

跟踪评级公告

联合[2014]1439 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持斗山工程机械（中国）有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“13斗山MTN1” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一肆年七月二十九日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

斗山工程机械（中国）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：负面
上次评级结果：AA 评级展望：负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 斗山 MTN1	6 亿元	2013/03/22~ 2016/03/22	AA	AA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.60	15.43	25.10	27.04
资产总额(亿元)	96.46	94.57	98.30	107.51
所有者权益(亿元)	33.70	32.69	32.03	31.83
长期债务(亿元)	1.00	1.00	6.95	6.96
全部债务(亿元)	39.71	47.74	38.13	45.49
营业收入(亿元)	114.67	54.98	53.32	17.08
利润总额(亿元)	8.11	-0.53	-0.79	0.97
EBITDA(亿元)	11.67	3.05	2.81	--
经营性净现金流(亿元)	-10.58	-3.61	21.73	-1.28
营业利润率(%)	16.14	24.77	22.57	19.16
净资产收益率(%)	16.93	-3.28	-2.78	--
资产负债率(%)	65.07	65.43	67.42	70.39
全部债务资本化比率(%)	54.10	59.35	54.35	58.83
流动比率(%)	123.23	118.49	129.65	125.58
全部债务/EBITDA(倍)	3.40	15.64	13.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.01	1.31	1.19	--
经营现金流动负债比(%)	-17.14	-5.93	36.64	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

马栋 董征

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

斗山工程机械（中国）有限公司（以下简称“公司”）主要从事挖掘机、装载机的生产和销售。跟踪期内，公司保持了先进的制造技术、较高的品牌知名度并获得了股东的大力支持。但受国内宏观经济增速及固定资产投资增速放缓影响，公司收入规模下降，盈利能力弱化，经营压力加大且公司或有负债风险较高等因素给公司信用状况带来负面影响。

2014 年国内宏观经济回暖乏力，由于下游需求尚未明显回升，预计未来工程机械行业仍将维持低迷状态。公司运营资金压力大、债务负担较重、或有风险较高等情况短期内难以得到有效改善。联合资信对公司的评级展望为负面。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面，并维持“13 斗山 MTN1” AA 的信用等级。

优势

1. 公司是国际领先的挖掘机制造商，在品牌、技术等方面具有优势。
2. 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营业利润率水平。
3. 跟踪期内，公司现金类资产、经营活动现金流入量对存续期内债务保障程度较高。

关注

1. 2013 年，公司收入规模下降，经营状况受计提大额金融保证负债和资产减值损失影响，出现亏损。
2. 跟踪期内，公司短期债务占比过高，债务结构有待改善。
3. 跟踪期内，公司按揭担保和融资租赁担保额度较大，存在较高或有负债风险。
4. APA 协议仅对母公司的 EBIT 利润率进行调

整，子公司仍处于亏损状态，对合并口径盈利水平影响较大。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于斗山工程机械（中国）有限公司主体长期信用及存续期内的“13斗山MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

公司原为“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 Infracore Co., Ltd）”。截至2014年3月底，公司注册资本为6422.22万美元，其中，斗山英维高株式会社（以下简称“斗山英维高”）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）。

截至2014年3月底，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2013年底，公司资产总额98.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.03亿元。2013年公司实现营业收入53.32亿元，利润总额-0.79亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额107.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.83亿元。2014年1~3月公司实现营业收入17.08亿元，利润总额0.97亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增

长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿

元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体

目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

工程机械行业是中国机械工业的主要支柱产业之一。按照中国工程机械工业协会统计，工程机械可以分成铲土运输机械、挖掘机械、工程起重机械、工业车辆、路面机械、压实机械、凿岩机械、气动工具、混凝土机械、桩工机械、市政工程与环卫机械、装修机械、钢筋及预应力机械、线路机械、军用工程机械、电梯与扶梯、专用工程机械、工程机械专用零部件等十八大类。

工程机械行业的生产特点是多品种、小批

量，属于技术密集、劳动密集、资本密集型行业。经过 50 多年的发展，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。目前，不仅全行业产销数额双双排名世界第一，而且满足了国内近 90% 的市场需求。但由于国家产业政策调整和行业对外开放步伐的加快，工程机械行业已成为完全竞争性行业，民营企业 and 外资企业纷纷进入该领域，部分工程机械产品如装载机和叉车的市场竞争压力加大。

受宏观经济增长偏弱和“新国五条”抑制了房地产开发投资增速的影响，2013 年中国固定资产投资额为 436528 亿元，比上年增长 19.6%，增速比上年回落 1.0 个百分点。与 2012 年的大幅下滑不同，受益于低基数效应，2013 年工程机械市场主要产品销量同比涨跌互现。根据中国工程机械信息网的统计，2013 年全行业挖掘机销售 112277 台，同比下滑 3.10%；装载机销售 181660 台，同比增长 4.30%；推土机销售 9520 台，同比下滑 7.00%；压路机销售 15696 台，同比增长 17.80%；叉车销售 328764 台，同比增长 12.80%。

2014 年 1~3 月，中国挖掘、铲土运输机械累计生产 12.33 万台，同比增长 8.73%。其中：挖掘机累计生产 4.14 万台，同比增长 8.09%；装载机累计生产 5.35 万台，同比增长 11.69%；压实机械累计生产 1.06 万台，同比增长 16.48%。2014 年 1~3 月，工程机械行业累计实现主营业务收入 1320.82 亿元，同比增长 9.30%。工程机械行业主营业务利润率为 5.96%。1~3 月，全国工程机械行业累计实现利润总额 78.76 亿元，同比增长 4.87%。

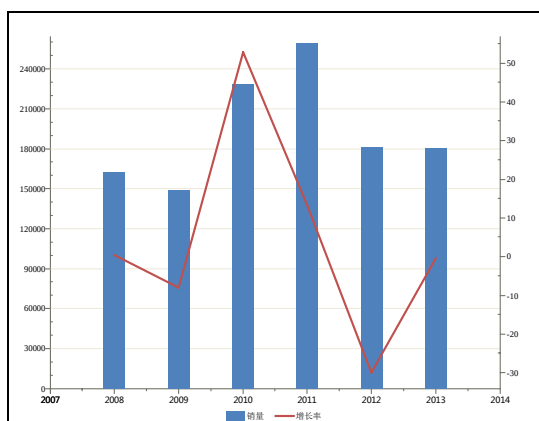
2014 年 1~3 月，工程机械行业累计进出口总额 52.18 亿美元，同比增长 6.82%，占机械工业进出口比重为 3.25%。1~3 月工程机械行业进口总额 11.35 亿美元，同比增长 14.65%，占机械工业比重为 1.57%。出口总额 40.83 亿美元，同比增长 4.83%，占机械工业比重为 4.62%。

