



广西柳工机械股份有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0247 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 5 月 23 日

本次跟踪发行人及评级结果	广西柳工机械股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“柳工转 2”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”或“公司”）核心产品维持高市占率、产品结构丰富、海外业务和弱周期板块平滑整体业绩、盈利和经营获现水平提升以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到行业需求弱化导致产销量下滑、经营环节占款规模较大、面临一定的或有负债和海外业务风险等因素对公司经营及整体信用状况影响。</p>	
评级展望	中诚信国际认为，广西柳工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。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：工程机械行业景气度持续快速下滑，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且面临很高风险。</p>	

正面

- 核心产品市场占有率维持领先地位，国际化战略推行成效良好
- 产品结构丰富，弱周期板块的发展有利于平滑核心主业周期性波动
- 跟踪期内盈利能力改善，经营获现水平提升
- 银行可使用授信充足，融资渠道畅通

关注

- 工程机械行业国内需求下滑及海外需求增速放缓导致核心产品产销量下降
- 应收账款及存货规模较大，需关注应收款项的回收进度及存货跌价对盈利能力的影响
- 面临一定融资租赁销售带来的或有负债风险，以及海外业务风险

项目负责人：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

项目组成员：王 歙 shwang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

柳工股份（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	404.54	422.58	465.78	468.42
所有者权益合计（亿元）	161.63	171.75	179.97	184.98
总负债（亿元）	242.91	250.83	285.81	283.44
总债务（亿元）	140.72	136.77	173.89	162.86
营业总收入（亿元）	287.01	264.80	275.19	79.39
净利润（亿元）	10.25	6.47	9.42	5.15
EBIT（亿元）	14.56	9.75	13.91	--
EBITDA（亿元）	19.86	16.11	20.89	--
经营活动净现金流（亿元）	8.46	9.59	16.29	-0.41
营业毛利率(%)	17.47	16.80	20.82	22.79
总资产收益率(%)	3.60	2.36	3.13	--
EBIT 利润率(%)	5.07	3.68	5.05	--
资产负债率(%)	60.05	59.36	61.36	60.51
总资本化比率(%)	46.54	44.33	49.14	46.82
总债务/EBITDA(X)	7.09	8.49	8.32	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.86	7.15	5.30	--
FFO/总债务(%)	12.13	11.59	13.12	--

注：1、中诚信国际根据柳工股份提供的其经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，2021 年、2022 年数据分别为 2022 年、2023 年财务报告期初数，2023 年数据为当期财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比；3、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的“短期应付债券”计入“短期债务”，将“长期应付款”中的“融资租赁款”和“统借统贷”计入“长期债务”。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
徐工机械	1,619.95	64.51	928.48	52.36	35.71
柳工股份	465.78	61.36	275.19	9.42	16.29

中诚信国际认为，与可比企业相比，公司在细分产品领域有一定优势，多元化程度较优，但综合市场占有率略低。财务方面，公司资产、收入及盈利规模较小，但经营获现能力良好，财务杠杆水平低于可比企业。

