

信用等级公告

联合[2012] 398 号

联合资信评估有限公司通过对斗山工程机械（中国）有限公司及其拟发行的 2013 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

斗山工程机械（中国）有限公司
主体长期信用等级为
AA

斗山工程机械（中国）有限公司
2013 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

斗山工程机械（中国）有限公司

2013 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：6 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：补充营运资金，偿还银行借款

评级时间：2012 年 12 月 17 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	69.77	95.35	96.46	95.98
所有者权益(亿元)	28.40	34.81	33.70	33.26
长期债务(亿元)	0.00	1.00	1.00	1.00
全部债务(亿元)	19.10	28.07	39.71	52.02
营业收入(亿元)	88.78	144.96	114.67	47.47
利润总额(亿元)	6.95	12.99	8.11	-0.11
EBITDA(亿元)	8.32	15.04	11.67	---
经营性净现金流(亿元)	11.20	3.11	-10.58	-5.83
营业利润率(%)	14.48	13.78	16.14	18.84
净资产收益率(%)	18.76	28.52	16.93	---
资产负债率(%)	59.29	63.49	65.07	65.34
全部债务资本化比率(%)	40.21	44.64	54.10	61.00
流动比率(%)	133.04	134.42	123.23	122.00
全部债务/EBITDA(倍)	2.30	1.87	3.40	---
EBITDA 利息倍数(倍)	10.98	20.78	5.01	---
EBITDA/本期发债额(倍)	1.39	2.51	1.94	---

注：2012 年三季度财务数据未经审计

分析师

陈丹 胡岩

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对斗山工程机械（中国）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为工程机械生产企业，制造技术先进、产品性能优越、品牌知名度高、股东支持力度大等优势。同时，联合资信也关注到2011年以来国内固定资产投资增速放缓，工程机械行业处于景气度下行周期，公司经营压力加大、盈利能力下滑、债务负担加重以及或有负债风险较高等因素给公司信用状况带来的负面影响。

随着未来中国经济复苏、城市化进程推进、轨道交通投资等基建行业回稳，工程机械行业景气度有望恢复。公司显著的技术优势和行业地位有助于公司化解经营风险，APA协议有助于保证公司维持一定的盈利水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国际领先的挖掘机制造商，在品牌、制造、工艺、技术等方面具有显著优势。
2. 公司挖掘机业务在中国的市场占有率连续多年位居前三位，具有领先的行业地位。
3. 公司得到母公司斗山英维高株式会社的有力支持，APA协议有助于保证公司维持一定的盈利水平。
4. EBITDA、经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度高。

关注

1. 工程机械行业受国内外经济形势和国内固定资产投资影响较大，近年固定资产投资

- 增速下降，降低了对工程机械产品的需求。
2. 由于行业周期性下行，公司盈利能力出现大幅下滑。
 3. 公司债务负担趋重，短期债务占比过高，债务结构不合理。
 4. 公司按揭担保和融资租赁担保额度较大，按揭担保和融资租赁担保出现逾期现象，存在较高或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与斗山工程机械（中国）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与斗山工程机械（中国）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因斗山工程机械（中国）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由斗山工程机械（中国）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、斗山工程机械（中国）有限公司 2013 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

斗山工程机械(中国)有限公司(以下简称“公司”或“韩国斗山”)原为“大宇重工业烟台有限公司”,是由韩国大宇综合机械株式会社与大宇(中国)有限公司共同出资兴办的外商独资经营企业,1994年10月1日经山东省对外贸易委员会批准成立。公司注册资本2270万美元,其中韩国大宇综合机械株式会社出资1816万美元(占注册资本的80%),大宇(中国)有限公司出资454万美元(占注册资本的20%)。2004年8月17日大宇(中国)有限公司将其所持有的公司股权转让给大宇综合机械株式会社。2005年5月31日,经山东省对外贸易委员会以鲁外经贸外资字(2005)96号文件批准,公司名称变更为“斗山工程机械(中国)有限公司”,公司大股东“大宇综合机械株式会社”名称变更为“斗山英维高株式会社(Doosan Infocore Co., Ltd)”。截至2011年底,公司注册资本为6422.22万美元,其中,斗山英维高株式会社出资5137.78万美元,占注册资本的80%;韩国Odin2, LLC出资1284.44万美元,占注册资本的20%。

公司经营范围:生产液压式挖掘机和叉车、水泥泵车、发电机组、柴油发动机、起重机、空气压缩机、工程机械零部件、精密机床、加工中心,销售公司自产产品并提供售后服务;从事工程机械、发电机组、精密机床、加工中心、柴油发动机及其相关零部件的进出口、批发、佣金代理和售后服务(国家有特殊规定的商品除外)。

目前公司设有财务总括、管理总括、运营总括、销售市场总括等9个职能部门;拥有斗山工程机械(山东)有限公司和斗山工程机械(苏州)有限公司2个子公司。截至2012年9月底,公司拥有在册员工1714名。

截至2011年底,公司资产总额964613.17万元,所有者权益(含少数股东权益)336976.76万元。2011年公司实现营业收入1146696.93万

元,利润总额81131.36万元。

截至2012年9月底,公司资产总额959757.12万元,所有者权益(含少数股东权益)332616.67万元。2012年1~9月公司实现营业收入474675.75万元,利润总额-1122.08万元。

公司注册地址为山东烟台开发区五指山路28号,法人代表为康又珪。

二、本期中期票据概况

公司已注册中期票据额度12亿元,2013年第一期中期票据拟发行6亿元,其中20%(1.2亿元)用于补充公司营运资金,80%(4.8亿元)用于偿还银行短期借款。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值471564亿元,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值47712亿元,增长4.5%;第二产业增加值220592亿元,增长10.6%;第三产业增加值203260亿元,增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%,第二产业增加值比重为46.8%,第三产业增加值比重为43.1%。

2011年,中国全社会固定资产投资311022亿元,比上年增长23.6%,扣除价格因素,实际增长15.9%。其中,固定资产投资(不含农户)301933亿元,增长23.8%;农户投资9089亿元,增长15.3%。东部地区投资130319亿元,比上年增长20.1%;中部地区投资70783亿元,增长27.5%;西部地区投资71849亿元,增长28.7%;东北地区投资32687亿元,增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据, 2012 年 1-9 月 GDP 实现 353480 亿元, 同比增长 7.7%。2012 年 1-9 月份, 固定资产投资 (不含农户) 256933 亿元, 同比增长 20.5%, 比 1-8 月份提高 0.3 个百分点, 而其中中央项目投资同比增长 2.3%; 地方项目投资同比增长 21.8%。1-9 月, 全国房地产开发投资 51046 亿元, 同比增长 15.4%, 较 1-8 月回落 0.2 个百分点。总的来看, 投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面, 2011 年全年公共财政收入 103740 亿元, 比上年增长 20639 亿元, 增长 24.8%; 其中税收收入 89720 亿元, 增加 16510 亿元, 增长 22.6%。2011 年, 中国财政政策主要措施包括: 重启价格调节基金, 加大对农业的财政补贴力度, 抑制物价上涨幅度; 支持自主创新和战略性新兴产业发展, 有序启动 “十二五” 规划重大项目建设, 促进产业结构优化升级; 继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策, 分步实施个人所得税制度改革, 促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的 “两会” 上, 明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 根据形势变化适时适度预调微调, 以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元, 同比增长 19.8%; 用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。

货币政策方面, 2011 年, 央行货币政策较为频繁, 年度内 6 次上调存款准备金率, 3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》, 2011 年年末, 中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元, 同比增长 13.6%, 增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%, 增速比上年低 4.1 个百

分点, 比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元, 其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行, 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%, 比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~9 月, 央行 3 次下调存款准备金率, 并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率, 通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至 2012 年 9 月末, 广义货币供应量 (M2) 94.37 万亿元, 同比增 14.8%, 增速分别比上月末和上年同期上升 1.3 和 1.8 个百分点; 狭义货币供应量 (M1) 28.68 万亿元, 同比增长 7.30%, 增速分别比上月末提高 2.8 个百分点。从信贷规模来看, 9 月份人民币贷款余额 6232 亿元, 同比多增 364 亿元, 其中新增中长期贷款 2868 亿元, 较上月继续小幅反弹, 占总新增贷款的比重从上月的 17% 上升至 20%, 信贷结构 “短多长少” 的局面略有改善。

产业政策方面, 调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日, 国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》; 2011 年 9 月 7 日, 国务院发布《“十二五” 节能减排综合性工作方案》; 2011 年中央政府继续加强房地产调控, “国八条”、房产税试点改革先后落地, “限购”、“限价”、“限贷” 等政策全面升级, 房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五” 国家战略性新兴产业发展规划》, 提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台, 对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

公司主要产品为挖掘机和装载机, 属于工程机械行业。由于公司产品销售主要集中于国内, 中国工程机械行业的景气度对公司业务影

响很大。

1. 区域经济

2011年全年，烟台市全市实现生产总值（GDP）4906.83亿元，按可比价格计算，比上年增长12.1%。其中，第一产业增加值361.43亿元，增长3.0%；第二产业增加值2830.88亿元，增长12.1%；第三产业增加值1714.52亿元，增长14.2%。第一产业增加值占生产总值的比重为7.37%，比上年下降0.3个百分点；第二产业增加值比重为57.69%，下降1.2个百分点；第三产业增加值比重为34.94%，上升1.5个百分点。人均生产总值70339元，增长12.5%。2011年全市城市居民人均可支配收入26542元，增长9.4%。城市居民人均消费支出18395元，增长11.8%。2011年农民人均纯收入11716元，比上年增长13.4%。烟台市经济近年保持高速增长态势，据山东省统计局数据显示，2011年度烟台市生产总值为4906.83亿元，高于山东省省会城市济南的4406.29亿元。

表1 2011年度山东省各市经济指标排名情况

城市	生产总值（亿元）
青岛	6615.60
烟台	4906.83
济南	4406.29
潍坊	3541.85
淄博	3280.23
济宁	2896.70
临沂	2770.45
东营	2676.35
泰安	2304.30
威海	2110.95

资料来源：山东省统计局。

2011年全市规模以上工业企业（年主营业务收入2000万元及以上的工业法人企业）2894家，增长1.9%。全年全部工业实现增加值2543.44亿元，增长12.8%。其中，轻工业增加值同比增长10.3%；重工业增加值同比增长16.1%。

2011年，全市规模以上工业实现主营业务收入12086.13亿元，比上年增长22.2%；工业产品产销率98.99%；实现利润、利税分别为977.41亿元、1263.45亿元，分别增长25.2%和24.2%。全市食品、机械、黄金、电子四大支柱产业共1539家企业，全年实现主营业务收入7367.12亿元，增长21.3%。其中，食品工业1565.54亿元，增长17.1%；机械工业2521.36亿元，增长18.0%；黄金工业1204.05亿元，增长31.2%；电子工业2076.18亿元，增长23.5%。

2011年全市固定资产投资完成2883.80亿元，比上年增长22.4%。全年新开工项目2181个，增长11.8%，完成投资563.58亿元，增长20.6%。

2011年全市房地产开发投资完成568.97亿元，比上年增长48.5%。其中住宅投资增长46.6%，占全部房地产开发投资的77.0%；商业营业用房投资增长30.0%，占13.4%。全年商品房施工面积4154.61万平方米，增长41.8%，其中住宅施工面积3321.55万平方米，增长40.7%。

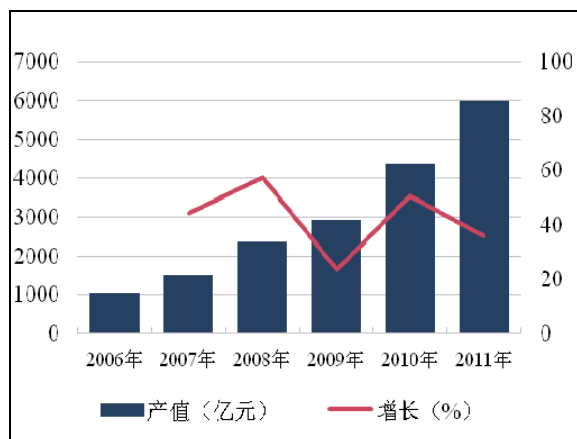
2. 行业现状

工程机械行业是机械行业的子行业，广泛应用于建筑、水利、电力、道路、矿山、港口和国防等工程领域。随着中国GDP、固定资产投资、基础设施建设投资的持续增长，中国工程机械行业实现了快速发展。2006~2011年，中国工程机械行业年均复合增长率为41.84%。2011年中国工程机械行业实现产值5970亿元，同比增长35.99%。

目前，中国工程机械行业已基本形成了一个完整的体系，能生产18大类、4500多种规格型号的产品，并已经具备自主创新、对产品进行升级换代的能力。但是中国工程机械企业在液压件、发动机、驱动桥、变速箱、传动设备等关键配件方面技术较为落后，制造系统集成和信息化水平也较低。加之国外对专利技术保护，限制对中国企业的技术输出，关键零部