装载机

挖掘机、装载机和推土机等土石方机械是工程机械销量最大的产品种类。其中装载机是中国工程机械行业最具代表性的产品之一。

目前中国已经成为全球最大的装载机生产和消费国，从产销量而言，装载机已经远超其他各类工程机械。中国轮式装载机主要是 20 世纪 70 年代初期发展起来的，经过多年的发展，已形成独立的产品系列和行业门类。与工程机械其他机种相比，轮式装载机的桥、箱、泵、阀及缸等零部件产品配套相对成熟，已形成了比较完整的配套体系。装载机应用范围广，下游包括采矿、铁路、公路、港口、水利、房地产等众多行业。

图 1 中国装载机历年销量



资料来源：Wind 资讯

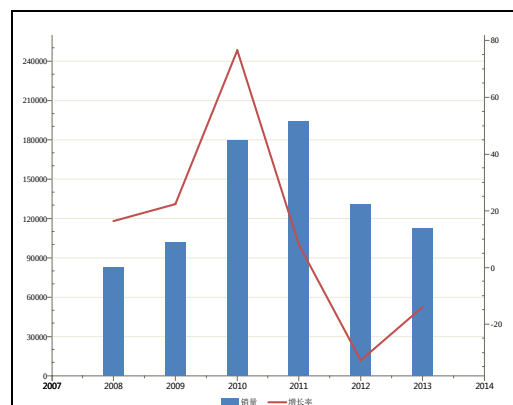
2013 年中国境内 26 家主要装载机制造商累计销售装载机 180775 台，同比增长 4.07%。其中：国内共销售装载机 151299 台，占总销量的 83.69%，同比增长 5.24%；出口装载机 29476 台，占总销量的 16.31%，同比下降 1.54%。总体来看，装载机市场开始复苏回暖，国内市场要好于出口市场，出口市场有略微下滑。据中国工程机械信息网调查统计，2013 年 5T 和 3T 产品仍然是装载机市场的主力产品，其中 5T 产品的市场占有率最高，为 61.35%；其次是 3T 产品，市场占有率达到 25.72%。2013 年的产品结构较 2012 年相比，5t 以下产品的市场占有率均有所下降；5T 产品的市场占有率有所提升；

另外，其他吨级产品的市场占有率都略有下降。

挖掘机

挖掘机在工程机械中占有重要地位，挖掘机的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，与装载机存在一定的替代关系。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挖领域，而市场容量更大的中高端产品所占份额较小，且所需发动机、液压件主要依赖进口。

图 2 中国挖掘机历年销量



资料来源：Wind 资讯

2013 年，挖掘机行业持续受下游行业景气度低迷影响，延续了前两年的下行趋势，2013 年挖掘机合计销量为 11.23 万台，同比下降 3.10%。从 2013 年的销量来看，13T 以下的小挖销量占比继续上升，达到 44.90%，高于 2012 年 41.30% 的份额 3.60 个百分点；此外，30T 以上的大挖占比有所下降；传统优势吨位 20-30T 产品市场份额较 2012 年变化不大。

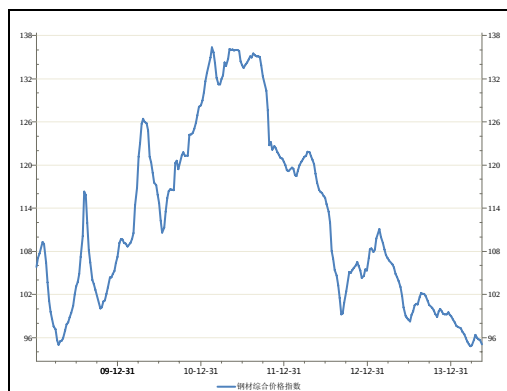
2. 行业关注

关键零部件方面，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，其中液压件和发动机是工程机械成本构成中最大的两项，占成本比重以机种的不同一般为 30%~50%。由于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，零部件配套生产难以满足整机制造的质量要求。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，大型设备配套的传动系统也需要通过进口填补。

原材料方面，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 20% 以上，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。截至 2013 年底，钢材价格指数继续下跌至 99.14 点，同比下降 5.86%。进入 2014 年，钢材价格持续下跌，截至 2014 年 3 月底，钢材价格指数为 94.83 点，比 2013 年底下降了 4.35%。

图 3 钢材价格指数



资料来源：Wind 资讯

销售模式方面，在中国经济高增长时期，工程机械行业在信用销售（主要包括分期付款、银行按揭、以租代售和融资租赁等）的强力推动下，工程机械企业在销售收入大幅增加的同时，应收账款增幅快速提高，经营活动现金流量净额持续为负。当经济进入下行周期，如果在之前按揭销售过程中有客户逾期不还款则企业面临向银行回购设备风险，而融资租赁的分期回款周期会挤占企业大量现金，再加上很多企业的信用风险意识不强，使行业潜在信用风险增加，工程机械企业因银行按揭及融资租赁方式销售机械设备而承担的回购风险也逐步增加。

产业政策方面，《中国工程机械行业“十二五”规划》提出工程机械行业将在 2015 年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。整体看，上述政策的实施有利于整个行业的健康可持续发展，进一步促进工程机械行业内具有产品、技术优势和经营特色的企业发展壮大。

总体看，短期内国内房地产市场调控政策持续、市场需求低迷等因素，对整个工程机械行业的景气度产生了较大负面影响，工程机械行业重回较快增长仍需时日。但中长期来看，中国城镇化、交通基础设施和保障性住房等建设投资需求仍然较大，未来中国工程机械行业仍有一定的发展空间。

2. 区域经济

2013 年全年，烟台市全市实现生产总值（GDP）5613.87 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.2%。其中，第一产业增加值 420.99 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 3075.12 亿元，增长 10.8%；第三产业增加值 2117.76 亿元，增长 10.4%。第一产业增加值占生产总值的比重为 7.5%；第二产业增加值比重为 54.8%；第三产业增加值比重为 37.7%。人均生产总值 80358 元，增长 10.1%。

2013 年，烟台市全市规模以上工业实现主营业务收入 14064.30 亿元，比上年增长 12.6%；工业产品产销率 98.68%；实现利润、利税分别为 1064.47 亿元、1409.73 亿元，分别增长 12.5% 和 11.7%。全市食品、机械、黄金、电子四大支柱产业共 1418 家企业，全年实现主营业务收入 8421.36 亿元，增长 11.8%。其中，食品工业 1693.29 亿元，增长 6.8%；机械工业 2815.75 亿元，增长 19.9%；黄金工业 1602.93 亿元，增长 8.8%；电子工业 2309.39 亿元，增长 8.5%。

2013 年，烟台市完成固定资产投资 3538.19 亿元，比上年增长 20.1%；全年新开工项 2316 个，增长 3.4%，完成投资 1928.11 亿元，增长 23.1%。2013 年全市房地产开发投资完成 578.40