注：“徐工机械”为“徐工集团工程机械股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

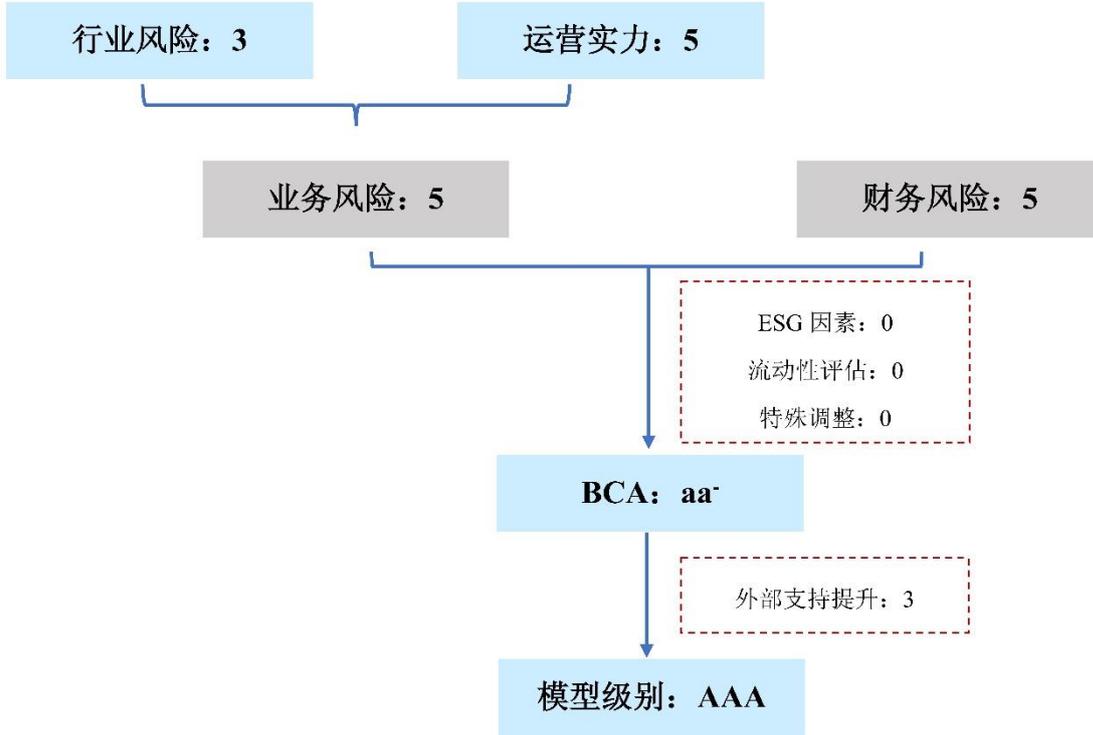
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评级 结果	上次评级有 效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
柳工转 2	AAA	AAA	2023/6/25 至 本报告出具日	30.00/28.99	2023/03/27~ 2029/03/27	转股价格向下修正条款、赎回条款、回售条款

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
柳工股份	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/25 至本报告出具日

● 评级模型

广西柳工机械股份有限公司评级模型打分(C060000_2024_05_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司控股股东为广西柳工集团有限公司（以下简称“柳工集团”），实际控制人为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”），工程机械属于广西自治区未来重点发展的战略产业，作为该领域核心制造企业，公司能够得到股东及政府的较大支持，跟踪期内外部支持无变化。

方法论: 中诚信国际装备制造行业评级方法与模型 C060000_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

2023 年以来，工程机械行业高存量以及房地产投资持续低迷等因素仍对内销需求形成抑制，外销由高速增长过渡到平稳增长阶段，在此背景下行业总销量进一步下滑；而在内销恢复缓慢、出口增速回落的预期下，预计 2024 年行业筑底过程仍将持续。

随着国内“稳增长”政策的不断加码和落地实施，基建投资仍是支撑工程机械行业需求的重要因素，但房地产行业仍处于调整阶段，对工程机械需求的提振作用不足，2023 年工程机械内销市场需求始终较低迷；出口业务维持增长，一定程度上缓解了国内市场下行压力，但增速已经放缓。上述因素造成 2023 年工程机械行业延续低迷态势，全年挖掘机销量同比下降 25.4%。预计 2024 年基建投资仍将维持增长，但房地产行业修复缓慢，对工程机械内需带动作用有限；而海外市场在经历过去两年的高速增长后已进入稳步发展阶段，出口销量增速可能进一步放缓，整体来看行业仍将处于底部区间，但降幅或将有所收窄。

详见《中国工程机械行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10943?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内公司维持了在装载机、土石方机械领域的优势地位，产品线丰富、海内外销售渠道布局更加广泛，一定程度上平滑了国内工程机械行业的周期性波动；但国内市场需求下滑依然导致整体产销量下降，且仍需对信用销售可能产生的逾期及回购风险保持持续关注。

2023 年以来公司产权结构无较大变化，两会一层变动较小¹，战略方向明确且未发生调整，新设及处置子公司对合并范围及业务结构无重大影响。

截至 2024 年 3 月末，柳工集团持有公司 25.92% 股权，为公司控股股东，广西国资委²为实际控制人；2022 年引入的战略投资者中，广西招工服贸投资合伙企业（有限合伙）、国新双百壹号（杭州）股权投资合伙企业（有限合伙）等陆续进行了少量减持，但对公司股权结构无重大影响。

