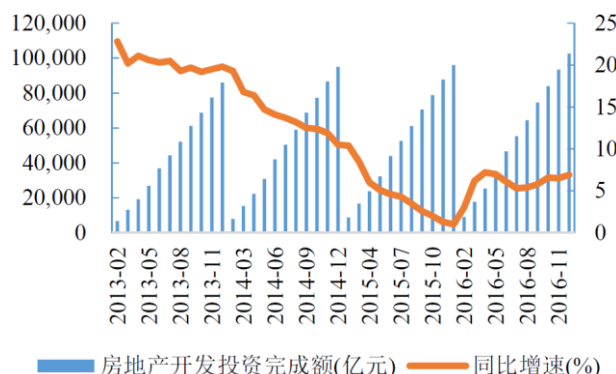
数据来源：Wind 资讯

固定资产投资主要包括制造业投资、房地产投资以及基础投资三大板块。分板块来看，近三年以来，受到去产能、去杠杆经济政策的影响，制造业投资持续处于低迷状态；单月同比与累计同比增速均处于大幅下滑态势。

2015年我国房地产开发投资完成额为9.60万亿元，同比增速为1.00%，下滑趋势明显。2016年增速触底反弹，全国房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%，增速比1~11月份上升0.40个百分点，较2015年投资增速有大幅提升。一方面是由于2015年同期基数相对较低，另一方面，目前房企销售业

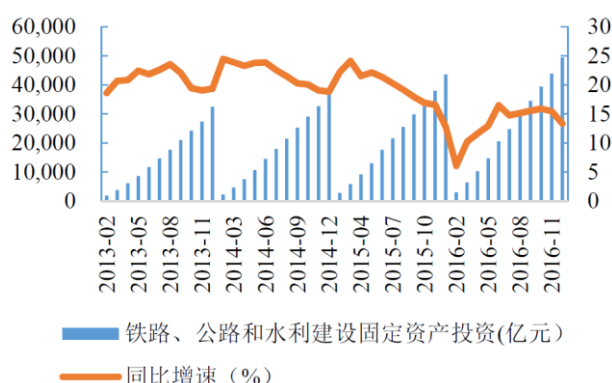
绩改善情况下有动力去做新一轮投资。但受四季度房地产调控政策收紧影响，2017年房地产投资增速或将低位徘徊，对工程机械行业的拉动作用将有所弱化。

图2：我国房地产开发投资完成额变化情况



数据来源：东方财富 Choice 数据

图3：基建投资累计完成额及其增速



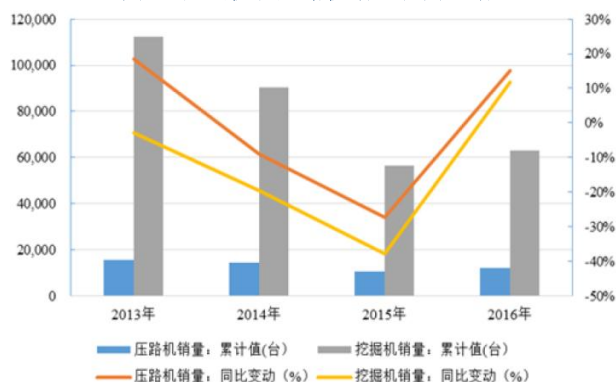
数据来源：东方财富 Choice 数据

基建投资可在一定程度上对冲房地产投资的下滑，但最终力度要取决于财政空间。2016年，铁路、道路和水利基础设施建设固定资产投资增速有所回升，根据东方财富Choice数据显示，全年增速为15.46%，较上年增速回升2.70个百分点。根据全国交通运输工作会议公布数据，2016年我国铁路完成投资8,015亿元；公路建设完成投资1.78万亿元，同比增长7.7%；新改建农村公路29.3万公里；水运及其他建设完成投资1,894亿元，民航完成投资770亿元，均与上年基本持平。此外，2016年国家发改委共审批核准固定资产投资项目227个，总投资17,044亿元。

工程机械行业经历了长达5年的向下调整，进入2016年，工程机械行业面临了新的变化。2016年三季度以来，随着下游固定资产投资增长，行业获得中期需求支撑；伴随国三标准强制实施，工程机