亿元，比上年增长6.9%。其中，住宅投资下降1.5%，占全部房地产开发投资的7874.0%；商业营业用房投资下降18.2%，占13.1%。全年商品房施工面积5727.27万平方米，增长10.8%，其中住宅施工面积4477.25万平方米，增长8.3%。

总体看，2013年，烟台市经济继续保持快速增长态势，财政实力稳步增强，为公司提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至2014年3月底，公司注册资本为6422.22万美元，其中，斗山英维高出资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)。目前，公司挖掘机市场占有率位居行业第4位。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管方面新聘任权宁珉先生，接替蒋岚女士担任公司高级销售及市场副总裁；新聘任赵廷祐先生，接替李浩哲先生担任公司首席财务官。

权宁珉先生，1967年生，韩国籍，研究生学历，毕业于美国伊利诺大学经营学院会计学专业(持有美国CPA资格证)；1990~1997年在三星集团工作；2000~2009年负责韩国斗山株

式会社战略企划及新事业企划业务；2010~2012年担任公司售后服务及配件产业总括，2013年担任公司高级销售及市场副总裁。

赵廷祐先生，1962年生，韩国籍，毕业于西江大学经营管理学专业；1987~1999年担任斗山建设株式会社课长、副部长；1999~2005年担任斗山株式会社财务管理部部长；2005~2013年担任斗山发动机株式会社CFO；2013至今担任公司首席财务官。

跟踪期内，除公司高管有所变动外，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事工程机械产品的制造与销售业务，主要产品包括挖掘机和装载机。近年来，公司业务较为集中，挖掘机收入占比保持在75%以上，是公司最主要的收入来源。

2013年，受国内经济增速及固定资产投资增速放缓影响，公司营业收入小幅下降，全年实现营业收入53.32亿元，同比下降3.03%，分产品看，公司主营业务板块中挖掘机收入小幅下滑1.83%，主要由于挖掘机市场需求弱化，销售下滑；装载机收入大幅增长31.57%，主要由于出口增加带动销售上升所致；部品收入增长8.61%，主要由于公司挖掘机市场保有量较大，配件销售保持增长所致；其他产品收入大幅下降97.57%，主要由于为鼓励代理商回款，公司降低了票据罚息利率。公司其他业务收入2013年较上年大幅下降92.92%，主要受加工中心处置资产数量下降影响。

2013年，公司实现利润总额-0.79亿元，亏损较上年有所扩大，整体毛利率小幅下滑至23.25%，盈利能力有所弱化。分产品看，部品毛利率下滑1.17个百分点，主要由于公司为激励市场，开展市场推广活动时配件降价销售较多所致；挖掘机毛利率提高3.02个百分点，主要由于中大型机推出新机型，价格维持较高水

平；装载机毛利率提高 4.23 个百分点，主要由于装载机推出 5 吨系列，维持较高毛利率。

2014 年 1~3 月，公司营业收入为 17.08 亿元，为 2013 年全年收入的 32.03%，同比增长 19.09%。从收入构成看，挖掘机收入比重提高至 78.86%，装载机收入比重 6.87%。从毛利率

看，公司整体毛利率进一步下滑 3.74 个百分点，其中部品毛利率提高 11.06 个百分点，主要由于国外进口的部品价格下调所致。

总体看，跟踪期内公司营业收入下滑，主要产品毛利率下降，盈利能力弱化。

表1 公司营业收入构成及毛利率变动

(单位: 万元, %)

项 目	2012 年			2013 年			2014 年 1~3 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
主营业务	548148.59	99.70	24.93	533043.56	99.98	23.23	170751.43	99.99	19.51
其中: 挖掘机	414313.71	75.36	22.45	406712.59	76.28	25.47	134677.43	78.86	16.67
装载机	40172.68	7.31	-3.61	52855.74	9.91	0.62	11740.31	6.87	5.52
*部品	67057.83	12.20	27.66	72829.98	13.66	26.49	22581.53	13.22	37.55
*其他产品	26604.37	4.84	99.87	645.25	0.12	99.72	1752.16	1.03	98.42
*其他业务	1649.38	0.30	40.97	116.80	0.02	100.00	18.96	0.01	100.00
合计	549797.98	100.00	24.98	533160.36	100.00	23.25	170770.39	100.00	19.51

资料来源: 公司提供

*注1: 部品收入主要是挖掘机、装载机配件销售收入, 包括发动机、马达、主泵等, 公司不进行部品生产, 主要由外协企业代工生产;

*注2: 其他产品收入主要为分期利息、票据罚息、逾期利息等收入;

*注3: 其他业务收入主要为指不归结到挖掘机、装载机等具体项目中的收入, 主要是维修费用等收入; 包括收取的供货滞纳金、供货商支付的索赔费用、加工中心销售收入 (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对外销售形成的收入)、废钢废木销售收入。

2. 原材料采购

公司挖掘机和装载机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2 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
2012 年	采购均价 (元/吨、元/个)	5207.99	--	--	76815.00
	采购量 (吨、个)	12503.16	--	--	5573
	采购金额 (万元)	6511.63	79187.94	51382.18	42809.00
2013 年	采购均价 (元/吨、元/个)	4670.09	--	--	51244.52
	采购量 (吨、个)	5665.94	--	--	5014.00
	采购金额 (万元)	2646.05	50939.00	15309.00	25694.00
2014 年 1~3 月	采购均价 (元/吨、元/个)	4074.11	--	--	53941.56
	采购量 (吨、个)	4761.92	--	--	3080.00
	采购金额 (万元)	1940.06	27034.00	8651.00	16614.00

资料来源: 公司提供

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。跟踪期内, 公司钢材采购数量波动较大, 采购均价持续下滑。2013年, 公司钢板平均采

购均价较上年下降10.33%，2014年一季度钢板采购均价较2013年进一步下降12.76%。采购数量方面，2013年公司钢板采购数据大幅下降，主要由于以前年度钢板采购数量较大，2013年库存较多，主要在消化钢板库存；2014年一季度，公司主要钢板库存已经明显下降，考虑到上半年为销售旺季，公司采购了大量钢板。总体看，钢材价格维持低位运行，有利于公司降低采购成本。

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。2013年公司从母公司采购13.42亿元，占总采购比例的53.32%。

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（以下简称“斗山机床”）和斗山（中国）投资有限公司（以下简称“斗山投资”）采购。公司从斗山英维高采购的主要是发动机、马达、主泵等关键部品；从斗山机床采购机床配件；从斗山投资采购的主要是服务，支付相关的服务咨询管理费用。从采购数量看，2014年一季度，公司向母公司采购发动机数量增长较大，主要由于发动机库存消化完毕，考虑到上半年为销售旺季，公司加大了发动机采购量。

境外关联采购定价模式上，控股股东斗山英维高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转让定价协议中协定的EBIT利润率执行，此APA协议有效期至2015年底，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。2013年，斗山英维高调减公司对其采购关键零部件的采购成本，调减金额为6.53亿元，并调增2013年的应纳税所得额21万元，使得调整后公司EBIT利润率符合APA转让定价协议中

