



# 徐工集团工程机械股份有限公司

## 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 1185 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

2024 年 6 月 24 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	徐工集团工程机械股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“21 徐工 02”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）行业地位领先、多元化水平高、盈利及经营获现能力提升、财务杠杆水平优化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，中诚信国际关注到主要产品产销量下滑、存货和应收账款对资金形成占用以及面临一定或有负债风险等因素对公司经营及整体信用状况影响。</p>	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>工程机械行业景气度持续下行，导致公司收入、利润大幅下降；不良账款大幅增加，获现能力显著弱化；或有负债或带息负债规模快速扩大，偿债能力大幅下滑。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 行业地位领先，核心产品市场占有率维持首位</li> <li>■ 拥有丰富的产品线和完善的配套服务体系，多元化程度较高</li> <li>■ 跟踪期内盈利及经营获现能力有所提升，债务规模下降使资本结构优化</li> <li>■ 银行可使用授信充足，融资渠道畅通</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 工程机械行业国内需求下滑及海外需求增速放缓导致主要产品产销量下降</li> <li>■ 应收账款及存货处于较高水平，对营运资金形成一定占用</li> <li>■ 对按揭、融资租赁和供应链金融业务合计担保金额较大，面临一定或有负债风险</li> </ul>		

项目负责人：程方誉 fycheng@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

徐工机械（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
总资产（亿元）	1,670.85	1,751.59	1,619.95	1,645.36
所有者权益合计（亿元）	527.85	546.62	574.87	592.22
总负债（亿元）	1,143.00	1,204.97	1,045.08	1,053.13
总债务（亿元）	753.63	761.19	682.35	--
营业总收入（亿元）	1,167.96	938.17	928.48	241.74
净利润（亿元）	82.64	43.02	52.36	16.02
EBIT（亿元）	105.53	66.22	72.89	--
EBITDA（亿元）	135.43	101.91	112.57	--
经营活动净现金流（亿元）	114.23	15.83	35.71	2.31
营业毛利率(%)	21.46	20.21	22.38	22.89
总资产收益率(%)	--	3.87	4.32	--
EBIT 利润率(%)	9.03	7.06	7.85	--
资产负债率(%)	68.41	68.79	64.51	64.01
总资本化比率(%)	58.81	58.20	54.27	--
总债务/EBITDA(X)	5.56	7.47	6.06	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.85	6.45	6.66	--
FFO/总债务(X)	0.14	0.10	0.13	--

注：1、中诚信国际根据徐工机械提供的其经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 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。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。公司于 2022 年完成吸收合并徐工集团工程机械有限公司，构成同一控制下企业合并，期初数据已经追溯调整。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，特此说明。3、中诚信债务统计口径包括公司“拆入资金”及计入“其他流动负债”、“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务；企业未提供 2024 年一季报债务调整明细。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）
柳工	275.19	9.42	16.29	465.78	61.36
三一重工	740.19	46.06	57.08	1,512.02	54.25
<b>徐工机械</b>	<b>928.48</b>	<b>52.36</b>	<b>35.71</b>	<b>1,619.95</b>	<b>64.51</b>

中诚信国际认为，公司与可比企业具有相似的市场地位，具有多元化的产品结构。财务方面，公司收入及盈利规模优于可比企业，经营获现水平处于可比企业平均水平，但有息债务规模及财务杠杆水平偏高。

注：“柳工”（000528.SZ）为“广西柳工机械股份有限公司”简称，“三一重工”（600031.SH）为“三一重工股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