械存量设备更新逐步释放，根据东方财富Choice数据显示，2016年挖掘机销量为62,993台，同比增长11.79%；压路机销量11,952台，同比增长15.06%。行业需求的回升从单一产品逐步扩展到各类产品，工程机械产品销量总体实现小幅增长。2016年下半年以来工程机械行业正进入新时期，核心驱动力来自“需求的市场化回归，产能的市场化出清”。国内未来市场需求增长主要来自两方面：过去十多年来巨大的保有量的旧机更新需求；每年仍在增长的固定资产投资带动的新机需求。“四万亿”政策提前透支了行业稳定增长的轨迹。当市场矫枉过正过后，中国市场需求仍会回到一定的成长轨迹。另一方面，工程机械行业的产能情况。工程机械行业过去10年历经了完整的发展周期，在此轮调整的过程中，行业累计存量已经逐步达到了高点，信用风险得到了控制，产能扩张也显著放缓。但当前工程机械市场主要产品保有量仍维持在较高水平，前期的产能扩张使得产能过剩局面依然较为突出，下游需求是否有效持续仍待观察，中诚信证评对此予以持续关注。

图4：挖掘机和压路机销量和同比增速



数据来源：东方财富 Choice 数据

国外需求是驱动我国工程机械行业发展的又一重要因素。2013年以来，受主要市场经济发展滞缓，需求下降的影响，工程机械出口增幅明显下降。具体来看，2013年工程机械出口贸易额为195.3亿美元，同比增长仅4.88%，增速大幅下滑；2014年出口金额197.92亿美元，比上年增长幅度仅为1.33%，2015年出口金额189.78亿美元，比上年下降4.11%；2016年，工程机械出口金额169.6亿美元，同比下降10.6%。但是近期，随着美国基建投资力度加大，工程机械或再次迎来催化剂。美国新一届总统特朗

普多次表达对美国经济增长的重视，主张增加基础设施建设以重振美国制造业，资金投资额达5,000亿美元以上，并且支持中国“一带一路”建设倡议，将利好国内工程机械相关设备的出口需求。

整体来看，工程机械行业经过多年的行业调整，进入2016年，供给端和需求端边际变化带来再平衡过程，使得工程机械行业进入新时期。此外，未来在良好的销量数据以及海外政策利好刺激下，行业低态势有望得到缓解。

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、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建设施、工程及能源行业，因此产品需求受经济周期影响较大。2016年国内宏观经济弱势企稳，房地产开发和基础设施建设投资增速有所上升，部分工程机械产品销量增加，行业低迷态势有所缓解。尽管当年公司混凝土机械销售收入同比减少明显，但其余主要产品销售收入均出现不同程度上涨，2016年整体业务规模增长。2016年公司实现营业收入168.91亿元，同比增长1.17%。

从产品产销量来看，得益于固定资产投资增速回升，2016年公司主机销量为28,529台，同比增长2.72%；产量为28,821台，同比增长19.11%。跟踪期内，公司按揭和融资租赁销售占比仍较大，截至2016年末，公司负有回购责任的按揭贷款余额为16.48亿元；公司负有回购责任的融资租赁余额为66.10亿元（注：徐工集团内部融资租赁余额为33.79亿元；外部融资租赁余额为32.31亿元）。

表1：近年公司工程机械产品产销情况

单位：台、%			
项目	2015年	2016年	同比增减
销售量	27,773	28,529	2.72
生产量	24,197	28,821	19.11

数据来源：公司2016年年度报告，中诚信证评整理

从细分业务来看，除混凝土机械板块业务因公司与徐州工程机械集团有限公司签订协议以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，导致该业

务板块大幅下降外（2016 年该业务板块仅实现营业收入 1.10 亿元，同比下滑 88.16%），其余产品销售业绩均出现不同程度好转。2016 年公司起重机收入同比下滑 4.81%，下滑幅度较上年收窄 16.66 个

百分点；铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械、其他工程机械和工程机械配件及其他的销售收入分别同比增长 11.73%、1.55%、15.62%、9.10%、24.85%、15.13%和 7.42%。