相关要求，2014年暂未调整。2013年，上述成本调减的会计处理方式有所变化：2013年以前，公司直接调减应付账款和成本，即借记应付账款，贷记成本科目。2013年，外汇管理局为避免上述会计处理方式对总量核查产生影响，要求公司进口必须付款，故2013年APA协议执行时公司采取先对海外付汇再收汇的方式，通过挂“海外其它应收款”调减“产品销售成本”，即借记其他应收款，贷记成本科目，新的会计处理方式于2013年底获得审批通过，但由于接近年底，公司未向斗山英维高大规模付款。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，公司年度EBIT利润率已达到APA协议协定的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。但由于APA协议调整范围仅限于合并报表内的公司本部的EBIT利润率，公司合并口径的盈利水平还要取决于下属子公司斗山工程机械（山东）有限公司（以下简称“斗山山东”）和斗山工程机械（苏州）有限公司（以下简称“斗山苏州”）经营情况。

斗山山东成立于2007年6月12日，注册地位于山东省烟台市牟平区，注册资本35724万人民币，主要从事装载机的生产和销售。

截至2013年12月31日，斗山山东经审计的资产总计5.72亿元，所有者权益0.81亿元。2013年度，实现营业收入5.61亿元，净利润-0.82亿元。截至2014年3月31日，斗山山东未经审计的资产总计6.36亿元，所有者权益0.63亿元。2014年1~3月，实现营业收入1.17亿元，净利润-0.18亿元。2013年，由于装载机市场产能过剩，市场行情低迷，斗山山东经营状况不佳。

斗山苏州成立于2007年4月11日，注册地位于江苏省苏州工业园区，注册资本6400万美元，主要从事研发、筹建生产小型挖掘机，销售公司所生产的产品并提供售后服务。

截至2013年12月31日，斗山苏州经审计

的资产总计 5.09 亿元，所有者权益 1.71 亿元。2013 年实现营业收入 5.28 亿元，净利润-0.57 亿元。截至 2014 年 3 月 31 日，斗山苏州未经审计的资产总计 3.31 亿元，所有者权益 1.63 亿元。2014 年 1~3 月，实现营业收入 0.08 亿元，净利润-0.075 亿元。2013 年下半年，根据斗山中国区统一规划部署，斗山苏州暂不进行生产，生产线全部转移至公司烟台本部，斗山苏州则

全面负责英格索兰公司（斗山英维高于 2007 年收购英格索兰公司山猫事业部）山猫滑移装载机的进口和销售。

在原料采购结算方式方面，跟踪期内无重大变化。

总体看，跟踪期内下游需求仍较为低迷，控股股东大额调减公司关联采购成本，对公司维持一定毛利率水平提升起到了重要作用。

表3 2013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	1261	0.50	斗山英维高株式会社	134166	53.32
2	秦皇岛首钢渤海物流有限责任公司	387	0.15	青岛现代机械有限公司	15346	6.10
3	济南三鼎物资有限公司	294	0.12	多保精密工业（烟台）有限公司	10080	4.00
4	烟台图特经贸有限公司	262	0.10	东洋机电（中国）有限公司	10799	4.29
5	烟台市昌信钢板销售有限公司	36	0.01	珍晟产业（烟台）有限公司	7203	2.86
合计		2240	0.88	合计	175553	70.57

资料来源：公司提供

表4 公司向母公司采购情况

	原材料	发动机	控制阀	主泵
2012 年度	采购数量（个）	5573	4810	5532
	采购金额（千美元）	68108	28356	22810
2013 年度	采购数量（个）	5014	4035	1587
	采购金额（千美元）	42142	10587	4864
2014 年 1~3 月	采购数量（个）	3080	2719	864
	采购金额（千美元）	27005	6542	2619

资料来源：公司提供

3. 生产经营

跟踪期内，公司产品主要以挖掘机为主，装载机为辅。

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；子公司斗山苏州主营山猫滑移装载机的进口销售。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。子公司斗山山东负责装载机的生产和销售。截至2014年3月底，公司挖掘机和装载机的产能分别为年产34500台和6000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。

表5 公司主要产品产能产量情况（单位：台）

	项目	挖掘机	装载机
2012 年	产能	34500	6000
	产量	8722	1386
	销量	9175	1616
	产能利用率	25.28%	23.10%

	项目	挖掘机	装载机
	产销率	105.19%	116.59%
2013 年	产能	34500	6000
	产量	7778	2188
	销量	8208	2129
	产能利用率	22.54%	36.47%
	产销率	105.53%	97.30%
2014 年 1~3 月	产能	34500	6000
	产量	3479	594
	销量	2965	454
	产能利用率	--	--
	产销率	85.23%	76.43%

资料来源：公司提供

跟踪期内，受宏观经济增速回落、房地产行业的调控政策的进一步实施，公司下游行业工程机械需求大幅缩水，公司的主要产品的产销量也大幅下降，其中，2013 年挖掘机的产量和销量分别为 7778 台和 8208 台，较 2012 年分别下降 10.82%和 10.54%，产能利用率下滑 2.74 个百分点，产销率基本保持稳定；2014 年 1~3 月挖掘机产量和销量分别完成 2013 年全年的 44.73%和 36.12%，产销率下滑 20.30 个百分点，公司挖掘机前景尚未

完全明朗。

2013 年，公司装载机产销量分别为 2188 台和 2129 台，较 2012 年分别增长 57.86%和 31.75%，产能利用率有所提高，产销率下降 19.29 个百分点；2014 年 1~3 月装载机产销量分别完成 2013 年全年的 27.15%和 21.32%，产销率进一步下滑 20.87 个百分点。跟踪期内，装载机产量恢复增长，但产销率有所下滑，同时考虑到装载机较低的毛利率，装载机对公司盈利贡献十分有限。

表6 公司挖掘机产品类别及定位

(单位：万元)

	品牌	品牌定位	目标客户群	2012 年 平均价格	2013 年 平均价格	2014 年 1~3 月 平均价格
迷你挖掘机（8 吨以下）	DH55G	中端客户	建筑、农业、租赁	32	32	32
	DH60-7	中端客户	建筑、农业、租赁	34	34	34
	DX60	中端客户	建筑、农业、租赁	34.5	34.5	34.5
	DH80G	中端客户	建筑、农业、租赁	44	44	44.5
中大型挖掘机（15~50 吨）	DH150LC-7	中端客户	建筑、农业、租赁	61	61	62
	DH215-9	中端客户	建筑、矿山、甲方	80	80	80
	DH215-9E	中端客户	建筑、租赁	79	79	79
	DH220LC-9E	中端客户	建筑、租赁	82	82	82
	DH225LC-9	中、高端客户	建筑、矿山、甲方	87	87	87
	DX260LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	100	100	97
	DH300LC-7	中端客户	小型矿山、大型建筑	113	114	114
	DX300LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	120	120	120
	DX345LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	139	139	139
	DH370LC-9	中端客户	大型矿山	149	149	149
	DX380LC	中、高端客户	大型矿山	158	158	158
	DH420LC-7	中端客户	大型矿山	169	169	171.3
	DH500LC-7	中端客户	大型矿山	205.5	205.5	207.8
轮式挖掘机（6~21 吨）	DX60W	中端客户	城市市政建设	54.3	54.3	54.8
	DH150W-7	中端客户	城市市政建设	83.3	83.8	83.8
	DH210W-7	中端客户	城市市政建设	102	102	102