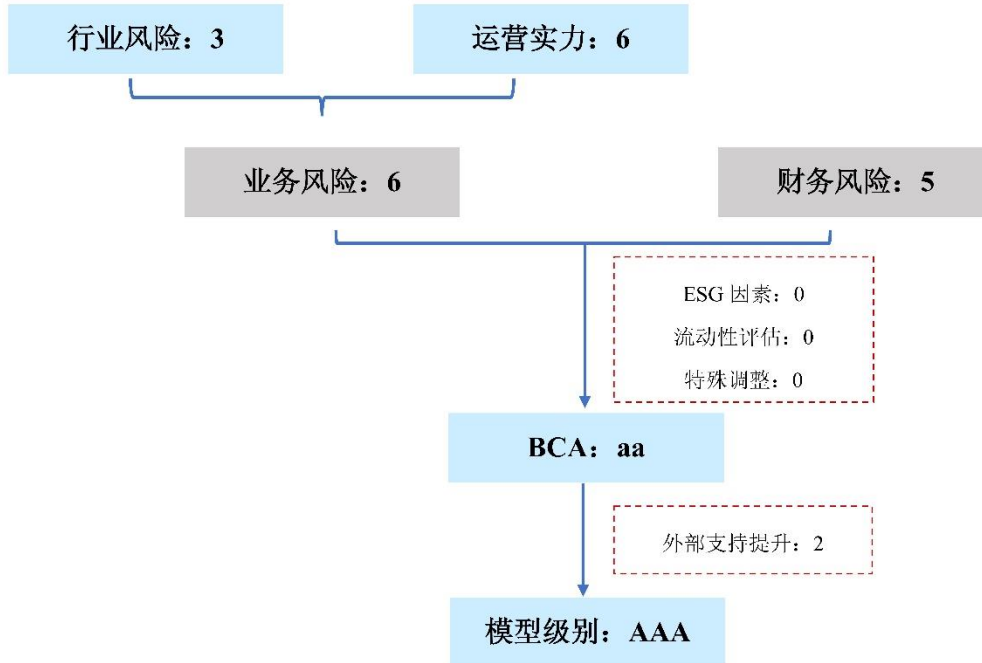
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 徐工 02	AAA	AAA	2023/7/7 至 本报告出具日	27/27	2021/10/20~2024/10/20	超额配售选择权,回拨选择 权条款

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
徐工机械	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/7/7 至本报告出具日

● 评级模型

徐工集团工程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:** 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强，跟踪期内外部支持无变化。外部支持提升子 2 个子级。

**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，公司战略发展方向明确，治理结构无较大变化；公司是全球领先的工程装备制造制造商之一，拥有丰富的产品线 and 完善的配套服务体系，跟踪期内公司维持了在起重机等多类主机领域的优势地位，海内外销售渠道广泛，但在国内行业下行周期持续以及出口增速放缓背景下，整体产销量有所下降，且信用销售占比较大，面临一定的或有回购风险。

*2023 年以来公司产权结构无较大变化，两会一层保持稳定<sup>1</sup>，战略发展方向明确，新设及处置子公司对合并范围及业务结构无重大影响。*

跟踪期内，公司控股股东徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）通过集中竞价的交易方式增持公司 0.84 亿股<sup>2</sup>，前十大股东中上海胜超股权投资合伙企业（有限合伙）、香港中央结算有限公司陆续进行了少量减持。此外，公司于 2024 年 5 月公告股份回购计划<sup>3</sup>，已经获得股东大会审议通过，将择机开展。上述事项对公司股权结构均不构成重大影响。截至 2024 年 3 月末，徐工集团持有公司 20.83% 股份，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（以下简称“徐州市国资委”）。

2023 年，公司基于重组后的管理架构及业务布局做了进一步梳理优化，合并口径新设 17 家子公

<sup>1</sup> 截至 2024 年 3 月末，公司董事会由 9 名董事组成，大部分为外部董事，仅 1 名董事兼任公司高管，独立董事 3 名；机构投资者在公司拥有 1 名董事席位和 3 名监事席位。跟踪期内，公司董事会、监事会构成未发生变化。

<sup>2</sup> 徐工集团于 2023 年 3 月 29 日至 9 月 28 日通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持公司股份 0.84 亿股，占总股本的 0.71%，增持金额为 5.40 亿元（不含交易费用），增持均价为 6.39 元/股。

<sup>3</sup> 公司拟以自有资金进行总金额不低于 3 亿元，不超过 6 亿元的对应数量的股份回购，上述计划已经过公司董事会、股东大会审议通过。回购价格不超过人民币 8.5 元/股条件下，回购股份数量区间为 0.30%-0.60%。

司，注销 1 家子公司。其中包括为辅助国际业务开展设立的徐州徐工国际投资发展有限公司和徐工香港财资管理有限公司，将分别作为海外融资租赁业务管理平台和境外财资中心，其余新设子公司以海内外销售公司为主。以上对公司合并范围变化及业务结构无重大影响。

公司制定了以高端化、智能化、绿色化、服务化、国际化的“五化”转型升级为主线的发展战略。2024 年将重点推动“智改数转一号工程”落地，并持续强化海外业务体系建设，推动产业高质量发展，战略发展方向明确。

**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，跟踪期内多类主机产品维持行业领先地位，但在国内行业下行周期持续以及出口增速放缓背景下，整体产销量有所下降。**

公司聚焦工程机械整机及备件的研发、生产及销售，拥有行业内最广泛的产品系列，并形成了包括维修、租赁、金融及技术服务在内的配套服务体系，且下游应用领域广泛。公司产品品类齐全，新能源产品类型基本覆盖了所有在售机型，产品结构多元化程度高。同时，矿山机械、高空作业机械、农业机械及叉车等多个战略新兴产业亦实现较快发展，产业布局持续完善。此外，公司已实现液压、传动、电控、铸造、四轮一带等零部件及相关技术的自主可控，提升主机产品差异化的同时，为整体收入形成较好补充。

公司是全球领先的工程装备制造制造商之一，行业地位很高。起重机械是公司最具竞争优势和规模优势的产品之一，2023 年全球市场占有率稳居第一。在完成重组背景下，2023 年公司整体产能实现提升，但受行业处于筑底周期影响，公司主要工程机械产品产销量仍呈下滑态势，产能利用率处于低位。但随着下行周期中行业落后产能加速出清，公司多类主机产品国内市场占有率实现提升。得益于产能提升以及广泛的应用场景对需求形成支撑，高空作业机械产销量维持增长。2024 年一季度，公司工程机械主机总产量为 4.43 万台，总销量为 4.45 万台，总销量同比下降约 10%，仍需关注下游行业景气度对订单稳定性的影响。

表 1：公司主要产品生产及销售情况（台/年、台、%）

	2022				2023				
	产能	产量	产能利用率	销量	产能	产量	产能利用率	销量	
起重机械	汽车起重机	20,400	10,704	52.47	11,014	20,400	9,192	45.06	9,244
	履带式起重机	1,800	1,641	91.17	1,671	1,800	1,236	68.67	1,376
	塔式起重机	10,000	6,205	62.05	6,184	24,600	4,167	16.94	4,193
	随车起重机	16,374	7,103	43.38	10,873	17,500	12,247	69.98	15,491
挖掘机械	46,000	42,237	91.82	46,398	65,000	29,794	45.84	32,070	
混凝土机械	10,800	4,817	44.60	5,021	13,000	4,792	36.86	4,848	
桩工机械	3,600	3,472	96.44	4,276	3,600	1,577	43.81	1,756	
装载机械	21,000	28,206	134.31	28,368	30,000	23,074	76.91	24,028	
道路机械	12,345	7,067	57.25	7,668	12,348	7,966	64.51	10,126	
高空作业平台	20,000	40,519	202.60	36,347	50,000	41,387	82.77	43,682	
消防机械	600	553	92.17	582	600	458	76.33	412	
其他	--	18,777	--	21,453	--	14,683	--	6,175	
合计	--	171,301	--	179,855	--	150,573	--	153,401	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司品牌优势较强，营销体系完善，全球销售网络分布广泛，2023 年出口销售收入占比进一步提升，需持续关注海外业务经营风险以及融资租赁销售带来的或有回购风险。**

公司在行业内具备较强的品牌优势，客户资源优质，同时拥有完善的营销体系以及广泛的销售网络，公司持续强化在“一带一路”沿线国家布局优势，并加大在欧美等发达国家的营销渠道布局，2023 年分别在英国、新加坡等国家成立了 5 家销售子公司，截至 2023 年末拥有 39 家海外子公司，营销网络覆盖全球 193 个国家和地区。得益于海外市场需求推动以及公司渠道建设的不断完善，2023 年出口销售收入同比增长 33.70%至 372.20 亿元，占营业总收入比重大幅增至 40%左右。**中诚信国际关注到**，国内市场步入下行周期以来，公司海外销售收入占比显著提升，国际政治、重点市场政策环境、汇率波动等因素对整体业绩的影响程度加大，且 2023 年以来部分工程机械出口增速已出现回落，仍需关注上述因素对公司经营业绩的影响。

在销售政策方面，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<sup>4</sup>。其中，融资租赁模式下如承租人未按期归还贷款，公司对该按揭贷款负有回购义务。跟踪期内，由于出口销售占比提升，公司融资租赁模式下销售收入有所下降，其中通过控股股东徐工集团二级子公司江苏徐工工程机械租赁有限公司<sup>5</sup>进行的融资租赁销售规模有所上升。截至 2023 年末，公司合并口径负有回购责任的按揭贷款余额为 99.42 亿元，负有回购责任的融资租赁余额为 629.29 亿元，其中内部融资租赁余额为 235.15 亿元，外部融资租赁余额为 394.15 亿元。**中诚信国际关注到**，公司融资租赁模式下销售收入在营业总收入中的占比仍较高，信用风险敞口较大，同时公司通过强化资产抵押等贷后管理措施加强风险控制，中诚信国际将对公司融资租赁业务逾期情况以及面临的回购风险保持关注。

**主要在建项目仍需进行持续投资，但资本支出压力较小。**

公司目前主要在建项目以制造基地智能化、数字化的转型升级项目为主。截至 2023 年末，单项投资 5 亿元以上的项目预计总投资 89.94 亿元，剩余投资规模不大，且部分项目有募集资金保障。整体来看，公司在建项目资本支出压力较小。

**表 2：2023 年末公司主要在建项目情况（亿元、%）**

在建项目名称	总投资预算	截至 2023 年末工程累计投入占预算比例	资金来源
项目 1	33.15	60.97	募集资金及自筹
项目 2	13.35	62.98	自筹
项目 3	5.67	89.20	自筹
项目 4	6.80	89.94	自筹
项目 5	12.35	72.94	募集资金及自筹
项目 6	6.84	14.29	自筹
项目 7	5.00	104.34	募集资金及自筹
项目 8	6.78	78.25	自筹
<b>合计</b>	<b>89.94</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：仅列示单项投资 5 亿元以上的项目。

资料来源：公司年报

<sup>4</sup> 2023 年，公司按揭和融资租赁模式的销售收入分别约为 54.43 亿元、288.96 亿元，占公司当年营业收入的比例分别为 5.86%、31.12%。

<sup>5</sup> 2023 年 2 月，徐工集团和徐工机械联合出具《关于徐工租赁归口管理融资租赁业务的通知》，未来将由江苏徐工工程机械租赁有限公司统一归口管理集团旗下所有融资租赁合作渠道业务。



## 财务风险

中诚信国际认为，得益于产品结构优化，2023 年公司收入降幅显著低于销量降幅，盈利及经营获现水平有所提升；债务净偿还规模较大导致总资产、总负债及总债务规模下降，资本结构得到优化，同时较充裕的货币资金储备、充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对债务偿付提供支持，整体偿债能力处于较好水平。需关注应收账款、存货对营运资金的占用以及或有负债风险。

### 盈利能力

2023 年公司营业总收入随着当期销量减少而下降，由于销售结构中均价较高的新能源系列产品及大型化设备占比有所提升，使得收入降幅显著低于销量降幅。得益于盈利空间较大的出口业务<sup>6</sup>占比提升以及降本增效措施的全面实施，营业毛利率小幅回升，亦带动经营性业务利润增长，利润总额随之增厚。但理财利息收入及汇兑收益减少导致财务费用大幅增加，当期期间费用及期间费用率均有所上升，同时计提的存货跌价准备亦有所增加，对当期利润造成一定侵蚀。2024 年一季度，下游开工率不足仍对需求形成抑制，公司实现营业总收入 241.74 亿元，营业毛利率为 22.89%。

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	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
起重机械	332.00	21.75	238.60	19.87	211.87	22.60
土方机械	314.49	27.37	236.39	25.32	225.60	25.69
混凝土机械	111.70	17.53	95.02	16.34	104.25	18.05
其他工程机械、备件及其他	409.77	17.77	368.17	18.16	386.76	21.51
营业总收入/营业毛利率	1,167.96	21.46	938.17	20.21	928.48	22.38

资料来源：公司提供

### 资产质量

为进一步提高资金使用效率并降低融资成本，2023 年公司出售大量理财产品并用货币资金偿还银行借款，同期加大对供应商的货款清付，上述因素共同导致当年末总资产、总负债及总债务规模下降。跟踪期内，以流动资产为主的资产结构仍较为稳定，2023 年公司“两金”压降取得较好成效，但仍对营运资金形成一定占用；随着进入受销售旺季，2024 年 3 月末应收账款大幅增加，需对账款回收及计提减值情况、存货周转情况保持关注。以短期借款和应付票据为主的短期债务占比仍较高，债务期限结构待优化。盈利能力提升带来的利润积累带动所有者权益规模持续扩大，跟踪期内财务杠杆比率改善，资本结构得到优化。

### 现金流及偿债情况

得益于盈利水平的提升、存货和经营性应收款项的占用减少，2023 年公司经营获现水平有较大提升，但尚未恢复至以前年度高位；同期资产投资减少、处置理财收回资金增加导致投资活动现金流转为净流入；由于净偿还债务规模较大，筹资活动现金流呈大幅净流出态势。得益于经营获现及盈利能力的提升，跟踪期内公司偿债能力指标均有所增强，较充裕的货币资金储备及畅通的外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑，整体偿债能力处于较好水平。截至 2024 年 3 月

<sup>6</sup> 2021~2023 年，公司境外销售收入占比分别为 15.84%、29.67%和 40.09%，同期境外业务毛利率分别为 17.48%、22.33%和 24.21%。

末，公司合并口径共获得银行授信额度 1,424.70 亿元，其中尚未使用额度为 736.34 亿元，备用流动性均较充足。资金管理方面，公司资金管理坚持“集中管理，统一调度”的原则，财务公司进行上市公司范围内的资金归集。跟踪期内公司设立香港财资中心作为境外资金统一管控平台，并推进全球司库体系建设，进一步优化了资金管理架构。

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
期间费用合计	162.48	129.22	141.34	36.77
期间费用率	13.91	13.77	15.22	15.21
经营性业务利润	90.90	60.96	69.32	20.44
资产减值损失	-3.85	-3.26	-6.92	-0.93
利润总额	92.30	50.13	56.78	18.93
总资产收益率	--	3.87	4.32	--
货币资金	318.08	278.27	233.71	212.93
应收账款	388.31	404.57	399.98	457.91
存货	272.47	350.99	323.78	305.45
交易性金融资产	53.37	66.53	0.39	0.40
<b>总资产</b>	<b>1,670.85</b>	<b>1,751.59</b>	<b>1,619.95</b>	<b>1,645.36</b>
应付票据	339.82	246.78	208.80	214.60
总债务	753.63	761.19	682.35	--
短期债务/总债务	74.82	71.33	75.63	--
<b>总负债</b>	<b>1,143.00</b>	<b>1,204.97</b>	<b>1,045.08</b>	<b>1,053.13</b>
<b>所有者权益</b>	<b>527.85</b>	<b>546.62</b>	<b>574.87</b>	<b>592.22</b>
资产负债率	68.41	68.79	64.51	64.01
总资本化比率	58.81	58.20	54.27	--
经营活动产生的现金流量净额	114.23	15.83	35.71	2.31
投资活动产生的现金流量净额	9.85	-56.55	14.11	-8.48
筹资活动产生的现金流量净额	-75.75	30.89	-77.78	-12.19
EBITDA 利息保障倍数	8.85	6.45	6.66	--
FFO/总债务	0.14	0.10	0.13	--
总债务/EBITDA	5.56	7.47	6.06	--

注：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 2023 年末，公司受限资产合计 90.18 亿元，占同期末净资产的比重为 15.69%，其中用于票据、按揭保证金的货币资金为 49.23 亿元，用于质押借款的应收账款为 24.08 亿元，其余受限资产主要为用于抵质押借款的存货、固定资产、应收票据等。

截至 2023 年末，公司仅对接揭、融资租赁和供应链金融业务存在对外担保，公司承担有按揭担保责任的客户借款余额为 99.42 亿元，公司因融资租赁业务为承租人应付的融资租赁款承诺回购义务的余额 629.29 亿元，为供应链金融业务累计担保余额为 111.92 亿元，或有负债风险值得关注。同期末公司不存在影响正常生产经营的重大未决诉讼、仲裁事项。

截至 2023 年末，公司第二大股东天津茂信企业管理合伙企业（有限合伙）持有公司 728,675,752

股股份，持股比例 6.17%，均已质押<sup>7</sup>。

**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 5 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<sup>8</sup>

### 假设

- 2024 年，徐工机械出口销量保持增长，持续推进降本增效。
- 2024 年，徐工机械主要在建项目稳步推进，投资规模较上年保持稳定。
- 2024 年，徐工机械持续压降有息债务规模。

### 预测

表 5：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	58.20	54.27	50.00~53.00
总债务/EBITDA(X)	7.47	6.06	5.00~6.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 调整项

**ESG<sup>9</sup>表现方面**，徐工机械注重安全生产与环保投入，在环境管理和排放物管理等方面表现较好，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现较好，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**，徐工机械经营获现能力良好，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。此外，公司以应收货款等为基础资产开展资产证券化业务，加快资金回笼，且债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出主要用于债务的还本付息以及在建项目投资，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

**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，2023 年实现生产总值（GDP）8,900.44 亿元，同比增长 7.10%，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

<sup>7</sup> 天津茂信企业管理合伙企业（有限合伙）将其持有公司的全部股份质押给中国银行股份有限公司澳门分行，质押起始日期为 2022 年 10 月 13 日，质押用途为担保。

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 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。

程机械制造企业，而徐工机械作为其下属最核心的上市子公司，资产规模、营业总收入、利润总额均处前列，对控股股东和当地财政贡献程度高，同时对区域经济及相关产业发展提供了有力支持，股东及徐州市国资委对其支持意愿强。公司持续获得政府项目扶持资金及奖励款等，2023 年计入其他收益和营业外收入的政府补助合计为 6.62 亿元。

## 跟踪债券信用分析

“21 徐工 02”募集资金 27 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务。截至 2023 年末，上述募集资金已按照募集说明书约定的用途使用完毕。

“21 徐工 02”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。公司经营层面仍保持行业龙头地位，虽然产销量受宏观经济及行业周期性波动影响较大，且短期债务占比较高，但考虑到公司盈利及经营获现水平提升，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，目前跟踪债券信用风险极低。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持徐工集团工程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“21 徐工 02”的信用等级为 **AAA**。

## 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 2024 年 3 月末）

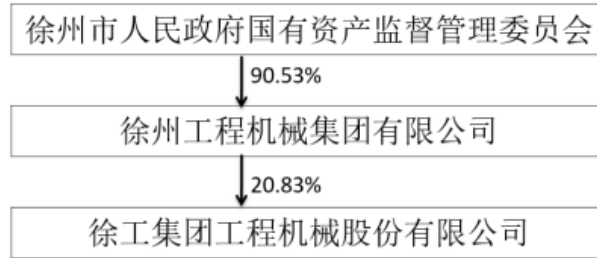
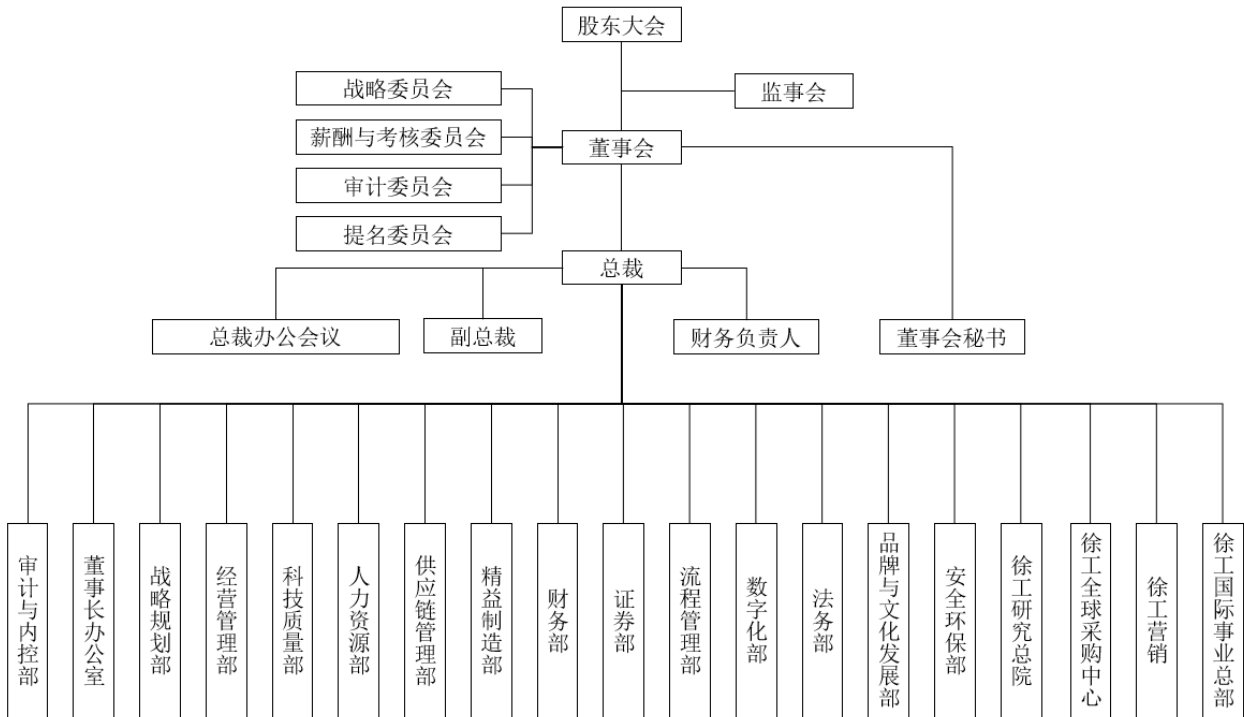