2023 年 9 月，公司将子公司柳工锐思塔机械有限公司的生产性资产出售给波兰 HSW 公司，交易价格为 3.60 亿元；通过上述交易，公司将波兰制造业务转移至国内生产基地，有利于提升生产效率及降低生产成本。此外，为拓展国际业务，公司投资设立多个海外子公司，亦出售或清算注销部分经营效益较差的子公司，但均对公司影响较小。

未来，公司将继续实施“全面解决方案、全面智能化、全面国际化”战略，巩固土方机械在国内外的市场竞争力并保持业绩增长，同时增强弱周期和非周期性业务的盈利性，进一步提升品牌价

¹ 截至 2024 年 3 月末，公司董事会成员 11 名，其中外部董事 3 名、独立董事 4 名，持股 5% 以上的战略投资者招商局资本管理（北京）有限公司和国改双百发展基金管理有限公司各委派 1 名外部董事；跟踪期内公司董事会成员未发生变化，1 名监事及财务负责人分别因工作调整和个人原因发生变动，其余监事会成员及高级管理人员无变化。

² 广西宏桂汇智基金管理有限公司—广西国有企业改革发展一期基金合伙企业（有限合伙）持有公司 2% 的股权，其实控人同为广西国资委。

值及抗风险能力。

公司拥有丰富的产品线和完善的配套服务体系，产品下游应用领域广泛，多元化水平较优，有利于抵御单一市场波动带来的风险；虽然国内工程机械下游需求弱化导致产销量整体出现下滑，核心产品装载机仍然保持较强的竞争实力。

公司工程机械及非工程机械设备产品种类多样，现有超过 30 条产品线，下游应用领域广泛。其中土石方机械是公司的主要产品，收入占比维持在 60%左右，包括装载机、挖掘机、平地机和推土机等；公司装载机拥有完整的产品系列，能够生产 1~25 吨等各种规格的机型，电动产品和“国四”产品全面落地；跟踪期内公司加强对起重机械、矿山机械、桩工机械、混凝土机械等其他工程机械装备的开发，不断补充产品型谱。此外，农用机械、工业车辆、以预应力锚具和斜拉索为主的预应力机械等非工程机械业务的发展可在一定程度上减弱公司整体销量受到工程机械周期性波动的影响。

跟踪期内公司在国内工程机械行业中仍保持相对领先的市场地位，其中装载机是其核心竞争力的体现，2023 年国内市场占有率稳居第一，同时挖掘机、平地机等其他土石方机械的市场份额均有所提升，电动化及智能化产品市场拓展成效显著；受国内工程机械行业处于周期下行区间以及出口增速收窄影响，当期公司装载机和挖掘机产销量进一步降低，产能利用率亦有下滑。2024 年 1~3 月，国内基建投资有所改善，公司挖掘机销量同比略有回升。通过对高空作业平台、推土机、矿机等生产线进行技改，其他产品产能有所提升；同时得益于高空机械、矿山机械、农业机械和建筑预应力等产品下游需求相对平稳以及加大市场开拓力度，装载机和挖掘机之外其他产品产销量保持增长态势，将对未来订单提供一定支撑。

表 1：公司主要产品生产及销售情况（万台/年、万台、%）

	2022				2023				2024.1~3			
	产能	产量	产能利用率	销量	产能	产量	产能利用率	销量	产能	产量	产能利用率	销量
装载机	2.90	2.13	74	2.48	2.88	2.08	72	1.90	0.86	0.60	70	0.57
挖掘机	3.30	1.78	54	1.83	3.27	1.70	52	1.64	0.82	0.55	67	0.62
其它	3.19	3.16	99	3.13	4.87	3.80	78	3.46	1.25	0.99	79	0.82
合计	9.39	7.07	75	7.44	11.02	7.58	69	7.00	2.93	2.14	73	2.01

注：其他产品包括平地机、叉车、预应力产品、混凝土机械、农业机械、高空作业平台、矿山机械、桩工机械等，2024 年一季度产能未经年化。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司营销体系完善，拥有广泛且稳定的海内外销售渠道及较为灵活的结算方式，融资租赁业务能够为工程机械主业提供服务，但需关注或有回购风险以及海外业务韧性和可能面临的经营风险。