件依赖进口成为中国工程制造企业发展的瓶颈。

图1 2006年以来中国工程机械产值



资料来源：Wind 资讯

旺盛的固定资产投资需求是国内工程机械发展的内在拉动力，但工程机械行业是一个短周期行业，3~4 年一个景气周期，短期景气的驱动力主要来自于宏观经济调控，特别是货币政策的宽松与收紧决定了工程机械行业的短期供求。2008 年，工程机械行业增速呈现前高后低的发展势态，前三季度行业保持高速增长，但第四季度受国际金融危机影响，产品销售增速出现明显下滑。2009 年为应对全球金融危机的不利影响，中国出台了一系列扩大内需、刺激经济增长的重大举措，4 万亿投资计划及装备制造业振兴规划的实施，宽松信贷政策相配合，重大工程项目相继开工，国内需求增加弥补了海外需求的不足，工程机械行业在 2009 年年中呈现回暖趋势。2010 年，受国家拉动内需政策的持续影响，全年工程机械销售额突破 4000 亿元，同比增长 50.86%。2011 年，国内外宏观经济环境明显趋紧，公路、铁路、房地产等行业投资减速，固定资产投资增长速度下滑，货币政策未有实质转向迹象。从 2011 年 4 月开始，包括挖掘机、装载机、推土机在内的主要工程机械产品的销量开始大幅下降，全年环比降幅分别达 38.79%、28.27%和 32.81%。2011 年中国工程机械行业实现产值 5970 亿元，同比增长 35.99%，较上年减少近 15 个百分点。

2012 年，固定资产投资增速进一步下滑，流动性紧张的局面依旧，下游新开工量持续低迷，市场需求增幅继续放缓。根据中国工程机械工业协会统计数据，2012 年前三季度，国内的装载机实现销售 13.8 万台，同比下降 28.1%。挖掘机实现销售 9.3 万台，同比下降 37.1%。

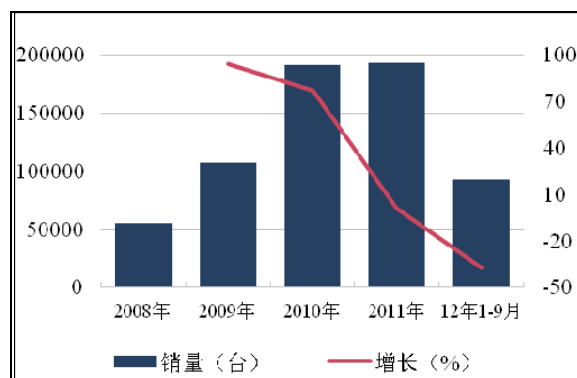
中国工程机械行业出口空间广阔。与欧美相比，中国在中低端产品方面具有性价比优势。出口额最大的主机产品是装载机、汽车起重机、叉车，出口地区以俄罗斯、中东、非洲为主。虽然工程机械主要产品 2011 年以来销量增速不佳，但出口依然保持增长。2011 年，中国工程机械产品出口 1503.07 亿元，同比上升 51.36%。2012 年上半年，中国工程机械产品累计出口 84.53 亿美元，同比增长 31.18%。

挖掘机

挖掘机，是用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场的土方机械。挖掘机在工程机械中占有重要地位，其主要下游产业包括土建工程、房产建筑、矿山开采及公用设施建设等。

挖掘机是工程建设中需求增长最快的品种，2008~2010 年，中国挖掘机销量年均复合增长 85.52%，但从 2011 年下半年开始，挖掘机市场整体销量增量急剧下滑，从 7 月到 11 月皆为负增长，2011 年全年仅比 2010 年增长 1.32%。2012 年，工程机械行业延续了 2011 年下半年的下行趋势，2012 年 1-9 月挖掘机合计销量为 9.3 万台，同比下降 37.1%。

图2 中国挖掘机历年销量



资料来源：Wind 资讯

从产品结构上来看，目前中国国内市场份额较大的挖掘机产品主要集中在小吨位（13吨及以下）领域，而市场容量更大的大吨位（30吨及以上）产品所占份额较小，且所需发动机、液压件主要依赖进口。2011年，大吨位、小吨位挖掘机同比分别增长21.7%、17.8%。大吨位挖掘机主要应用于煤炭、矿山领域，由于采掘业固定资产投资仍保持稳定增长，大吨位挖掘机行情相对较好；小吨位主要应用于城市小型市政建设及农村基础设施建设，需求稳定；而中型挖掘机（13-30吨）主要用于铁路、公路、港口等大型城市基础设施建设，需求疲弱，2011年销量同比下降3.6%。

挖掘机的价格较高，中国还未完成普及阶段。国际上挖掘机和装载机的保有量配比平均为2:1，而国内该比例大约为1:1.5。随着用户对工程质量和效率的要求不断提升，加之挖掘机对载重机具有一定的替代性，预计未来挖掘机仍有较大增长空间。

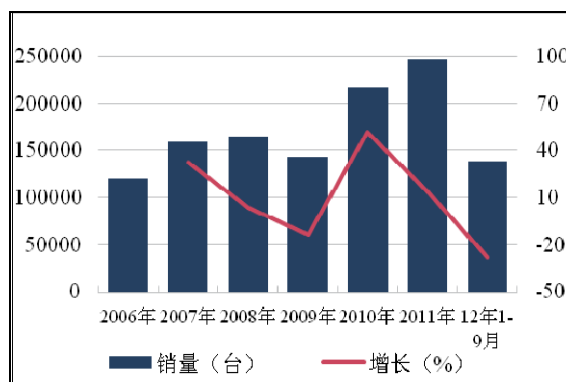
装载机

中国装载机初期发展起步于20世纪70年代，经过多年的发展，已形成独立的产品系列和行业门类。装载机应用范围广泛，下游包括采矿、铁路、公路、港口、水利、房地产等众多行业。2005年，中国装载机销量首次突破十万台大关，并在此后保持了一定的增长速度。目前中国是全球最大的装载机生产国，生产了全球60%的装载机。

2008年下半年国际金融危机爆发后，受采矿业、房地产业等行业需求放缓及国际市场疲软的影响，自当年8月份开始，装载机市场首次出现负增长，到2009年8月份才恢复增长。2008~2009年，中国装载机销量同比增速分别为3.77%和-13.33%。2010年，得益于中国经济的恢复式增长和各地区工程项目建设的迅速推进，装载机行业出现了产销两旺的情况，全年累计销售21.66万台，较2009年增长51.75%。2011年累计销售24.68万台，同比增长13.82%，是工程机械中少数取得正增长的机型，但在下

半年同样出现增长下滑。2012年延续了2011年下半年的疲态，前三季度载重机销售13.8万台，同比下降28.1%。

图3 中国装载机销量情况



资料来源：Wind 资讯

装载机行业进入壁垒比较低，市场参与者众多，市场分散，是工程机械行业中毛利率最低的产品。目前，中国装载机行业企业总数约130家，年销售量在500台以上的仅22家，5000台以上的9家。

3. 竞争格局

工程机械行业的生产特点是多品种、小批量，属于劳动密集和资本密集型行业。美国、瑞典、德国、中国、日本、韩国是工程机械的主要生产国，其中，美国和日本的企业综合实力最强，2010年美国卡特彼勒公司和日本的小松公司的销售收入分别是在中国排名第一的徐工机械同年销售收入的5倍和4倍。中国工程机械生产企业较国际知名企业还有相当的差距。

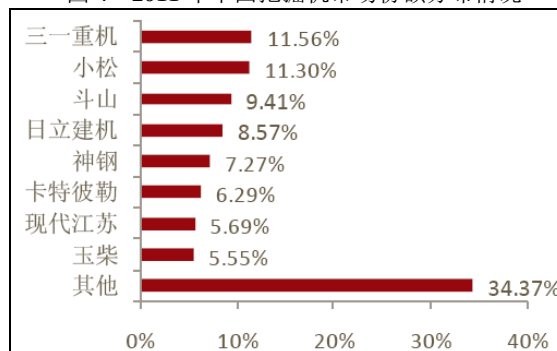
经过多年的发展，中国工程机械企业已经取得了显著的进步，部分工程机械产品已经逐步走向成熟并具备一定的国际竞争力。目前，中国工程机械产量仅次于美国、日本，位居全球第三位，国内市场总量占世界市场近1/6。根据《中国工程机械》发布的2011年全球工程机械50强，中国有10家企业入围，3家进入前3名，依次为徐工机械、中联重科和三一重工。截至2011年，中国已有工程机械生产企业及科

研单位 2000 多家，形成了国有、外资、民企三足鼎立的格局。以厦工、徐工、柳工为代表的国有企业，拥有行业经验丰富、产品群多元化和主导产品市场占有率高等优势；以美国卡特彼勒、日本小松、瑞典沃尔沃、韩国斗山、德国利勃海尔等为代表的外资企业凭借资金、技术、品牌等优势，在中国工程机械高端产品市场上占据主导地位；以龙工控股、三一重工为代表的民营企业，依靠产权清晰、机制灵活和特有的管理模式成为了行业的新生力量，市场竞争力快速增强。相反，一大批规模较小、技术薄弱的企业则面临被淘汰的危险。

由于工程机械行业的产品品种众多，核心技术壁垒较大，各公司产品分布均有所侧重，如混凝土机械的主导厂商为三一集团、中联重科、安徽星马；路面机械的主导厂商有徐工科技、三一重工、常林集团；装载机和挖掘机的主导厂商有日本小松、韩国斗山、柳工、厦工和临工；叉车的主导厂商为安徽合力和厦工股份；推土机的主导厂商有山推股份等。

挖掘机是工程机械最大的细分产品市场，行业成长空间大。目前国内挖掘机市场仍主要由国外品牌主导，韩国斗山、日本小松和日立三家外资企业占据约 30% 的市场份额。虽然国内企业在技术上与国外企业有一定差距，但凭借性价比优势，挖掘机中内资品牌占比不断提高。2011 年，在销售低迷情况下，国产品牌仍保持增长，三一重工、厦工、柳工、龙工等全年销量增速分别达到 70.6%、51.8%、32.9% 和 23.6%；而包括公司在内的外资品牌中，仅卡特彼勒同比增长 8.7%，韩国斗山、日本小松、日本日立、韩国现代销量分别同比下降 24.0%、16.1%、13.1% 和 6.2%。2011 年国产品牌市场份额达到 40.9%，同比上升 10.9 个百分点，三一重工全年市场份额达到 11.56%，跃居行业第一位。

图 4 2011 年中国挖掘机市场份额分布情况



资料来源：中国工程机械工业协会

从国内工程机械行业集中度看，国内工程机械行业生产厂家较多，但市场份额有向优势企业集中的趋势。据中国工程机械工业协会统计，中国工程机械制造商 20 强销售额约占行业总产值的 50% 以上，年销售额在 50 亿元以上的企业有 7 家，进入了百亿行列的制造商 5 家。工程机械行业“十二五”规划提出将鼓励行业重组并购，到“十二五”末，中国工程机械百强企业的销售规模要达到全行业的 85% 以上。未来，随着行业内较大规模企业产品结构的扩充及国外企业的投入加大，行业集中度有望提高。

4. 行业关注

钢材价格波动

钢材和关键零部件是工程机械产品的主要原材料，根据国家统计局的信息显示，钢材成本占工程机械企业总成本的 22.5%，如果算上以钢材为原材料的主要配套件，占总成本的比例将达到 70%~80%。因此，工程机械行业对钢材价格变动敏感度高。

图 5 2009~2012 年 9 月底钢材价格指数



资料来源：wind 资讯

2009年以来,随着中国经济的逐步复苏,钢材价格综合指数呈波动上升态势。2010年7月以来,中国钢材价格指数呈现倒V字走势。在成本及需求带动下,钢材价格指数从2010年7月的110.61点上升至2011年3月初的134.17点;同年3月~9月,钢材价格指数一直维持在130点以上;受欧债危机、需求下降影响,10月份以后中国钢材价格指数迅速下降,从最高峰的136.09点下降至12月底的120.45点,下滑了11.50%。进入2012年以来,钢材价格指数继续震荡下滑,截至9月底指数仅为102.45点。短期来看,钢价的低迷有利于企业降低成本;中长期来看,钢材价格的波动将直接影响工程机械企业的利润空间和盈利水平。

关键零部件依赖进口

工程机械的核心配件主要包括:液压件、传动系统、发动机、液压油缸等。其中液压件和发动机是工程机械成本构成中最大的两项,不同机种该两项占成本比重为30%-50%。中国的发动机功率等级大量集中于中小型,缺乏适合工程机械用的大功率发动机,对进口的依赖较为严重;挖掘机配套的液压油缸90%以上需要依靠进口;大型设备配套的传动系统国内基本空白,也需要通过进口填补。

目前中国工程机械基础零部件生产企业以中小企业为主,研发力量薄弱,大部分产品技术含量低,精度不够,密封性能不足,铸造技术水平不够,部分特殊钢材产品尚无法生产,零部件配套生产难以满足整机制造的质量要求。高端发动机、液压元件、电控系统等关键配套件目前主要依靠进口,在全球零部件供应紧张时,国内企业必须面对接受提价或增加存货等不利局面,加大了企业的库存压力和资金压力。

5. 行业政策

国家对工程机械行业的指导思想是:进行结构性调整,集中力量打造具有自主知识产权的名牌产品,发展市场急需的大型施工装备,

同时开发小型工程机械,提高产品质量,使中国工程机械行业由数量型向质量效益型发展转变;继续巩固和提高中国优势产品的市场地位,培育企业的国际化竞争能力。

2006年出台的《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》明确提出要逐渐取消整机和成套设备的进口免税政策;财政部发布的《国内投资项目不予免税的进口商品目录(2006年修订)》于2007年3月1日起执行,进口装备免税门槛大幅提高,减少了进口产品的免税范围,相关国外产品价格有20%左右的增长,其市场竞争力被削弱,为国内工程机械企业进行自主创新提供了一个相对公平的竞争环境。

2009年,财政部、发改委、工业和信息化部、海关总署、国家税务总局、国家能源局等六部委联合发布《关于调整重大技术装备进口税收政策的通知》。从2009年7月1日起,对国内企业为生产国家支持发展的重大技术装备和产品而确有必要进口的关键零部件及原材料,免征进口关税和进口环节增值税。同时,取消相应整机和成套设备的进口免税政策。对国产装备尚不能完全满足需求,仍需要进口的,作为过渡措施,经严格审核,以逐步降低优惠幅度、缩小免税范围的方式,在一定期限内继续给予进口优惠政策。

2009年1月国家机电产品进出口办公室出台了《关于旧式挖掘机进口申请材料转报工作的通知》,对旧挖掘机的进口将按照《重点旧机电产品进口管理办法》由国家机电办进行统一管理,同时要求拟申请进口的旧挖掘机应符合《进口二手挖掘机验收规范》等标准。提高二手挖掘机进口均价降低了其在中国市场的占有率,在源头上控制了二手挖掘机流入国内市场,为国内挖掘机制造企业提供了更为广阔的新机市场空间。

2009年5月,《装备制造业调整振兴规划》细则正式出台,其中工程机械配套用基础零部件已成为规划中的重点,并首次提出“主机与配套件同步发展”,一改过去“配套件由主机拉动

发展”的模式，确立了基础配套件在工程机械产业中的地位。如此，制约行业发展的关键配套件将得到政策优惠和资金扶持，长期依赖国外配套的历史将有所改变。

2010年10月11日，工业和信息化部印发《机械基础零部件产业振兴实施方案》，该方案主要是针对目前中国机械基础零部件滞后主机发展的现状制定的，目的是促进机械基础零部件产业结构布局，革新工艺装备技术。

2011年7月31日，工业和信息化部正式发布了由中国工程机械工业协会组织编写的《中国工程机械行业“十二五”规划》。该规划提出行业将在“十二五”末实现年营业收入突破9000亿元、出口实现260亿美元的目标，将在科技发展、质量与效益、节能降耗和减排等方面实现突破。并提出进一步优化产业结构、培育大型集团化企业、实现核心配套件的技术突破等发展重点和主要任务。

整体上看，上述政策的实施有利于整个行业的健康和可持续发展，促进具有产品、技术优势和经营特色的工程机械企业发展壮大。

6. 行业发展

中国工程机械工业协会预测，2013年随着中国经济的回升，中国工程机械行业的销售收入同比将增长13%左右，出口增长20%左右，预计到2015年，中国工程机械行业销售规模将达到9000亿元，对应的行业年平均增长率大约为17%。

工程机械需求驱动因素为全社会固定资产投资。社会固定资产投资主要组成部分有房地产投资与公路铁路等基础设施建设，“十二五”期间，基础设施建设仍将保持稳定增长。中西部地区投资占到全国城镇投资比重的一半以上，未来十年中西部将是国家未来投资的重点方向，这将保障国内工程机械的需求。

总体看，国内房地产市场调控政策的持续、宏观经济下行及钢材价格的波动，对整个行业的景气度产生了较大负面影响。未来，国内的

基础设施建设仍将保持一定增速，中国工程机械行业有望逐步走出低谷。

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至2011年底，公司注册资本为6422.22万美元，其中，斗山英维高株式会社出资5137.78万美元，占注册资本的80%；韩国Odin2, LLC出资1284.44万美元，占注册资本的20%。

2. 企业规模

公司主要生产挖掘机、装载机和叉车，同时经营发动机销售业务。公司厂房总面积25万平方米，挖掘机年生产能力为30000台，是中国工程机械制造业的主要企业之一。

公司获得了ISO9002:1994质量管理体系认证(英国SIRA)、挖掘机欧洲噪音认证(德国TUV)、国家特种设备制造许可证并通过特设许可证换证复审、ISO9001:2008质量管理体系认证(德国DQS)。自2000年开始，公司连续8年在中国挖掘机市场占有率排名第一。

3. 人员素质

公司总经理康又珪，1955年生，韩国国籍，韩国汉阳大学机械工程专业。历任国立建设研究所建设机械研究员，大宇重工业株式会社建设机械研究开发室课长、部长；大宇重工业株式会社质量管理部长、部品开发、购买部长；2003年担任大宇重工业烟台有限公司（后更名为斗山工程机械（中国）有限公司）生产总括部长；2007年8月担任斗山工程机械（山东）有限公司总经理。2012年7月至今担任斗山工程机械（中国）有限公司董事长、总经理同时兼任斗山工程机械（山东）有限公司总经理。

截至2012年9月底，公司员工总数为1714人，其中，公司研发人员为88人，占5.13%；管理人员为365人，占21.30%；销售人员137人，占7.99%；生产人员926人，占54.03%，售后人员198人，占11.55%。

综合来看，公司员工结构基本适应公司发展的需求。

4. 技术水平

公司生产工艺处于国际先进水平，设备技术含量较高。其中，公司焊接线采用机器人自动焊接工艺；组装线采用自动流水线设计，节拍在15min；涂装工艺采用自动喷砂及涂料无苯设计；试运转工序采用传感器检测和自动化输入。

公司生产的机种类型绝大部分采用的是韩国母公司的技术，产品经中国进行本土化改良后组装生产。近几年，公司着力增强自身的技术研发能力以开发更为适合中国的产品，目前公司依托韩国母公司的技术实力，已经具有从1T到70T挖掘机的全部产品线开发能力。

截至2011年底，公司拥有研发团队85名，具体为技术研发人员64名，翻译人员4名，实验操作人员17人，全部为本科以上学历，17%具有研究生学历，已具备多种挖掘机全产品线的开发能力；公司已在国家知识产权局注册专利49项，正在核准中11项，已提交申请3项（上述专利均为公司的自有专利，不存在与控股股东共享的专利），范围涵盖了工程机械的压力开关缓冲器、空调安装支架、动臂锁定装置设计等多个领域。随着公司新的研发试验大楼的建成使用，公司的研发能力将进一步增强。

5. 安全环保

公司重视员工健康和安全系统的管理，通过了 OHSAS18001 职业安全健康管理体系认证，并在日常生产经营中严格按照该体系运营。

公司生产过程中会将灰尘、THC和刺激性气味等污染物排放到大气中。为了防止生产发动机铸件过程中生成的灰尘排放到大气中，公司安装并运行市场上最优秀的污染控制系统，将所有工厂的污染物排放量限制在法律标准值的50%以下。

公司的废水采用二级污水处理厂处理方

式，通过物理化学、生物化学、MBR生物膜分解等工艺步骤，降低废水中污染物浓度，污染物排放的浓度远低于国家法规要求。

公司通过了ISO14001环境管理体系认证和清洁生产审核验收，并获得了“山东省环境友好企业”称号，污水处理厂获得了“2009年度山东省环境保护示范工程”称号。

6. 股东支持

公司的母公司斗山英维高株式会社（以下简称“斗山英维高”）为公司提供了充分、有效技术支持。

斗山英维高依靠技术院和各研发部门的800多名专业研究人员，致力于混合动力系统、电子控制、虚拟设计、液压系统、摩擦/磨损技术等领域的核心课题研究。截至目前，斗山英维高已完成1.5~70吨挖掘机全产品共用标准机-ZTS、RTS的设计，推出DH、Solar1/2/3系列，完成配备Tier-3发动机的DX系列设计；开发出16~50吨装载机全产品的轮式设计，推出超级1/3/5系列，完成配备Tier3发动机的DL系列设计。

公司使用母公司斗山英维高的生产技术和产品品牌。公司对母公司不支付商标费，但缴纳技术使用费。技术使用费按该部分机型境内销售收入扣除其进口部品金额后的1.5%向母公司支付。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《中华人民共和国外资企业法》、《中华人民共和国外资企业法实施细则》和《公司法》的规定，公司建立了完善的公司治理结构。股东会是公司的最高权力机构；董事会成员3人，由斗山英维高株式会社指派，对公司的发展目标和重大经营活动做出决策；公司设监事1名，由斗山英维高株式会社委派，对公司的财务、董事和经营行为发挥监督作用；总经理由董事会聘任，是公司的经营者和董事会决策

的执行者。

总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构基本完善，但公司经营和重大决策受母公司斗山英维高株式会社影响较大。

2. 管理水平

公司根据产业布局、经营特点、资产结构等情况，制定了健全有效的内部控制体系，组织机构设置和职能分工符合内部控制的要求。

品质管理体系

公司建立了完善产品品质管理体系，实施品质控制和检验。QP 和 PPAP 体系是公司构筑的新产品开发品质管理体系，进行早期品质预防管理。公司构建了品质分析信息共享系统，实施数据分析，共享信息，对重要部品产品配件实施跟踪管理。

资金管理制度

按照集中管理的原则，公司制定了《资金管理制度》和《现金管理制度》，制定资金供求计划，安排资金运用和周转，管理公司的资金收入和支出，制定并报告资金实绩表。公司遵循“钱账分管”原则，实行预算、定额、限额控制，严格支出的授权审批控制，加强资金的稽核与审计控制。

战略规划管理制度

公司根据自身发展情况，制定并酌情修改战略规划，指导公司的经营管理行为。董事会是公司战略管理的权力机构，主要负责确定战略规划、确定并优化战略规划的制度及管理办法、任命临时战略管理委员会成员、决议临时战略委员提交的涉及战略规划的相关提案；临时战略委员会成员由董事会根据战略规划临时任命，一般由总经理、财务总监及业务相关部门的部长担任，总经理领导临时战略委员，临时战略委员会对董事会负责。

子公司的管理

公司根据相关规章制度的规定，对各所属公司的资产、人员和财务进行管理，包括财务上的定期审核、运营管理、生产计划制定、目

标完成情况的考核、人员的委派和培训、高级职员的评定等多项管理制度。

财务管理制度

公司利用 ERP 系统作为公司信息系统和财务系统，并依托该系统执行统一的财务管理。依托此信息系统，公司建立了专门的营业信息平台，能够做到即时对相关经验和财务信息、数据进行收集和汇总，及时形成财务和分析报告，供经营者、战略企划部进行业绩考核。对于下属公司，总部对各财务人员进行培训、指导、管理、审核，并定期要求提供汇报。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务为工程机械制造与销售。其中，公司工程机械产品为挖掘机、叉车和装载机(2012 年公司不再有叉车业务)。2009~2011 年，公司营业收入年均增长 13.65%，其中 2010 年营业收入增长较快，主要得益于国内经济企稳、基础设施投入加大，从而对工程机械产品需求增加；2011 年，受国内外经济波动影响，公司营业收入增速下降，全年实现营业收入和利润总额分别为 1146696.93 万元和 81131.36 万元，同比分别下降 20.90%和 37.55%。2012 年 1-9 月，公司主要产品的产销量进一步下滑，中型挖掘机销量同比下降超过 50%，大型挖掘机和小型挖掘机的销量同比下降幅度小于中型挖掘机，分别为 22%和 30%，营业收入为 474676 万元，同比下降 38.7%。此外，公司 2011 年刚投产的主要生产小型挖掘机的斗山工程机械（苏州）有限公司，目前产销量仍处于较低水平，2011 年及 2012 年 1-9 月皆处于亏损状态。在当前中型挖掘机整体销量降幅较大的情况下，公司挖掘机的产品结构也对公司营业收入造成一定不利影响。

从毛利率上看，公司综合毛利率主要由挖掘机毛利率决定。由于公司采用成本中心法对所有成本进行分摊，公司挖掘机产品毛利率相

较于行业平均水平偏低。由于国内装载机制造厂商起步早，生产技术门槛较低，产能扩张快，竞争激烈，公司装载机毛利率一直很低，2011年和2012年1-9月公司装载机的毛利率为负，原因是公司在2011年开始对装载机在品质改良方面投入的费用较高，导致装载机对应的营业成本较高。公司部品业务的毛利率较高，主要是由于客户在使用公司整机产品中对部品有所依赖，公司议价能力较强。2011年随着业务规模的缩减，公司采取了一系列降低成本的举

措，使得整体毛利率水平稳中有升，一定程度上缓解了主营业务收入下降对利润的冲击；2012年1-9月，公司毛利率较2011年略有上升，其中2012年9月份控股股东斗山英维高株式会社为达到APA协议中的协定的EBIT利润率水平，调降对公司供应核心零部件的成本，因此对毛利率提高帮助较大，预计2012年四季度控股股东还将继续调降对公司供应原材料的成本。

表2 公司各主要业务收入构成（单位：万元，%）

项 目	2009 年			2010 年			2011 年			2012 年 1-9 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
挖掘机	784834.64	88.41	12.97	1215769.51	83.87	11.60	923959.97	80.58	12.43	401202	84.52	17.27
叉车	20014.00	2.25	7.18	24798.01	1.71	9.82	24702.15	2.15	11.99	-	-	-
装载机	22665.61	2.55	-2.21	79082.63	5.46	2.69	76024.16	6.63	-0.96	29824	6.28	-1.27
部品	46308.15	5.22	26.39	71539.55	4.94	22.28	71057.01	6.20	31.76	33240	7.00	32.33
其他	13928.65	1.57		58406.29	4.03	65.67	50953.64	4.44	89.40	10410	2.19	98.68
总计	887751.06	100.00	14.50	1449595.98	100.00	13.78	1146696.93	100.00	16.14	474676	100.00	18.94

资料来源：公司提供

注1：“其他”收入指不归结到挖掘机、装载机等具体项目中的具体收入，主要是维修费用、分期利息、票据罚息、逾期利息等收入；收取供货商的供货滞纳金、供货商支付的索赔费用、加工中心销售收入（加工中心销售收入指，因公司的部品加工业务逐渐转移为由供货商提供，公司原用来部品加工的机床等资产，销售给公司的供货商形成的收入）、废钢废木销售收入。

注2：公司销售的部品主要是挖掘机、装载机、叉车的配件，包括发动机、马达、主泵等，这些部品主要由外协企业生产后销售给公司，公司本身不进行部品的生产或加工。

2. 原材料采购

公司挖掘机、装载机、叉车等生产主要为整机总装，原材料采购金额占总成本的90%左右。公司主要原材料包括钢板，焊接结构件、液压性能件和发动机，国内采购部品和进口部

品的占比各为50%左右。其中，焊接结构件、液压性能件和发动机等高端关键标准件主要从母公司斗山英维高采购；钢板为国内采购，动臂、铲斗、油箱、摇臂、钢管以及胶管等，由外协公司加工。

表3 公司原材料采购情况

	原材料	钢板	焊接结构件	液压性能件	发动机
2009 年	采购均价（元/吨）	4253.27			65211.38
	采购量（吨）	77824			12791.00
	采购金额（万元）	32870.94	41357.08	99374.29	81096.48
2010 年	采购均价（元/吨）	5188.53			64379.52
	采购量（吨）	121334			21408.00
	采购金额（万元）	62954.45	145854.29	155188.389	137823.69
2011 年	采购均价（元/吨）	5747.42			66122.89
	采购量（吨）	61915			16461.00
	采购金额（万元）	35585.18	114936.64	113838.54	108844.90
2012 年 1-9 月	采购均价（元/吨）	5207.99			78222.88

	采购量（吨）	12503.16			4225.00
	采购金额（万元）	6511.63	48153.74	49290.18	33049.17

资料来源：公司提供

采购零部件时，购买部会与品质管理部共同选择符合供货要求的国内供应商，根据部件质量或价格等因素进行筛选，最后决定该原材料的供应商。

工程机械类产品生产钢材用量较大，国内钢材价格的变动对公司的原材料成本影响较大。2009~2011年，公司钢材采购价格年均复合增长16.25%。2011年，公司钢材平均采购价格为5747.42元/吨，比上年上涨10.77%。

为应对原材料价格波动风险，减少原材料采购的运输成本和在途成本，公司在烟台及临近地区培养和开发外协件供应商及钢材供应商。从表4可见，公司钢材供应商及非钢材原材料前五大供应商绝大部分皆在烟台市或周边省市。由于公司实行即时生产方式（JIT），此种供应商布局可借地利之便，让供应商做到快速反应，满足公司优化和精益生产流程的需要，减少库存成本。同时，由于地域相近，公司可获得原材料方面的及时信息，加强与供应商的沟通合作，建立长期的战略合作关系，保证原材料的供应。

发动机、液压性能件等关键零部件的采购方面，为了保证质量，公司均采购自母公司斗山英维高株式会社。2011年公司从母公司采购466479万元，占总采购比例的46.75%。由于母公司在发动机、主泵、控制阀等关键零部件领域的技术水平、研发实力和制造水平皆处于世界领先，因此关键零部件采购自母公司既可以让公司分享母公司的技术优势，又保证了关键部件的质量稳定和供应稳定。

关联采购方面，公司主要向母公司斗山英维高、斗山机床（烟台）有限公司和斗山（中国）投资有限公司采购。公司从斗山（中国）投资有限公司采购的主要是服务，支付相关的服务咨询管理费用；从斗山机床（烟台）有限公司采购的为机床的配件；从斗山英维高采购

的主要是发动机、马达、主泵等关键部品。

境外关联采购定价模式上，控股股东斗山英维高株式会社和公司严格按照中国税务总局和韩国税务厅于2011年11月签订的APA转让定价协议¹中协定的EBIT利润率²执行，此APA协议有效期至2015年12月，在有效期过后由协议涉及各方重新协商确定协议条款并签署新的协议。采用此种模式，在国家税务总局的管理和监督下，公司与控股股东的关联交易能够较好地保证合理价格，并且避免税务争议。APA协议中明确了公司的实际EBIT利润率可在APA协议协定的EBIT利润率基础上允许小幅浮动的范围。2011年，受到工程机械行业需求大幅下滑的影响，公司EBIT利润率未达到APA协议的协定EBIT利润率，控股股东于2011年12月通过冲销公司对控股股东应付账款的模式，下调公司向其采购原材料的采购成本，调减金额19935.42万元（约合3164万美元），以使公司在2011年度达到APA协议协定的EBIT利润率；2012年上半年公司EBIT利润率显著低于APA协议的协定EBIT利润率，斗山英维高株式会社于2012年9月下调公司向其采购原材料的采购成本，调减金额33500.00万元（约合5283万美元）；2012年四季度，预计控股股东仍将下调一次采购成本，以保证公司2012年全年的EBIT利润率在APA协议协定的EBIT利润率的允许小幅浮动的区间范围之内。上述两次成本调减的会计处理为借记“应付账款”，贷记“营业成本-主营业务成本”。总体而言，在国内工程机械行业市场环境相对不利的情况下，公司EBIT利润率未达到APA协议协定的

¹ APA协议也称为预约定价协议或预约定价安排，是指纳税企业事先将其和境外关联企业之间的内部交易与收支往来所涉及的转让定价方法，向税务机关申请报告，经纳税企业、关联企业、税务机关充分的磋商，预先确定受控交易所适用的标准（如方法、可比的合适调整、对未来事件的关键性假设等）共同签署的一项协议，是国际通行的一种转让定价调整方法。

² EBIT利润率=（净利润+企业所得税+财务费用）/营业收入，

又称息税前利润率。

EBIT 利润率，通过调减从控股股东采购原材料的价格，平滑了公司的利润率，提升了公司的盈利能力，有助于公司增强对不利市场环境的抗风险能力。

结算方式方面，对于公司向韩国本部采购的原材料，一律采用到岸价，美元计价，结算方式主要为T/T方式。同时，由于进口零部件结

算货币为美元，为缓解人民币对美元升值所带来的成本上升压力，公司积极根据汇率变化，调整采购时间来降低风险。对于国内采购部分，结算方式为货到入库挂账后60天支付货款，其中20%为现金支付，80%为商业承兑汇票支付；钢材采购采用30天预付方式。公司的付款周期为每月月中集中支付。

表4 2011年公司前五大原材料供应商情况（单位：万元、%）

前 5 名 供应商	钢板			其他		
	供应商名称	金额	占比	供应商名称	金额	占比
1	烟台中金钢铁有限公司	11771.61	1.18	斗山英维高株式会社	466479.00	46.75
2	泰安市永和钢铁有限公司	11197.47	1.12	青岛现代机械有限公司	42081.40	4.22
3	秦皇岛首钢渤通物流有限公司	10149.17	1.02	多保精密工业（烟台）有限公司	36385.96	3.65
4	烟台图特经贸有限公司	6043.83	0.61	烟台科泰克机械有限公司	27887.29	2.80
5	烟台首钢东星宏达经贸有限公司	1919.19	0.19	东洋机电（中国）有限公司	27568.98	2.76
合计		41081.27	4.12		600402.63	60.18

资料来源：公司提供

表5 公司向母公司采购情况

	原材料	发动机	控制阀	主泵
2009 年度	采购数量（个）	12791	13415	12945
	采购金额（千美元）	118767	40848	33948
2010 年度	采购数量（个）	21408	22561	22407
	采购金额（千美元）	208108	83719	63088
2011 年度	采购数量（个）	16461	18014	17732
	采购金额（千美元）	172745	66179	51849
2012 年 1~9 月	采购数量（个）	4225	4098	4249
	采购金额（千美元）	52459	23247	19933

资料来源：公司提供

3. 生产经营

公司目前产品以挖掘机为主，装载机为辅，2011年，应母公司斗山英维高战略规划，公司的叉车业务成立了独立的斗山叉车（烟台）有限公司，公司叉车业务的相关资产经评估后形成了对斗山叉车（烟台）有限公司的债权。从2012年开始，公司产品线中不再包括叉车。

公司现下属3个生产基地，其中烟台本部侧重于中型至超大型挖掘机的生产，同时也是公司的研发中心和销售中心；子公司斗山工程机械(苏州)有限公司主营小型挖掘机，于2007年4月正式成立，占地24万平方米，年生产能力为1

万台。鉴于公司目前小型机种的消费地主要集中在苏州、杭州地区，公司已将原位于烟台主厂区的小型机种生产线转移至该厂区，以便更好的覆盖目标客户群体。目前，公司挖掘机的产能已经建设完毕，未来不再有产能扩张计划。针对过去只生产挖掘机、业务过于集中的情况，2008年公司开始涉足生产轮式装载机业务。子公司斗山工程机械（山东）有限公司负责装载机的生产和销售，2008年11月工厂竣工并正式投入批量生产，一期项目投资额为3.6亿元，占地165亩，装载机设计年生产能力为8000台。二期项目建成后，投资总额将达到6.9亿元，总占

地面积300亩，预计年产能将达到25000台。

公司的生产方式是根据库存生产，即根据库存情况，结合代理商订货意向，组织多规格批量生产。公司产品的生产模式为，将外购零

部件进行组装，然后进行光、机、电、液系统集成，并进行调试、试验、检测，最终生产出成品。

表6 公司主要产品产能产量情况（单位：台）

	项目	挖掘机	装载机	叉车
2009 年	产能	18000	3000	3000
	产量	14824	1104	2586
	销量	14606	907	2104
	产能利用率	82.36%	36.80%	86.20%
	产销率	98.53%	82.16%	81.36%
2010 年	产能	25000	6000	3000
	产量	23529	3180	2971
	销量	22116	3151	2573
	产能利用率	94.12%	53.00%	99.03%
	产销率	93.99%	99.09%	86.60%
2011 年	产能	30000	6000	5000
	产量	16216	3068	3426
	销量	16197	3184	2373
	产能利用率	54.05%	51.13%	68.52%
	产销率	99.88%	103.78%	69.26%
2012 年 1-9 月	产能	34500	6000	-
	产量	6616	1195	-
	销量	6886	1304	-
	产能利用率	25.57%	26.56%	-
	产销率	104.08%	109.12%	-

资料来源：公司提供

表7 公司挖掘机产品类别及定位

	品牌	品牌定位	目标客户群	平均价格（万元）
迷你挖掘机（8吨以下）	DH55G	中端客户	建筑、农业、租赁	32
	DH60-7	中端客户	建筑、农业、租赁	34
	DX60	中端客户	建筑、农业、租赁	35
	DH80G	中端客户	建筑、农业、租赁	44
中大型挖掘机（15~50吨）	DH150LC-7	中端客户	建筑、农业、租赁	61
	DH215-9	中端客户	建筑、矿山、甲方	80
	DH215-9E	中端客户	建筑、租赁	79
	DH220LC-9E	中端客户	建筑、租赁	82
	DH225LC-9	中、高端客户	建筑、矿山、甲方	87
	DX260LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	100
	DH300LC-7	中端客户	小型矿山、大型建筑	113

	DX300LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	120
	DX345LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	139
	DH370LC-9	中端客户	大型矿山	149
	DX380LC	中、高端客户	大型矿山	158
	DH420LC-7	中端客户	大型矿山	169
	DH500LC-7	中端客户	大型矿山	203
	DX60W	中端客户	城市市政建设	53
轮式挖掘机（6~21吨）	DH150W-7	中端客户	城市市政建设	82
	DH210W-7	中端客户	城市市政建设	102

资料来源：公司提供

公司挖掘机生产技术位于世界前列，产品性能优越，品牌知名度高。目前，公司主要产品是在韩国本部研发设计的技术相对先进机型上进行改造升级。在新机型的引进上，公司产品技术部首先在本部提供的机种图纸上进行工艺改善，并根据国内市场实际情况进行本地化改进。待改进版图纸完成后，生产技术部根据图纸生产相关试验产品，在通过多轮试验、修改后形成成品，一般引进机型改造需要3~6个月时间。

公司挖掘机产品定位为中高端产品，分为DH和DX两个系列21个机种（见表8），具备从小吨位到大吨位的全产品线的生产能力。近年，公司推出的更为适合中国本土的DX240、DX245机型，和新型矿山挖掘机产品DX345LC和DX380LC机型，具备出众的工作性能，其中DX345LC液压挖掘机配备原装进口发动机（斗山DE12TIA-C2），动力强劲，挖掘力强，作业效率显著提高。

受益于行业的快速发展影响，公司2010年主要产品的产销量较2009年大幅增长，其中，2010年挖掘机的产量和销量分别较2009年上升58.72%和51.42%，装载机的产量和销量分别较2009年上升188.04%和247.41%。2011年，伴随着宏观经济刺激政策的退出、房地产行业的调控和经济增速的回落，公司的主要产品的产销量也大幅下降，其中，挖掘机的产量和销量分别较2010年下降31.08%和26.76%。

总体看，在需求低迷和国内厂商抢占市场份额的双重压力下，公司挖掘机面临较大的竞争压力。

4. 产品销售

公司产品销售以国内为主，2009~2011年，公司内销销售收入占比均在97%以上，主要销售市场为山东、湖北、江苏、安徽、河南、四川等。产品出口占比较小，2011年出口占比仅为2.49%。公司产品主要出口至韩国斗山英维高株式会社（80%）和斗山英维高欧洲（20%）。

公司主要的市场营销活动由销售市场总括负责，销售市场总括根据市场情况制定销售策略，并由代理商根据各地区不同情况进行调整执行。公司通过电视、杂志、广告牌、技术交流会等多种方式推广产品，广告内容和形式由销售市场总括统一制定。而对于广告牌方式推广，由于各地不同情况，其位置一般先由代理商选定，再由公司考察后确定。费用方面，所有户外、室内、电视及广播的广告费用均由公司承担，而开展技术交流会所产生的相应费用则由代理商先行垫付，公司经确认后支付一半费用给代理商。

公司国内销售全部是代销，不直接对最终客户销售。公司建立了一套系统的经销商管理制度，对经销商的准入与淘汰、市场开拓与维护有严格规定。代理商取得公司授权后在约定区域内进行销售，公司建立专门的售后服务部门进行售后服务工作。

公司国内代理商的设置主要以省为单位，兼顾重点城市，除台湾外，国内各省都有代理商分布。目前公司共有代理商37个，下设销售处390个。为了加强对代理商的控制，深化和完善销售网络，未来公司拟设立大区总代理商，按华北、华东、华南等地域进行区域划分，提

高销售网络的运行质量。

表 8 公司产品销售情况

销售渠道	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1~9 月	
	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)
出口本部	14843.90	1.67	31033.48	2.16	20956.80	1.82	2627.21	0.53
出口非本部	4615.45	0.52	3836.51	0.27	7773.81	0.67	1544.70	0.31
国内关联方销售	3.07	0.00	28.27	0.00	277.32	0.02	38757.08	7.76
国内非关联方销售	867323.92	97.81	1398753.89	97.57	1124101.32	97.48	456262.08	91.40

资料来源：公司提供

对于国内销售，公司每年确定统一的基准销售价格，上报母公司批准后执行。每一季度，公司对其代理商会进行评估打分，根据其不同的级别给予基准价格上不同的折扣比例。销售过程一般为，首先客户会先与代理商协商产品价格、交货期等相关事项，再由代理商与公司联系，如有符合客户要求的产品，代理商会与客户确定其订单，并向公司订货，产品经公司确认后发货。通常代理商也会根据其自身情况和对未来市场的判断，向公司购买一定产品作为存货。

对于向韩国本部的关联销售，一般母公司会向其全球生产商发出订单，而公司则会根据自身情况有权决定是否接受订单。此外，公司销售给母公司的原材料是根据原材料的采购成本加上相应的制造及人工经费，再附加关联的附带费用和利润进行定价，采用 T/T 结算方式。

公司产品的结算模式有银行按揭贷款、分期付款、全款、融资租赁等四种方式。其中：

(1) 分期付款是经销商向公司下达产品订单并签署产品买卖合同，经销商在设备交付前向公司支付 30% 的首付款，剩余货款在约定期限内分期进行支付。2010~2012 年 1-9 月，剩余货款一般分别在 6 个月、12 个月和 18 个月付清。此后，经销商根据与客户签署的产品买卖合同向客户交付设备，客户在设备交付前向经销商支付不低于一定比例的首付款，剩余货款在约定期限内分期进行支付。2010~2012 年 1-9 月，分期付款客户一般首付比例分别 40%、30%

和 30%，剩余货款一般分别在 12 个月、18 个月和 18 个月付清。

(2) 按揭付款的运作模式为客户先向经销商支付合同金额一定比例的货款作为首付款，并由客户向银行申请按揭贷款，银行贷款审批完成后，银行将款项一次性划至经销商账户，经销商安排设备交付。2010~2012 年 1-9 月末，按揭付款客户一般首付均为 20%，按揭期限一般均在 3 年内，客户按照与银行签订《还款计划书》的约定按月还款。当客户在贷款期限内连续 3 个月未能按时、足额归还银行贷款本息或贷款到期仍未能足额归还本息时，由经销商为客户还款提供第一担保，公司为客户还款提供第二回购担保，担保范围为客户未结清贷款本息和相应的逾期罚息之和。截至 2012 年 9 月底，该协议项下贷款余额 496139.08 万元，存在逾期本金 8535.90 万元，尚未达到合同回购条件。

(3) 融资租赁的运作模式为由斗山(中国)融资租赁有限公司与经销商合作，经销商审核客户还款能力并提供连带责任保证，再由斗山(中国)融资租赁有限公司(下称“斗山融资租赁”)根据客户要求向经销商购买设备并租赁给客户使用，分 12/18/24/36 个月向客户收取租金，融资租赁期限结束后，产品所有权转移给客户。2012 年 9 月底，采取 12/18/24/36 个月期限结算的金额占比分别为 0.60%、0.50%、11.80% 和 87.10%。当客户在租赁期限内连续 3 个月未能按时、足额归还租赁贷款本息，由经

销商为客户还款提供第一担保，公司为客户还款提供第二回购担保，担保范围为客户未结清全部债务本息和相应的逾期罚息之和。截至2012年9月底，该协议项下贷款余额617298.43万元，存在逾期本金48683.30万元，尚未达到合同回购条件。

2011年，银行信贷对工程机械按揭贷款收紧，公司下游客户流动性普遍紧张，为此公司放宽了信用标准，对代理商提供了宽松的付款时间和付款条件。2011年，全款销售则降至2.00%；2012年1-9月，为控制坏账风险，公司分期付款销售占比下降至5.72%，通过融资租赁购买产品的客户比重上升至50.99%。

表9 公司销售结算方式占比情况

销售方式	2009年	2010年	2011年	2012年1-9月
全款销售	11.50%	11.27%	2.00%	3.99%
分期付款	10.17%	5.01%	14.00%	5.72%
银行按揭	63.33%	63.52%	40.50%	39.30%
融资租赁	15.00%	20.20%	43.50%	50.99%

资料来源：公司提供

5. 经营效率

表10 公司未来三年投资规划（单位：百万元）

项 目	2012年	2013年	2014年
- R&D center	1	60	-
- 新机种 Jig 费用	9	5	5
- TMS 系统开发 (H/W, S/W)	6	1	1
- 综合品质管理系统开发 (H/W, S/W)	4	3	3
- 职工技能学校增设及设备购买	-	17	12
- 品质改善设备投资	11	6	6
- Dealer collaboration system 构筑 (H/W, S/W)	10	1	1
- PS/AM Center 构筑	53	109	3
- Call Center 构筑	19	14	12
- DICC 增设及生产性提高	14	25	60
- 中大型工厂建设	-	-	100
- 量产增设/生产性提高	-	18	13
- 品质及维修投资	8	20	22
- R&D 投资	3	4	6
- 环境安全	3	17	10
- 其他	1	-	-
投资合计	142	300	254

资料来源：公司提供

2009~2011年，公司经营状况有一定的波动。2011年，受国内外经济形势动荡影响，行业增速放缓，公司营业收入下降。从经营效率看，公司2009~2011年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数呈持续下降趋势，2011年分别为3.61次、3.05次和1.20次，显示公司经营效率下降，经营压力较大。

6. 未来发展

2012~2014年，公司预计投资金额分别为1.42亿元、3.00亿元和2.54亿元，主要包括售后中心的建设、生产项目增设、载重机产能增加，以及环境保护等。公司拟建的研发中心和售后服务中心建设，预计2013年3~4月开工。此外，公司计划在苏州建立采购中心，便于更加便利的材料采购，打造产销一体的体系。目前，公司主要新增工程的建设、公司并购、土地购买等主要投资已经结束，2011年在建工程金额为3806.80万元，投资压力不大，未来融资目的主要是改善债务结构、补充运营资金。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2009~2011 年度财务报告经山东北海会计师事务所审计，对三年报表均出具了标准无保留审计意见。公司 2012 年三季度财务报告未经审计。

2011年底，公司纳入合并报表子公司有2家，分别为斗山工程机械（山东）有限公司（持股65%）和斗山工程机械（苏州）有限公司（持股75%）。2010年5月，公司从关联方斗山控股国际有限公司购买了斗山机械制造（江苏）有限公司100%股权；2011年8月，公司又将该子公司100%股权转让给斗山国际贸易（江苏）有限公司。2011年合并报表将斗山机械制造（江苏）有限公司作为子公司的时间纳入合并报表范围。

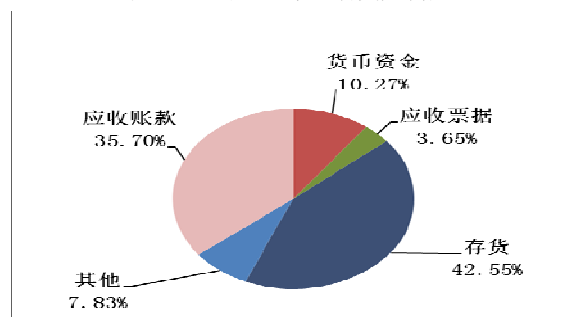
2. 资产质量

2009~2011 年，公司资产规模稳步增长，年均增长率为 17.59%。截至 2011 年底，公司资产总额 964613.17 万元，其中流动资产合计占 78.90%，非流动资产合计占 21.10%，公司资产以流动资产为主。截至 2012 年 9 月底，公司总资产较上年底略有下降，流动资产占比 78.44%，非流动资产占比 21.56%，资产结构保持稳定。

流动资产

截至 2011 年底，公司流动资产合计 761103.38 万元，以货币资金、应收账款和存货为主。

图6 公司2011年流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司货币资金近三年来波动幅度较大，截至 2011 年底，公司货币资金余额为 78188.48 万元，占当年流动资产的 10.27%，公司货币资金中银行存款占 99.90%。2011 年底公司货币资金较上年底下降 38.56%，主要是由于 2011 年公司销售收入放缓，并且采取分期付款客户的比重较上年有所上升所致。

2009~2011 年，公司应收账款规模年均增长 10.27%，基本同步于营业收入的增长。截至 2011 年底，公司应收账款账面余额为 271687.04 万元，同比下降 17.42%，主要原因是受外围环境的不利变动影响，公司销售额有所下降，对应的应收账款也出现一定幅度的回落。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收账款占比 92.06%，1~2 年的占比 9.79%，2~3 年占比 0.16%，3 年以上的占比 1.19%。公司账龄总体合理，但受宏观经济形势影响，下游客户资金紧张，应收账款回收风险加大。从集中度看，截至 2011 年底，公司应收账款排名前五的客户皆为地区销售代理商，占应收账款总额的比例为 28.39%，整体来看应收账款较为分散，结构较为合理。截至 2011 年底，公司已累计提取 8672.33 万元坏账准备，计提比例为 3.19%。截至 2012 年 9 月底，应收账款 223178.30 万元，较 2011 年底下降 17.85%，主要原因为公司销售额持续下降，对应的应收账款也继续回落。账龄方面，截至 2012 年 9 月底，公司 1 年以内的应收账款占比降幅较大，由上年底的 92.06% 下降至 77.60%，主要原因是在相对困难的市场环境下，经销商还款能力下降，逾期付款增加所致；2 年以上的应收账款主要构成为对各经销商的应收账款，具体为分期付款的余额以及逾期收款，对于逾期收款主要采取收取罚息的措施进行惩罚。截至 2012 年 9 月底，公司坏账准备上升至 7.04%，主要是因公司应收账款的账龄增加，坏账风险加大，对应期限账款的计提比例增加。

表 11 2012 年 9 月底应收账款账龄情况

单位名称	金额(万元)	占比(%)
一年以内	173185.40	77.60%
一至二年	5118.29	22.93%
二至三年	12238.45	5.48%
三年以上	2293.29	1.03%
账面余额合计	238900.03	107.04%
坏账准备	15721.73	7.04%
应收账款净值	223178.30	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司应收票据 27777.75 万元，较上年大幅增长 286.19%，主要是 2011 年货币政策偏紧，下游客户资金较为紧张，向公司支付的银行承兑汇票大量增加。截至 2012 年 9 月底，公司应收票据 56242.33 万元，较 2011 年底上升 102.47%，升幅较大，主要是公司在每年的 11-12 月份集中对应收票据进行贴现，因此，年底的应收票据金额处于相对较低水平。

公司存货规模持续扩大，2009~2011 年，公司存货年均增长 31.33%。截至 2011 年底，存货账面余额 323887.26 万元，主要为原材料（占 35.30%）、产成品（占 43.28%）和库存商品（占 12.06%）。存货结构中原材料和产成品所占比重大，主要原因一方面是公司调整生产计划安排所致，另一方面是产成品销售受到市场需求环境影响。在行业需求低迷的情况下，产成品有积压和跌价的风险，公司存货已计提 2.84% 的存货跌价准备。

2009~2011 年，公司其他流动资产年均复合增长 1329.63%，截至 2011 年底，公司其他流动资产为 42653.90 万元。公司其他流动资产的增幅较高，主要是因公司资金池贷款额度增加导致（2011 年底占比 98.51%）。为加强流动资金管理，公司与斗山集团下属关联公司斗山机床（烟台）有限公司、斗山机械（山东）有限公司、斗山机械（苏州）有限公司、斗山（中国）融资租赁有限公司开展资金池业务。各关联公司将资金分别汇入渣打银行和汇丰银行账户，并在各关联公司贷款限额范围内进行借款。渣打银行、汇丰银行对贷款人的授信期限为一年，利息收入按各公司在资金池内放入的资金

额比例分配，主要是关联方之间进行资金池贷款的利率为 7.30%/年。截至 2012 年 9 月底，其他流动资产为 78316.32 万元，较年底增长 83.37%，主要是主要是资金池贷款额度增加所致。截至 2012 年 9 月底，公司的资金池贷款均为贷出，未进行贷入，具体构成见表 13。

表 12 公司 2012 年 9 月底的资金池贷款贷出情况

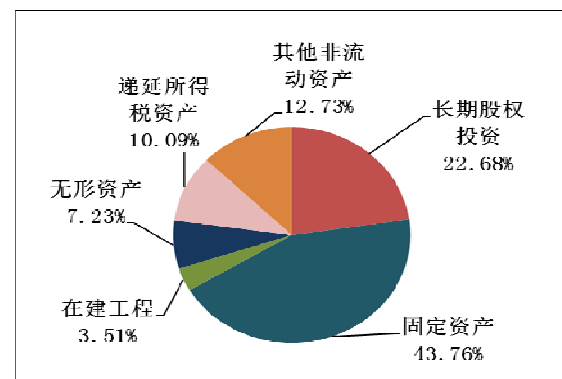
贷款人	金额
斗山（中国）融资租赁有限公司	73053.79
斗山机床（烟台）有限公司	4615.29
合计	77669.08

资料来源：公司提供

非流动资产

2009~2011 年，公司非流动资产年均增长 17.52%，主要是公司长期股权投资和固定资产大幅增加所致。截至 2011 年底，非流动资产合计 203509.79 万元。

图 7 2011 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司长期股权投资近三年年均增长率达 305.23%，截至 2011 年底，长期股权投资合计 46149.42 万元，全部为公司对斗山融资租赁的投资，持股比例为 39%。斗山融资租赁主要从事融资租赁业务和经营性租赁业务，2011 年度实现营业收入 39778 万元，净利润 7840 万元。

公司固定资产增长幅度较大，近三年年均增长 49.19%。截至 2011 年底，公司固定资产原值 129921.61 万元，其中房屋及建筑物占比 53.58%，机器设备占比 32.64%。截至 2011 年底，公司固定资产累计计提折旧 40871.74 万元，固定资产净值为 89049.88 万元，固定资产成新

率 68.54%。

截至 2011 年底，公司无形资产为 14723.03 万元，较上年大幅下降 280.32%，主要是公司 2011 年 8 月出售了子公司斗山机械制造(江苏)有限公司，土地使用权减少所致。公司无形资产的主要构成为土地使用权（2011 年占比 82.83%）。

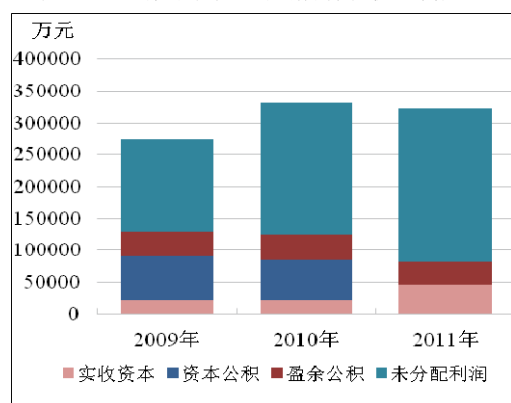
截至 2011 年底，公司其他非流动资产 2.59 亿元，主要是按揭保证金（占比 99.61%）。

总体看，公司资产以流动资产为主，资产结构相对稳定，资产流动性一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

图 8 公司归属母公司的所有者权益构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011 年，公司所有者权益年均增长 8.93%，截至 2011 年底，公司所有者权益合计 336976.76 万元，其中归属于母公司的所有者权益占 95.59%。截至 2011 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占由上年的 21278.85 万元增加至 46052.43 万元，新增注册资本来自 2011 年 12 月 8 日公司两大股东资本公积和未分配利润转增股本，具体为：斗山英维高以其在公司税后利润折 875.04 万美元、资本公积折 2244.96 万美元出资，共计 3120 万美元；韩国 Odin2, LLC 以其在公司税后利润折 218.76 万美元、资本公积折 561.24 万美元出资，共计 780 万美元。截至 2011 年底，公司资本公积减少至 0 元，原因为：一方面公司两大股东资本公积

转增股本；另一方面为公司出售子公司斗山机械制造(江苏)有限公司 100%股权后，资本公积减少 5.03 亿元。公司未分配利润占比高，截至 2011 年底，未分配利润为 240016.83 万元，占归属母公司权益的比重为 74.52%。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益 332616.67 万元，其中归属于母公司的权益 317635.37 万元，分别较 2011 年底下降 0.98% 和 1.09%，未分配利润占母公司权益的比为 77.34%。

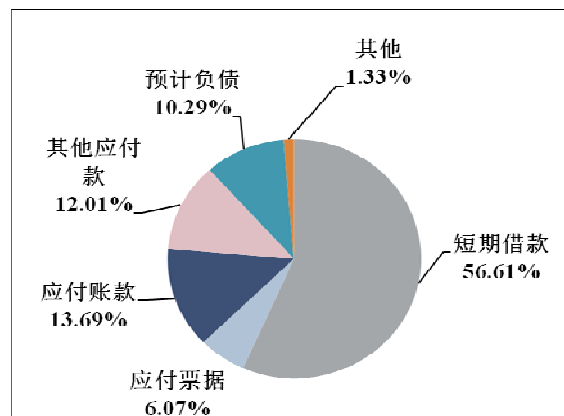
公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较差。为此，公司控股股东斗山英维高为本次中期票据出具支持函，承诺本次中期票据发行后，在其尚未偿还之前，斗山英维高同意以资金注入或其他必要手段尽力协助维持公司的净资产至少达到人民币 30 亿元。同时，在每年考虑是否对上一年度利润进行分配时，斗山英维高维持公司债务负担水平处于合理区间。

负债

2009~2011 年公司负债水平逐年攀升，资产负债率分别为 59.29%、63.49%和 65.07%。截至 2011 年底，公司负债合计 627636.41 万元，负债以流动负债为主，流动负债占比 98.41%。

截至 2011 年底，公司流动负债合计 617636.41 万元，主要以短期借款、应付账款、应付票据和预计负债为主。

图 9 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

公司短期借款增长较快，近三年年均增长 75.94%。截至 2011 年底，公司短期借款为 349612.34 万元，同比增长 102.30%，全部为信用借款；2012 年 9 月底，公司短期借款较 2011 年底增长 38.96%。2011 年以来，公司短期借款增速较快的原因为应收账款回收周期拉长，公司为补充营运资金而增加了银行贷款。

2009~2011 年，公司应付账款年均下降 17.17%，截至 2011 年底，应付账款为 84539.34 万元，同比下降 57.23%，主要原因是为应对较为困难的市场局面，公司适当减少了原材料和部件的采购，应付账款规模明显减少。截至 2012 年 9 月底，公司应付账款较 2011 年底下降 69.99%，主要因公司继续减少原材料和部件的采购金额，同时，控股股东斗山英维高根据 APA 协议通过冲销应付账款的方式调降了公司原材料的采购成本。

2009~2011 年，公司应付票据年均下降 30.70%，截至 2011 年底，公司应付票据为 37496.40 万元，全部为商业承兑汇票。截至 2012 年 9 月底，公司应付票据进一步下降至 24403.26 万元，原因为受到产品销量下滑影响，公司在 2011 年四季度开始降低了原材料采购金额，由于原材料采购一般采用应付票据和现金支付结合的方式，应付票据金额呈下降趋势。

2009~2011 年，公司其他应付款年均增长 136.52%，截至 2011 年底，公司其他应付款为 74207.20 万元，较上年增长 91.42%，主要为公司自斗山金融株式会社购买斗山（中国）融资租赁有限公司的股权，需要支付 5794.48 万美元（合 36593.28 万元人民币），因于年底尚未支付，纳入其他应付款科目所致。2012 年 9 月底，其他应付款大幅回落，为 14556.04 万元，较 2011 年下降 80.38%，主要为公司购买斗山（中国）融资租赁有限公司股权所需支付的购股权款项支付完毕所致。

截至 2011 年底，公司预计负债为 63543.71 万元，其中预提质保费、金融保证负债和预提销售折让与折扣所占比重相对较大，分别为

81.91%、10.85%和 4.45%。金融保证负债主要构成为：（1）按揭付款和融资租赁模式下，公司为客户还款提供第二回购担保，并按照担保余额——客户未结清债务本金金额的 0.5%预提预计负债；（2）公司对斗山机床（烟台）有限公司申请的部分银行贷款授信提供信用担保，按照提供授信担保金额的 0.5%预提预计负债。

公司非流动负债全部为长期借款。截至 2011 年底，公司长期借款为 10000.00 万元，全部为韩亚银行 2010 年 2 月 24 日提供的为期 3 年的信用贷款。

2009~2011 年，由于营运压力加大，公司加大了对外融资力度，债务规模不断扩大。截至 2011 年底，公司有息债务规模为 39.71 亿元，短期债务为 38.71 亿元。从债务指标看，2009~2011 年，公司债务负担有所加重，资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率逐年攀升。截至 2011 年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 65.07%、54.10%和 2.88%。

截至 2012 年 9 月底，公司负债总额为 62.71 亿元，其中流动负债占比 98.41%，非流动负债占比 1.59%。截至 2012 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率继续上升，分别为 65.34%、61.00%、2.92%。