表 6：2023 年（末）主要子公司部分财务指标

全称	简称	持股比例 (%)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
徐州重型机械有限公司	徐工重型	100.00	175.39	96.48	102.26	6.34
徐州工程机械集团进出口有限公司	徐工进出口	100.00	344.83	222.53	344.77	13.95
徐工消防安全装备有限公司	徐工消防	100.00	84.44	25.05	82.30	9.86
徐州徐工挖掘机械有限公司	徐工挖机	100.00	156.76	38.44	138.00	10.77



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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	3,180,761.49	2,782,682.35	2,337,100.49	2,129,266.20
应收账款	3,883,128.13	4,045,656.87	3,999,758.14	4,579,114.49
其他应收款	199,831.84	191,247.79	207,151.52	170,170.05
存货	2,724,716.09	3,509,946.31	3,237,842.01	3,054,500.87
长期投资	672,650.55	692,187.33	821,193.35	824,073.18
固定资产	1,739,357.78	1,895,626.61	2,251,029.41	2,246,602.06
在建工程	203,241.90	289,400.18	292,309.23	310,062.47
无形资产	519,478.71	644,335.42	737,370.75	714,679.31
资产总计	16,708,519.89	17,515,898.94	16,199,460.76	16,453,552.90
其他应付款	821,937.71	525,517.07	703,570.66	669,512.22
短期债务	5,638,858.78	5,429,430.91	5,160,300.29	--
长期债务	1,897,424.38	2,182,445.55	1,663,177.93	--
总债务	7,536,283.16	7,611,876.46	6,823,478.22	--
净债务	5,010,534.15	5,472,408.94	4,978,681.42	--
负债合计	11,429,970.58	12,049,728.88	10,450,762.24	10,531,345.98
所有者权益合计	5,278,549.31	5,466,170.06	5,748,698.52	5,922,206.93
利息支出	153,043.10	158,031.59	169,030.29	--
营业总收入	11,679,619.36	9,381,712.24	9,284,822.05	2,417,441.98
经营性业务利润	909,039.65	609,561.00	693,212.44	204,438.25
投资收益	64,441.09	19,435.36	-377.22	-689.35
净利润	826,355.29	430,167.67	523,609.65	160,217.65
EBIT	1,055,250.07	662,166.55	728,899.68	--
EBITDA	1,354,333.68	1,019,130.35	1,125,675.74	--
经营活动产生的现金流量净额	1,142,297.78	158,290.38	357,091.34	23,125.16
投资活动产生的现金流量净额	98,527.91	-565,490.96	141,138.86	-84,774.95
筹资活动产生的现金流量净额	-757,508.77	308,871.78	-777,840.69	-121,889.63
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	21.46	20.21	22.38	22.89
期间费用率(%)	13.91	13.77	15.22	15.21
EBIT 利润率(%)	9.03	7.06	7.85	--
总资产收益率(%)	--	3.87	4.32	--
流动比率(X)	1.34	1.34	1.29	1.35
速动比率(X)	1.05	0.97	0.91	0.98
存货周转率(X)	3.37	2.40	2.14	2.37*
应收账款周转率(X)	3.01	2.37	2.31	2.25*
资产负债率(%)	68.41	68.79	64.51	64.01
总资本化比率(%)	58.81	58.20	54.27	--
短期债务/总债务(%)	74.82	71.33	75.63	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.13	0.00	0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.18	0.00	0.04	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	7.46	1.00	2.11	--
总债务/EBITDA(X)	5.56	7.47	6.06	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.19	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.85	6.45	6.66	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.90	4.19	4.31	--
FFO/总债务(X)	0.14	0.10	0.13	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信债务统计口径包括公司“拆入资金”及计入“其他流动负债”、“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务；企业未提供 2024 年一季报债务调整明细；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
资本结构	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
经营效率	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
	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)
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
	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-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