资料来源：公司提供

公司主要产品挖掘机型位为中高端产品，分为DH和DX两个系列21个机种，具备从小吨位到大吨位的全产品线的生产能力。跟踪期内，在挖掘机产品售价基本保持稳定。2014年，公司发布DX75、DX120两个新机种，在中国市场推出了7款专为中国市场研发的DX系列和DL系列全线升级产品，包括42吨级DX420LC及50吨级DX500LC两款针对矿山应用的大型挖掘机，以及新一代DX80小型挖掘机、装载机5吨级高端机型DL507和灵敏高效的DL501等。

总体看，跟踪期内公司主要产品挖掘机产销量下滑，产销率下降，仍处于去库存状态，公司面临较大的经营压力。

4. 产品销售

公司产品销售以国内为主，2012年，公司内销销售收入占比97.77%，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，2012年出口占比仅为2.23%。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%）。

公司国内销售全部通过经销商代销，不直接对最终客户销售。

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。截至2013年6月底，公司共有代理商36个，下设销售处390余个。

表7 公司产品销售情况

销售渠道	2012年		2013年		2014年1~3月	
	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	3944.61	0.72	21012.71	3.94	277.89	0.16
出口非本部	3603.19	0.65		0.00	11.34	0.01
国内关联方销售	41046.89	7.45	4779.16	0.90	0.00	0.00
国内非关联方销售	502010.12	91.17	507368.49	95.16	170481.16	99.83
合计	550604.81	100.00	533160.36	100.00	170770.39	100.00

资料来源：公司提供

公司产品的结算模式有全额付款、银行按揭付款、融资租赁付款和分期付款四种方式，其中前三种方式公司在交付产品时即可获得全部货款。

银行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。2013~2014年3月底，按揭付款客户一般首付分别为20%和30%，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2014年3月底，该协议项下贷款余额16.21亿元，存在逾期本金0.62亿元（2013年底为0.76亿元）。

融资租赁的运作模式为：由斗山（中国）融资租赁有限公司（下称“斗山融资租赁”）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。截至2014年3月底，采取12/18/24/36个月期限结算的金额占比分别为0.58%、0.71%、13.43%和85.28%。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 2014 年 3 月底，该协议项下贷款余额 45.21 亿元，存在逾期本金 14.72 亿元（2013 年底为 12.66 亿元），公司融资租赁销售全部与斗山融资租赁合作，当客户预期超过 90 天，斗山融资租赁将停止同代理商的合作（停止放款），通过代理商来对客户施加还款压力，如果客户确实不能还款，将由代理商进行垫付逾期本金，如果代理商无法垫付，将由公司回购。目前，逾期本金尚未达到合同回购条件。

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。跟踪期内，剩余货款一般分别在 6 个月、12 个月和 18 个月付清。

表 8 公司销售结算方式占比情况

销售方式	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
全款销售	4.41%	4.50%	7.40%
分期付款	5.56%	10.20%	22.70%
银行按揭	38.91%	44.60%	32.70%
融资租赁	51.12%	40.70%	37.20%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售结算方式中分期付款比重稳步提高，融资租赁付款比重持续下降，

从 2014 年一季度数据看，融资租赁和银行按揭付款仍是主要的销售结算方式，分期付款增长较快，2014 年 3 月底分期付款比重已经达到 22.70%。

总体看，跟踪期内，公司主要产品产销量下降，产销率下滑，收入规模有所减少，盈利能力弱化，公司面临较大的经营压力。

5. 经营效率

2013 年，受国内外经济形势动荡影响，公司营业收入下滑。跟踪期内，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数总体呈下降趋势，2013 年分别为 1.99 次、1.98 次和 0.55 次，显示公司营运能力下降，经营压力加大。

6. 未来发展

2014~2016 年，公司预计投资金额分别为 0.66 亿元、1.65 亿元和 1.24 亿元，主要包括品质改善设备投资、生产项目增设、Dealer collaboration system 构筑以及环境保护等。目前，公司在建项目主要围绕软件系统完善展开，固定资产投资主要集中在设备的维护和升级，投资规模较小。截至 2014 年 3 月底在建工程金额为 0.05 亿元，投资压力不大，未来融资目的主要是偿还贷款及补充运营资金。

表 9 公司未来三年投资规划（单位：万元）

项 目	截至 2014 年 3 月底已投资	2014 年	2015 年	2016 年
新机种 Jig 费用	0.00	1298.00	1890.00	2268.00
TMS 系统开发 (H/W, S/W)	0.00	300.00	200.00	0.00
综合品质管理系统开发 (H/W, S/W)	0.00	65.00	154.00	0.00
品质改善设备投资	83.00	2000.00	2586.00	2616.00
Dealer collaboration system 构筑 (H/W, S/W)	104.00	1057.00	2110.00	405.00
PS/AM Center 构筑	0.00	0.00	300.00	0.00
Call Center 构筑	45.00	165.00	65.00	0.00
DICC 增设及生产性提高	0.00	0.00	1041.00	1141.00
量产增设/生产性提高	0.00	165.00	664.00	420.00
品质及维修投资	0.00	90.00	715.00	1695.00
R&D 投资	60.00	170.00	156.00	156.00
环境安全	0.00	103.00	2040.00	1140.00

*其他	40.00	1145.00	4621.00	2521.00
投资合计	332.00	6558.00	16542.00	12362.00

资料来源：公司提供

*注：其他主要为无形资产投资以及现有厂房、设备、系统的维修、升级投资。

八、募集资金使用情况

2013年3月公司发行“13斗山MTN1”，发行额度6亿元，发行期限3年，其中1.2亿元用于补充公司营运资金，剩余4.8亿元用于偿还公司银行短期借款。截至2014年3月底，募集资金已按计划使用完毕。

九、财务分析

公司2011~2013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2014年一季度财务报告未经审计。

2013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%），公司合并范围较上年没有变化。

截至2013年底，公司资产总额98.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.03亿元。2013年，公司实现营业收入53.32亿元，利润总额-0.79亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额107.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.83亿元。2014年1~3月公司实现营业收入17.08亿元，利润总额0.97亿元。