总体看，公司债务负担趋重，流动负债占比高，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

工程机械行业属于典型的周期性行业，受国内外宏观经济的景气度影响大。2009~2011 年，公司营业收入波动较大，波动的方向和幅度与货币政策的扩张与收缩、固定资产投资的加速与减缓一致。2011 年公司实现营业收入 1146696.93 万元，利润总额 81131.36 万元，同比分别下降 20.90%、37.55%。2012 年前三季度，工程机械行业需求持续萎缩，公司营业收入 474675.75 万元，仅为 2011 年全年营业收入的

41.40%。

期间费用方面，2009~2011 年，公司期间费用占营业收入的比重有所波动，近三年分别为 8.15%、4.80%和 8.36%。2011 年，公司销售费用为 63984.86 万元，同比增长 43.84%，增幅较大，原因一方面是公司在行业低迷的情况下加大了营销力度；另一方面是预提质保费的增加所致。公司财务费用变动较大，2010 年财务费用为负，原因是为缓解人民币对美元升值所带来的成本上升压力和产品价格下跌风险，公司根据汇率变动情况，调整与母公司往来应收应付的付款时间，汇兑收益大幅增加；2011 年财务费用大幅增加系公司短期借款增加幅度较大所致。2012 年 1-9 月，公司销售费用较 2011 年同期下降 41.85%，主要是考虑到较为困难的市场环境，提高了销售费用的控制力度。

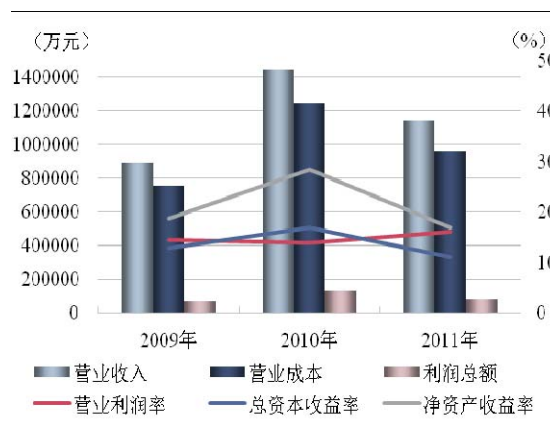
2009~2011 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率波动明显。2011 年，公司营业利润率为 16.14%，同比上升 2.36 个百分点，主要是公司消化了 2010 年采购的大量库存低价钢材所致。总资本收益率和净资产收益率分别为 10.94%、16.93%，较上年分别下降 6.00 个百分点和 11.59 个百分点，主要原因是 2011 年公司营业收入下降，为了增加销售额，公司一方面加大了营销力度，使得销售费用大幅增加；另一方面，公司放宽了信用标准，从而增加了流动资金需求，使得短期借款进而财务费用大幅增加。

2012 年 1-9 月，外部环境较 2011 年继续恶化，公司营业收入 474675.75 万元，较 2011 年同期下降 52.88%。2012 年 1-9 月，公司营业成本 384750.07 万元，较 2011 年同期下降 54.75%，与营业收入表现出同样的趋势；公司的逾期应收账款有所增加，计提的坏账准备同步上升，存货跌价准备和应收账款坏账准备的大幅上升致使公司的资产减值损失较 2011 年同期大幅上升 79.24%；利润总额较 2011 年进一步下降并表现为亏损。

总体看，在下游工程项目资金链趋紧、

行业需求向下调整的背景下，公司营业收入持续下降，期间费用攀升，盈利能力有较大幅度下滑幅度。

图 10 公司盈利能力



资料来源：公司审计报告

5. 现金流

经营活动方面，2009~2011 年，伴随着公司产能的扩充和销售规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动上升，年增长率为 18.51%。2011 年销售商品、提供劳务收到的现金为 1231984.61 万元，同比下降 28.05%。公司经营活动产生的现金流入量的变化更多地是受公司产品销量波动的影响。2011 年下半年挖掘机整个行业市场需求下降，导致公司经营活动现金流入量同比有所下降。2011 年，公司经营活动现金流量净额表现为净流出，经营活动现金流净额为-105840.25 万元。

从收入实现质量来看，2009~2011 年，公司现金收入比指标略有波动，分别为 98.81%、118.12%和 107.44%。由于 2011 年下游客户以银行承兑汇票进行结算的金额上升，应收账款增幅较大，致使公司现金获取能力有小幅下降，此外，公司销售结算方式的结构性变化也对经营活动现金获取能力产生影响，2011 年全款付款支付的比重下降，分期付款支付的比重上升，导致公司 2011 年的经营活动现金获取能力有所下降。2012 年 1-9 月，公司的分期付款支付的比重下降，全款付款和融资租赁支付的比重上升，有力地提升了公司的现金获取能力。

从投资活动来看, 2009~2011 年, 公司投资活动现金流入变化较大, 年均增长 71.71%。2011 年, 公司投资活动现金流入 9277.81 元, 主要为处置子公司斗山机械制造(江苏)有限公司 100%股权所收到的 5122.55 万元现金。为建设苏州工厂, 公司投资活动现金流出量呈上升趋势, 2011 年为 66307.72 万元。2011 年, 公司经营活动产生的现金流净额不能覆盖投资支出, 投资活动产生的现金流量净额为-57029.91 万元, 存在对外融资需求。2012 年 1-9 月, 公司投资活动现金流入增长较大, 主要是公司资金池贷款金额增加, 在资金池贷款收回时, 取得投资收益所收到的现金增加所致; 投资活动现金流出亦较大, 主要因公司支付购买斗山融资租赁股权的 36593.28 万元款项, 同时公司向对外贷出资金池贷款导致投资活动现金流出, 以及公司下属子公司斗山工程机械(山东)有限公司主厂房二期接建工程及研发中心建设项目支付的厂房建设和购买设备的现金较多。

从筹资活动来看, 2009~2011 年, 公司筹资活动现金流入为借款所收到的现金, 现金流出主要为偿还债务所支付的现金, 2011 年开始公司加大了筹资力度。2009~2011 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-74519.56 万元、84785.53 万元和 118544.52 万元。2012 年 1-9 月, 公司筹资力度继续加大, 筹资活动产生的现金流入为 328603.26 万元, 筹资活动产生的现金流量净额为 98652.92 万元。

总体看, 公司经营活动现金获取能力较为稳定, 但经营性现金流量无法覆盖投资活动的资金需求, 对外部融资的依赖持续增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2009~2011 年, 公司流动比率和速动比率均呈下降趋势, 截至 2011 年底, 流动比率和速动比率分别为 123.23%和 70.79%。公司流动比率和速动比率下降主要是公司业务受经济周期和外部环境影响, 货币资金和应收账款等流动资产小幅下降,

而短期借款上升较快并导致流动负债小幅增加。2012 年 9 月底, 公司流动比率和速动比率相较 2011 年底基本保持稳定。整体来看, 公司近年来的短期偿债能力有所变弱。

从长期偿债能力指标看, 2009~2011 年, 公司 EBITDA 波动增长, 近三年 EBITDA 分别为 83177.93 万元、150371.48 万元和 116697.39 万元。2009~2011 年公司 EBITDA 利息倍数波动下降, 分别为 10.98 倍、20.78 倍和 5.01 倍; 全部债务/EBITDA 倍数波动上升, 分别为 2.30 倍、1.87 倍和 3.40 倍。总体看, 公司长期偿债能力较强。

公司与中国工商银行、中国建设银行和中国银行等各大商业银行建立了良好的合作关系, 截至2012年9月底, 公司获得各商业银行综合授信额度112.97亿元, 已使用38.23亿元, 尚未使用额度为74.74亿元, 公司间接融资能力畅通。

或有负债方面, 截至2012年9月底, 公司为斗山机床(烟台)有限公司提供授信担保美元 500 万元、人民币 6.25 亿元, 其中斗山机床(烟台)有限公司实际发生贷款额为美元 500 万元、人民币 11860 万元。截至 2012 年 9 月底, 斗山机床(烟台)有限公司的资产总计 63690 万元, 所有者权益 23198 万元。2012 年 1-9 月, 实现营业收入 57629 万元, 净利润-923 万元。公司已为对外担保预提 0.5% 的预计负债。

按揭贷款方面, 截至 2012 年 9 月底, 按揭贷款余额 496139.08 万元, 其中存在逾期本金 8535.90 万元。清偿顺序方面, 根据公司与银行签署的《金融服务合作协议》及相关从属协议, 当出现客户在贷款期限内连续 3 个月未能按期还本付息的情况, 则经销商应在客户 3 个月未的还款期日承担担保责任, 将客户应向银行支付的本息划入银行指定的帐户; 如经销商未能在当日还款, 则公司启动第二担保责任, 在客户 3 个月未的还款期日将客户应向银行支付的现金划入银行指定的帐户。截至目前为止, 公司未发生启动合同回购事件。

融资租赁方面,截至 2012 年 9 月底,融资租赁贷款余额 617298.43 万元,存在逾期本金 48683.30 万元。根据公司、经销商分别与斗山(中国)融资租赁有限公司签署的《合作协议》及相关从属协议,当出现客户在贷款期限内连续 3 个月未能按期还本付息的情况,则经销商应在客户 3 个月末的还款期日承担担保责任,将客户应向斗山融资租赁支付的本息划入其指定的帐户;如经销商未能在当日还款,则公司启动第二担保责任,在客户 3 个月末的还款期日将客户应向斗山融资租赁支付的本息划入其指定的帐户。截至目前未发生启动合同回购事件。

截至目前,未发生启动合同回购事件的主要原因在于:挖掘机的使用寿命在 8-10 年左右,使用 1-2 年后的二手挖掘机价格为新机价格的 60%-70%。由于按揭贷款和融资租赁的期限不超过 3 年,且客户使用按揭贷款或融资租赁方式购买时,首付比例分别为 30%、20%,因此使用 1-2 年后的挖掘机回购的价格仅为新机的 30%-50%,回购价格低于二手机价格,客户会尽量还款来保留挖掘机。

为了防范按揭贷款和融资租赁回购风险,公司目前每周向经销商通知其需要启动担保向银行支付客户违约的本息的情况,并督促经销商按期向银行支付客户违约的本息;每周向经销商通知其需要启动担保向斗山融资租赁支付客户违约的本息的情况,并督促经销商按期向斗山融资租赁支付客户违约的本息。公司对经销商违约不履行担保责任的处置方式具有较强的约束力,包括对经销商进行发货限制,限定其销售方式,并对其销售资金的回收进行监管,同时对代理商月度奖金评价进行减分考核并保留奖金。此外,公司派驻工作组进行实地核实客户逾期情况并协调经销商强化催欠力度。

总体看,公司为客户提供的按揭担保和融资租赁担保规模较大,逾期金额持续增加,存在较高的回购风险。不过考虑到回购的机器具有一定的再出售价值、公司加大了逾期贷款的

催收力度并为担保余额预提了 0.5% 的预计负债,目前回购风险处于可承受范围。

7. 过往债务履约情况

根据《中国人民银行企业基本信用信息报告》(编号 B-2012100051262278),截至 2012 年 12 月 14 日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录;近三年无到期的债务融资工具。总体看,公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对工程机械行业运行状况、区域市场环境、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断,公司整体抗风险能力较强。

九、本期公司中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据的发行对目前负债的影响

截至 2012 年 9 月底,公司全部债务为 52.02 亿元。公司本期中期票据发行额度为 6 亿元,占 2012 年 9 月底全部债务的 11.94%,对公司现有债务一定影响。

截至 2012 年 9 月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.34%、61.00%,以公司 2012 年 9 月底财务报表数据为基础,本期中期票据发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升为 71.60%和 63.56%,债务负担将进一步加重。考虑到本期中期票据中部分资金将用于偿还银行借款,发行后公司实际债务负担可能低于模拟值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2009~2011 年,公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的 14.81 倍、28.46 倍和 20.88 倍,公司经营活动现金流入对本期中期票据覆盖程度高;公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度的 1.87 倍、0.52 倍和 -1.76 倍,经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度一般。2009~2011 年,公司 EBITDA/

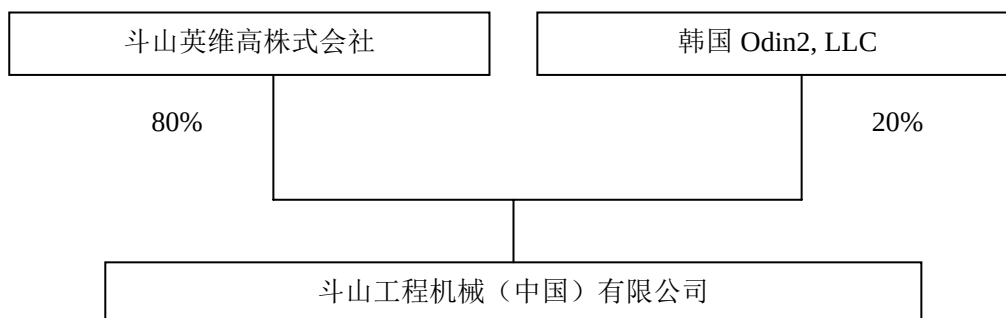
本期发债额度分别为 1.39 倍、2.51 倍和 1.94 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

十、结论

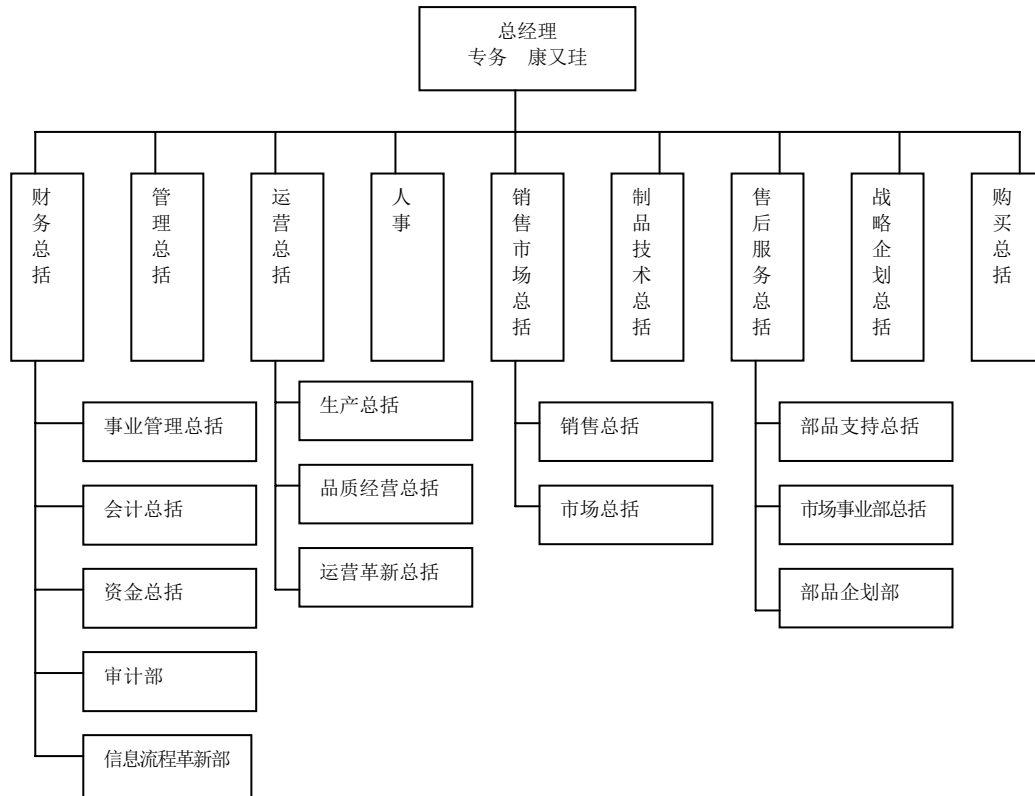
公司作为国内工程机械行业的重要生产厂商，在挖掘机业务方面具有品牌、制造、工艺、技术等多重优势。受行业周期下行的不利影响，公司盈利能力出现下滑、债务负担加重、融资需求上升。随着中国经济复苏、城市化进程推进、轨道交通投资等基建行业的回稳，工程机械行业景气度有望恢复。公司显著的技术优势和行业地位有助于公司化解经营风险，APA 协议有助于保证公司维持一定的盈利水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA、经营活动现金流入量及现金类资产对本期中期票据保障程度高，基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	76295.73	127256.55	78188.48	1.23	81086.98
交易性金融资产					0.00
应收票据	50521.81	7192.76	27777.75	-25.85	56242.33
应收账款	223446.48	329026.45	271687.04	10.27	223178.30
预付款项	3169.84	3684.52	3411.60	3.74	5491.76
应收利息	250.06	410.89	931.32	92.99	914.17
应收股利					0.00
其他应收款	8637.24	22260.73	12566.03	20.62	7242.67
存货	187781.54	306650.19	323887.26	31.33	300446.44
其他流动资产	208.69	3904.63	42653.90	1329.63	78316.32
流动资产合计	550311.39	800386.72	761103.38	17.60	752918.97
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	2810.34	4841.21	46149.42	305.23	45054.89
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	40010.09	45307.79	89049.88	49.19	95531.50
在建工程	13549.52	10833.61	7136.16	-27.43	7094.84
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	61965.54	55995.19	14723.03	-51.26	15893.68
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产	8132.33	8168.94	20543.36	58.94	23955.32
其他非流动资产	20879.97	28007.93	25907.93	11.39	19307.93
非流动资产合计	147347.78	153154.66	203509.79	17.52	206838.15
资产总计	697659.16	953541.38	964613.17	17.59	959757.12

注：2012 年三季度财务数据未经审计

附件 3-2 公司合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	112942.66	172822.89	349612.34	75.94	485826.93
交易性金融负债					0.00
应付票据	78082.22	97877.43	37496.40	-30.70	24403.26
应付账款	123207.44	197642.82	84539.34	-17.17	25373.67
预收款项	9088.23	4857.53	2435.67	-48.23	1556.69
应付职工薪酬	1913.99	3810.74	2566.24	15.79	1566.76
应交税费	8015.01	12871.85	582.71	-73.04	-530.77
应付利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	13265.42	38767.67	74207.20	136.52	14556.04
预计负债	64717.03	64601.77	63543.71	-0.91	63796.06
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	2416.94	2181.04	2652.80	4.77	591.80
流动负债合计	413648.95	595433.74	617636.41	22.19	617140.45
非流动负债：					
长期借款		10000.00	10000.00		10000.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	0.00	10000.00	10000.00		10000.00
负债合计	413648.95	605433.74	627636.41	23.18	627140.45
所有者权益：					
实收资本(或股本)	21278.85	21278.85	46052.43	47.11	46052.43
资本公积	68913.04	63927.29		-100.00	
盈余公积	39396.28	39396.28	36031.73	-4.37	25972.31
未分配利润	145007.12	206656.12	240016.83	28.65	245610.63
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	274595.29	331258.54	322101.00	8.31	317635.37
少数股东权益	9414.92	16849.10	14875.76	25.70	14981.29
所有者权益合计	284010.22	348107.64	336976.76	8.93	332616.67
负债和所有者权益总计	697659.16	953541.38	964613.17	17.59	959757.12

附件 4 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	887751.06	1449595.98	1146696.93	13.65	474675.75
减: 营业成本	759148.85	1249752.20	961510.73	12.54	384750.07
营业税金及附加	50.39	104.63	83.15	28.46	515.06
销售费用	51224.15	44482.03	63984.86	11.76	45011.72
管理费用	17544.52	27526.83	26592.07	23.11	17583.83
财务费用	3615.50	-2485.36	5335.63	21.48	13805.28
资产减值损失	-12942.26	-2053.14	8161.52		14839.89
加: 公允价值变动收益			0.00		
投资收益			1247.91		
其中: 对合营企业投资收益			1094.54		
汇兑收益			0.00		
二、营业利润	69109.90	132268.78	82276.89	9.11	-1830.10
加: 营业外收入	3331.64	1986.82	1365.96	-35.97	120.71
减: 营业外支出	2949.48	4342.34	2511.49	-7.72	-587.31
其中: 非流动资产处置损失	1507.33	208.80	532.11	-40.59	
三、利润总额	69492.07	129913.26	81131.36	8.05	-1122.08
减: 所得税费用	16205.86	30644.25	24086.04	21.91	1851.90
四、净利润	53286.20	99269.01	57045.33	3.47	-2973.98
其中: 归属于母公司的净利润	53906.35	100044.05	59774.66	5.30	449.61
少数股东损益	-620.14	-775.04	-2729.34	109.79	-3423.59

附件 5 公司合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	877148.47	1712274.93	1231984.61	18.51	655986.44
收到的税费返还	2806.78	2480.39	3126.21	5.54	461.63
收到其他与经营活动有关的现金	8653.35	-7164.08	17544.28	42.39	6401.68
经营活动现金流入小计	888608.60	1707591.24	1252655.10	18.73	662849.76
购买商品、接受劳务支付的现金	628436.24	1428483.89	1162280.22	36.00	599787.03
支付给职工以及为职工支付的现金	16753.37	17998.66	20827.50	11.50	17931.34
支付的各项税费	116367.65	210943.60	155405.41	15.56	55461.56
支付其他与经营活动有关的现金	15061.52	19105.70	19982.22	15.18	48002.00
经营活动现金流出小计	776618.78	1676531.84	1358495.35	32.26	721181.93
经营活动产生的现金流量净额	111989.82	31059.39	-105840.25		-58332.17
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金			1180.05		41424.03
取得投资收益收到的现金	0.00	493.98	0.00		4166.45
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	3146.23	50.07	960.98	-44.73	
处置子公司及其他单位收到的现金净额			5122.55		
收到其他与投资活动有关的现金	0.53	0.00	2014.23	6054.73	
投资活动现金流入小计	3146.76	544.05	9277.81	71.71	45590.48
购建固定资产、无形资产等支付的现金	18714.56	6046.52	41924.52	49.67	14180.54
投资支付的现金	1358.46	59053.86	24383.20	323.66	67478.01
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	20073.02	65100.37	66307.72	81.75	81658.55
投资活动产生的现金流量净额	-16926.26	-64556.33	-57029.91	83.56	-36068.07
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	2991.30	58556.22	-16077.20		
取得借款收到的现金	145560.32	204858.20	662442.22	113.33	328603.26
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	148551.62	263414.43	646365.01	108.59	328603.26
偿还债务支付的现金	185583.50	134977.97	483355.92	61.39	214001.75
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	37487.68	43650.93	44464.57	8.91	15948.58
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	223071.18	178628.90	527820.49	53.82	229950.33
筹资活动产生的现金流量净额	-74519.56	84785.53	118544.52		98652.92
四、汇率变动对现金的影响	281.57	-327.78	-87.81		-1354.18
五、现金及现金等价物净增加额	20825.57	50960.81	-44413.46		2898.50
加: 期初现金及现金等价物余额	54365.46	76295.73	127256.55	53.00	78188.48
六、期末现金及现金等价物余额	75191.03	127256.55	82843.09	4.97	81086.98

附件 6 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	53286.20	99269.01	57045.33	3.47
加: 资产减值准备	-12942.26	-2053.14	8161.52	
固定资产折旧及其他	5511.88	6857.12	7893.90	19.67
无形资产摊销	595.27	6365.27	4390.49	171.58
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产等损失	-503.62	158.73	380.85	
固定资产报废损失	58.79	0.00	173.91	71.99
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	7865.27	4298.02	19777.89	58.57
投资损失	0.00	0.00	-1247.91	
递延所得税资产减少	592.59	1.90	-12454.67	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	11586.93	-119030.05	-22883.71	
经营性应收项目的减少	-142422.34	-87850.38	-4377.98	-82.47
经营性应付项目的增加	188361.09	123042.90	-162699.88	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	111989.82	31059.39	-105840.25	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	75191.03	127256.55	78188.48	1.97
减: 现金的期初余额	54365.46	76295.73	127256.55	53.00
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	20825.57	50960.81	-49068.07	

附件 7 公司主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	3.24	4.75	3.61	4.53	--
存货周转次数(次)	4.04	5.06	3.05	4.66	--
总资产周转次数(次)	1.27	1.76	1.20	1.63	--
现金收入比(%)	98.81	118.12	107.44	108.92	138.20
盈利能力					
营业利润率(%)	14.48	13.78	16.14	15.10	18.84
总资本收益率(%)	12.81	16.94	10.94	13.12	--
净资产收益率(%)	18.76	28.52	16.93	20.77	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.00	2.79	2.88	2.28	2.92
全部债务资本化比率(%)	40.21	44.64	54.10	48.48	61.00
资产负债率(%)	59.29	63.49	65.07	63.44	65.34
偿债能力					
流动比率(%)	133.04	134.42	123.23	128.55	122.00
速动比率(%)	87.64	82.92	70.79	77.80	73.32
经营现金流流动负债比(%)	27.07	5.22	-17.14	-1.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.98	20.78	5.01	10.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.30	1.87	3.40	2.72	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.50	-0.12	-0.41	-0.14	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	12.54	-4.63	-7.00	-2.38	--
本期债项偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	1.39	2.51	1.94	2.00	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	14.81	28.46	20.88	21.94	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.87	0.52	-1.76	-0.35	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.58	-0.56	-2.71	-1.21	--

附件 8 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 9 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 斗山工程机械（中国）有限公司 2013 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

斗山工程机械（中国）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。斗山工程机械（中国）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，斗山工程机械（中国）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注斗山工程机械（中国）有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现斗山工程机械（中国）有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期中期票据的信用等级。

如斗山工程机械（中国）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期中期票据信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送斗山工程机械（中国）有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月十七日