公司国内销售以经销为主，截至 2023 年末在各省、区拥有超过 143 家授权经销商以及 15 家全资或控股直营公司，渠道覆盖广泛且直营公司有利于增强公司的渠道管控能力及客户获取能力。海外销售已覆盖超过 170 个国家和地区，2023 年新增 39 家经销商，澳洲、中亚、越南等多个子公司相继成立；当期海外不同市场基建、矿山开采、电动化等需求依然相对旺盛，依托较为丰富的产品线及不断完善的市场布局，海外收入同比大幅增长超过 40%，加之国内市场萎缩，海外销售占比进一步提升。2023 年以来公司持续加大国际市场开拓力度，在国内需求下行的情况下对收入增长提供重要支撑；**但中诚信国际也注意到**，当前部分工程机械产品出口增速已明显回落，且

易受到汇率波动、国际政治、各国经济政策、贸易和投资壁垒等诸多复杂因素影响。

表 2：近年来公司主营业务分区域收入占比及销售模式占比（亿元、%）

区域	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内	222.37	78.80	183.61	69.34	160.57	58.35	40.42	50.92
海外	59.84	21.20	81.19	30.66	114.62	41.65	38.97	49.08
销售模式	2021		2022		2023		2024.1~3	
全款提货		26.46		25.73		22.88		22.17
信用销售		73.54		74.27		77.12		77.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司销售结算模式包括全款提货及信用销售，2023 年以来信用销售占比略有上升，但仍控制在较为合理的范围，其中融资租赁、定向保税仓和银行按揭模式销售金额分别为 74.41 亿元、13.22 亿元和 3.86 亿元³。中诚信国际认为，公司信用销售规模较大，目前业务风险整体可控；但若未来出现客户违约，公司对回购义务的履行将带来一定资金压力，中诚信国际将对公司融资租赁业务开展情况、客户逾期及违约风险以及面临的回购风险保持持续关注。

公司在建项目资金来源以可转债募集资金为主，未来资本支出压力不大。

随着柳工东部研发制造基地二期项目的完工，截至 2024 年 3 月末，公司主要在建项目为装载机智能化改造项目和柳工智能国际工业园项目，均为“柳工转 2”募投项目，总投资预算为 32.10 亿元，已投资 22.37 亿元，剩余投资将于 2024~2025 年完成，未来资本支出压力不大。

财务风险

中诚信国际认为，虽然受到行业周期性下行的影响，但通过增加高毛利产品占比、市场拓展、成本控制等多种措施，跟踪期内公司的经营获现和盈利能力有所提升，为债务偿付提供了有力支持；但债务的增长导致财务杠杆水平有所回升，同时仍需关注工程机械行业周期性波动对公司利润的长期影响。

盈利能力

虽然下游需求弱化导致 2023 年以来公司主要工程机械产品销量下行，但客户和产品结构的改善带来销售均价提升，进而带动收入规模回升；加之公司不断推进全价值链降本，采购及制造成本得以压降，同时利润空间较大的国际业务占比上升⁴，跟踪期内毛利率水平持续改善，利润总额及盈利能力指标随之大幅回升。中诚信国际也注意到，海外营销和研发力度的加强使得期间费用率有所升高，国内经济下行导致信用销售风险上升，公司对承担回购或担保责任的融资租赁和按揭贷款计提的坏账损失相应增加，上述因素对跟踪期内利润造成一定侵蚀。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土石方机械	171.51	16.57	155.58	17.82	159.06	23.36	49.53	22.46
其他工程机械及零部件等	85.36	14.37	77.36	11.01	87.85	13.62	22.75	23.39

³ 2023 年末全资子公司中恒国际租赁有限公司（以下简称“中恒租赁”）工程机械类融资租赁业务本金余额为 46.24 亿元，公司外部融资租赁余额为 58.77 亿元，按揭贷款余额 6.56 亿元，定向保税仓余额为 5.38 亿元；同期末，公司因第三方融资租赁和按揭业务代垫逾期保证金产生其他应收款 7.24 亿元，定向保税仓业务未发生逾期和回购事项。

