

第一拖拉机股份有限公司
2012 年度公开发行公司债券(第二期)

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100058】

评级对象: 第一拖拉机股份有限公司 2012 年度公开发行公司债券(第二期)(本期债券/债项)

12-一拖 02

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 18 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2017 年 4 月 27 日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2013 年 4 月 27 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	26.41	23.32	26.74	26.27
刚性债务	47.71	40.91	54.36	48.30
所有者权益	47.20	49.88	50.66	51.22
经营性现金净流入量	11.68	5.07	-3.63	-1.26
合并口径数据及指标:				
总资产	132.72	132.11	141.03	139.54
总负债	78.74	77.07	86.64	84.90
刚性债务	51.81	48.26	54.27	48.95
所有者权益	53.99	55.04	54.39	54.65
营业收入	96.55	88.71	73.58	23.59
净利润	1.39	2.26	0.38	0.30
经营性现金净流入量	6.38	20.93	-5.56	-6.27
EBITDA	6.74	7.44	5.41	-
资产负债率[%]	59.32	58.34	61.43	60.84
权益资本与刚性债务 比率[%]	104.20	114.05	100.22	111.64
流动比率[%]	105.35	127.07	108.64	108.75
现金比率[%]	37.75	55.53	43.08	35.53
利息保障倍数[倍]	2.76	3.35	1.39	-
净资产收益率[%]	2.59	4.14	0.69	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	11.18	34.54	-8.10	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-0.07	18.14	-10.56	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.36	6.26	3.77	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.15	0.11	-

注:根据一拖股份经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com

王琳臻 wlc@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

第一拖拉机股份有限公司(简称“一拖股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”)于 2012 年先后发行两期公司债,其中第一拖拉机股份有限公司 2012 年度公开发行公司债券(第一期)(简称“12-一拖 01”)已于 2018 年 3 月 4 日到期兑付。上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”或“新世纪评级”)对该公司 2012 年度公开发行公司债券(第二期)(简称“12-一拖 02”)的跟踪评级反映了 2017 年以来一拖股份在保持市场地位和持续获得政府补助方面的优势,同时也反映了公司在销售收入下滑、主业盈利能力下降以及应收账款大幅增长、经营活动现金流弱化等方面继续面临压力。

主要优势:

- **一拖股份在大中轮拖市场份额保持领先。**2017 年国内大中拖拉机市场相对稳定,一拖股份在大中轮拖市场占有率保持领先。
- **一拖股份能够持续获得财政补贴。**一拖股份能够持续获得财政补贴,并且 2017 年一拖股份得到的政府补助金额增加,可对其盈利构成一定补充。

主要风险:

- **农机行业面临结构性改革。**农机行业仍面临传统农机产品产能过剩,中低端产品市场趋于饱和,同质化竞争加剧,以及大型高端装备产品和新型农具供给不足的结构性供需矛盾。
- **农机产品业绩下滑。**跟踪期内农机行业继续处于深度调整状态,拖拉机市场需求大幅下降,一拖股份相关产品营业收入相应下滑,毛利率亦有所下降。
- **应收账款大幅增长,营业周期拉长,经营活动现金流呈净流出。**跟踪期内,一拖股份应收账款规模大幅增加,现金收支近 5 年首次净流出。在农机行业深度调整的背景下,公司现金

流压力也开始显现。

➤ 未来展望

通过对一拖股份及其发行的本期公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债还本付息安全性很高，并维持上述公司债 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



第一拖拉机股份有限公司
2012 年度公开发行公司债券(第二期)

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照第一拖拉机股份有限公司 2012 年度公开发行公司债券（第二期）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据一拖股份提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据、以及未经审计的 2018 年第一季度财务报表相关数据，对一拖股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2013]89 号文批准，该公司 2013 年分两期发行了合计 15 亿元公司债券（如图表 1 所示），期限均为 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。其中第一拖拉机股份有限公司 2012 年度公开发行公司债券（第一期）（简称“12 一拖 01”）已于 2018 年 3 月 4 日到期兑付。

图表 1. 公司已发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	本息兑付 情况	资金用途
12 一拖 01	8.00	5 年	4.80	2013-3-4	已兑付	按募集资金使用用途， 合规使用资金
12 一拖 02	7.00	5 年	4.50	2013-5-30	本金未兑 付，付息 情况正常	全部用于补充营运资金

资料来源：一拖股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和

层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依

托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司主营业务为农用机械和动力机械生产销售。机械制造行业与国民经济密切相关，属于周期性行业，受宏观经济影响较大。

(2) 行业因素

跟踪期内，农业机械行业继续深度调整，受传统市场需求不足、小型农机产品产能过剩、原材料价格上涨和环保成本上升等影响，行业运行压力持续增加。

A. 行业概况

根据中国农业机械化协会数据，2017 年全国农机规模以上企业主营业务收入 4,291.35 亿元，同比增长 6.15%，增速高于 2016 年的 5.80%；全行业实现利润 243.12 亿元，增幅 8.10%。虽然行业收入、利润保持增长，但农机行业仍处于深度调整期。传统农机产品保有量居高不下，有的已经接近饱和；同时农机购置补贴资金总额同比下降；加上粮食种植收益下降、购机投资回报周期延长、国三切换带来的成本和价格上升等多种因素叠加影响，用户购机积极性不足，市场需求大幅下降，行业投资增速从 2012 年以来呈持续下滑态势。2017 年完成行业固定资产 1,034.24 亿元，同比下降 10.05%。

跟踪期内，随着钢材等原材料价格上涨、超宽超高治理使得大型农机运输成本增幅超过 40%、环保治理污染造成企业限产从而铸件锻件涨价、柴油机国三排放升级导致制造成本加大，行业内企业所面临的经营成本增加，同时受传统市场需求不足、生产产能过大的影响，行业运行压力增加。行业亏损企业占 8.93%，亏损企业比上年增加了 57 家。

B. 政策环境

2017年由于中央财政支出总体规模压缩，安排用于农机购置补贴的中央资金压减至186亿元，较上年减少近51亿元。《全国农业机械化发展第十三个五年规划》提出在全国开展主要农作物生产全程机械化推进行动，明确定位在水稻、玉米、小麦、马铃薯、棉花、油菜、花生、大豆、甘蔗9大作物，聚焦在耕整地、种植、收获、植保、烘干、秸秆处理6个主要环节。农机补贴政策也正在向这些薄弱环节装备倾斜，随着农机购置补贴政策的继续实施，未来绿色、生态、高效、环保型农具将会迎来新的发展契机。在补贴政策方面，2018年2月22日农业部、财政部印发了《2018—2020年农机购置补贴实施指导意见》（以下简称《意见》），以2015—2017年补贴范围为基础对2018—2020年中央财政资金补贴机具种类范围进行了调整优化，重点增加了支持农业结构调整需求和绿色生态导向的品目，剔除了技术已明显落后的部分品目，最终确定补贴范围为15大类42个小类137个品目。《意见》还提出了从2018年起全面推行补贴范围内机具敞开补贴，加大对农业机械化薄弱地区支持力度，促进农机社会化服务。

C. 竞争格局/态势

在竞争格局方面，农用机械行业面临产能过剩、生产要素成本加快上升，企业创新能力不足等挑战。目前农机行业面临传统农机产品产能过剩，中低端产品市场趋于饱和，同质化竞争加剧，以及大型高端装备产品和新型农具供给不足的结构供需矛盾。农机市场由传统的价格竞争向价值竞争转变，用户需求更加理性化。未来大型、节能、绿色、智能化农机装备将成为农机行业发展的重点。在调整期中，行业竞争模式也随之发生变化：大型生产企业不断推出新产品，拉伸产业链，同时积极开拓海外市场。此外，随着农业结构深度调整，农机作业全程机械化、全面机械化发展提速，对行业研发能力和制造水平以及从制造产品向制造和服务一体化等方面提出了更高的要求。

2017年拖拉机行业需求量整体下滑明显，传统拖拉机各细分领域市场产量均持续下滑。

图表 2. 2017年全国大中型小型拖拉机产量统计（万台，%）

产品类别	产量	同比增长
大型拖拉机	5.11	-18.93
中型拖拉机	36.72	-11.86
小型拖拉机	99.60	-13.24

资料来源：中国产业信息网

拖拉机行业集中度仍然保持在高水平，主要制造商的市场地位基本稳定。2017年中大轮拖前五大制造商市场份额合计超过70%，其中一拖股份继续位居第一；小轮拖属于技术含量较低的产品，受行业产品结构调整影响，近年来小轮拖产值呈下滑趋势，小轮拖制造行业集中度很高，2017年前五大制造商的市场份额已接近100%。

D. 风险关注

➤ 行业面临市场需求进一步下滑风险

农业机械行业经过了十几年的高速增长，在新的产品、新的市场需求动力不足的情况下，刚性需求受到抑制；同时在粮食价格市场化改革、农机保有量增加、购机补贴额和比例下降、购机投资回报周期延长等多种因素叠加影响下，购机积极性受到影响，预计传统农机市场需求仍将出现下滑。

➤ 行业结构性产能过剩严重

我国农业机械行业大而不强问题仍然突出，存在自主创新能力较弱、高端不足、中低端产能过剩、核心高端零部件依然依赖进口等问题。在实施供给侧结构性改革的大环境下，农机企业要按照 2017 年《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》的精神，深化供给侧结构性改革，在中低端产品、三大粮食作物机械上去产能，在中高端、经济作物机械上补短板；在北方平原机械上去产能，在南方丘陵机械上补短板；在种植业机械方面去产能，在畜牧业、渔业和果蔬机械上补短板。

➤ 原材料价格波动和环保压力增加

近年来大宗商品价格不断攀升，由于钢材、橡胶等在农业机械企业原材料和零部件采购中占比较高，如原材料价格继续大幅增长，行业内企业运行成本将持续上升。另一方面，随着环保政策的不断推进，大众的环保意识不断加强，国家对非道路柴油机排放标准进行国四切换的进程步伐加快，行业内企业所面临的环保成本增加。同时环保要求的趋严也对产品技术升级、柴油机与拖拉机产品匹配提出了更高的要求。

➤ 债务负担沉重、部分企业持续亏损

农业机械行业属于典型的资本密集型产业，行业特点决定了企业的资产负债率普遍较高。近年来市场需求低迷，企业难以通过自身的盈利来偿还债务，只能“借新还旧”，依靠债务维持经营，企业有息债务和利息负担较重，成为导致部分企业连续亏损的重要原因之一。

2. 业务运营

跟踪期内，由于农机补贴下调、粮食收益下降等多种因素叠加导致市场需求下滑，该公司主业产品拖拉机销量及收入均有较大幅度下降。同时，由于原材料价格上升导致生产成本增加，主营业务呈亏损状态。2017 年公司收到政府补贴¹较上年大幅增加，是公司盈利的重要组成；公司调整市场布局，海外销售有所增长；公司仍保持行业领先地位。

该公司是我国最大的专业农用拖拉机和农用柴油机生产和销售企业。公司主要从事农业机械、动力机械及其零部件产品的研发、制造和销售；主要产品

¹ 国家对农机行业补贴下调，该部分补贴直接给到农户。2017 年公司符合国家相关政策的补贴金额有所增长。

包括大、中、小系列轮式拖拉机，履带式拖拉机，柴油机及拖拉机其他配件，叉车和矿用卡车等。公司“东方红”品牌系列在拖拉机十大品牌中长期保持排名第一。

该公司生产主要包括大批量通用型产品和用户定制产品两类。农机产品方面，公司主要根据市场预测及实际销售情况、经销商以及用户反馈的需求信息，结合公司产品销售的季节性特点合理安排生产计划并组织生产。动力机械产品方面，主要通过配套主机厂商签订年度供货合同，并根据其需求计划和具体订单安排组织生产。

图表 3. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
农用拖拉机及柴油机生产制造	全球	横向规模化	规模/成本/管理/技术/政府补贴等

资料来源：新世纪评级整理

除拖拉机和柴油机外，该公司还生产叉车、矿用卡车及小型农用工程机械等农用拖拉机延伸产品，该部分产品归于其他机械业务板块，规模较小。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务收入及毛利率变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计		96.55	88.71	73.58
其中：机械业务收入	金额	93.00	86.88	72.19
	在营业收入中所占比重	96.32	97.93	98.12
其中：（1）农用机械	金额	82.99	76.69	65.69
	在机械产品中所占比重	77.56	76.51	78.27
（2）动力机械	金额	23.42	23.12	17.96
	在机械产品中所占比重	21.89	23.06	21.41
（3）其他机械	金额	0.59	0.43	0.27
	在机械中所占比重	0.55	0.43	0.32
（4）减：分部间抵消	金额	-33.65	-26.92	-12.20
	在营业收入中所占比重	-	-	-
其他业务（金融）收入		3.56	1.84	1.39
综合毛利率		18.09	18.40	16.39
其中：（1）农用机械		14.68	15.12	14.50
（2）动力机械		20.68	19.5	13.04
（3）其他机械		-33.65	-26.92	-12.2

资料来源：一拖股份，机械产品包括农用机械、动力机械和其他机械产品的总和，不包含分部间抵消。

2017 年，由于主导产品拖拉机及柴油机销量大幅下滑，该公司实现主营业务收入 72.19 亿元，同比下降 16.91%，其中：农用机械收入和动力机械收入同

比分别下降 14.34%和 22.32%。同期，由于钢材、天然橡胶等主要原材料价格大幅上升，公司综合毛利率同比下降 2.01 个百分点至 16.39%。

规模

图表 5. 主要产品产销量情况（单位：台）

主要产品	2015 年度			2016 年度			2017 年度		
	产量	销量	库存量	产量	销量	库存量	产量	销量	库存量
拖拉机	81,002	81,457	2,390	68,334	69,629	1,095	48,350	48,722	723
柴油机	175,933	176,920	8,274	141,555	141,635	8,194	107,732	103,557	12,369
其他机械产品	323	399	78	203	268	13	110	117	6

资料来源：一拖股份

近年来，主要受粮食作物种植收益下降以及国三产品成本上升等因素影响，该公司拖拉机和柴油机产量均呈现持续较大幅度下滑态势。2017 年，公司拖拉机和柴油机产量分别同比下降 29.24%和 23.89%。

图表 6. 公司农用机械主要产品收入结构（单位：亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
履拖	0.86	0.59	0.42
小轮拖	0.63	0.18	10.53
中轮拖	15.64	12.96	
大轮拖	49.07	48.54	38.65

资料来源：一拖股份

该公司拖拉机产品收入主要来源于大中轮拖。随着公司调整业务结构，履拖业务规模持续收缩，大中轮拖在农机产品收入中占比进一步提高。但受拖拉机销量持续下滑影响，大中轮拖收入亦相应下滑。

成本

该公司产品成本主要为材料成本、人工成本和制造费用。其中材料成本占比在八成以上。在原材料采购方面，公司对于生产过程中需求量较大、通用性较强的主要材料和零部件（如钢材、生铁、轮胎、轴承等）实施集采集购，对下属各经营单位差异化的原材料和零部件根据需要集采分购²。钢材、橡胶等在公司原材料和零部件采购中占比较高，跟踪期内，面对钢材、天然橡胶等大宗商品的价格上涨，公司采取优化采购流程、缩短中间采购环节以及集中规模采购等措施，在一定程度上降低原材料价格波动的影响，但公司毛利率仍由于成本上升而有所下降。2017 年，拖拉机和柴油机产品毛利率分别较上年下降 0.62 个百分点和 6.46 个百分点。

² 集采集购主要为标准件及通用件采购，由母公司统一采购，集采分购主要为特殊用件采购，由各个经营子公司负责。

图表 7. 公司装备制造产品成本结构（单位：亿元，%）

成本构成项目	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	金额	占当年总成本的比例	金额	占当年总成本的比例	金额	占当年总成本的比例
材料	78.38	86.92	72.70	86.29	60.90	84.48
人工	4.90	5.44	4.79	5.69	4.61	6.39
制造费用	6.90	7.65	6.76	8.02	6.58	9.13
合计	90.18	100.00	84.25	100.00	72.09	100.00

资料来源：一拖股份

➤ 营销

该公司农用机械产品主要通过经销商进行销售，目前销售网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市；动力机械产品以直销方式为主。农用机械方面，由于农机行业的低景气度，2017 年公司实现大中拖产品销售 4.8 万台，同比下降 29.70%，小轮拖业务继续收缩。动力机械方面，受拖拉机、收获机市场下滑的影响，2017 年公司柴油机销量 10.36 万台，同比减少 26.9%。公司调整市场结构，在细分领域谋求突破。跟踪期内，公司生产的东方红柴油机配套工程机械、发电机组、船机销售同比增长 26%，重型柴油机外部配套同比也有一定增长。

图表 8. 公司各类拖拉机产品产销情况（单位：台、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	产能	产能利用率	产销率	产能	产能利用率	产销率	产能	产能利用率	产销率
履拖	3,000	12.13	103.85	3,000	9.03	95.94	1,200	25.75	81.88
小轮拖	50,000	8.14	100.07	50,000	1.88	102.55	26,400	1.63	102.33
中轮拖	65,000	54.38	100.37	65,000	47.08	101.28	55,440	37.18	101.27
大轮拖	33,000	124.92	100.74	33,000	110.68	102.44	51,120	52.82	100.58

资料来源：一拖股份

跟踪期内，该公司继续加强农机国际化经营拓展。2017 年公司通过在南美、非洲以及东南亚、中亚、中东欧等“一带一路”沿线国家和地区布局以及重点市场培育不断完善海外营销网络。公司当年实现出口收入 6.07 亿元，同比增长 57.04%。其中大、中轮拖出口同比分别增长 51% 和 113%。公司主要通过签署远期外汇合约锁定汇率的方式来规避汇率风险。

技术

该公司下属拖研所系目前国内规模最大的拖拉机专业研发单位。公司采用总部研发中心与子公司、专业厂相结合的两级研发模式。其中，战略发展和重大产品改进的研发由总部研发中心负责，在研发产品得到市场验证成熟后交由子公司、专业厂负责生产。子公司、专业厂在成熟产品的基础上，根据市场需求对产品进行改进和完善，以满足不同细分市场的要求。在行业深度调整的大环境下，公司坚持“创新驱动”战略，保持一定的研发和技改投入，以推动产品转型升级。2017 年，公司研发支出为 3.86 亿元，占当年营业收入的 5.35%，较上年提升 0.69 个百分点，主要用于实施动力换挡拖拉机品

质提升及系列化研发项目、以及“新型轮拖智能制造新模式应用”和“现代农业装备智能驾驶舱数字化工厂”项目等。

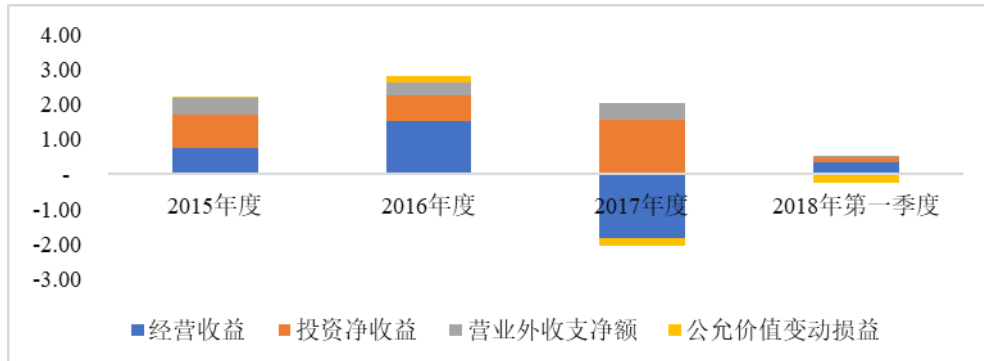
其他业务

在金融业务方面，该公司的控股子公司中国一拖集团财务有限责任公司（简称“一拖财务”）继续履行公司财务中心职能，涉及业务主要包括集团成员单位之间内部转账结算、吸收成员单位的存款、为成员单位办理贷款及融资租赁、票据承兑与贴现、委托贷款及委托投资等业务，以及经批准对金融机构的股权投资、有价证券投资、成员单位产品的消费信贷、买方信贷及融资租赁，同业拆借等业务。

2017 年末，一拖财务发放贷款及垫款期末余额为 9.35 亿元，同比增长 24.90%，主要发放对象为一拖（黑龙江）东方红工业园有限公司、洛阳中收机械装备有限公司等合并范围内企业；2017 年一拖财务实现利息收入 1.38 亿元，同比下降 24.71%，主要系同业存款收入；同期支付存款利息 0.16 亿元，同比下降 71.46%；实现利润总额 1.04 亿元。同期，一拖财务平均资产规模 51.76 亿元，资本充足率 19.84%、备付率 60.51%、流动性比例 46.47%、不良贷款为 70 万元、不良资产率 1.55%，各项指标均符合监管要求。

(2) 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据一拖股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，由于市场需求下降导致销量下降，该公司主营业务出现亏损，投资收益及营业外收入（含其他收益）成为公司盈利重要来源。

图表 10. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
主营业务收入合计（亿元）	93.00	86.88	72.19	23.23
主营业务毛利（亿元）	16.82	15.99	11.83	3.39
期间费用率（%）	14.84	15.60	18.36	13.25
其中：财务费用率（%）	1.58	0.99	1.01	2.96

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
全年利息支出总额 (亿元)	1.26	1.19	1.43	0.32

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理

跟踪期内，由于市场需求下降导致的销量下降，该公司主营业务毛利较上年下降 26.02% 至 11.83 亿元。期间费用方面，2017 年公司期间费用共计 13.99 亿元，较上年下降 2.96%。其中销售费用 4.36 亿元，同比下降 1.26%；管理费用 8.90 亿元，同比下降 2.65%；财务费用 0.73 亿元，同比下降 15.05%，主要系当期美元兑人民币汇率大幅贬值，对公司美元外债产生较大的汇兑收益所致。由于当年度收入下降幅度远超过期间费用下降幅度，2017 年公司期间费用率较上年增加 2.76 个百分点至 18.36%。主营业务毛利下降加上期间费用高企导致当期公司核心业务呈现亏损。

2017 年该公司资产减值损失 0.42 亿元，较上年下降 51.36%，主要系上年同期对持有国裕物流债券计提减值损失。当年度资产减值损失主要包括当年度固定资产减值损失 0.16 亿元和坏账损失 0.17 亿元。

图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益 (亿元)	0.95	0.74	1.57
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.02	0.09	-0.05
以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	0.16	0.19	0.21
可供出售金融资产等取得的投资收益	0.17	0.19	0.18
持有至到期投资取得的投资收益	0.009	0.03	0.01
股权持有收益合计	0.36	0.50	0.35
处置长期股权投资产生的投资收益	-	0.001	0.95
处置以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	0.43	0.12	0.02
处置可供出售金融资产等取得的投资收益	0.15	0.12	0.21
处置持有至到期投资取得的投资收益	0.01	-0.05	-
股权处置收益合计	0.59	0.19	1.18
营业外收入 (亿元)	0.60	0.52	0.71
其中：政府补助 (亿元)	0.33	0.41	0.37
政府补助 (由其他收益调整至此) (亿元)	-	-	0.56
债务重组利得 (亿元)	0.002	0.01	0.01
公允价值变动损益 (亿元)	0.03	0.15	-0.25
其中：以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产 (亿元)	0.03	0.004	0.02
衍生金融工具产生的公允价值变动收益 (亿元)	-	0.15	-0.28

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理。

跟踪期内，投资收益构成对该公司盈利的重要补充之一。2017 年公司实现投资净收益 1.57 亿元，较上年大幅增长 111.37%，公司投资收益增加主要来自于当期处置一拖 (洛阳) 叉车有限公司的股权、以及处置公司原持有的交通

银行股票。此外，当期公司实现营业外收入 0.71 亿元，其中政府补助 0.37 亿元。2017 年由于会计政策调整，公司有 0.56 亿元政府补助计入其他收益中，当年实际政府补助合计 0.93 亿元，对公司盈利构成一定补充。由于主业亏损较多，公司利润总额仍较上年大幅下降 79.99% 至 0.56 亿元。

(3) 主要在建项目

跟踪期内，该公司主要在建项目中，新型轮式拖拉机核心能力提升及 P 型喷油器、P 型喷油泵技改等项目完成；公司主要研发项目中，新型轮拖智能制造新模式应用项目工程进度达到 60%。其他存续建设项目亦稳步推进中。

图表 12. 公司重大在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资预算	截至 2017 末 工程进度 (%)	2018 年拟投入	资金来源
技术中心提升自主研发能力项目	2.96	98.00	—	自筹
十万台轻型柴油机项目	3.90	—	—	自筹
铸造系统绿色升级改造项目	3.95	100.00	0.05	自筹
新型轮式拖拉机智能制造新模式应用项目	3.16	60.00	1.50	自筹
大功率农用柴油机项目	1.99	98.00	—	自筹
公司其他技改项目	6.02	88.78	0.62	自筹
合计	21.98	—	2.17	—

资料来源：一拖股份

管理

跟踪期内，该公司股权结构稳定，治理结构及内部管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构保持稳定。公司最终控股股东仍为中国机械工业集团有限公司（简称“国机集团”），实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会（简称“国资委”）。截至 2017 年末，中国一拖集团有限公司（简称“一拖集团”）持有公司 41.66% 股份，该部分股权没有进行质押。公司产权状况详见附录一。

该公司主要关联方为国机集团及其子公司、中国一拖集团及其子公司以及其他联营与合营企业，关联交易主要为原材料及零部件购买与销售，动力费、运输费及研发费用支付等。2017 年公司实现关联方原材料及零部件销售合计 3.99 亿元，同比下降 5.47%，占当年度主营业务收入的 5.53%；实现关联方原材料及零部件购买合计 8.78 亿元，同比增长 32.96%，占当年度主营业务成本支出的 14.55%；实现关联方发放贷款（含票据贴现）6.80 亿元，同比增长 7.94%；实现关联方吸收存款及同业存放 1.67 亿元，同比增长 29.51%。公司关联交易规模较小。

图表 13. 公司重大关联交易情况（单位：亿元）

项目	2015	2016	2017
销售原材料及零部件合计	4.12	4.22	3.99
其中：与国机集团及其子公司	0.35	0.35	0.16
与中国一拖集团及其子公司	1.47	3.03	3.12
与联营、合营企业关联交易	2.30	0.84	0.71
购买原材料及零部件合计	8.33	6.60	8.78
其中：与国机集团及其子公司	0.32	0.30	1.18
与中国一拖集团及其子公司	2.71	2.39	4.21
与联营、合营企业关联交易	5.30	3.91	3.39
支付及应付动力费	1.67	1.70	1.54
其中：与中国一拖集团及其子公司	1.67	1.70	1.54
支付及应付综合服务和运输费	2.24	1.57	1.71
其中：与中国一拖集团及其子公司	2.24	1.57	1.71
支付研究与开发费用	0.00	1.00	1.10
其中：与联营、合营企业关联交易	0.00	1.00	1.10
发放贷款（含票据贴现）	8.76	6.30	6.80
吸收存款及同业存放	5.20	5.66	7.33

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理。

跟踪期内，根据该公司 2018 年 3 月 5 日的《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

图表 14. 公司严重不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/3/5	未提供	无	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/4/17	无	无	未提供	未提供
诉讼	审计报告及公开信息	2018/4/17	未提供	无	未提供	未提供
工商	审计报告及公开信息	2018/4/17	未提供	无	未提供	未提供
质量	审计报告及公开信息	2018/4/17	未提供	无	未提供	未提供
安全	审计报告及公开信息	2018/4/17	未提供	无	未提供	未提供

资料来源：根据一拖股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司主营业务盈利能力持续弱化，净利润大幅下降。由于销售政策放宽及原材料价格上涨，经营活动现金流呈净流出状态，公司应收账款增幅较大，经营效率下滑；刚性债务集中于短期，即期偿付压力增大，但货币资金仍较为充裕，能对债务偿付构成一定支撑。

1. 数据与调整

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015-2016 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年因信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）承担国机集团及所属企业年度财务决算审计工作超过相关年限，国机集团实施了审计招标轮换，同时根据相关规定，公司原则上应选聘国机集团通过招标确定的外部审计机构。因此公司改聘大华会计师事务所（特殊普通合伙），后者对公司 2017 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

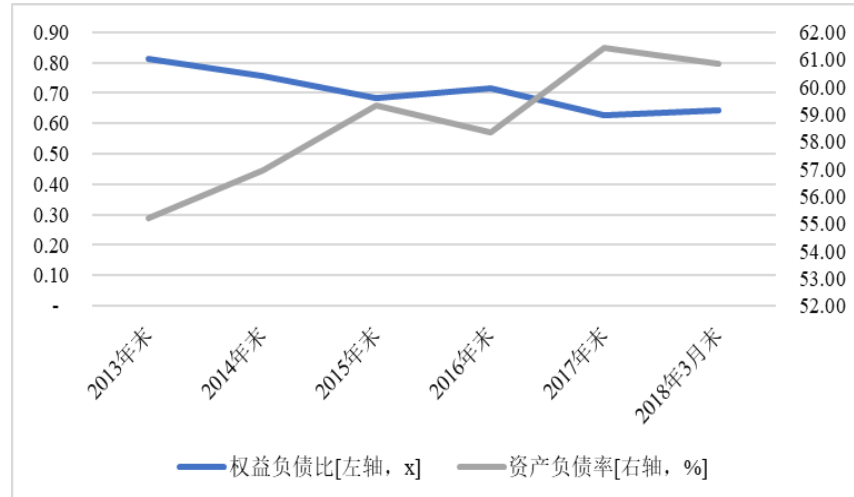
该公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。跟踪期内，公司从控股股东一拖集团处受让一拖白俄技术有限公司 100% 股权，合并范围新增 1 家全资子公司，构成同一控制下企业合并（合并日为 2017 年 12 月 31 日）；注销 2 家子公司，其中一拖（洛阳）车桥有限公司和一拖（洛阳）叉车有限公司分别因吸收合并和股权处置不再纳入合并范围。截至 2017 年末，公司合并范围内共有 19 家二级子公司。

该公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，此项会计政策变更采用追溯调整法，公司在利润表中新增了“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失和非货币性资产交换利得和损失变更为列报于“资产处置收益”，调整上期资产处置收益-916.60 元，调整减少营业外收入中资产处置收益 100.84 万元，减少营业外支出金额 1,017.44 万元。公司自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，与企业日常经营活动相关的政府补助计入其他收益。上述会计政策变更采用未来适用法处理。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据一拖股份所提供数据绘制。

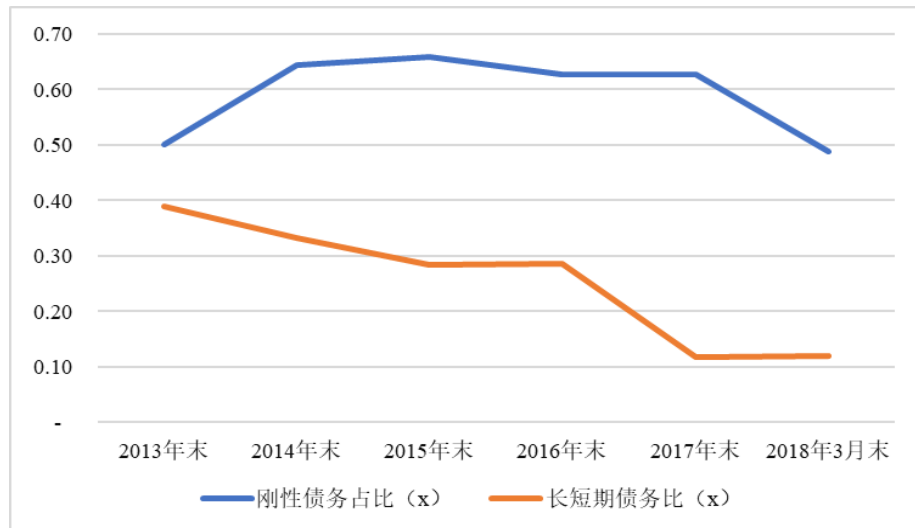
2015-2017 年末，该公司资产负债率分别为 59.32%、58.34% 和 61.43%。跟踪期内，受银行借款同比增长影响，公司资产负债率较 2016 年末上升 3.09 个百分点至 61.43%。2018 年 3 月末，公司资产负债率为 60.84%，较上年末变化不大。

从权益资本方面来看，2017 年末该公司所有者权益总额为 54.39 亿元，较上年末下降 1.17%，主要系当年资本公积的下降³及当年未非配利润的减少。受所有者权益减少以及刚性债务规模增加，2017 年公司权益负债比较上年末下降 0.09 至 0.63。

³ 2017 年该公司资本公积减少主要系公司回购 H 股股票注销，股票市值大于面值差额冲减资本公积所致。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	32.26	45.26	51.81	48.26	54.27	48.95
应付账款 (亿元)	20.92	13.51	15.27	13.84	14.65	21.68
吸收存款及同业存放 (亿元)	5.69	5.76	5.27	5.88	7.80	5.86
预收款项 (亿元)	2.61	2.67	3.03	2.00	2.36	1.62
其他应付款 (亿元)	2.13	2.57	2.43	2.57	2.76	2.61
刚性债务占比 (%)	50.09	64.33	65.80	62.62	62.64	57.66
应付账款占比 (%)	32.49	19.20	19.39	17.96	16.91	25.54
吸收存款及同业存放占比 (%)	8.84	8.19	6.70	7.63	9.01	6.91
预收款项占比 (%)	4.05	3.79	3.85	2.59	2.73	1.90
其他应付款占比 (%)	3.30	3.65	3.08	3.34	3.19	3.08

资料来源：根据一拖股份所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司债务结构以短期负债为主。2017 年末公司流动负债合计为 77.48 亿元，在负债总额中的占比为 89.43%。从债务构成来看，公司债务主要集中在刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款。公司吸收存款及同业存放主要是一拖集团及所属子公司在财务公司的存款，较上年末增长 32.62%，其中活期和定期存款分别为 2.30 亿元和 5.51 亿元。公司应付账款主要是应付采购款，主要集中在一年以内。2017 年末，公司预收款项规模为 2.36 亿元，较上年末增长 18.31%。2018 年 3 月末，公司流动负债合计 75.86 亿元，其中一年内到期非流动负债较上年末下降 52.56%，主要系当期偿还到期的 12 一拖 01；应付账款较上年末大幅增长 47.96%至 21.68 亿元，主要系当期产量增加导致采购增加所致。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	16.52	29.87	36.60	33.20	47.38	42.06
其中: 短期借款	2.92	16.45	19.39	15.79	20.34	21.59
一年内到期非流动负债	3.00	0.19	0.18	0.18	15.09	7.22
应付票据	6.54	9.16	13.00	14.17	8.21	9.07
其他短期刚性债务 ⁴	4.05	4.08	4.04	3.05	3.75	4.18
中长期刚性债务合计	15.74	15.39	15.21	15.06	6.89	6.89
其中: 长期借款	0.84	0.47	0.27	0.09	6.89	6.89
应付债券	14.90	14.92	14.94	14.97	-	-

资料来源: 根据一拖股份提供数据整理。

2017 年末该公司刚性债务余额为 54.27 亿元, 同比增长 12.46%, 增量刚性债务主要来自银行借款。2017 年末公司刚性债务占负债总额的比例为 62.64%, 主要由短期借款、应付票据、一年内到期的应付债券和长期借款构成。公司银行借款方式以信用借款为主, 占银行借款的比例达 96.35%, 同比上升 7.3 个百分点; 除人民币借款外, 公司有外币借款折合人民币 0.67 亿元 (以美元借款为主)。除银行借款外, 公司 2017 年末还有 12 一拖 01 及 12 一拖 02 公司债券合计 14.99 亿元, 前者已完成兑付, 后者将于 2018 年 5 月 29 日到期, 年末划入“一年内到期的非流动负债”科目。此外公司还有应付票据 8.21 亿元、拆入资金 3 亿元和衍生金融负债 0.13 亿元。从期限结构来看, 公司刚性债务主要集中于短期, 2017 年末短期刚性债务为 47.38 亿元, 占全部刚性债务的比例为 87.30%; 年末短期刚性债务现金覆盖率约为 0.70 倍, 同比减少 29.75 个百分点。2018 年 3 月末, 由于偿还了到期的 12 一拖 01, 公司刚性债务余额较上年末下降 9.80% 至 48.95 亿元, 刚性债务期限结构仍以短期为主。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
营业周期 (天)	104.30	118.12	96.55	88.17	114.33	-
营业收入现金率 (%)	106.38	109.47	109.24	108.77	98.03	67.09
业务现金收支净额 (亿元)	11.35	10.12	25.05	11.86	-5.55	-1.08
其他因素现金收支净额 (亿元)	-12.67	-9.37	-18.68	9.07	-0.02	-5.19

⁴ 此处其他短期刚性债务包含拆入资金及衍生金融负债、以及应付利息。

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-1.32	0.75	6.38	20.93	-5.56	-6.27
EBITDA（亿元）	6.84	6.38	6.74	7.44	5.41	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.21	0.16	0.14	0.15	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.91	5.34	5.36	6.26	3.77	-

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司农用机械产品主要通过经销商进行销售，动力机械产品主要为主机生产厂商配套，以直销方式为主。国际市场根据业务拓展进度逐步建立和完善销售服务网络。2017年以来，由于行业整体资金环境和客户资金较为紧张，公司信用销售比例有所增加；考虑到政府农机购置补贴款结算的滞后，公司也适当延长了应收账款回收期限；同时公司加强海外销售力度，海外回款账期较长，整体营业周期明显放缓，2017年延长至114.33天。当年公司营业收入现金率也同比下降10.74个百分点至98.03%，加上原材料价格上涨对采购支出的增加，公司业务现金收支净流出5.55亿元，为近5年首次净流出。在农机行业深度调整的背景下，公司现金流压力开始显现。2018年第一季度，公司业务现金收支净流出1.08亿元。2017年其他因素现金收支净流出0.02亿元，主要系公司支付的各项销售、管理费用等，金额不大。2018年一季度其他因素现金收支净流出5.19亿元，主要系当期财务公司购买的银行间债券所致。

该公司EBITDA主要由固定资产折旧、列入财务费用的利息支出和利润总额构成，其中利润总额波动对EBITDA的影响很大。跟踪期内，公司拖拉机产品销售出现较大下滑，同时钢铁、天然橡胶等原材料价格同比大幅上升，整体利润总额大幅下滑，当年EBITDA同比下降2.03亿元至5.41亿元，为近5年来最低水平。同时公司刚性债务规模保持增加，EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖程度下降。

(2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.79	-0.26	-4.29	-2.77	-0.37	7.53
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-4.64	-6.48	-2.39	-2.15	-2.90	-0.83
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.27	0.23	0.24	-1.88	0.19	0.03
投资环节产生的现金流量净额	-5.16	-6.51	-6.43	-6.80	-3.08	6.73

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理。

2017年该公司投资性现金净流出3.08亿元，较上年同期减少3.72亿元，主要系本期的理财及结构性存款陆续到期收回所致。其中回收投资与投资支付净流出额为0.37亿元，其中与主业有关的投资净额主要为收购一拖白俄技术有限公司股权并对其增资700万美元；公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额为2.90亿元，主要包括铸造厂中小件造型线投资项目等。整体来看，公司新增投资一方面系财务公司对外理财投资，另一方面系与主业相关投资。2018年一季度，公司投资活动现金流净流入6.73亿元，主要系当期理财及结构性存款陆续到期回收。

(3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
权益类净融资额	—	—	—	—	—	—
债务类净融资额	8.49	7.79	0.47	-1.53	10.05	未提供
其中：现金利息支出	0.81	1.19	1.26	1.19	1.43	0.32
筹资环节产生的现金流量净额	6.55	7.08	-0.11	-2.22	9.19	-7.13

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理

该公司近年来主要通过银行借款等债务类方式筹集资金。2017年公司筹资性现金净流入为9.19亿元，主要系取得借款收到的现金。整体来看，公司融资渠道通畅。2018年一季度公司筹资活动现金净流出7.13亿元，主要系偿还到期的12年一拖01。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况⁵

主要数据及指标	2013年 末	2014年 末	2015年 末	2016年 末	2017年 末	2018年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	65.90	61.97	64.56	76.12	84.17	82.49
	56.48%	50.16%	48.64%	57.62%	59.68%	59.12%
其中：货币资金（亿元）	18.81	19.98	18.98	32.62	32.93	26.04
其中：未受限货币资金（亿元）	16.15	17.50	16.90	28.94	29.47	-
其他流动资产（亿元）	-	0.56	4.68	14.13	16.95	8.98
应收款项（亿元）	10.52	8.79	8.47	6.74	12.38	20.83
存货（亿元）	17.66	14.47	11.69	10.15	11.68	13.80
应收票据（亿元）	12.70	9.41	6.30	5.55	5.32	4.54
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	50.78	61.59	68.16	55.99	56.86	57.05
	43.52%	49.84%	51.36%	42.38%	40.32%	40.88%
其中：固定资产（亿元）	26.74	27.39	28.67	29.71	30.30	29.69
发放贷款及垫款（亿元）	7.25	13.62	18.60	7.48	9.35	9.76

⁵ 2018年3月末受限资产企业未提供。

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年3月末
无形资产(亿元)	9.58	9.47	9.22	8.97	8.60	8.53
在建工程(亿元)	4.24	6.43	6.13	3.77	2.91	3.38
期末全部受限资产账面金额(亿元)	5.81	8.60	7.87	4.94	4.48	-
受限资产账面余额/总资产(%)	4.98%	6.96%	5.93%	3.74%	3.18%	-

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理。

2017年末，该公司资产总额为141.03亿元，同比增长6.75%。其中流动资产和非流动资产余额分别为84.17亿元和56.86亿元，占资产总额比例分别为59.68%和40.32%。从资产具体构成来看，公司的流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产等构成。其中应收票据为5.32亿元，较上年末基本稳定，92%以上为银行承兑汇票（其中0.19亿元已对外质押）。期末公司应收账款为12.38亿元，同比增长83.64%，主要是受农机市场下调影响，公司加大信用销售以及国际市场开拓力度所致。当年度应收账款周转次数从2016年的11.42次放缓至7.55次，经营效率有所下降。从账龄结构来看，2017年末公司应收账款账龄在1年以内的款项占比为60.61%，账龄超过3年的款项占比为25.88%，应收账款的账龄趋长。同期末公司前五名客户应收账款合计金额为5.64亿元，占应收账款期末金额的比例为32.10%，较上年末下降5.12个百分点，但公司客户集中度仍处于较高水平。公司2017年计提应收账款坏账准备合计0.14亿元，核销应收账款金额75.57万元（分别为洛阳双利工程机械有限公司和江苏准提机械制造有限公司）。

图表 22. 公司 2017 年末前五大应收账款分布情况（单位：亿元）

单位名称	期末账面余额	占应收款期末余额合计数的比例	坏账准备期末余额
古巴 TECNOIMPORT	2.34	13.30%	0.13
中国一拖集团有限公司	0.90	5.10%	0.09
古巴 TRANSIMPORT	0.87	4.97%	0.13
辽宁东晟机械装备有限公司	0.82	4.69%	0.82
宁夏博信恒通机械设备有限公司	0.71	4.04%	0.71
合计	5.64	32.10	1.79

资料来源：一拖股份

2017年末，该公司存货账面价值为11.68亿元，较上年末增长15.07%，其中原材料、库存商品和在产品账面价值分别为4.80亿元、4.59亿元和2.18亿元，主要由于结转成本金额的下降，公司当年存货周转速度下降至5.53次，公司计提存货跌价准备0.38亿元。年末公司其他流动资产为16.95亿元，较上年末增长19.94%，主要系公司及财务公司利用短期闲置资金购买理财产品所致（保证收益或保本浮动收益型，期限3月-7月不等，利率在1.35%-4.70%之间）。年末公司货币资金存量为32.93亿元，其中未受限货币资金（现金及现金等价物）29.47亿元，此外交易性金融资产和应收银行承兑票据合计5.33亿元，期末现金比率为43.08%，现金类资金相对充足，能为即期债务偿付提

供保障。

2017 年末，该公司非流动资产为 56.86 亿元，与上年末基本持平，主要集中于发放贷款及垫款、固定资产、在建工程以及无形资产。其中发放贷款及垫款形成于财务公司对企业客户的贷款业务，期末账面余额 9.35 亿元，较上年末增长 24.90%，其中客户主要集中于机械制造业，贷款方式以保证（占比 58.52%）和信用（占比 25.41%）为主。随着新型轮式拖拉机核心能力提升项目、大功率农用柴油机项目、三装厂新建大件车间、技改项目等在建工程陆续转固定资产，期末公司在建工程金额同比下降 22.84%，为 2.91 亿元。此外新型轮式拖拉机智能制造新模式应用项目被列入工信部和财政部 2016 年智能制造综合标准化与新模式应用项目，项目预计总投资 3.16 亿元，截至 2017 年末已累计投资 1.20 亿元。随着在建工程的逐渐转固，公司近年来固定资产规模稳步增长，2017 年末为 30.30 亿元，其中 42% 左右为房屋及建筑物，55.85% 为机器设备。公司无形资产主要为土地使用权，近年来基本稳定，2017 年末为 8.60 亿元。

截至 2017 年末，该公司所有权或者使用权受到限制的资产合计 4.48 亿元，占公司资产总额比例为 3.18%，对公司流动性及信用质量影响很小。

图表 23. 公司资受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	2017 年末余额	受限原因
货币资金	3.46	银行承兑汇票保证金、保函保证金、信用证保证金、远期结售汇保证金以及央行法定存款保证金
应收票据	0.19	质押应收票据
固定资产、无形资产	0.83	抵押的房屋建筑物和土地
合计	4.48	—

资料来源：一拖股份

2018 年 3 月末，该公司资产总额 139.54 亿元，其中流动资产和非流动资产余额分别为 82.49 亿元和 57.05 亿元，占资产总额比例分别为 59.12% 和 40.88%。公司流动资产总额 82.49 亿元，其中货币资金较上年末下降 20.93% 至 26.04 亿元，主要系当期一拖财务购买银行间债券及偿还 12 一拖 01。应收账款较上年末增长 68.23% 至 20.83 亿元，而同期营业收入同比下降 12.74%，公司应收账款规模较大且增长较快，新世纪评级将持续关注公司应收账款质量及后续回收情况。2018 年 3 月末，公司非流动资产总额 57.05 亿元，规模及结构较上年末变化不大。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	142.17	117.45	105.35	127.07	108.64	108.75
速动比率 (%)	99.87	84.48	85.28	107.73	90.55	87.24
现金比率 (%)	48.38	44.60	37.75	55.53	49.08	35.53

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理。

主要由于增加短期借款及一年内到期银行借款增加，该公司流动负债上升较快，资产整体流动性减弱。跟踪期内，公司流动比率、速动比率及现金比率均有所下降。但公司货币资金较为充裕，能够对即期债务偿还构成一定支撑。

6. 表外事项

截止 2017 年末，该公司无未决诉讼或仲裁形成的或有事项。

对外担保方面，2017 年财务公司为该公司提供总敞口为 2.80 亿元人民币的贸易融资额度，专项用于公司或其授权企业推荐的经销商向财务公司申请开立银行承兑汇票，并以此向公司或其授权企业购买本公司农用机械产品，由公司承诺函或协议的形式提供担保；截至 2017 年末，上述担保实际余额为 1.61 亿元。同时，财务公司为洛阳长兴农业机械有限公司（简称“长兴公司”）核定 2 亿元产品买方信贷业务授信额度，专项用于长兴公司推荐其客户在授信期限内办理产品买方信贷业务，由长兴公司对融资风险敞口部分负有连带保证责任；截至 2017 年末，上述担保实际余额为 0.16 亿元。公司对外担保比率为 3.25%。

7. 母公司/集团本部财务质量

2018 年 3 月末，该公司集团本部资产总额为 120.99 亿元，其中应收账款、其他流动资产和长期股权投资余额分别为 19.82 亿元、6.66 亿元和 29.81 亿元。当期末，公司货币资金余额为 26.27 亿元。公司债务多集中于集团本部，2018 年 3 月末公司本部刚性债务为 48.30 亿元，占合并口径刚性债务的比例为 99.25%。

该公司集体本部实力相对较强，因此主要负责向大客户提供全案服务。2017 年，集团本部实现营业收入 53.09 亿元，净利润 1.45 亿元。2018 年第一季度，集团本部实现营业收入 18.17 亿元，净利润 0.55 亿元。

外部支持因素

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠

道畅通。截至 2017 年末，公司共获得商业银行综合授信额度 53.20 亿元，尚未使用的授信额度为 30.75 亿元；其中工农中建交五大商业银行综合授信额度为 36.00 亿元，尚未使用的授信额度为 13.80 亿元，贷款利率为同档期人民银行贷款基准利率。

图表 25. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	53.20	48.30	20.95	同档期人民 银行贷款基 准利率	信用，无附 加条件
其中：国家政策性金融机构（亿元）	—	—	—		
工农中建交五大商业银行（亿元）	36.00	31.10	20.70		
其中：大型国有金融机构占比（%）	67.67	64.39	98.81		

资料来源：根据一拖股份所提供数据整理（截至 2017 年末）。

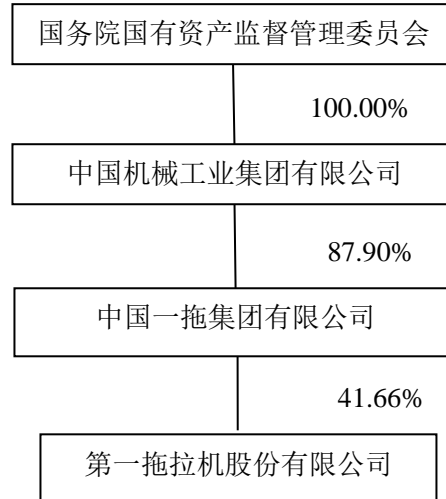
跟踪评级结论

跟踪期内，由于农机补贴下调、粮食收益下降等多种因素叠加导致市场需求下滑，该公司主业产品拖拉机销量及收入均有较大幅度下降。同时，由于原材料价格上升导致生产成本增加，主营业务呈亏损状态。当年公司收到政府补贴较上年大幅增加，构成公司盈利的重要来源。公司调整市场布局，海外销售有所增长。公司仍保持行业领先地位。公司主营业务盈利能力持续弱化，净利润大幅下降。由于销售政策放宽及原材料价格上涨，经营活动现金流呈净流出状态；应收账款增长迅速，经营效率有所降低；刚性债务集中于短期，即期偿付压力较大，但货币资金仍较为充裕，能对债务偿付构成一定支撑。

同时，我们仍将持续关注（1）拖拉机市场需求结构转型以及农机行业深度调整对一拖股份收入及利润的进一步影响；（2）农机补贴政策的变化；（3）该公司新建及拟建项目的进度及投产效果；（4）应收账款回收质量；（5）对外担保的违约风险把控等情况。

附录一：

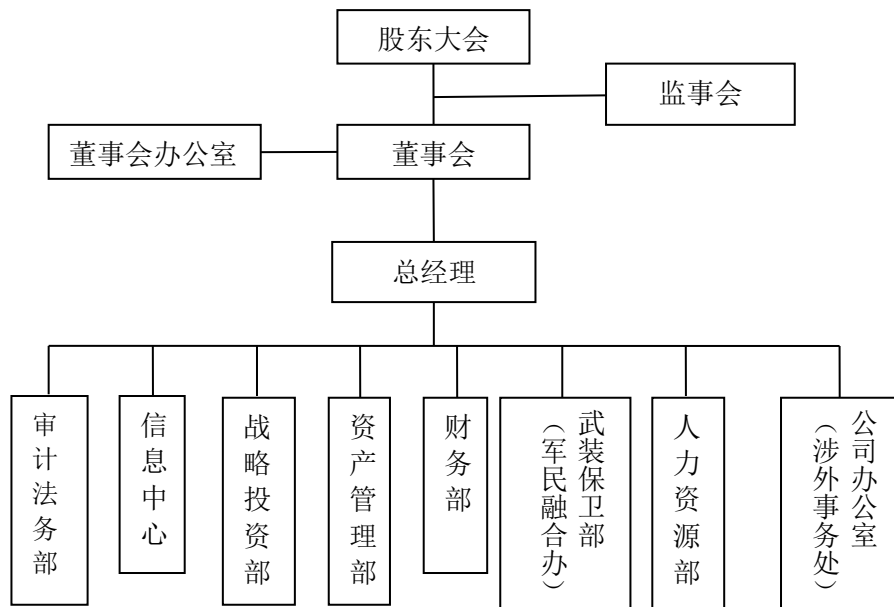
公司与实际控制人关系图



注：根据一拖股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据一拖股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流量(亿元)	
中国机械工业集团有限公司	国机集团	最终控股股东	—	工程成套业务、贸易等	401.39	889.53	—	—	—	资产负债表数据为 2017 年中报数据
第一拖拉机股份有限公司	母公司	本级	—	—	54.45	50.66	53.09	1.45	-3.63	
一拖(洛阳)柴油机有限公司	柴油机公司	核心子公司	67.94	动力机械制造	1.04	10.48	14.63	0.17	-0.06	
洛阳长兴农业机械有限公司	长兴公司	核心子公司	70.00	农机销售	1.50	-3.47	43.84	-0.77	-0.24	
中国一拖集团财务有限责任公司	一拖财务	核心子公司	94.60	金融	—	7.32	1.75	1.04	1.80	

注：根据一拖股份 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	132.72	132.11	141.03	139.54
货币资金 [亿元]	18.98	32.62	32.93	26.04
刚性债务[亿元]	51.81	48.26	54.27	48.95
所有者权益 [亿元]	53.99	55.04	54.39	54.65
营业收入[亿元]	96.55	88.71	73.58	23.59
净利润 [亿元]	1.39	2.26	0.38	0.30
EBITDA[亿元]	6.74	7.44	5.41	-2.03
经营性现金净流入量[亿元]	6.38	20.93	-5.56	-6.27
投资性现金净流入量[亿元]	-6.43	-6.80	-3.08	6.73
资产负债率[%]	59.32	58.34	61.43	60.84
权益资本与刚性债务比率[%]	104.20	114.05	100.22	111.64
流动比率[%]	105.35	127.07	108.64	108.75
现金比率[%]	37.75	55.53	43.08	35.53
利息保障倍数[倍]	2.76	3.35	1.39	—
担保比率[%]	0.23	0.34	3.25	—
营业周期[天]	96.55	88.17	114.33	—
毛利率[%]	18.09	18.40	16.39	14.59
营业利润率[%]	1.86	2.79	0.12	1.37
总资产报酬率[%]	2.71	3.01	1.46	—
净资产收益率[%]	2.59	4.14	0.69	—
净资产收益率*[%]	2.92	4.70	1.17	—
营业收入现金率[%]	109.24	108.77	98.03	67.09
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.18	34.54	-8.10	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.07	18.14	-10.56	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.36	6.26	3.77	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.15	0.11	—

注：表中数据依据一拖股份经审计的2015~2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《装备制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