

上海远东资信评估有限公司

沪远证评(2006)001号

广西玉柴机器股份有限公司短期信用评级 结论通知

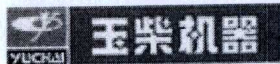
广西玉柴机器股份有限公司:

受贵公司委托,我们对贵公司的短期信用状况进行信用评级。我们实施了现场调研、评级分析、专家评审等必要的评级程序,最终从公司的运营环境、管理质量、行业地位、财务实力以及偿债保障等方面评级认定:贵公司短期信用等级为 **A-1⁺**级。同时,为及时发现和揭示未来可能出现的潜在风险,我们将对公司经营状况保持密切关注,并在必要的情况下及时揭示受评对象可能出现的信用水平变化。

附件:《2006年广西玉柴机器股份有限公司短期信用评级报告》

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年二月二十二日

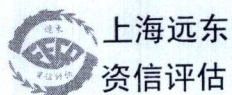


广西玉柴机器股份有限公司
YUCHAI MACHINERY COMPANY LIMITED

2006年广西玉柴机器股份有限公司短期信用评级报告

沪远证评(2006)001号

信用级别: **A-1⁺**级



地址: 上海市淮海中路622弄7号

邮编: 200020

电话: 0086-021-53061122 (总机)

传真: 0086-021-63848585

网址: www.fareast-cr.com

电子信箱: fareast@fareast-cr.com

上海远东资信评估有限公司

SHANGHAI FAR EAST CREDIT RATING CO.,LTD

二〇〇六年二月

2006年广西玉柴机器股份有限公司短期信用评级

评级观点

评级主体：广西玉柴机器股份有限公司

短期信用：A-1⁺

评级结果释义：具备极强的短期债务偿还能力，几乎不受外部环境的影响

主要财务指标

人民币：百万元	2002	2003	2004
营业额	3514.53	4571.11	5583.78
EBIT	527.71	641.22	705.89
总债务	315.23	298.00	623.55
净债务	净现金	净现金	9.39
资本总额	2650.71	2741.61	3664.50
毛利率 (%)	30.31	28.46	26.87
EBIT 收益率 (%)	15.02	14.03	12.64
EBIT 利息偿付 (x)	17.75	17.94	13.65
净债务/EBITDA (x)	净现金	净现金	0.01
总债务/资本总额 (%)	11.89	10.87	17.02

注：2002-2004年数据来源为境内审计报告；表中数据计算公式参见附录一。

分析员：刘春艳 彭丹 胡潜力 熊荣萍

评级机构：上海远东资信评估有限公司

电话：0086-021-53061122 (总机)

传真：0086-021-63848585

网址：www.fareast-cr.com

E-mail: fareast@fareast-cr.com

注：本报告表述了远东资信的评级观点，报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东资信不对引用资料的真实性负责。

上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)受广西玉柴机器股份有限公司(以下简称“玉柴股份”或“公司”)委托对其主体进行短期信用评级,评级结果为A-1⁺级,此次评定是基于:

- 尽管柴油机市场需求近年出现一定波动,但随着汽车柴油化程度的不断提高,未来市场空间较大;玉柴股份作为柴油机行业龙头企业,发展前景良好。
- 未来几年中型车市场需求将保持稳定,而高端重型及轻型车市场将继续增长。玉柴股份顺应市场发展需要,及时调整产品结构,已形成同行业中最宽的产品带,增强了企业的抗风险能力。
- 玉柴股份技术研发实力较强,新产品推出效率及效益转化率高,同时通过与国内外知名开发机构及国际知名企业的合作,公司产品的竞争力得以持续提升。
- 公司拥有较为完善的采购和营销网络,各项服务指标在同行业中均保持领先地位,“物流拉动销售”模式有助于公司产品销售的稳步增长。
- 近年来玉柴股份实现营业额持续增长,并通过控制零部件采购成本和期间费用部分缓解了行业利润率下降带来的经营压力,经营效益良好。
- 由于资金回笼速度放缓、资本性支出增大,2005年公司总债务水平较往年有较快增长,但仍处于合理水平。公司经营性现金流良好,流动资产质量较好,短期偿债能力较强。

上海远东资信评估有限公司同时关注广西玉柴机器股份有限公司本次短期信用评级中的风险因素。汽车行业的波动将会加大公司的经营压力,并进一步影响其盈利水平。公司未来资本性支出数额较大,融资需求会进一步增加,债务压力将因此明显上升。

特别风险提示：

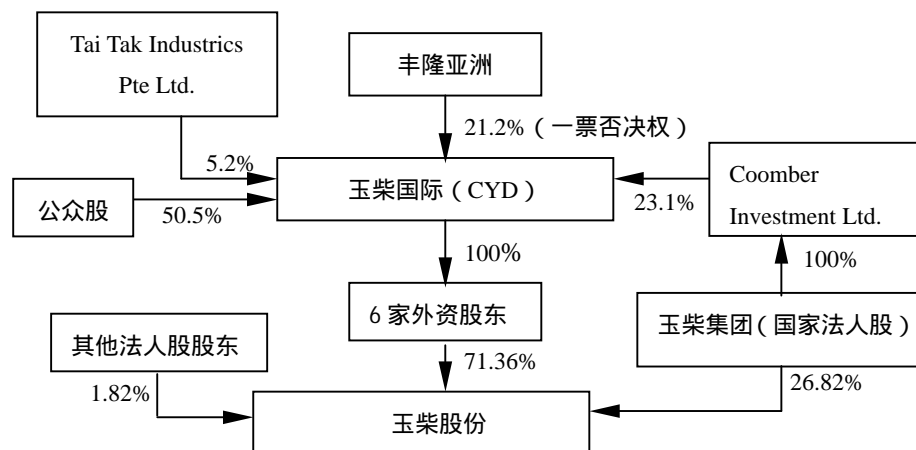
- 汽车行业增速放缓导致的柴油机市场需求波动使公司短期内盈利水平受到一定冲击。
- 激烈的市场竞争和越来越严格的环保排放标准对柴油机生产企业的技术水平、资金实力等竞争能力提出了更高的要求。
- 目前国内企业对柴油机的核心技术掌握不足，随着国外竞争者的进入，市场竞争日趋激烈，公司发展将面临更多的挑战。
- 为提升生产技术水平，调整产品结构，促进公司产品升级换代，公司未来资本性支出将增大。

◆ 公司概况

广西玉柴机器股份有限公司(以下简称“玉柴股份”、“玉柴”或“公司”)的前身系玉林柴油机总厂,创建于1951年。1993年,公司由国有企业改制为中外合资股份制企业,成为中国第一家中外合资股份有限公司,总股本38958.36万股,其中外资股2.78亿股,占71.36%。1994年公司实行了增资配股,目前总股本为47298.93万股,各股东持股比例情况如图表1所示。

从股权结构看,公司六家外资股东系中国玉柴国际有限公司(CYD)(以下简称“玉柴国际”)的全资子公司。玉柴国际1994年在纽约上市,其经营实体为玉柴股份。截止到2005年6月底,玉柴国际的股权结构情况如图表1所示。广西玉柴机器集团有限公司(以下简称“玉柴集团”)为玉柴国际最大股东,但由于其最大外资法人股东新加坡丰隆亚洲股份有限公司(以下简称“丰隆亚洲”)对玉柴国际具有一票否决权,进而在玉柴股份的以往经营管理决策中影响力较大。