⁴ 其他工程机械出口毛利率远高于国内销售，随着国际业务占比提升，跟踪期内该板块毛利率提升更为明显。

预应力业务	20.13	22.57	20.79	20.56	22.18	24.14	5.31	23.02
融资租赁业务	5.21	52.90	5.40	47.03	5.51	45.56	1.04	22.50
其他业务	4.80	--	5.66	--	3.33	--	0.76	--
营业总收入/营业毛利率	287.01	17.47	264.80	16.80	275.19	20.82	79.39	22.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理；合计数经四舍五入后存在尾数差异。

资产质量

跟踪期内公司资产规模保持增长，可转债的发行及经营获现水平的提升使得货币资金增加且可用部分较充裕⁵；应收账款⁶随以分期付款为主的海外业务规模扩张而保持增长，存货规模亦有所上升，主要系海外业务运输和销售周期较长所致。整体来看应收账款、存货以及开展融资租赁业务形成的应收融资租赁款均维持在较高水平，需持续关注经营环节资金占用情况、账款回收情况及存货减值风险。未分配利润积累带动权益增厚，国际业务规模扩大导致对流动资金需求增加，加之可转债发行成功，跟踪期内有息债务规模有所扩大，公司财务杠杆水平略有上升，但整体来看资本结构仍相对稳健。

现金流及偿债情况

得益于回款情况较好以及对供应商结算政策优化，2023 年公司经营获现水平有较大提升；同期在建项目投资支出仍维持在一定规模，筹资活动现金净流入同比增加，主要系收到可转债募集资金所致。2024 年一季度，公司海外销售增加并集中支付部分对供应商的货款，同时未进行直接融资，上述原因导致经营及筹资活动现金流均转为净流出。随着现金流和盈利能力的改善，跟踪期内公司偿债能力整体有所增强，但 EBITDA 利息保障倍数同比下行，主要系融资成本较高的外币借款增加导致利息费用上升所致，短期债务占比依然偏高；整体来看，较为充裕的资金储备以及畅通的外部融资渠道可为到期债务偿付提供一定支撑。截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 452.67 亿元，其中尚未使用额度为 307.05 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司对下属各级子公司实施资金集中管理，每日进行资金归集；作为上市公司，公司自有资金保持独立，不归集至控股股东或实际控制人。

表 4：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
期间费用率	12.79	12.75	14.98	13.03
资产减值损失	-1.58	-2.06	-2.54	-0.41
信用减值损失	-2.51	-3.60	-5.31	-1.06
经营性业务利润	14.62	12.36	16.74	8.07
利润总额	12.63	7.90	12.09	6.49
总资产收益率	3.60	2.36	3.13	--
货币资金	64.07	72.35	103.53	88.00
应收账款	62.67	75.71	81.76	100.34
存货	90.64	79.88	84.82	83.37
总资产	404.54	422.58	465.78	468.42
总债务	140.72	136.77	173.89	162.86
短期债务/总债务	74.73	86.34	74.70	74.12
未分配利润	65.73	67.99	75.41	80.39

⁵ 截至 2023 年末受限货币资金为 9.03 亿元，主要为保函保证金。

⁶ 截至 2023 年末账龄在一年以内的应收账款占比为 78.70%，累计计提坏账准备 11.81 亿元。

所有者权益	161.63	171.75	179.97	184.98
资产负债率	60.05	59.36	61.36	60.51
经营活动净现金流	8.46	9.59	16.29	-0.41
EBITDA 利息保障倍数	8.86	7.15	5.30	--
FFO/总债务	12.13	11.59	13.12	--
总债务/EBITDA	7.09	8.49	8.32	--

注：资产减值损失和信用减值损失以负值列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计 12.26 亿元，约占同期末净资产比重的 7%，受限比例低。2023 年末，公司对武汉杨泗港大桥有限公司提供连带责任保证担保 0.60 亿元，规模较小，此外仅有对合并范围内子公司担保，其中对中恒租赁的实际担保金额为 37.56 亿元；公司负有回购或担保义务的外部融资租赁业务、定向保税仓业务和按揭业务余额合计 70.70 亿元，约占当期末总资产和净资产 15%和 39%，或有负债风险值得关注。此外，公司重大未决诉讼合计涉诉金额为 3.81 亿元，公司均为原告方，无作为被告方的影响正常经营的重大未决诉讼。