1. 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。2013年受宏观经济及国内固定资产投资增速放缓影响，工程机械行业需求萎缩，行业竞争加剧，公司实现营业收入53.32亿元，较2012年下降3.03%，营业成本40.92亿元，较2012年下降0.79%。2013年，公司营业利润率为22.57%，较2012年下降2.20个百分点。

2013年，公司期间费用合计8.01亿元，占营业收入的比重为15.01%。受销售费用和财务费用下降影响，2013年公司期间费用较上年下降16.96%，占营业收入比重较上年下降2.52个百分点，公司期间费用控制能力有所提高。

2013年，公司资产减值损失较上年下降46.69%。其中，受应收账款规模及账龄增长影响，公司坏账准备计提增加，坏账损失较上年增长53.94%；因存货价值有所恢复，公司转回上年计提的存货跌价准备（转回0.99亿元）。

2013年，公司营业外收入0.21亿元，较上年大幅增长557.10%。从细分类别看，非流动资产处置利得大幅增长913.47%，主要由于外地分公司撤销，固定资产处理所致。

2013年，公司营业外支出3.77亿元，较上年大幅增长103.80%亿元，主要由于支付金融保证费用大幅增长所致。由于公司银行按揭和融资租赁销售客户现金流持续偏紧，公司为客户提供担保的贷款逾期本金有所增加，为防范按揭贷款和融资租赁回购风险，公司计提的融资租赁金融保证负债3.38亿元（占营业外支出的89.66%），较2012年增长94.25%。

从盈利指标来看，2013年，公司净资产收益率、总资产收益率和营业利润率分别为-2.78%、2.09%和22.57%，营业利润率较上年下降2.20个百分点，总资产收益率较上年提高0.53个百分点。

2014年1~3月，公司营业收入17.08亿元，为2013年全年的32.03%。2014年1~3月，公司营业成本13.74亿元，为2012年的33.59%，营业利润率进一步下降至19.16%；公司资产减值损失0.28亿元，为2013年全年的17.73%。2014年1~3月，实现利润总额0.97亿元，主要受营业外支出大幅下降影响。

总体看，跟踪期内公司营业收入下降，同

时受或有负债兑付风险影响，公司营业外支出大幅攀升，使利润总额连续出现亏损，盈利能力弱化，公司面临较大的经营压力。

2. 现金流

经营活动方面，2013 年销售商品、提供劳务收到的现金为 55.25 亿元，同比下降 10.79%。同期，购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降 66.44%，主要原因：（1）销量下降导致国内采购额减少；（2）APA 协议调整新的会计处理方式于 2013 年底审批通过，但因接近年底，未向斗山英维高大规模付款（大部分款项已于 2014 年一季度支出）。受此影响，公司经营活动现金流出大幅下降 49.37%。2013 年，公司经营活动现金流量净额表现为净流入，为 21.73 亿元，较上年大幅增长，但主要受应付账款增长影响，公司经营活动现金流并未实质改善。

从收入实现质量来看，2013 年公司现金收入比为 103.63%，较上年下降 9.02 个百分点，主要受分期付款支付的比重上升影响。

从投资活动来看，2013 年公司投资活动现金流入为 1.17 亿元，较上年大幅下降 61.88%，主要受收回投资收到的现金大幅下降（公司通过资金池向斗山融资租赁出借资金，2012 年借出资金收回，2013 年借出资金尚未收回导致收回投资收到的现金大幅下降）影响；投资活动现金流出 1.30 亿元，较上年大幅下降 77.84%，主要由于投资支付的现金（全部为公司通过资金池向斗山融资租赁出借的资金）大幅下降所致；投资活动现金流量净额为-0.14 亿元，较上年大幅下降。公司投资活动现金流出大幅下降，经营现金净流入能够覆盖投资活动产生的现金支出，公司对外筹资需求较小。

从筹资活动来看，2013 年公司筹资活动现金流入主要为取得借款所收到的现金，现金流出主要为偿还债务所支付的现金。2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为净流出 14.21 亿元，较上年大幅下降。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.92 亿元，为 2013 年全年的 27.01%，现金收入比进一步下降至 87.40%；公司购买商品、接受劳务支付的现金为 12.77 亿元，达到 2013 年的 70.48%，主要是由于 2013 年底应付斗山英维高的货款，开始对外支付所致。2014 年 1~3 月公司实现经营活动现金净流出 1.28 亿元；同期公司投资活动现金净流入 1.23 亿元；2014 年 1~3 月，公司筹资活动产生的现金净流量为 2.81 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营性现金流入和流出均有所下降，由于流出规模降幅较大，公司经营活动现金流量大幅改善。同期，公司投资活动现金流出下降，经营现金净流入能够覆盖投资活动产生的现金支出，公司对外筹资需求较小。

3. 资产及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额 98.30 亿元，较 2012 年小幅增长 3.94%，其中流动资产合计占 78.23%，非流动资产合计占 21.77%，公司流动资产比重较上年提高 1.96 个百分点。截至 2014 年 3 月底，公司总资产为 107.51 亿元，较 2013 年底增长 9.37%，流动资产占 80.27%，流动资产比重进一步提高 2.03 个百分点。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产合计 76.90 亿元，较 2012 年增长 6.61%。截至 2013 年底，公司流动资产主要以货币资金（占 24.42%）、应收票据（占 8.22%）、应收账款（29.27%）、其他应收款（占 14.54%）和存货（19.81%）为主。

截至 2013 年底，公司货币资金为 18.78 亿元，其中银行存款占 34.43%，使用受限制的银行保证金占 65.57%。截至 2013 年底，公司货币资金较上年底增长 64.70%，主要由于银行保证金大幅增长 12.32 亿元，其中由于公司与斗山英维高开展内保外贷业务，公司在中国银行和工商银行开立保函导致银行保证金增长 9

亿元；公司在广发银行存入保证金，为斗山融资租赁提供借款保证，导致保证金增长 3 亿元。2014 年 3 月底，公司货币资金 21.53 亿元（其中受限制货币资金 15 亿元），较 2013 年底增长 14.60%，主要是由于一季度为公司销售回款较好。

截至 2013 年底，公司应收账款 22.51 亿元，同比增长 8.09%。从账龄看，账龄在 1 年以内的应收账款占比 65.97%，1~2 年的占比 21.06%，2~3 年占比 9.35%，3 年以上的占比 3.62%。从集中度看，截至 2013 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 30.58%。截至 2013 年底，公司已累计提取 4.84 亿元坏账准备，计提比例为 17.70%，三年期以上应收账款增长导致坏账准备计提比例同比提高 7.48 个百分点。截至 2014 年 3 月底，应收账款 30.17 亿元，较 2013 年底增长 34.05%，主要由于一季度为销售旺季，销量增长带动应收账款增加。

截至 2013 年底，公司其他应收款 11.18 亿元，主要由应收母公司斗山英维高的款项（9.36 亿元），银行按揭付款销售模式下公司代偿的款项（约 1 亿元）两部分构成。截至 2013 年底，公司其他应收款较上年大幅增长 263.84%，主要由于 2013 年公司 APA 调整方式有所变化，由上年采用直接减免应付账款更改为先付汇，再收回的方式，调整时会计上计入其他应收款。

截至 2013 年底，公司应收票据 6.32 亿元，全部为银行承兑汇票，较上年大幅增长 56.76%，主要是 2013 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 2014 年 3 月底，公司应收票据 5.52 亿元，较 2013 年底下降 12.68%，主要由于代理商现金支付比例增加所致。

截至 2013 年底，存货账面余额 15.93 亿元，主要为原材料（占 26.43%）、产成品（占 49.00%）和库存商品（占 15.86%），公司产成品是指在公司生产或组装的产品，库存商品是指购买来直接销售的配件。2013 年公司存货已计提存货

跌价准备 0.70 亿元，计提比例 4.39%，较 2012 年下降 2.06 个百分点。截至 2013 年底，公司存货净值 15.23 亿元，较 2012 年底减少 41.57%，主要由于目前受行业景气度低迷，下游需求严重不足影响，公司产品产量小于销量，处于去库存状态所致。2014 年 3 月底公司存货净额为 17.60 亿元，较 2013 年底增长 15.52%，主要由于公司为应对上半年的销售旺季加大了采购力度。

截至 2013 年底，公司预付账款 0.08 亿元，较 2012 年底大幅下降 98.27%，主要由于 2012 年预付账款主要针对斗山英维高，2013 年公司停止了对斗山英维高的预付。2014 年 3 月底，公司预付货款 0.11 亿元，较上年底增长 37.39%，主要由于一方面燃气供应公司将收款模式变更为预售，另一方面一季度展会较多，占用一部分预付款。

2014 年 3 月底，公司其他流动资产 2.73 亿元，较 2012 年底增长 27.62%，主要是资金池贷款增长所致。

非流动资产

截至 2013 年底，非流动资产合计 21.40 亿元。较 2012 年底减少 4.64%，主要由公司长期股权投资（24.04%）、固定资产（44.18%）、无形资产（8.96%）、递延所得税资产（19.28%）和其他非流动资产（4.36%）构成。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 5.14 亿元，全部为对联营企业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，2013 年度实现营业收入 0.66 亿元，净利润 0.28 亿元，分别同比下降 58.75% 和 60.00%。

截至 2013 年底，公司固定资产原值 15.66 亿元，其中房屋及建筑物占比 51.70%，机器设备占比 32.94%。截至 2013 年底，公司固定资产累计计提折旧 6.31 亿元、资产减值准备 0.11 亿元，固定资产净额 9.24 亿元。

截至 2013 年底，公司无形资产为 1.92 亿元，较 2012 年底增长 9.13%，公司无形资产包

括土地使用权（占 66.15%）和软件使用费（占 33.85%）。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产 0.93 亿元，主要是按揭保证金（占比 98.92%）。截至 2013 年底，公司其他非流动资产较上年底下降 48.38%，主要由于按揭保证金下降所致。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，资产结构相对稳定，但流动资产中应收账款和存货占比较高，资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 32.03 亿元，较 2012 年底下降 2.04%，其中归属于母公司的所有者权益占 97.98%。截至 2013 年底，归属于母公司所有者权益中，其中实收资本占 14.68%，盈余公积占 12.55%，未分配利润占 72.24%。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 31.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 31.26 亿元，较 2013 年底基本持平。公司归属母公司所有者权益构成与 2012 年底相比变化不大，仍以未分配利润为主。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益变动不大，所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较差。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额 66.27 亿元，较 2012 年底增长 7.10%，其中流动负债占比 89.51%，非流动负债占比 10.49%，公司负债以流动负债为主。

截至 2013 年底，公司流动负债 59.31 亿元，主要由短期借款（占 46.85%）、应付账款（占 22.52%）和预计负债（占 19.25%）构成。截至 2013 年底，公司流动负债较 2012 年底减少 2.56%，主要由于短期借款大幅下降所致。

截至 2013 年底，公司短期借款 27.79 亿元，其中信用借款占 71.61%，委托借款占 28.39%。截至 2013 年底，公司短期借款较 2012 年底大幅下降 38.93%，主要由于部分借款到期偿还所致。

截至 2013 年底，公司应付账款 13.36 亿元，其中账龄在一年以内的占 99.79%。截至 2013 年底，公司应付账款较 2012 年底大幅增长 403.64%，主要由于 APA 调整方式有所变化，2012 年采用直接减免应付账款的方式处理，2013 年更改为先付汇，再收回的方式，因付汇需经外汇管理局省局同意，公司在 2013 年底获得批复，但由于接近年底，公司未进行大规模付款，导致年底挤压应付账款较多。

截至 2013 年底，公司应付票据为 3.39 亿元，其中商业承兑汇票占 88.32%，银行承兑汇票占 11.68%。截至 2013 年底，公司应付票据较 2012 年底增长 173.78%，主要由于公司预计 2014 年行业好转，2013 年底加大采购所致。

截至 2013 年底，公司预计负债为 11.42 亿元，其中预提质保费和金融保证负债所占比重相对较大，分别为 36.60%和 50.88%。金融保证负债主要为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，并按照担保余额一定比例计提预计负债 5.81 亿元。

2013 年底，公司非流动负债 6.95 亿元，其中应付债券占 85.61%，长期借款占 14.39%。截至 2013 年底，公司非流动负债大幅增长 163.72%，主要由于应付债券大幅增长所致。

2013 年底，公司应付债券 5.95 亿元，为公司 2013 年 3 月发行的三年期 6 亿元中期票据。截至 2013 年底，公司长期借款为 1.00 亿元，全部为韩亚银行 2013 年 2 月 25 日提供的为期 3 年的信用贷款。

截至 2013 年底，公司有息债务规模为 38.13 亿元，短期债务为 31.18 亿元，分别较上年下降 20.13%和 33.30%。从债务指标看，2013 年公司资产负债率、长期债务资本化比率较 2012 年底上升 1.99 和 14.87 个百分点，全部债务资本化比率下降 5.00 个百分点。截至 2013 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 67.42%、54.35%和 17.84%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 75.68

亿元，较 2013 年底增长 14.20%，主要由于公司短期借款及应付票据增长所致；其中，流动负债占比 90.80%，非流动负债占比 9.20%。截至 2014 年 3 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 70.39%、58.83%、17.94%。

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. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 129.65%和 103.97%，分别较上年上升 11.16 和 28.30 个百分点。2014 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 125.58%和 99.97%，均较 2013 年底有所下降。整体来看，跟踪期内，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2013 年，公司实现 EBITDA2.81 亿元，同比减少 7.82%，EBITDA 利息倍数为 1.19 倍，较上年略有下降；全部债务/EBITDA 倍数从上年的 15.64 倍下降至 13.56 倍。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2014年3月底，公司获得银行综合授信（合并口径）89.49亿元，其中60.47亿元尚未使用，公司间接融资能力畅通。