图表1 2004年末玉柴股份股东持股情况



资料来源:玉柴公司2004年年报,玉柴国际公开资料

注:6家外资股东分别指丰隆科技系统(英国)有限公司、格斯特资产有限公司、国泰财富柴油控股有限公司、曾王信托(英属)有限公司、高盛(广西)控股(英属)有限公司、新星控股有限公司。

玉柴股份的国家法人股股东玉柴集团系国有独资公司,拥有全资、控股、参股子公司27家。玉柴集团下属企业主要从事柴油机、工程机械、汽车化工、汽车零部件、专用汽车等产品生产和销售;此外,还涉及汽车销售、物流运输、酒店旅游、物业管理、房产开发等服务性行业。玉柴集团拥有总资产105亿元,2005年实现销售收入超过120亿元。2005年玉柴集团位列中国汽车零部件百强企业第3位;动力设备制造业第1位。

玉柴股份主要从事柴油发动机和发电机组的设计开发、生产制造、营销服务,公司具有年产30万台发动机的综合生产能力,是我国最大的内燃机生产基地。公司柴油机产品覆盖面广,是国内唯一全面覆盖重型车、中型车、轻型车、微型车、轿车柴油发动机的供应商,十二大系列发动

目前金股解除事宜正在处理中。

机功率覆盖 12~288 千瓦 (88~390 马力)(如图表 2), 适配于商用车、乘用车、工程机械、农业机械、船舶和发电机组等的动力配套, 品种达 1300 多个。

公司产品以内销为主, 部分出口东南亚、南美地区。2005 年 1 - 11 月, 公司销售的车用柴油机在国内市场占有率为 17.44%, 位居全国第一。2005 年全年公司共销售各种柴油机 230228 台, 同比增长 11.63%, 连续五年实现增长, 销量构成情况如图表 3 所示, 其中车用柴油机销量占比达 80%, 销售额在公司总销售额占比 85%左右。

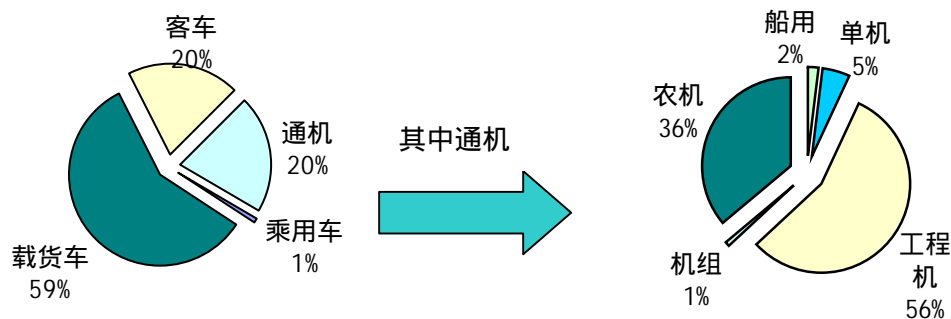
玉柴股份已通过中国汽车产品认证委员会 ISO9001-2000、QS9000 质量体系认证, 先后获得“国家免检产品”、“中国柴油机市场产品质量用户满意第一品牌”、“中国名牌产品”等众多荣誉称号。2005 年 9 月, 公司获得“全国质量管理奖”, 成为全国内燃机行业第一家获此奖项的企业。

图表 2 玉柴股份主要产品情况

产品系列名称	适用范围	类型 (按功率)
YC6M	商用车、通机	重机
YC6L		
YC6G		重机、中机
YC6A		
YC6B	商用车、通机	中机
YC6J		
YC4G	商用车	中机
YC4B	商用车、通机	中机、轻机
YC4E	商用车	
YC4D	商用车、通机	
YC4F	商用车、乘用车	轻机
YC4W	乘用车	

资料来源: 公司提供资料, 远东资信整理

图表 3 2005 年玉柴股份产品销量结构



资料来源: 公司提供资料, 远东资信整理

截至 2004 年 12 月 31 日, 玉柴股份总资产达 51.18 亿元, 净资产为 29.92 亿元, 拥有 24 家控股公司和 2 家联营公司。全年实现主营业务收入 55.84 亿元, 利润总额 6.54 亿元, 净利润 5.65 亿元。公司本部实现主营业务收入 54.16 亿元, 利润总额 6.60 亿元, 净利润 5.76 亿元。

◆ 运营环境分析

按照旧的车型分类, 将汽车分为载货汽车、客车和轿车三大类, 重型载货车、中型载货车、轻型载货车、微型载货车、大型客车、中型客车、轻型客车、微型客车、轿车九大细分类型。而按照 2005 年最新汽车类型划分标准, 将汽车分为乘用车和商用车两大类, 与旧分类相比, 商用车包含了所有的载货汽车和 9 座以上的客车; 乘用车涵盖了轿车、微型客车以及不超过 9 座的轻型客车。

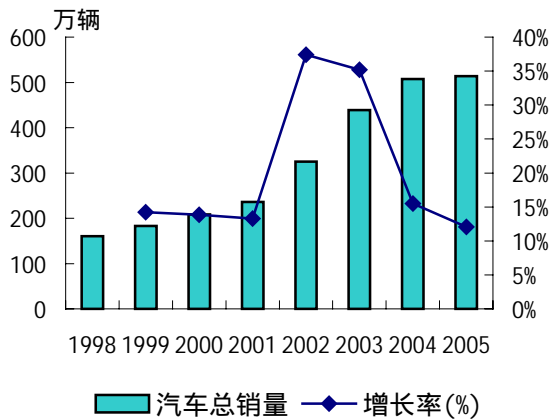
以单厂销量计算。

子公司的业务主要为生产柴油机零部件和销售柴油机, 以及提供信用担保、投资、咨询及评估业务。

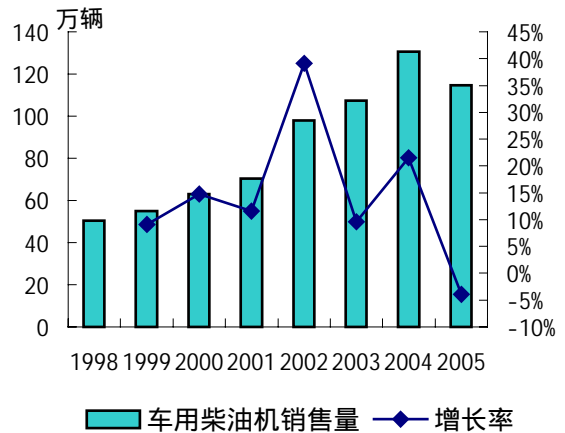
近年柴油机市场需求受汽车行业影响出现一定波动；而柴油汽车良好的发展前景将为车用柴油机带来较大市场空间，玉柴股份作为行业龙头企业，发展前景看好

1998年至2004年期间，我国汽车年总销量快速增长。在汽车行业的需求拉动下，车用柴油机销量也从1998年开始持续上升。2004年《汽车产业发展政策》、《中华人民共和国道路交通安全法》、《汽车贷款管理办法》等一系列政策法规的出台，以及汽车产能过剩导致的汽车降价和油价上涨等因素的影响，使消费者对汽车的即时需求受到抑制，持币观望的态势明显，导致汽车销量增长率出现大幅下降（见图表4）。受此影响，2005年柴油机行业整体销量同比出现了负增长（见图表5）。远东资信认为，上述政策的出台虽然导致汽车行业出现波动，但有利于汽车产业结构优化和汽车行业的长期健康发展。同时，国内经济持续快速发展为我国汽车工业的发展提供了良好的宏观环境。道路交通状况的不断改善，以及物流业的发展也有利于我国汽车工业的发展，车用柴油机市场需求前景良好。

图表4 1998年-2005年中国汽车销量趋势图



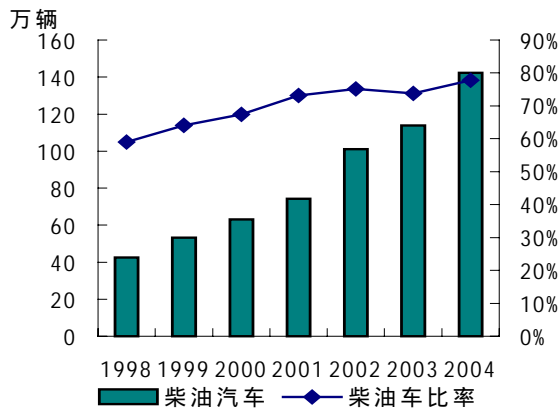
图表5 1998年-2005年车用柴油机销量趋势图



资料来源：中国汽车工业协会。注：2005年为1-11月数据，增长率为同期增长率。

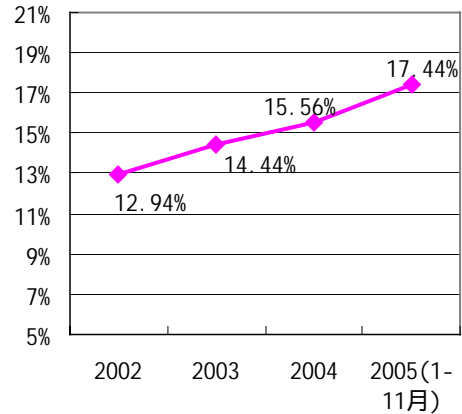
另一方面，与其他动力设备相比，柴油机在节能、环保、动力、安全、耐用性等方面存在着比较优势。未来5~10年内柴油发动机的替代品主要是气体混合动力发动机、电力发动机。目前，混合动力发动机受技术与燃料多重因素限制，发展较缓，但已成为未来的一种趋势，预计5年后将会对柴油发动机市场造成一定的影响。而电力发动机尚未成熟，由于造价高等因素，5~10年内不会对柴油发动机市场造成影响。在当前燃油紧张和排放限制日益严格的形势下，柴油机的比较优势日渐凸显出来。数据显示我国汽车柴油化程度逐步提高，柴油化趋势明显（见图表6）。

图表6 1998年-2004年汽车柴油化比率



数据来源：中国汽车工业协会
注：以除轿车、微型车外其余车型计

图表7 玉柴股份在车用市场的占有率(按销量)



数据来源：中国汽车工业协会

2005年6月，国家发改委制定的《中国节能技术政策大纲》颁布，在涉及到汽车的部分中，大纲提出要提高柴油车在运营车中的比重，推广柴油机相关技术，加快轻型汽车的柴油化进程。国家汽车工业“十一五”规划的建议稿中也明确提出提高柴油化的比例，并开发大马力的柴油机。国家政策支持将进一步推动我国柴油汽车以及公司产品需求增长。

玉柴股份的产品主要与东风系统、福田系统、江淮汽车、重庆红岩以及金龙、宇通、黄海等国内知名大型整车企业进行配套，具备良好的客户基础。其中公司与东风系统的配套销售量一直在总销售量中占比最大(2005年为26.02%)。公司在车用柴油机市场一直占有较高的市场份额(见图表7)，即使在2005年整个行业销量负增长的情况下，玉柴股份单厂销量依然保持业内第一(见图表8)。作为柴油机行业龙头企业，玉柴股份发展前景看好。

图表8 国内各主要柴油机企业2005年销量情况

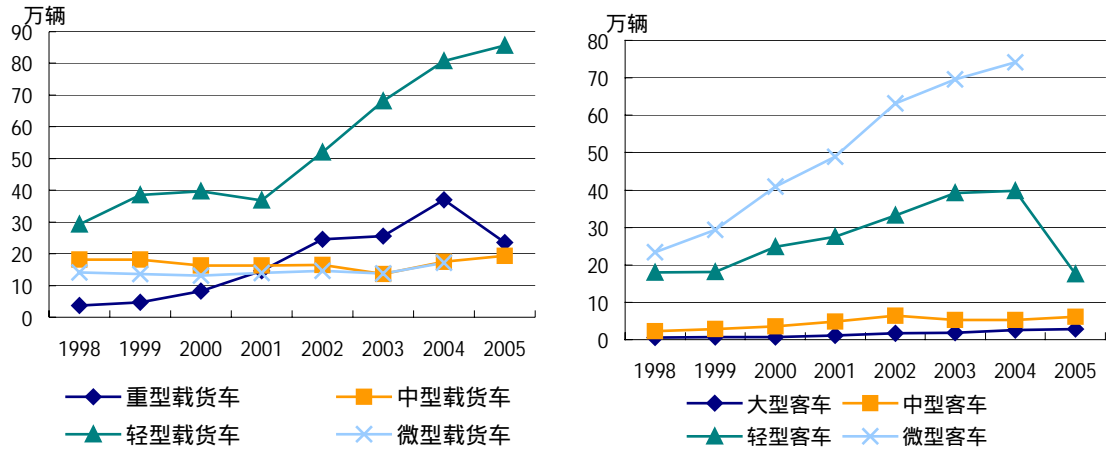
企业名称	2005年销量(台)	同比增长率
玉柴股份	230228	11.63%
潍坊柴油机厂	204364	-6.21%
云内动力	193748	3.08%
东风朝柴	148837	14.41%
锡柴	112927	-26.61%
东风康明斯	96791	-28.77%
大柴	81668	-19.58%
扬柴	81279	-10.04%
上柴股份	66755	-27.82%
合计	1216597	-7.58%

资料来源：中国工业统计学会多缸内燃机统计支会；公司提供数据，远东资信整理

未来几年中型车市场需求将保持稳定，而高端重型及轻型车市场需求将继续增长。玉柴股份顺应市场发展需要，及时调整产品结构，增强了企业的抗风险能力

从汽车细分市场看，从1998年至2004年，载货车与客车八大车型的需求变化情况各不相同，但销量总体呈上升趋势。2005年总体销量与上年基本持平，其中重型载货车与轻型客车出现较大幅度回落，但预期不会改变市场长期向好趋势。（如图表9）。

图表9 1998年-2005年各细分车型销量趋势图



资料来源：中国汽车工业协会

图表10 汽车细分市场情况

车型	现状	未来发展趋势
重型载货车	2005年由于重型载货车保有量增加、国家对固定资产投资的宏观控制等因素造成市场需求趋于饱和，销量大幅下滑。	目前我国重型载货车保有结构与现代公路物流发展趋势和国家政策导向不相适应。从长期看，大马力、大吨位（总载重量在15吨以上）的高端重型载货车需求将是未来重型载货车发展的主流方向。
中型载货车	1997年后一直处于窄幅波动状态。	预计未来几年产销将继续保持相对平稳状态。
轻型载货车	得益于城乡间道路交通的改善，轻型载货车从2002年开始，已连续四年高增长。	由于国家对车标吨位数的规范，部份农用车需求将转入轻型载货车，预计未来几年内轻型载货车市场将保持较高增长速度。
微型载货车	2005年产销同比增长18.78%和15.33%，成为载货车市场的增长亮点。	预计未来几年销量将继续保持平稳状态。
大型客车	由于城际间高速公路的发展及城市与城市间人员流动的增多，大型客车呈持续增长态势	基于人们对出行安全性及舒适性要求的不断提高及城市公交车标准的不断提高，大型客车将向高端化发展，预计市场也将保持较高增长。
中型客车	中型客车2002年以前增长较快，2003、2004年后市场需求减少	预计未来几年内市场容量保持在5万辆左右。
轻型客车	由于城乡间道路交通的改善及城乡间人口流动的增加，轻型客车的销量在持续了多年高速增长后，市场需求已得到一定程度的满足，在2005年有所回落	预计未来几年内将保持平稳。
微型客车	由于家庭轿车的兴起，经济型轿车的不断冲击，该车型的市场优势正	预计未来几年内该车型的市场会窄幅缩减。

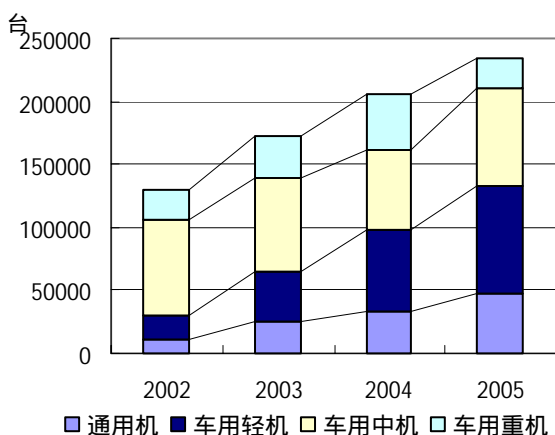
	逐步丧失	
--	------	--

资料来源：远东资信整理

从上面图表可看出，未来高端重型载货车、轻型载货车和大型客车市场需求将继续增长，而中型载货车、中型客车市场需求量将保持稳定，这将直接导致柴油机功率的两极分化，中等功率的柴油机市场份额将有所萎缩，而超重型和轻型车用柴油发动机将成为我国柴油机市场的未来发展主流。

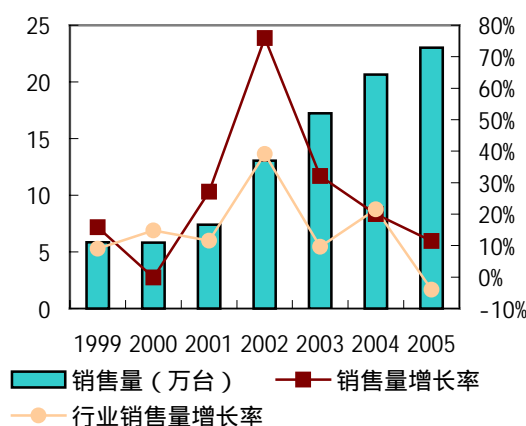
为适应市场发展需要，玉柴股份以自身的传统优势产品中型柴油机为基础，向轻、重两端延伸，已形成了十二大系列、1300多个品种的产品，涵盖了“重、中、轻、微”各个领域，是行业内产品功率段最长的内燃机生产制造企业。公司根据市场发展的趋势及时调整多种产品的结构，从公司历年的产品销售结构上看，车用轻机销售比重呈上升趋势，而车用中机比重呈下降趋势（如图表11）。目前公司生产的最大排量机型为10升，为应对高端重型载货车未来的需求，公司正在设计研发13升以上机型（16升机已设计完成）。

图表11 玉柴股份销量结构变化图



资料来源：公司提供资料，远东资信整理

图表12 玉柴股份产品销售情况



资料来源：公司提供数据

公司的宽幅产品带战略不仅最大程度地满足了用户的多元化需求，同时也增强了企业的抗风险能力。2005年各细分市场发展趋势分歧加大，柴油机行业整体销量出现负增长，而玉柴股份依托其产品结构的优势体现出明显优于行业的发展态势（见图表12）。

面对激烈的市场竞争和日益严格的环保排放标准，产品的升级换代能力将成为决定柴油机生产企业未来发展速度的关键因素之一，玉柴股份产品开发和适应市场的能力较强，有效地保障了公司的长期可持续发展

以柴油发动机单厂计，柴油机市场95%以上的市场份额被9家柴油机企业占据，行业集中度

2005年受重型载货车行业波动影响，车用重机销售比重有所下降。另一方面，考虑到工程机械行业将基本保持稳定以及农机板块发展潜力较大，预计公司通用机业务将保持稳步增长。
分别为玉柴股份、潍柴、上柴、东风康明斯、锡柴、朝柴、扬柴、云内动力、大柴。

比较高。但由于各家企业的柴油机产品在车用市场的产品同质性较强，因此竞争依然十分激烈。加上日益严格的环保要求，整个柴油机行业目前正处于升级换代的加速期，到2007年将完成第一轮升级换代，即由电控型取代原机械型，排放水平升级到 号标准。2005年4月，国家环保总局公布轻型汽车 号排放标准自2007年7月1日起全国实施， 号排放标准自2010年7月1日起全面实施，其他标准自2005年7月1日起实施。这些技术更新的迫切需要，向柴油机生产企业提出了严峻挑战，众多技术力量薄弱致使发动机难以在规定时限达到国家排放标准的企业将举步维艰，产品的升级换代能力将成为决定柴油机生产企业未来发展状况的关键因素之一。

目前玉柴股份已实现全系列一致达标欧 ，九大系列能达标欧 ，6A和6L卧式机达标欧 。2005年公司又向市场推出了23款新品种，并且在国家排放法规实施之前，提前向市场推出欧 、欧 机型，显示了公司较强的产品开发和适应市场的能力，有效地保障了公司的长期可持续发展。

◆ 公司运营分析

公司注重技术研发投入，新产品推出效率及效益转化率高；同时通过与国内外知名研发机构以及国际知名企业的合作，公司产品的竞争力得以持续提升

玉柴股份注重对技术研发的投入和技术人才的激励，每年研发经费占销售收入的比例平均在3%左右。公司建立了阶梯式的人才培养机制、多渠道的发展通道，结合拔尖人才协议购房、项目奖励金、年金期权等有效的激励机制，使得公司近年来的人才流失率很低，技术研发团队较为稳定。公司的技术中心于1995年8月被认定为国家级企业技术中心，在2004年度全国国家级技术中心评价中名列内燃机行业第一，汽车行业第二。技术中心的试验室在发动机核心技术 电控的标定方面处于国内领先水平，2005年12月通过国家认可实验室认证的现场评审，进一步确定了玉柴在国内发动机行业一流研发基地的地位。公司常年与国内名牌大学和研究所如清华大学、天津大学、上海交通大学内燃机研究所、中国汽车技术研究中心等展开技术合作，联合开展新产品研发及基础性能、新技术研究，2005年共签订产学研合作项目43项。

公司与世界知名的内燃机研发机构德国FEV发动机技术公司已有十几年的技术合作积累，并在德国亚琛建立了玉柴-FEV技术中心。2004年11月，与德国FEV合作成功开发并拥有自主知识产权的4W微型轿车柴油机填补了国内轿车柴油机的空白，现已进入样机试制阶段，配套长安、夏利、五菱等品牌轿车，预计2006年可正式投入生产。另外，公司通过同日本YAMAHA船舶发动机有限公司（以下简称“YAMAHA公司”）合作开发A7100船机，吸收了大量的管理经验，特别是新产品试制过程及装机过程的策划和零部件质量控制经验。2005年10月，YAMAHA公司将其同国内某发动机厂合作开发了近三年的3升机项目终止，转为同玉柴股份合作开发三升排量的F7100船用柴油机。目前，YAMAHA公司已提出同玉柴股份结成战略合作伙伴，将快速船机的项目全面覆盖玉柴的轻、中、重机型，启动YC6M柴油机的快速船机开发。

国家第 、 号排放标准的主要技术内容与欧 、 欧 排放标准相同，即各项试验的试验方法和限值都与欧 、 欧 排放标准相同。

玉柴股份技术研发优势集中体现为新产品推出速度和效益转化较快，新产品（从投放市场起三年内的产品）品种数占全部产品品种的比例2004年高达92%，新产品销量占公司发动机总销量的比例也从1997年的4.4%上升到2005年的50%左右。玉柴股份的研发实力不仅为持续提高产品竞争力提供了有效的技术保障，同时也助于巩固公司在行业内的市场地位。

公司建立了完善的供应商评价体系，对供应商实行分级、动态管理，注重双方长远的同步发展

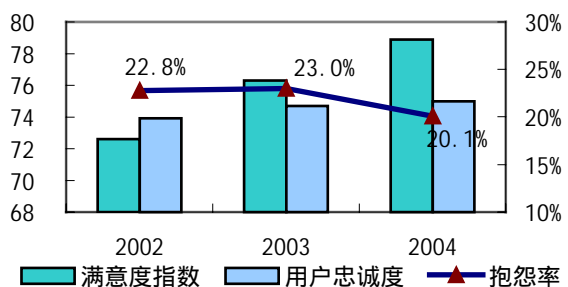
公司大部分零部件皆来自外购，因此对外购零部件进行严格质量控制，也是对产品质量的重要保障。玉柴股份具有完善的供应商评价体系，一般从设计能力、生产制造能力、检测能力、采购控制（其外购外协件）质量管理及体系认证情况、安全/环境资质评价等方面对潜在供应商进行全面评估选择。而对于正式供应商，公司始终保持进行动态管理，持续评价供应商的质量保证能力和供货能力。对于关键零部件的供应商，公司与供应商共同进行设计开发与技术攻关，以增加关键零部件与公司产品的配套性。2005年公司新增21家供应商，共撤消45家供应商配套资格，取消394种零（部）件65家供应商的品种配套资格，进一步优化了供应商网络。

此外公司还对供应商实行分级管理，在主要供应商中发展核心供应商，当从核心供应商的采购额达到一定水平时，即与其全面进行战略合作，组成玉柴共同体，构建同步发展战略，实现互惠互利，提高供应商的忠诚度。同时公司还成立了由20多个供应商代表组成的“玉柴结合体管理委员会”，建立互动沟通机制和监督机制。公司目前拥有供应商280家，主要供应商154家（包括无锡威孚高科技股份有限公司、霍尼韦尔涡轮增压系统(上海)有限公司和博世汽车部件(苏州)有限公司等知名公司）。2005年公司评定出首批7家核心供应商，拟从中选择建立战略合作伙伴关系，组成玉柴共同体，全面展开构建优质高效供应链的工作。

公司拥有较为完善的营销网络，各项服务指标在同行业中均保持领先地位，“物流拉动销售”模式有助于公司产品销售的稳步增长

玉柴股份拥有较为完善的营销网络，为产品的市场开拓提供了较有力的支撑。玉柴股份目前在国内已设立了31个分公司（办事处）1050个服务站，全国平均服务半径在50公里左右；并在越南、古巴、印尼、埃及和乌克兰设有5个驻外办事机构。同时建立了呼叫中心和YCSS系统，增强了玉柴服务系统的适应性和灵敏度，“一般故障不超8小时，严重故障不超72小时”的

图表 14 顾客满意度情况



资料来源：中国质协

结成利益共同体，为其提供技术、管理、资金支持，进行全方位的合作。

服务承诺也是同行业中最短的。玉柴股份于1986年在国内同行业中首先推出三包保修里程承诺，并逐步提高到目前的25万公里，系同行业中三包保修里程最长的企业（见图表13）。近年来顾客满意度逐年提升，根据2004年中国质协对玉柴顾客满意度调查评价报告，2004年玉柴股份的用户忠诚度系行业内最高，用户抱怨率在行业中最低（见图表14）。

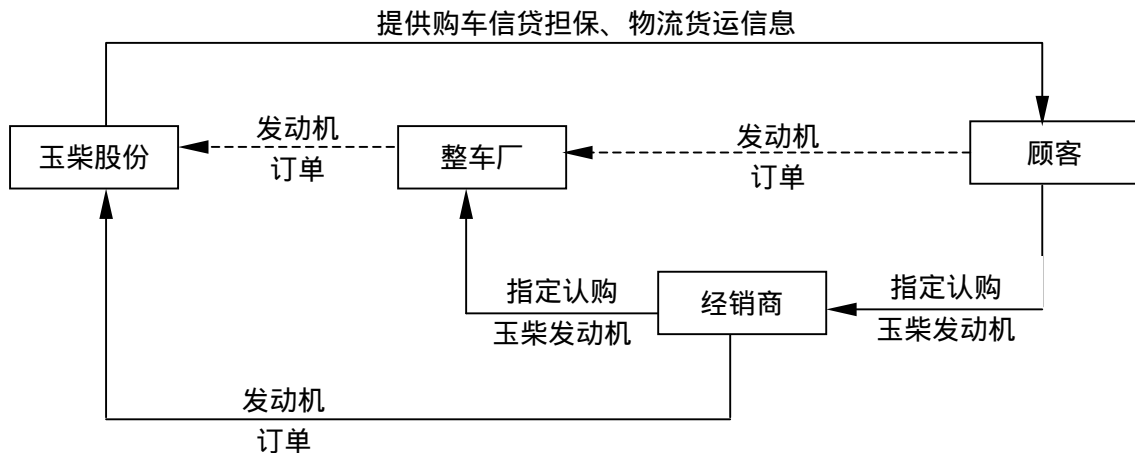
图表13 玉柴股份三包保修里程变化情况

时段	90 - 92年	93 - 95年	96 - 98年	99 - 02年	03 - 05年
三包保修里程	5万公里	10万公里	13万公里/18个月	15万公里/18个月	6M/6L:25万公里/24个月；其余机型：20万公里/18个月

数据来源：公司提供数据

2003年，玉柴集团启动“营销物流工程”模式，着力为玉柴股份的发动机销售提供有力的支持。通过营销物流工程，改变以往单纯依靠整车厂“推动”销售的情况，推行为最终顾客提供从购车前的信贷担保支持到提供货运信息的整体解决方案，形成以经销商和最终顾客“拉动”市场为特色的“物流拉动销售”模式（具体见图表15），进而保障玉柴股份发动机销售的稳步增长。

图表15 “拉动式”营销模式示意图



公司一直注重质量保证体系的完善，在质量控制上取得较大进步；先进的信息系统保障了玉柴股份较为高效的运营管理效率

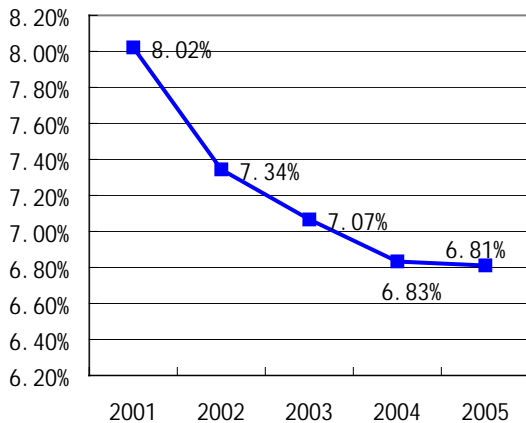
公司注重质量保证体系的完善，于2002年通过ISO9001：2000质量体系认证和QS9000质量体系认证，并已于2005年11月通过了ISO/TS16949：2002体系认证的二阶段现场评审。另外，玉柴股份引进了奥地利AVL公司的可靠性分析技术，采用AVL的故障统计分析模式，建立适合玉柴股

是 ISO（国际标准化协会）协调下的技术规范。国际汽车行动组织（IATF）于 1999 年推出了统一全球的 ISO/TS16949：1999 技术规范，并于 2002 年基于 ISO9001：2000 的换版重新修订了原来的技术规范，形成了 ISO/TS16949：2002。IATF 是由美国、德国、法国、意大利、英国等国家的汽车公司和汽车行业组织组成的协会性组织，主要来协调汽车行业质量管理体系要求。目前，法国雪铁龙(Citroen)，标志(Peugeot)，雷诺(Renault)和日本日产(Nissan)汽车制造商已强制要求其供应商通过 ISO/TS16949 的认证。

份的基于AVL的可靠性分析技术的质量评价体系。近年来公司的外反馈总故障率一直呈下降趋势（见图表16）。

玉柴股份充分利用信息化技术，着力提高内部管理效率，2002-2004年信息化建设累计投资

图表 16 玉柴股份外反馈总故障率情况



资料来源：公司提供资料

5950万元，预计到2008年将累计投资14450万元打造“信息化玉柴”。目前公司供应链管理启用ERP资源计划系统；营销服务则有直接连接于各个服务网点的YCSS服务系统。玉柴股份较为完善的信息管理平台，不仅保证了公司信息数据的及时获取和传递，更促进玉柴各个业务板块的及时沟通与互动；大大提高了玉柴内部运营管理的质量和效率。如应用ERP备件管理系统进行备件管理后，实现了备件计划采购、供应商评价、备件价格、库存的集成管理，减少等候维修备件时间，控制备件储备量，节约了备件占有资金。目前公司的设备维修成本

已由300元/台降低到193元/台。

◆ 财务分析

近年来玉柴股份实现销量及营业额持续增长；通过控制零部件采购成本和期间费用，公司得以部分缓解整车市场增速放缓、行业利润率下降带来的经营压力，经营效益良好

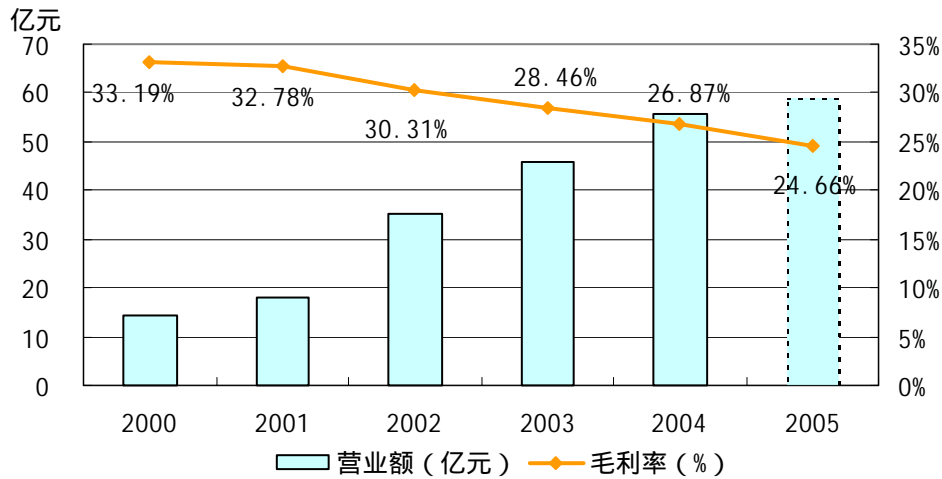
2000 - 2002年期间，得益于国内汽车产量快速增长，玉柴股份柴油机销量、营业额增长迅速。自2003年起，针对国内汽车市场增速放缓，行业利润率下降，公司调整产品结构，加大轻机系列、重机系列以及通机系列市场开拓。2004年，公司轻机系列、重机系列、通机系列销量分别较上年增长56.72%、21.14%和33.05%，弥补了当年中机系列销量下滑，对支撑公司柴油机销量增长起到积极作用，全年实现柴油机销量20.66万台，营业额55.84亿元。

但玉柴股份在销量、营业额增长的同时，毛利率水平逐年小幅下滑（见图表17）。这主要是由于公司产品结构中轻机比重增大、材料成本上升以及产品价格竞争激烈三大因素造成。2004年，公司轻机销量比重上升至31%，2005年1-11月份进一步增加至35%。轻机比重增大在一定程度上削弱了公司毛利水平，以轻机中主要产品4110ZQ为例，该产品2004年的毛利率水平为15.19%，低于同期中机（6108ZQ:36.33%）、重机（6112ZLQ:40.43%）、通机（G6108:31.37%）的毛利率水平。除了轻机比重增大外，铸件类零配件、电费、工装模具等材料成本上升也压缩了公司的获利

通过台架扣分值、 R_0 、 R_s 、MTBF、MTTF、 R_+ 、 B_{10} 、 R_f 、 R_d 共九个可靠性参数及其评价方法从不同角度、不同层次、不同阶段真实反映出公司各系列产品的可靠性水平。

空间。2004年，除6112系列单台材料成本降低4.06%，其他系列单台材料成本增幅在2.77% - 22.66%之间。2005年公司依旧面临较大的成本压力，预计在营业额小幅增长的情况下，毛利率水平仍会继续下滑。

图表 17 公司营业额和毛利率变动对比



数据来源：公司 2000 - 2004 度审计报告，2005 年报表（未经审计）。

作为柴油机行业的主要生产厂商，玉柴股份经营效益在同行业中处于较好水平（见图表 18）。针对行业毛利空间逐步减小，盈利压力增大，玉柴股份主动将降本工程延伸至零部件供应商，协助零部件供应商改进生产工艺，降低成本，2004 年由于零部件合同价格降低使采购成本减少了 5367 万元。此外，公司对期间费用进行严格控制。2000 - 2004 年期间，公司营业费用、管理费用和财务费用占主营业务收入的比重逐年降低，2004 年三项费用占主营业务收入的比重较 2000 年减少 6.34%。通过对成本的合理控制，2004 年玉柴股份实现净利率 10.13%，盈利能力指标在同行业中处于较高水平。

图表 18 主要柴油机企业经营效益对比

单位：百万元

	玉柴股份		上柴股份		潍柴股份	
	2003 年	2004 年	2003 年	2004 年	2003 年	2004 年
主营业务收入	4571.11	5583.78	2921.94	3974.37	3555.67	6155.78
主营业务利润	1299.56	1498.81	665.67	836.46	860.32	1504.71
EBIT	641.22	705.89	166.84	285.55	485.92	797.52
毛利率	28.46%	26.87%	23.02%	21.24%	24.20%	24.44%
EBIT 收益率	14.03%	12.64%	5.71%	7.18%	13.67%	12.96%
净利率	11.10%	10.13%	3.77%	5.32%	7.80%	8.75%

资料来源：各公司 2003 - 2004 年度审计报告

由于资金回笼速度放缓、资本性支出增大，公司总债务水平较往年有较快增长，

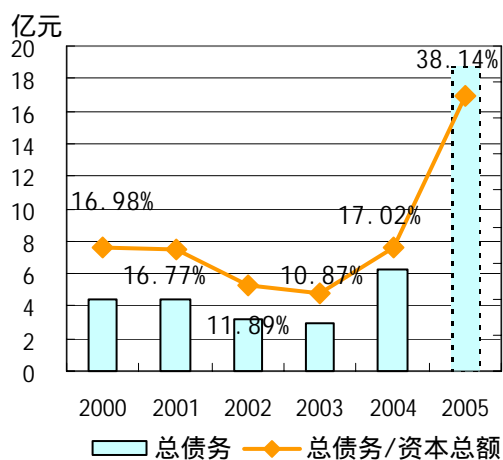
但仍处于合理水平；基于自有资本相对充足，公司仍将保持适度财务弹性

由于市场需求增速放缓，玉柴股份赊销余额在 2004 - 2005 年期间有所增加，另外由于行业特点公司的应收账款主要在年末收回，导致年中应收账款余额较大，影响资金周转速度。以 2005 年公司本部情况为例，其 11 月底应收账款余额为 17.97 亿元，12 月集中收回 8.47 亿元，年末尚余 9.5 亿元。另一方面，玉柴股份存货余额近年来一直维持在较高水平，存货占总资产的比重逐年递增，2004 年末已达 27.17%。公司存货占用资金过大又集中表现为整机占比过高。2004 年末其整机存货余额 5.08 亿元，占存货总量的 36.52%。2004 年玉柴股份存货周转率仅为 3.48 次，低于同期上柴、潍柴的周转水平，存货占用资金过多影响了企业资金周转。根据公司的 2005 年报表（未经审计）显示，存货过高的问题仍旧存在。在行业竞争激烈的情况下，存货量大、整机占比过高，反映玉柴股份在生产安排方面存在一定不足。目前，该公司正在通过整合 ERP 系统，加大订单管理的力度，降低存货对资金的占用。此外，为了完善产品销售渠道，2004 年 - 2005 年期间，公司以委托贷款的形式（计入“短期投资”科目，委托贷款由玉柴集团担保）拆借给玉柴集团的全资子公司玉柴营销有限公司¹¹2.05 亿元，对公司现金流产生一定影响。

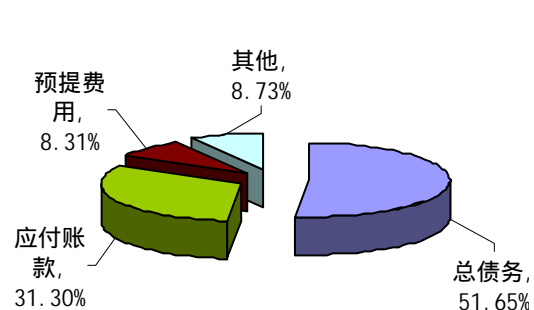
在资本性支出方面，2004 年玉柴股份为进一步优化产品结构，增强公司的市场竞争力，进行了 6113（一期）、6113 二期、四缸机、三万台机组等项目建设，致使全年资本性支出约 7.25 亿元，较 2003 年增加 3.75 亿元。

由于上述因素对现金流的影响，2004 - 2005 年期间，公司负债结构有较为明显的改变。2003 年之前，玉柴股份债务形式主要以应付账款等商业信用为主，2003 年末应付账款占负债总额 48.77%，而总债务占负债总额仅 19.85%。2004 年 - 2005 年期间，玉柴股份开始增加银行信用以弥补资金缺口，其总债务水平较往年有较快增长（见图表 19），总债务占负债总额的比例在 2004 年末上升至 30.02%，2005 年进一步增加至 51.65%，基于银行信用而产生的负债成为公司最主要的债务形式（见图表 20）。

图表 19 公司总债务变动趋势



图表 20 2005 年末公司负债结构



¹¹ 该公司代理部分玉柴股份产品的销售业务。

数据来源：2000-2004 年度审计报告，2005 年度报表（未经审计）。

由于银行借款和应付票据的增加，2005 年末公司总债务与资本总额的比例上升至 40%左右。远东资信认为，公司近期增加总债务主要是为了缓解流动资金不足，尽管应收账款回笼速度较慢，但考虑到欠款单位主要是实力较强的整车生产企业（如东风汽车有限公司、重庆红岩汽车有限公司、山东福田重工股份有限公司等），其坏账风险较低。此外，近几年公司经营效益良好（2005 年预期净利润约为 2.60 亿元左右），自有资本较为充足，2004 年末其净资产已达 29.92 亿元，目前的总债务规模不会对公司财务状况产生重大影响，公司仍将保持较为适度的财务弹性。

公司经营性现金流良好，资产流动性较高，短期偿债能力强；公司未来资本性支出数额较大，将使融资需求进一步增加

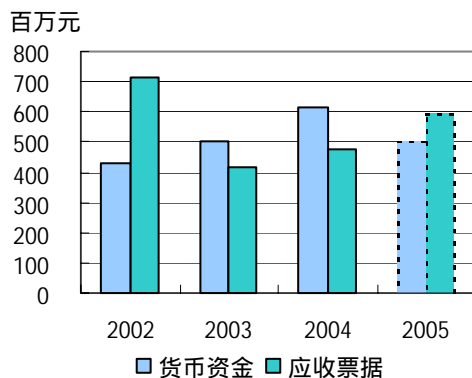
玉柴股份经营性现金流较为稳定，能够对流动负债起到一定保障（见图表 21）。2004 年末，公司经营性现金净流入 6.22 亿元，经营性现金净流入与流动负债的比例为 35.74%。此外，公司具有较强的利息支付能力，2002 - 2004 年期间，公司 EBIT 利息保障倍数分别为 17.75 倍、17.94 倍和 13.65 倍。2005 年由于银行借款规模扩大，利息支出增加，公司利息保障倍数会有所降低，但仍将维持在较高水平。

图表 21 玉柴股份三年财务指标对比

	2002 年	2003 年	2004 年
经营性现金净流入（百万元）	682.01	1115.83	621.51
投资性现金净流入（百万元）	-158.49	-347.23	-775.68
筹资性现金净流入（百万元）	-230.47	-694.46	202.80
主营业务现金率（%）	112.13%	122.27%	118.71%
经营性现金净流入/流动负债（%）	57.38%	73.71%	35.74%
EBIT 利息保障倍数（X）	17.75	17.94	13.65
净债务/EBITDA（X）	净现金	净现金	0.01

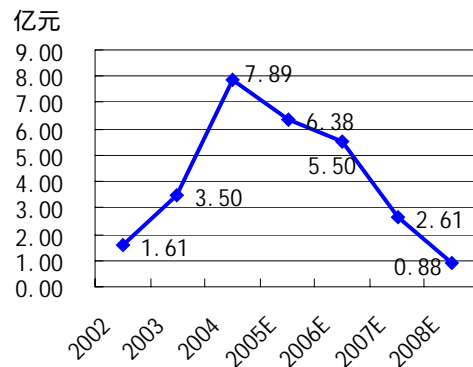
数据来源：公司各年度审计报告

图表 22 玉柴股份主要流动资产情况



资料来源：2002-2004 年审计报告，2005 年末审计报告

图表 23 玉柴股份资本性支出情况



资料来源：公司提供数据

公司流动资产质量较好。除货币资金外，应收票据也具有较强的变现能力，应收账款、存货

资产质量较高(见图表 22)。2004 年末,玉柴股份流动比率和速动比率分别为 161.91%和 93.81%,流动资产能够对流动负债起到较好保障。2005 年由于短期借款的增加,公司的流动比率和速动比率有所下降,但仍保持在 127.05%和 80.41%较高水平上。

2006 - 2008 年期间,公司计划资本性支出约 8.98 亿元(见图表 23),主要用于 4W 微型机项目、4F 轻型机项目、重型机 期技改项目等,这些项目的投产、运营将进一步完善玉柴股份的产品结构,增强其综合竞争实力。考虑到这些项目的建设资金数额较大,单靠公司经营性现金流难以满足投资需求,其未来融资需求将有所增加¹²。

此次公司拟申请 10 亿元的短期融资券发行额度。从发行方案来看,公司将根据实际的资金需求,结合公司的现金流回笼规律灵活安排债券发行期限,计划第一期发行总额为 5 亿元,期限为 9 个月;第二期发行总额为 5 亿元,期限为 9 个月;第三期将于第一期短期融资券到期偿付后发行,总额为 5 亿元,期限为 365 天。所募资金将用于补充公司日常生产经营的流动资金需求。其成功发行将有效缓解公司流动资金压力,降低公司对银行信用的依赖,对改善公司财务状况、增强市场竞争力起到积极的促进作用,而且分期发行了缓解了集中偿债压力。远东资信认为此次短期融资券的发行不会对公司现有的财务状况产生重大不利影响,公司未来经营性现金流量及货币资金储备将对短期融资券的到期偿付提供较强的保障。

综上所述,远东资信认为短期融资券的发行不会对玉柴股份的财务结构产生重大影响,公司具有很强的偿还能力。

¹²目前 4F 项目已经获得银行 2.8 亿元长期借款信贷支持。

附录 1：主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入；

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 年末短期借款余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额 + 年末应付
债券余额+ 年末应付票据余额；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益；

毛利率 = (营业额 - 主营业务成本) / 营业额 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息)；

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额)；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%；

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与广西玉柴机器股份有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与广西玉柴机器股份有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对广西玉柴机器股份有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售广西玉柴机器股份有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序作出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

2006年广西玉柴机器股份有限公司短期信用

跟踪评级安排

根据国际惯例与主管部门的要求,上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)在初次评级结束后,将对广西玉柴机器股份有限公司(以下简称“玉柴股份”)进行定期和不定期的跟踪评级,持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于短期融资券发行后半年时进行。届时,玉柴股份需向远东资信提供最新的财务报告及相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对玉柴股份进行电话访谈或实地调查并据此综合分析,决定是否调整其信用等级,并在收到相关资料后一个月内出具跟踪评级报告,并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本次主体评级有效期内一年内,将持续关注玉柴股份的经营情况及相关信息,对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现玉柴股份发生影响信用等级的重大事项,远东资信将要求玉柴股份提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查,及时对该事项进行分析,据实确认或调整信用级别,并按照主管部门的要求进行信息披露。玉柴股份在发生上述重大事项时,应及时通知远东资信并详细说明情况,提供相关资料,配合远东资信进行跟踪评级工作。

如玉柴股份未能及时提供上述资料,我们将根据收集的公开材料进行分析,并据此调整信用等级。必要时,远东资信可宣布信用等级暂时失效直至玉柴股份提供上述资料。

每期跟踪评级结束后,远东资信会将跟踪评级结果通知玉柴股份,并按要求报送监管部门和交易机构等。

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年二月二十二日

企业法人营业执照

(副本)

注册号 3101031000060

名称

上海远东资信评估有限公司

住所

上海市卢湾区淮海中路622弄7号

法定代表人

左学金

注册资本

人民币叁仟万元

企业类型

有限责任公司(国内合资)

经营范围

评估各类有价证券、企业资产、企业资信等级、其他与主营业务有关的咨询、培训、经济信息服务。(涉及许可经营的凭许可证经营)。

说 明

- 1.《企业法人营业执照》是企业取得企业法人资格和合法经营的凭证。
- 2.《企业法人营业执照》分正本和副本，正本和副本具有同等法律效力。营业执照正本应放在企业法人住所醒目的位置。企业法人可根据业务需要，向登记机关申请领取若干副本。
- 3.营业执照不得伪造、涂改、出租、出借、转让。除登记机关外，其他任何单位和个人均不得扣留、收缴和吊销。
- 4.企业法人应在核准登记的经营范围內从事经营活动。
- 5.企业法人登记注册事项发生变化时，应向原登记机关申请变更登记。
- 6.每年一月一日至四月三十日，登记机关对企业法人进行年度检验。
- 7.企业注销登记时，应交回营业执照正、副本。营业执照被登记机关吊销后即自行失效。

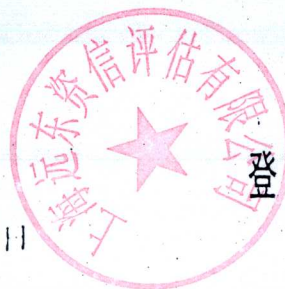
企 业 法 人 年 检 情 况

--	--	--	--

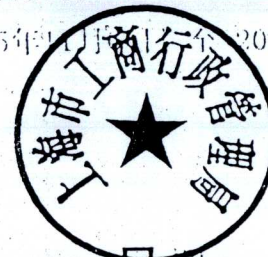
证照编号03000001200511040002

企业标识030000011988021500022

执照有效期:2005年1月1日至2018年08月14日



登记机关



营业期限

自一九八八年二月十五日至二〇一八年八月十四日

成立日期

一九八八年二月十五日

二〇〇五年十月十四日