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，2021~2024 年 4 月末，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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁷

假设

- 2024 年，柳工股份海外业务保持增长，降本增效工作不断推进。
- 2024 年，柳工股份继续推进可转债募投项目，投资支出金额较上年基本持平。
- 2024 年，柳工股份外部融资需求将有所降低，净融资规模小幅压降。

预测

表 5：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	44.33	49.14	44.50~47.00
总债务/EBITDA(X)	8.49	8.32	5.00~7.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

ESG⁸表现方面，柳工股份注重安全生产与环保投入，并积极推进绿色制造和绿色产品，开发多款电动新产品、打造绿色供应链；同时治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现符合行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，柳工股份经营获

⁷中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁸中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

现能力良好，未使用授信额度充足；作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。公司资金流出主要用于债务还本付息及在建项目，现金对债务本息的保障程度较高。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

工程机械属于广西自治区未来重点发展的战略产业，作为该领域核心制造企业，控股股东及实际控制人对公司的支持力度很大。

广西自治区地处出海口，依托于国际大通道建设和“一带一路”战略，获得国家政策和资金的大力支持。目前主导产业为基础农业、资源型工业和旅游业，2023 年地区生产总值 2.72 万亿元，同比增长 4.1%，对公司的支持能力保持较好水平。根据广西自治区《关于提升广西关键产业链供应链稳定性和竞争力的若干措施》，未来广西自治区重点发展的战略产业包含机械制造产业。2023 年，以公司为核心资产的柳工集团位列广西企业 100 强第 22 位。公司为柳工集团的重要构成部分和主要收入来源，柳工集团对公司支持意愿很强。作为国内工程机械行业和广西地区的上市企业，公司未来有望在业务拓展和融资渠道等方面得到股东及广西国资委的较大支持。

跟踪债券信用分析

“柳工转 2”募集资金 30.00 亿元，扣除发行费用后所募集的资金主要用于柳工挖掘机智慧工厂项目、柳工装载机智能化改造项目、中源液压业务新工厂规划建设项目、工程机械前沿技术研发与应用项目和补充流动资金。截至 2023 年末，募集资金余额为 14.02 亿元。

“柳工转 2”设置有条件回售条款、有条件赎回条款、转股价格向下修正条款，2023 年 6 月及 2024 年 5 月分别触发转股价格向下修正条款⁹和有条件赎回条款¹⁰，但公司董事会作出决议不提前赎回“柳工转 2”¹¹，跟踪期内亦未到回售条款¹²的可执行时间，但中诚信国际仍将关注公司未来可能触发提前赎回或有条件回售条款的情况。

“柳工转 2”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面保持行业领先地位，非工程机械板块有助于分散周期性波动风险，虽然产销量出现下滑，但考虑到公司盈利和经营获现能力改善，流动性良好、再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量未发生变化。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广西柳工机械股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“柳工转 2”的信用等级为 **AAA**。

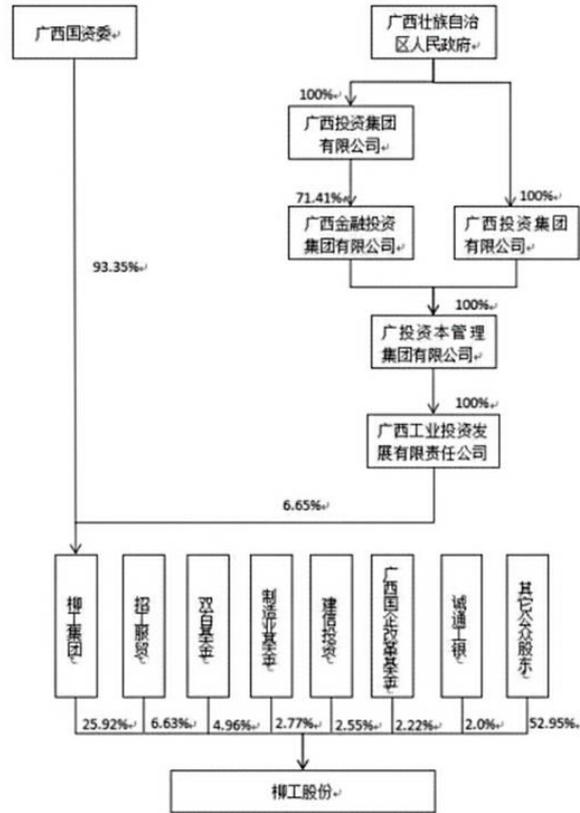
⁹ 根据公司 2022 年度股东大会审议通过的利润分配方案，每股派发现金股利 0.10 元（含税），“柳工转 2”的转股价格由 7.87 元/股调整为 7.77 元/股。