表2：2016年公司工程机械主要产品业务收入情况

产品	收入（亿元）	收入占比（%）	同比增减（%）
起重机械	54.80	32.44	-4.81
铲运机械	24.22	14.34	11.73
压实机械	9.61	5.69	1.55
混凝土机械	1.10	0.65	-88.16
路面机械	3.95	2.34	15.62
桩工机械	19.62	11.62	9.10
消防机械	5.85	3.46	24.85
其他工程机械	12.02	7.11	15.13
工程机械备件及其他	27.98	16.57	7.42

资料来源：公司 2016 年年度报告，中诚信证评整理

公司主要产品市场占有率较高，研发实力和技术稳步提升，行业龙头地位稳固

尽管近年行业景气度相对较低，但公司主导产品市场占有率一直处于较高水平，行业龙头地位仍较为稳固。从公开披露的产品市场占有率信息来看，公司起重机械继续稳居行业第一，G一代轮式起重机引领市场并已占到月产销的1/3，130吨以上超大吨位轮式起重机市场占有率达62.7%；铲运机械事业部以V系列装载机实现装载机市场占有率进一位；道路机械保持了国内行业第一、全球行业前四的竞争格局。

此外，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。2016年公司核心技术产品研发取得重大突破，其中G一代轮式起重机节能、轻量化、操控性能等达到国际标杆水平；系列北美型装载机完成样机试制，部分产品通过北美及欧盟认证；9个项目获中国机械工业科技进步奖，步履式液压挖掘机关键技术研究及产业化项目获一等奖；工程散料处理装备研发与施工技术研究及应用项目获中国质量协会质量技术奖一等奖。当年公司新增有效授权专利1,038项、新增发明专利307项；研究院创新平台作用突显，承担起无人操控、关重件研发及技术升级、可靠性试验等重大创新项目，建成大型综合试验场。公司关键重大零部件走向市场，其中多路阀通过工业化考核批量配套；行走减

速机完成开发及试验；新型电控箱加快技术升级，稳步推进产业化配套；360吨矿用挖掘机油缸在澳大利亚实现无故障运行8,000小时；液压件、传动轴等关键零部件实现外部市场突破增长。

随着工程机械行业“十三五”规划的制定，以及“一带一路”和“中国制造2025”政策的落实与推进，工程机械行业由此获得新的发展契机，未来公司产品出口空间将得到进一步开拓

从产业发展政策来看，目前国家对工程机械行业的指导思想是进行结构性调整，加大重点产品的投入力度，增加产品系列，扩大生产规模，提高产品质量，形成明显的规模效益，培育企业的国际化竞争能力。这将加快工程机械行业“优胜劣汰”进程，促进具有产品、技术优势和鲜明经营特色的企业进一步发展壮大，有利于提升整个行业的技术水平、质量水平和盈利水平。

机械行业发展程度是衡量一个国家科技水平高低的重要指标。目前，我国的机械行业发展水平在世界上处于中下水平。《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》、《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》、《中国制造2025》及《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》等指导文件，都把工程机械作为我国未来重点发展的对象，将对工程行业的发展产生深远的积极影响。

此外，受益于“一带一路”国家战略布局，未来机械行业加大完善海外产业布局，产品出口空间将得到进一步开拓。

公司作为首家开拓国际市场的中国工程机械企业，系工程机械行业强有力的竞争者。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。2016年，世界经济增长低迷态势仍在延续，不确定因素增加，当年公司实现外销收入27.75亿元，同比下降11.84%；占主营业务收入比重为16.43%，较上年减少3.22个百分点。但伴随着“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，将为公司带来更为广阔的发展空间。

总体来看，2016年以来，受益于基建和房地产投资回暖以及公司较高的市场占有率，公司主要产品产销量均有不同程度的增长，推动整体业务收入实现回升。此外，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，中诚信证评也关注公司产品需求受经济周期影响较大。

财务分析

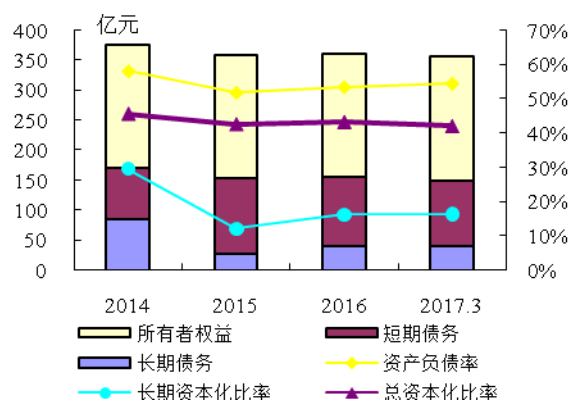
以下财务分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所审计并出具标准无保留审计意见的2014~2016年审计报告，以及未经审计的2017年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。公司2015年财务数据为2016年年报期初追溯重述数。

资本结构

2014~2016年，公司总资产规模分别为488.51亿元、427.60亿元和439.77亿元。2016年以来，工程机械行业回暖，公司产销规模有所增长使得总资产增加。同期，公司负债总额分别为284.12亿元、221.35亿元和234.95亿元；所有者权益分别为204.39亿元、206.25亿元和204.82亿元，受汇率变

动导致的报表折算差额减少影响，公司自有资本规模小幅下降，2016年公司净资产规模204.82亿元，同比减少0.69%。财务杠杆比率方面，2014~2016年末，公司资产负债率分别为58.16%、51.77%和53.43%；总资本化比率分别为45.66%、42.61%和43.26%。截至2017年3月末公司资产总额454.45亿元，负债合计247.55亿元，资产负债率和总资本化比率为54.47%和42.05%，财务杠杆依然较为稳健。

图5：2014~2017.Q1公司资本结构



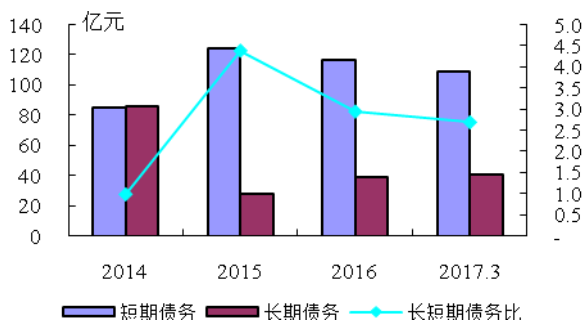
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，截至2016年末，公司应收账款、存货、可供出售金融资产及固定资产分别为154.14亿元、66.44亿元、26.71亿元和75.47亿元，占总资产比重分别为35.05%、15.11%、6.07%和17.16%。其中，公司应收账款同比下滑14.53%，主要系公司加大货款回收力度，销售回款好于同期。具体来看，公司按信用风险特征组合计提的坏账准备金额为18.69亿元。销售方式中分期付款占比依然较大，近年公司应收账款规模仍维持在较高水平，占用公司较多资金的同时，坏账风险仍值得关注。受益于工程机械行业温和复苏，公司适量增加备货，使得存货较上年末增长15.55%。此外，公司可供出售金融资产较上年末增长161.61%，主要为对上海经石投资管理中心（有限合伙）增加权益投资16.50亿元。

从债务期限结构看，2016年公司成功发行16徐工01、16徐工02公司债券合计30亿元，使得长期债务规模有所增加，年末公司总债务为规模156.14亿元，较上年末增长1.95%。其中，短期债务为116.56亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为2.95，

较上年下降0.26，但短期债务规模仍较大，债务期限结构有待进一步改善。

图 6：2014~2017.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，2016 年公司整体财务结构基本保持稳定，但短期债务规模仍较大，债务期限结构有待进一步改善。

盈利能力

2016 年受益于行业温和复苏，公司机械产品销量增长，整体经营业绩有所好转。2016 年公司营业总收入 168.91 亿元，同比增长 1.17%。

从毛利率水平看，2016 年以钢材为主的大宗原材料价格出现反弹，一定程度加大工程机械生产企业的成本控制压力，但公司技术能力不断提升，使得整体毛利率水平基本稳定。2016 年公司起重机械等主要产品销售毛利率有所回升，当年营业毛利率为 19.44%，同比基本持平。2017 年 1~3 月公司营业毛利率为 17.74%。

表 3：2016 年公司主要产品收入及毛利率情况

项目	收入	毛利率	单位：亿元、%	
			收入比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
起重机械	54.80	23.61	-4.81	增加 3.44 个百分点
铲运机械	24.22	17.10	11.73	减少 1.64 个百分点
桩工机械	19.62	22.19	9.10	减少 10.90 个百分点
工程机械备件及其他	27.98	12.98	7.42	增加 1.42 个百分点

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

三费方面，2014~2016 年公司的三费合计金额分别为 41.25 亿元、37.61 亿元和 27.25 亿元，占营业收入的比例分别为 17.70%、22.53%和 16.13%。

2016 年公司销售收入小幅增长，相应销售费用及管理费用有所增长，但受到巴西雷亚尔大幅度贬值等外汇市场汇率变化，使得当年公司产生较大规模汇兑收益，财务费用大幅下降，当年三费收入占比下降至 16.13%。2017 年一季度，公司期间费用合计 8.15 亿元，三费收入占比为 13.59%。总体看，公司 2016 年大规模汇兑收益使得当年期间费用占收入比重下降，中诚信证评持续关注汇率波动对公司费用控制能力及盈利水平的影响。

表 4：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

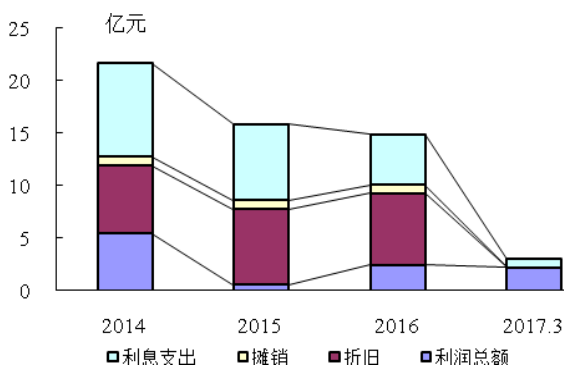
项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	16.40	12.20	12.77	3.52
管理费用	18.75	14.84	15.03	3.79
财务费用	6.11	10.58	-0.55	0.83
三费合计	41.25	37.61	27.25	8.15
营业总收入	233.06	166.96	168.91	59.98
三费收入占比	17.70%	22.53%	16.13%	13.59%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2016 年，公司利润总额为 2.40 亿元，其中经常性业务利润 4.71 亿元，得益于工程机械行业温和复苏以及大规模汇兑收益，公司经营业务利润扭亏为盈。非经营性项目方面，2016 年公司资产减值损失为 5.51 亿元，同比增长 1.29%，主要系应收账款坏账损失。此外，2016 年公司未有股权出售，投资收益为 1.99 亿元，较上年同期大幅减少 76.91%，投资收益主要包括可供出售金融资产在持有期间的投资收益以及对子公司投资、合营企业投资及联营企业的投资。总体来看，2016 年投资收益大幅减少，但得益于行业温和复苏以及当年大规模汇兑收益促使公司经常性业务利润好转，利润总额同比增长。

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。2016 年，公司利润总额增长，但当年折旧和财务性利息支出规模有所下降，EBITDA 规模同比下降 5.92%至 14.93 亿元。

图 7：2014~2017.Q1 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，公司收入规模有所增长，大规模汇兑收益使得经常性业务扭亏为盈，但近两年汇率波动对公司盈利水平影响较大，中诚信证评持续关注汇率波动对公司盈利能力的影响。

偿债能力

截至 2016 年末，公司总债务为 156.14 亿元，资产负债率和总资本化率分别为 53.43% 和 43.26%。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，公司获现能力有所下降，2014~2016 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 7.93、9.65 和 10.46；EBITDA 利息保障倍数分别为 2.38、2.15 和 3.03，EBITDA 对债务本息的保障程度一般。从现金流情况来看，2016 年公司加大货款回收力度，收现比上升，销售回款好于同期使得经营活动现金流明显改善，2016 年公司经营性现金净流入 22.45 亿元，经营性现金流对债务本息的保障程度大幅提升。2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.04、0.01、0.14 和 0.18；2014~2016 年经营活动净现金/利息支出分别为 0.81、0.15、4.55。

表 5：2014~2017.Q1 公司主要偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产 (亿元)	488.51	427.60	439.77	454.45
总债务 (亿元)	171.74	153.16	156.14	150.12
资产负债率 (%)	58.16	51.77	53.43	54.47
总资本化比率 (%)	45.66	42.61	43.26	42.05
经营活动净现金流 (亿元)	7.38	1.11	22.45	6.92
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.04	0.01	0.14	0.18
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.81	0.15	4.55	-
EBITDA (亿元)	21.66	15.87	14.93	-
总债务/EBITDA (X)	7.93	9.65	10.46	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.38	2.15	3.03	-

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 2016 年末，公司拥有各商业银行综合授信额度 309.33 亿元，已用授信额度 110.12 亿元，未使用授信额度 199.21 亿元。公司备用流动性相对充裕，未使用银行授信额度一定程度上能对其债务本息偿付形成保障。

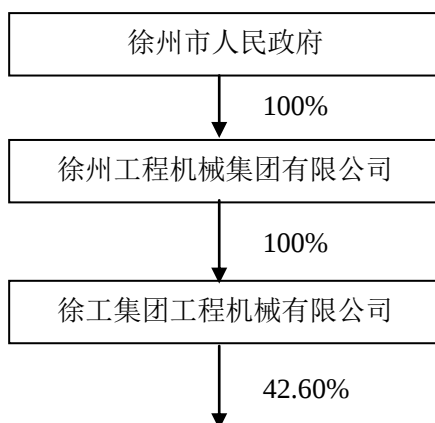
对外担保方面，截至 2016 年末，公司担保余额合计 80.91 亿元，占净资产的比例为 39.55%，其中为参与公司按揭和融资租赁销售业务的用户和经销商提供的回购担保余额为 48.79 亿元，其余为对子公司的担保。整体来看，公司对外担保规模较大，因对外担保所形成的或有负债风险仍值得关注。另截至 2016 年末，公司无重大未决诉讼或仲裁事项形成的或有负债。

总体看，2016 年得益于行业环境回暖以及当年大规模汇兑收益，公司经常性业务扭亏为盈，中诚信证评将持续关注汇率波动对盈利能力的影响。此外，公司融资渠道顺畅，财务结构仍较稳健，销售回款好于同期使得经营活动现金流明显改善。长期来看，公司整体偿债能力仍然极强。

结 论

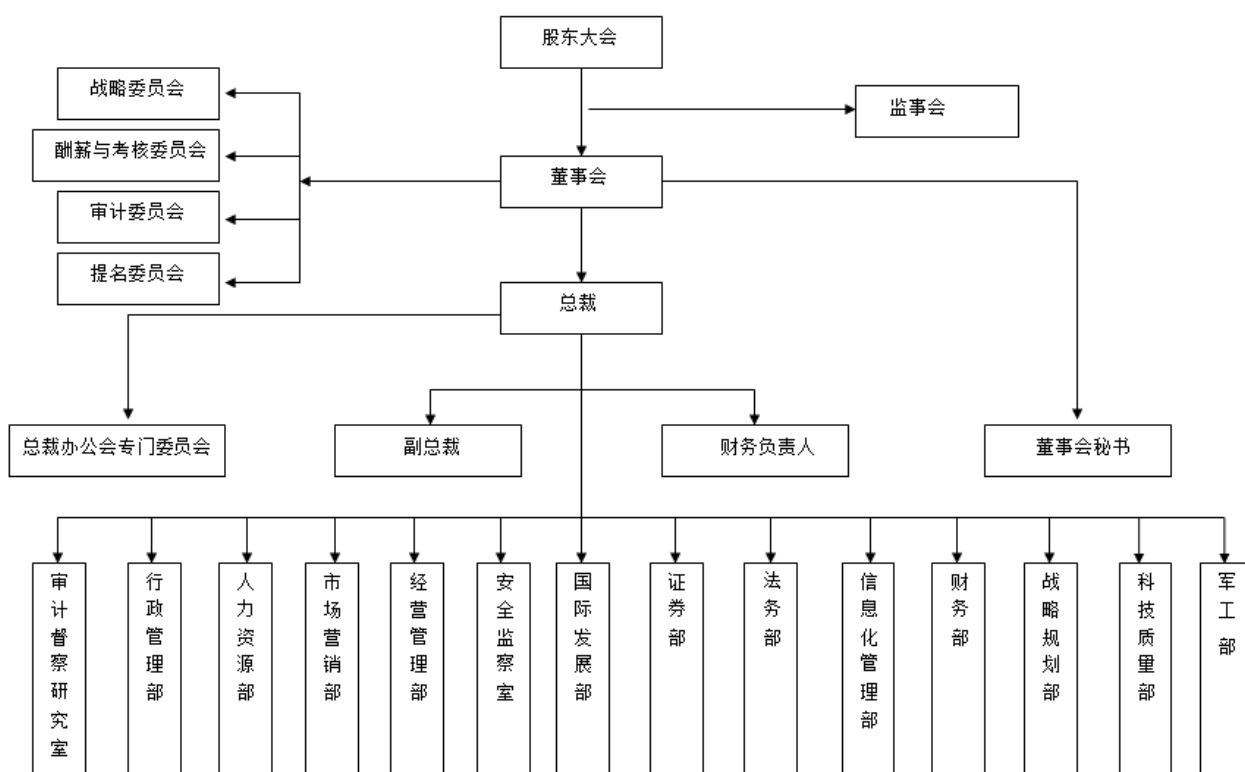
综上，中诚信证评维持徐工集团工程机械股份有限公司主体信用级别 **AAA**，评级展望为稳定；维持“徐工集团工程机械股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用级别 **AAA**。

附一：徐工集团工程机械股份有限公司股权结构图（截至 2016 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%
徐工消防安全装备有限公司	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%	广东徐工鲲鹏工程机械有限公司	90.00%
徐工集团（香港）国际贸易有限公司	100.00%	徐工北美有限公司	100.00%
江苏徐工信息科技股份有限公司	60.00%	宁夏徐工鲲鹏工程机械有限公司	90.00%

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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	515,810.19	501,803.68	493,647.99	411,840.24
应收账款净额	2,003,454.39	1,803,382.55	1,541,408.51	1,579,691.55
存货净额	771,432.31	575,039.89	664,372.52	739,174.48
流动资产	3,653,930.56	3,282,340.41	3,049,204.68	3,195,540.65
长期投资	102,271.82	184,883.03	351,716.61	267,104.84
固定资产	819,064.72	603,310.23	754,698.26	747,474.25
总资产	4,885,053.77	4,270,794.42	4,397,705.37	4,544,501.30
短期债务	855,558.11	1,246,956.13	1,165,649.83	1,094,635.25
长期债务	861,834.20	284,663.18	395,708.13	406,606.62
总债务（短期债务+长期债务）	1,717,392.31	1,531,619.31	1,561,357.95	1,501,241.86
总负债	2,841,157.82	2,213,492.18	2,349,547.13	2,475,549.91
所有者权益（含少数股东权益）	2,043,895.95	2,062,547.65	2,048,158.24	2,068,951.40
营业总收入	2,330,628.08	1,669,578.16	1,689,122.99	599,790.16
三费前利润	516,183.19	330,686.65	319,614.15	103,107.80
投资收益	3,692.50	86,223.38	19,905.90	2,929.86
净利润	40,692.18	-5,255.67	21,659.05	20,152.25
EBITDA	216,610.74	158,705.55	149,325.54	30,540.65
经营活动产生现金净流量	73,766.76	11,057.35	224,534.03	69,163.37
投资活动产生现金净流量	-87,104.18	-175,765.79	-134,003.46	-11,420.63
筹资活动产生现金净流量	-183,560.54	167,367.39	-70,128.47	-128,804.24
现金及现金等价物净增加额	-201,070.52	-2,314.57	18,613.51	-74,854.58
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	22.62	20.57	19.44	17.74
所有者权益收益率（%）	1.99	-0.25	1.06	3.90*
EBITDA/营业总收入（%）	9.29	9.51	8.84	-
速动比率（X）	1.46	1.40	1.22	1.19
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.01	0.14	0.18*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.09	0.01	0.19	0.25*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.81	0.15	4.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.38	2.15	3.03	-
总债务/EBITDA（X）	7.93	9.65	10.46	-
资产负债率（%）	58.16	51.77	53.43	54.47
总资本化比率（%）	45.66	42.61	43.26	42.05
长期资本化比率（%）	29.66	12.13	16.19	16.42

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。