或有负债方面，截至2014年3月底，公司为关联方斗山机床提供贷款美元担保，以3月31日人民币兑美元汇率为折算人民币1.03亿元，担保比率为3.24%，目前被担保公司经营状况一般，对外担保事项对公司经营存在一定影响。

公司为客户提供担保的按揭贷款方面，截至2014年3月底，按揭贷款余额16.21亿元，其中存在逾期本金0.62亿元。公司为客户提供担保的融资租赁方面，截至2014年3月底，融资租赁贷款余额45.21亿元，存在逾期本金14.72亿元，目前尚未形成回购。

5. 对存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为“13 斗山 MTN1” 6 亿元（以下简称“存续期内债券”）。

截至2014年3月底，公司现金类资产27.04亿元，扣除受限制货币资金15亿元，公司现金类资产是存续期内债券的2.01倍，公司现金类资产对存续期内债券的覆盖程度较高。

2013年，公司EBITDA、经营活动现金流量和经营活动现金净流量对存续期内债券的保障倍数分别为0.47倍、9.36倍和3.62倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券的覆盖程度较高。

总体看，公司现金类资产及经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较好。

6. 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》（报告编号B-2014040060647418），截至2014年04月14日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

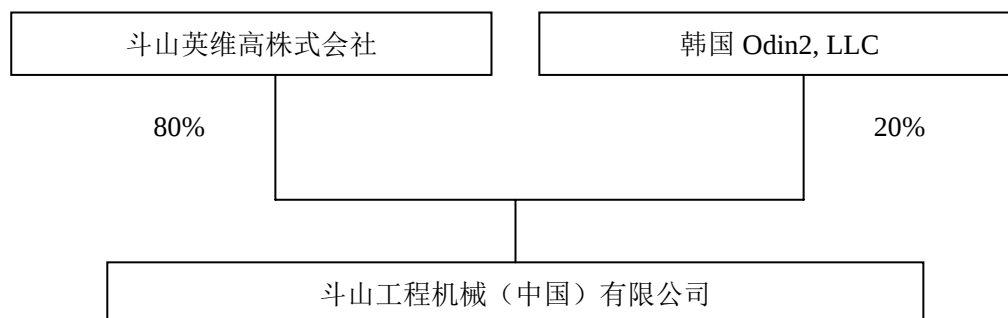
7. 抗风险能力

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强。

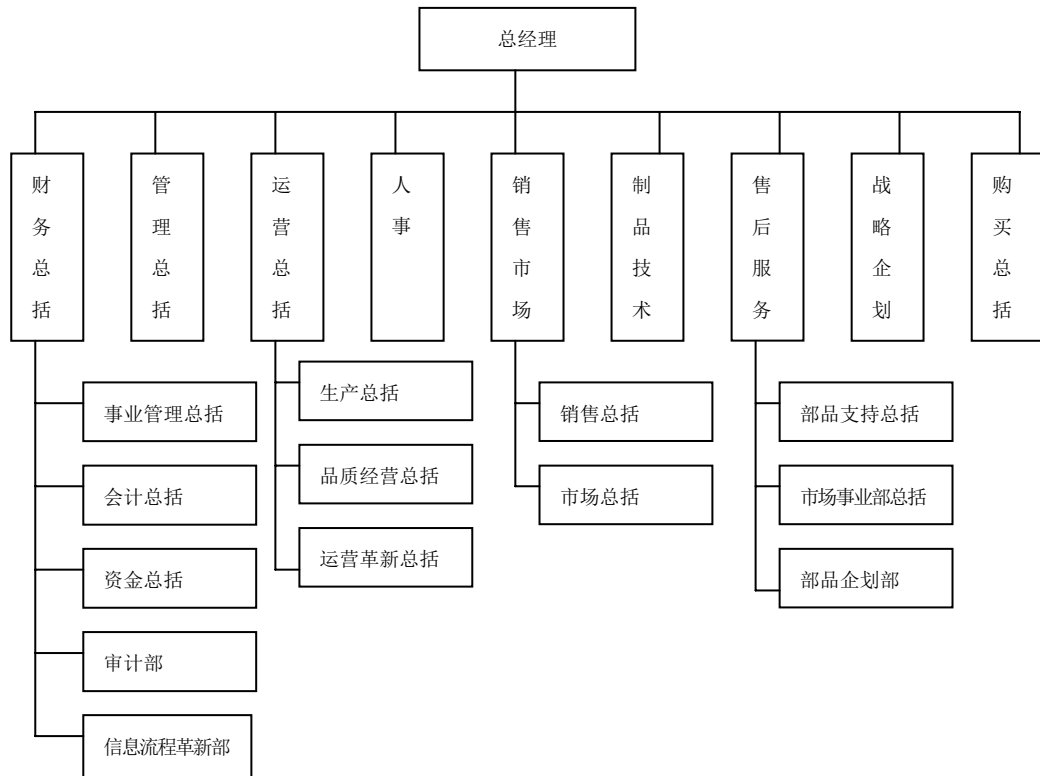
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面，维持“13 斗山 MTN1” AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.60	15.43	25.10	27.04
资产总额(亿元)	96.46	94.57	98.30	107.51
所有者权益(亿元)	33.70	32.69	32.03	31.83
短期债务(亿元)	38.71	46.74	31.18	38.53
长期债务(亿元)	1.00	1.00	6.95	6.96
全部债务(亿元)	39.71	47.74	38.13	45.49
营业收入(亿元)	114.67	54.98	53.32	17.08
利润总额(亿元)	8.11	-0.53	-0.79	0.97
EBITDA(亿元)	11.67	3.05	2.81	--
经营性净现金流(亿元)	-10.58	-3.61	21.73	-1.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.83	2.01	1.99	--
存货周转次数(次)	2.97	1.41	1.98	--
总资产周转次数(次)	1.19	0.58	0.55	--
现金收入比(%)	107.44	112.66	103.63	87.40
营业利润率(%)	16.14	24.77	22.57	19.16
总资本收益率(%)	10.94	1.56	2.09	--
净资产收益率(%)	16.93	-3.28	-2.78	--
长期债务资本化比率(%)	2.88	2.97	17.84	17.94
全部债务资本化比率(%)	54.10	59.35	54.35	58.83
资产负债率(%)	65.07	65.43	67.42	70.39
流动比率(%)	123.23	118.49	129.65	125.58
速动比率(%)	70.79	75.67	103.97	99.97
经营现金流动负债比(%)	-17.14	-5.93	36.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.01	1.31	1.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.40	15.64	13.56	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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+费用化利息支出) / (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%
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
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%

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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。