¹⁰ 自 2024 年 4 月 11 日至 2024 年 5 月 6 日，公司股价已有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%，即 10.10 元/股）。

¹¹ 董事会审议通过后 3 个月内（即 2024 年 5 月 7 日至 2024 年 8 月 6 日），如再次触发“柳工转 2”的上述有条件赎回条款，公司均不行使提前赎回权利。

¹² 在“柳工转 2”最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附一：广西柳工机械股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



主要子公司	简称	截至 2023 年末			2023 年	
		持股比例	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
中恒国际租赁有限公司	中恒租赁	100.00%	65.80	23.52	5.79	1.22
柳工机械香港有限公司	柳工香港	100.00%	39.79	5.29	49.25	2.16



资料来源：公司提供

附二：广西柳工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：亿元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	64.07	72.35	103.53	88.00
应收账款	62.67	75.71	81.76	100.34
其他应收款	5.76	10.90	14.57	15.92
存货	90.64	79.88	84.82	83.37
长期投资	11.85	10.40	10.72	10.83
固定资产	43.02	49.02	61.20	60.25
在建工程	6.70	8.10	5.86	7.02
无形资产	12.53	15.15	14.51	14.11
资产总计	404.54	422.58	465.78	468.42
其他应付款	19.47	24.05	16.50	17.58
短期债务	105.16	118.08	129.91	120.72
长期债务	35.56	18.69	43.99	42.14
总债务	140.72	136.77	173.89	162.86
净债务	82.34	68.97	74.91	82.75
负债合计	242.91	250.83	285.81	283.44
所有者权益合计	161.63	171.75	179.97	184.98
利息支出	2.24	2.25	3.94	--
营业总收入	287.01	264.80	275.19	79.39
经营性业务利润	14.62	12.36	16.74	8.07
投资收益	1.79	0.80	1.02	-0.13
净利润	10.25	6.47	9.42	5.15
EBIT	14.56	9.75	13.91	--
EBITDA	19.86	16.11	20.89	--
经营活动产生的现金流量净额	8.46	9.59	16.29	-0.41
投资活动产生的现金流量净额	-8.86	-4.78	-5.04	-0.96
筹资活动产生的现金流量净额	-26.66	4.56	15.37	-12.41
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	17.47	16.80	20.82	22.79
期间费用率(%)	12.79	12.75	14.98	13.03
EBIT 利润率(%)	5.07	3.68	5.05	--
总资产收益率(%)	3.60	2.36	3.13	--
流动比率(X)	1.52	1.37	1.49	1.50
速动比率(X)	1.04	1.00	1.11	1.12
存货周转率(X)	2.61	2.58	2.65	2.92*
应收账款周转率(X)	4.58	3.83	3.50	3.49*
资产负债率(%)	60.05	59.36	61.36	60.51
总资本化比率(%)	46.54	44.33	49.14	46.82
短期债务/总债务(%)	74.73	86.34	74.70	74.12
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	0.04	0.05	0.08	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	0.06	0.06	0.10	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数(X)	3.77	4.26	4.13	--
总债务/EBITDA(X)	7.09	8.49	8.32	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.14	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.86	7.15	5.30	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.49	4.33	3.53	--
FFO/总债务(%)	12.13	11.59	13.12	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司计入“其他流动负债”中的“短期应付债券”以及计入“长期应付款”中的“融资租赁款”和“统借统贷”；3、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资本结构	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金
	货币资金-受限货币资金
	利息支出
	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率
	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率
	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数
	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	营业毛利率
	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计
	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率
	期间费用合计/营业收入
盈利能力	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)
	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率
	EBIT/营业收入
现金流	收现比
	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额
	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO
	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数
	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数
	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数
	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn