

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1449 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将斗山工程机械（中国）有限公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁻，评级展望稳定，并将“13斗山MTN1”的信用等级由AA调整至AA⁻。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十四日



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：稳定

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：2015 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.43	25.10	29.40	24.75
资产总额(亿元)	94.57	98.30	93.07	97.02
所有者权益(亿元)	32.69	32.03	28.70	28.70
长期债务(亿元)	1.00	6.95	6.98	1.00
全部债务(亿元)	47.74	38.13	40.81	44.87
营业收入(亿元)	54.98	53.32	44.62	6.73
利润总额(亿元)	-0.53	-0.79	-4.80	0.04
EBITDA(亿元)	3.05	2.81	-1.22	--
经营性净现金流(亿元)	-3.61	21.73	5.11	-0.75
营业利润率(%)	24.77	22.57	25.78	21.69
净资产收益率(%)	-3.28	-2.78	-9.61	--
资产负债率(%)	65.43	67.42	69.16	70.42
全部债务资本化比率(%)	59.35	54.35	58.71	60.98
流动比率(%)	118.49	129.65	123.38	111.81
全部债务/EBITDA(倍)	15.64	13.56	-33.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.19	-0.53	--
经营现金流动负债比(%)	-5.93	36.64	8.90	--

注：2015 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。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受中国宏观经济增速放缓以及行业产能过剩影响，公司收入规模下降较快，跟踪期内出现大幅亏损，盈利能力持续弱化，经营压力加大且或有负债风险较高等因素给公司信用状况带来不利影响。

跟踪期内，中国经济增速有待恢复，工程机械行业景气度低迷，公司仍面临较大的经营压力，后续经营业绩改善有赖于下游行业需求增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整至 AA⁻，评级展望稳定，并将“13 斗山 MTN1”的信用等级由 AA 调整至 AA⁻。

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. 跟踪期内，公司收入规模下降较快，资产减值损失大幅提升，出现较大亏损。
2. 跟踪期内，公司债务负担加重，短期债务占比高，债务结构有待改善。
3. 公司按揭担保和融资租赁担保额度大，存在较高或有负债风险。
4. APA 协议将于 2015 年底到期，未来调整方式尚存不确定性。

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 Infrocore Co., Ltd）”。截至2015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2015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2014年底，公司资产总额93.07亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.70亿元。2014年公司实现营业收入44.62亿元，利润总额-4.80亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额97.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.70亿元。2015年1~3月公司实现营业收入6.73亿元，利润总额0.04亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价

格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动

基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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。

2014 年中国固定资产投资增速继续放缓,全年固定资产投资额为 512761 亿元,比上年增长 15.3%,增速比上年回落 4.3 个百分点。根据中国工程机械信息网的统计,2014 年全行业挖掘机销售 92583 台,同比下滑 19%;装载机销售 150614 台,同比下降 17%;推土机销售 7712 台,同比下滑 18.92%;压路机销售 14270 台,同比下降 9.26%;叉车销售 359622 台,同比增长 9.39%。

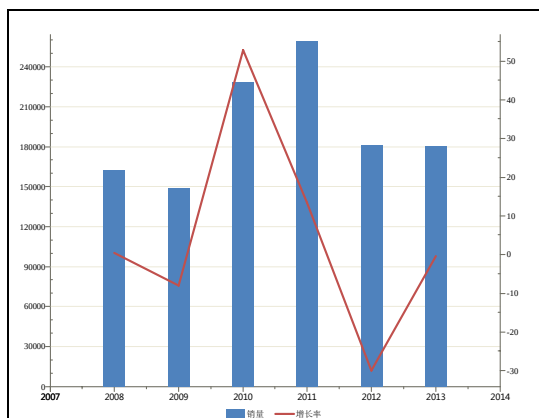
装载机

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（单位：台、%）



资料来源：Wind 资讯

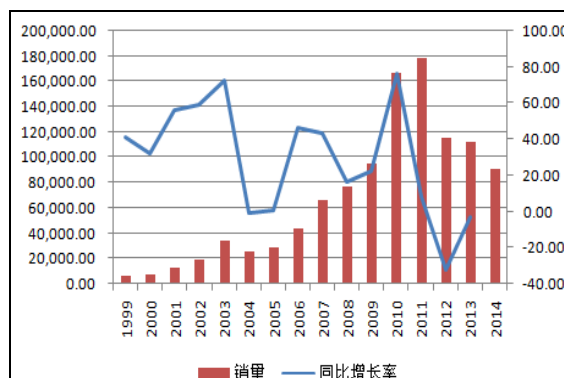
2013 年中国境内 26 家主要装载机制造商累计销售装载机 180775 台，同比增长 4.07%。其中：国内共销售装载机 151299 台，占总销量的 83.69%，同比增长 5.24%；出口装载机 29476 台，占总销量的 16.31%，同比下降 1.54%。根据中商情报网数据，2014 年 1~12 月份全国 28 家主要装载机企业累计销售各类装载机 150614 台，下降 17.0%；累计出口装载机 24153 台，下降 17.7%。总体来看，装载机市场景气度仍将保持低迷，市场需求短期内难以快速改善。

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（单位：台、%）



资料来源：Wind 资讯

根据中国工程机械工业协会挖掘机分会统计，纳入统计的 28 家主机制造企业 2014 年累计销售液压挖掘机为 9.05 万台（含出口），同比下降 19.48%。分品牌看，2014 年，日系品牌实现销量 26239 台，同比上升 1.9%，其中久保田在小挖领域占据优势，同比增长 1.4%；韩系品牌 2014 年实现销量 10648 台，同比下滑 2.3%，下降幅度明显；欧美品牌 2014 年实现销量 14778 台，同比上升 1.2 个百分点，其中卡特彼勒实现销量 9826 台，同比增长 3.0%；国产品牌 2014 年实现销量 38842 台，同比下降 0.9%，绝大多数企业均有 10%~30% 不等的下滑。

总体看，2014 年挖掘机行业持续受下游行业景气度低迷影响，整体延续了下行趋势。

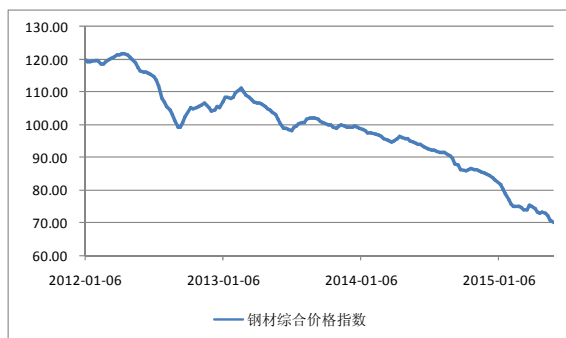
2. 行业关注

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%。2014 年全年，钢材价格延续了持续下跌的趋势。2015 年以来，钢材价格指数仍处于下滑趋势。

图 3 2012 年以来钢材综合价格指数



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。

3. 区域经济

2014 年度，烟台市实现生产总值（GDP）6002.08 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.1%。其中，第一产业增加值 441.27 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 3212.35 亿元，增长 8.8%；第三产业增加值 2348.46 亿元，增长 10.4%。三次产业结构由上年的 7.5: 54.8: 37.7 调整为 7.4: 53.5: 39.1。全市人均生产总值 85795 元（按年平均汇率折合 13967 美元），比上年增长 8.9%。全年居民消费价格比上年上涨 1.9%，涨幅比上年提高 0.1 个百分点。

2014 年度，烟台市全年固定资产投资 4101.06 亿元，比上年增长 15.9%。其中，第一产业投资 53.17 亿元，比上年增长 12.5%；第二产业投资 1587.77 亿元，增长 10.7%，其中工业投资 1573 亿元，增长 10.9%；第三产业投资 2460.11 亿元，增长 19.4%。全年房地产开发投资 611.80 亿元，比上年增长 5.8%。其中，住宅投资 453.99 亿元，增长 6.0%；商业营业用房投资 90.53 亿元，增长 19.2%。

2014 年度，烟台市实现一般公共预算收入 490.16 亿元，比上年增长 12.1%，其中税收收入 393.23 亿元，增长 13.8%。税收收入占一般公共预算收入的比重 80.2%，比上年提高 3 个百分点。一般公共预算支出 574.86 亿元，比上年增长 6.1%。其中，教育支出 104.62

亿元，增长 2.6%；社会保障和就业支出 70.71 亿元，增长 7.5%；医疗卫生支出 43.11 亿元，增长 15.8%；节能环保支出 9.89 亿元，增长 15.3%；城乡社区支出 70.73 亿元，增长 52.2%；农林水事务支出 78.64 亿元，增长 10.0%。

总体看，跟踪期内，烟台市经济保持较快发展，财政实力和固定资产投资进一步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2015 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，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 品质管理体系认证(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、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。

2014 年，受国内经济增速及固定资产投资增速放缓影响，公司营业收入进一步下降，全年实现营业收入 44.62 亿元，同比下降 16.31%，分产品看，公司主营业务板块中挖掘机收入下滑 15.65%，主要由于市场需求萎缩，公司对回款较差、债权较多的代理商限制销售所致；装载机收入下滑 10.45%，主要由于市场需求下滑所致；部品收入大幅下滑 36.16%，主要由于跟踪期内，公司产品市场下滑较大，配件市场随之下滑所致。

2014 年，公司综合毛利率为 26.28%，较上年提高 3.03 个百分点。分产品看，挖掘机毛利率提高 1.51 个百分点，装载机毛利率提高 1.70 个百分点，主要由于跟踪期内公司陆续推出新机型，淘汰老机型，新机型毛利率较高，同时 2014 年斗山苏州停止生产，人员部分裁撤，生产全部集中在烟台工厂，降低了部分固定耗费，导致毛利率上升。

2015 年 1~3 月，公司营业收入为 6.73 亿元，为 2014 年全年收入的 15.08%，同比下滑 60.60%。从收入构成看，挖掘机收入比重小幅下滑至 72.46%，装载机收入比重上升至 12.02%。从毛利率看，公司综合毛利率下滑 4.57 个百分点。

总体看，工程机械行业景气度进一步下探，公司营业收入下降幅度加大，受益于附加值较高的新机型推出，公司整体毛利率稳中有升。

表1 公司营业收入构成及毛利率变动

(单位: 万元, %)

项 目	2013 年			2014 年			2015 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	533043.56	99.98	23.23	446097.45	99.97	26.26	67263.82	99.98	21.68

其中：挖掘机	406712.59	76.28	25.47	343045.95	76.88	26.98	48747.42	70.56	25.32
装载机	52855.74	9.91	0.62	47333.36	10.61	2.32	8089.99	12.02	1.54
*部品	72829.98	13.66	26.49	46494.48	10.42	38.90	10426.28	15.50	29.98
*其他产品	645.25	0.12	99.72	9223.65	2.07	58.52	0.13	0.00	60.74
*其他业务	116.80	0.02	100.00	123.74	0.03	100.00	15.33	0.02	100.00
合计	533160.36	100.00	23.25	446221.19	100.00	26.28	67279.15	100.00	21.71

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
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	采购均价（元/吨）	3962.95			52204.11
	采购量（吨、个）	9560.78			6134.00
	采购金额（万元）	3788.89	55852	16814	32022.00
2015 年 1~3 月	采购均价（元/吨）	3461.53			49663.75
	采购量（吨、个）	1514.05			1487.00
	采购金额（万元）	524.09	13779	8535	7385.00

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。2014年，公司钢板平均采购均价较上年下降15.14%，2015年一季度钢板采购均价较2014年进一步下降12.65%。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。2014年公司从母公司采购13.51亿元，占总采购比例的45.88%。

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。

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。2014 年，斗山英维高调整公司对其采购关键零部件采购成本 1 次，调减金额为 3.14 亿元，调整后公司 EBIT 为 8.91%。

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 APA 协议将于 2015 年底到期，未来调整方式尚未确定性，同时由于 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 2014 年 12 月 31 日，斗山山东经审计的资产总计 6.21 亿元，所有者权益 0.01 亿元。2014 年度，实现营业收入 4.97 亿元，净利润 -0.89 亿元。截至 2015 年 3 月 31 日，斗山山东未经审计的资产总计 6.25 亿元，所有者权益

-0.16 亿元。2015 年 1~3 月，实现营业收入 0.83 亿元，净利润 -0.17 亿元。跟踪期内，由于装载机市场产能过剩严重，市场行情低迷，斗山山东经营状况持续恶化。

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 2014 年 12 月 31 日，斗山苏州经审计的资产总计 4.42 亿元，所有者权益 1.51 亿元。2014 年实现营业收入 0.83 亿元，净利润 -0.20 亿元。截至 2015 年 3 月 31 日，斗山苏州未经审计的资产总计 4.35 亿元，所有者权益 1.06 亿元。2015 年 1~3 月，实现营业收入 0.31 亿元，净利润 -0.05 亿元。2015 年 5 月，公司以 1886 万元向 DOOSAN INTERNATIONAL SOUTH EAST ASIA PTE,LTD 出售斗山苏州 75% 股权，目前手续正在办理中。

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起到了重要作用，但随着 APA 协议到期以及斗山苏州出售，公司未来盈利面临较大不确定性。

表3 2014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	秦皇岛首钢渤海通物流有限公司	463.06	12.22	斗山英维高株式会社	135079.76	45.88
2	烟台图特经贸有限公司	382.15	10.09	珍晨产业（烟台）有限公司	12743.83	2.86
3	烟台中金钢铁有限公司	2433.05	64.22	青岛现代机械有限公司	24853.37	5.59
4	济南三鼎物资有限公司	373.68	9.86	多保精密工业（烟台）有限公司	18240.76	4.10
5	烟台恒邦集团有限公司经贸分公司	136.44	3.60	东洋机电（中国）有限公司	17852.94	4.01
合计		3788.38	90.13	合计	208770.66	62.44

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
2013 年度	采购数量 (个)	5014	4035	1587
	采购金额 (千美元)	42142	10587	4864
2014 年度	采购数量 (个)	6134	4367	3998
	采购金额 (千美元)	51649	11551	7853
2015 年 1~3 月	采购数量 (个)	1487	1718	521
	采购金额 (千美元)	11911	3410	1,055

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2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；子公司斗山苏州已于2015年5月对外出售。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2015年3月底，公司挖掘机和装载机的产能分别为年产30000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
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	产能	30000	6000
	产量	6471	1852
	销量	6903	1857
	产能利用率	21.57%	30.87%
	产销率	106.68%	100.27%
2015 年 1~3 月	产能	30000	6000
	产量	1666	391
	销量	1119	316
	产能利用率	--	--
	产销率	67.17%	80.82%

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，2014 年挖掘机的产量和销量分别为 1666 台和 1119 台，较 2013 年分别下降 16.80%和 15.90%，产能利用率下滑 0.97 个百分点，产销率基本保持

稳定；2015 年 1~3 月挖掘机产量和销量分别完成 2014 年全年的 25.75%和 16.21%，产销率下滑 39.51 个百分点，公司挖掘机经营状况进一步恶化。

2014 年，公司装载机产销量分别为 1852 台和 1857 台，较 2013 年分别下滑 15.36%和 12.78%，产能利用率亦有所下滑；2015 年 1~3

月装载机产销量分别完成 2013 年全年的 21.11%和 17.02%，产销率下滑 19.45 个百分

点。跟踪期内，公司装载机产销量均出现较大下滑，装载机经营状况堪忧。

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	2013 年 平均价格	2014 年 平均价格	2015 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	30	29
	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	32	31
	DH80G	中端客户	建筑、农业、租赁	44	41	41
中大型挖掘机 (15~50 吨)	DH150LC-7	中端客户	建筑、农业、租赁	61	58	58
	DH215-9	中端客户	建筑、矿山、甲方	80	72	72
	DH215-9E	中端客户	建筑、租赁	79	72	72
	DH220LC-9E	中端客户	建筑、租赁	82	75	75
	DH225LC-9	中、高端客户	建筑、矿山、甲方	87	81	81
	DX260LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	100	88	88
	DH300LC-7	中端客户	小型矿山、大型建筑	114	106	106
	DX300LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	120	109	109
	DX345LC	中端客户	小型矿山、大型建筑	139	127	127
	DH370LC-9	中端客户	大型矿山	149	137	137
	DX380LC	中、高端客户	大型矿山	158	143	143
	DH420LC-7	中端客户	大型矿山	169	158	159
	DH500LC-7	中端客户	大型矿山	205.5	182	182
轮式挖掘机 (6~21 吨)	DX60W	中端客户	城市市政建设	54.3	48	48
	DH150W-7	中端客户	城市市政建设	83.8	78	78
	DH210W-7	中端客户	城市市政建设	102	95	95

资料来源: 公司提供

公司主要产品挖掘机位为中高端产品，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。从销售均价看，跟踪期内，公司绝大部分挖掘机销售均价出现不同程度下滑。

总体看，跟踪期内公司主要产品产销量下滑，销售价格出现不同程度下滑，公司面临的经营压力很大。

4. 产品销售

公司产品销售以国内为主，2014年，公司内销销售收入占比94.87%，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，2014年出口占比仅为5.14%。公司产品主要出口至韩国斗山英维高株式会社和斗山英维高欧洲。

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 2015 年 3 月底，公司共有代理商 38 个，下设销售处 400 余个。

表 7 公司产品销售情况

销售渠道	2013 年		2014 年		2015 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	21012.71	3.94	22930.64	5.14	5252.72	7.81

出口非本部						
国内关联方销售	4779.16	0.90	26.10	0.01	15.33	0.02
国内非关联方销售	507368.49	95.16	423264.45	94.86	62011.10	92.17
合计	533160.36	100.00	446221.19	100.00	67279.15	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。2013~2015 年 3 月底，按揭付款客户一般首付为 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 2015 年 3 月底，该协议项下贷款余额 12.50 亿元，存在逾期本金 0.17 亿元（2014 年底为 1.02 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 2015 年 3 月底，采取 12/18/24/36 个月期限结算的金额占比分别为 2%、6%、30%和 62%。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 2015 年 3 月底，该协议项下贷款余额 24.88 亿元，存在逾期本金 17.54 亿

元（2014 年底为 22.75 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。

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	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
全款销售	4.50%	9.10%	8.8%
分期付款	10.20%	29.10%	26.02%
银行按揭	44.60%	30.90%	34.90%
融资租赁	40.70%	30.90%	30.28%

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 2015 年一季度数据看，融资租赁、银行按揭付款和分期付款是主要的销售结算方式。

总体看，跟踪期内，公司为客户提供的第二回购担保使公司面临一定或有负债风险。

5. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数和总资产周转次数有所下滑，存货周转次数有所上升，2014 年分别为 1.67 次、0.47 次和 2.42 次。总体看，跟踪期内，公司营运能力下降，经营压力加大。

6. 未来发展

2016~2018 年，公司预计投资金额分别为 0.62 亿元、0.60 亿元和 0.84 亿元，主要包括 AM 投资、IT 系统开发、CModel 开发以及生产及品质投资。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。总体看，公司未来投资支出规模较低。

表 9 公司未来三年投资规划（单位：万元）

项 目	截至 2015 年 3 月底已投资	2016 年	2017 年	2018 年
AM 投资	240	52	62	71
IT 系统开发	126	320	340	350
CModel 开发	204	3798	4366	5020
生产及品质投资		2011	1300	2980
投资合计	570	6181	6068	8421

资料来源：公司提供

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 2015 年 3 月底，募集资金已按计划使用完毕。

九、财务分析

公司 2012~2014 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 2015 年一季度财务报告未经审计。

2014 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 2014 年底，公司资产总额 93.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.70 亿元。2014 年公司实现营业收入 44.62 亿元，利润总额 -4.80 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 97.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.70 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 6.73 亿元，利润总额 0.04 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。2014 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 44.62 亿元，较 2013 年下降 16.31%，营业成本 32.90 亿元，较 2013 年下降 19.61%。2014 年，公司营业利润率为 25.78%，较 2013 年提高 3.21 个百分点。

2014 年，公司期间费用合计 6.49 亿元，占营业收入的比重为 14.54%。受销售费用下降影响，2013 年公司期间费用较上年下降 18.96%，占营业收入比重较上年下降 0.48 个百分点，公司期间费用控制能力有所提高。

2014 年，公司资产减值损失较上年大幅增长 204.68%，主要由于存货跌价准备及其他大幅增长所致。2014 年，公司资产减值损失 4.74 亿元，其中坏账损失占 41.14%，存货跌价准备占 29.96%，其他（为公司计提的对斗山（中国）融资租赁有限公司的投资损失）占 28.90%。

2014 年，公司营业外收入 0.20 亿元，较上年变化不大。2014 年，公司营业外支出 5.27 亿元，较上年大幅增长 39.77% 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 10.97 亿元,较 2013 年大幅增长 88.81%。

从盈利指标来看,2014 年,公司净资产收益率、总资本收益率和营业利润率分别为 -9.61%、-0.65%和 25.78%,营业利润率较上年提高 3.21 个百分点,总资本收益率和净资产收益率均较上年大幅下降。

2015 年 1~3 月,公司营业收入 6.73 亿元,为 2014 年全年的 15.08%,较上年同期下降 60.60%。2015 年 1~3 月,公司营业利润率下降至 21.69%。2015 年 1~3 月,公司实现利润总额 0.04 亿元。

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,公司经营风险加大。

2. 现金流

经营活动方面,2014 年销售商品、提供劳务收到的现金为 53.91 亿元,同比下降 2.43%。同期,购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长 86.96%,主要由于公司 2013 年底加大了原材料采购力度,该部分款项于 2014 年支付;同时 2013 年公司进口商品大部分款项于 2014 年支付。2014 年,公司经营活动现金流量净额表现为净流入,为 5.11 亿元,较上年大幅下降 76.51%。

从收入实现质量来看,2014 年公司现金收入比为 120.82%,较上年上升 17.18 个百分点。

从投资活动来看,2014 年公司投资活动现金流入为 1.39 亿元,较上年增长 19.63%,主要受收回投资收到的现金增长所致;投资活动现金流出 0.24 亿元,较上年大幅下降 81.71%,主要由于构建固定资产、无形资产等支付的现金大幅下降所致;投资活动现金流量净额为 1.16 亿元,较上年大幅上升。

从筹资活动来看,2014 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。2014 年,公

司筹资活动产生的现金流量净额为净流入 1.69 亿元,较上年大幅增长。

2015 年 1~3 月,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.53 亿元,为 2014 年全年的 13.97%,现金收入比下降至 111.92%;公司购买商品、接受劳务支出的现金为 6.42 亿元,为 2014 年的 18.94%。2015 年 1~3 月公司实现经营活动现金净流出 0.75 亿元;同期公司投资活动现金净流出 0.56 亿元;2015 年 1~3 月,公司筹资活动产生的现金净流量为-3.66 亿元。

总体看,跟踪期内随着经营状况恶化,公司经营性现金净流入规模大幅下降,更多依靠投资活动和筹资活动补充经营资金。

3. 资产及债务结构

截至 2014 年底,公司资产总额 93.07 亿元,较 2013 年小幅下降 5.32%,其中流动资产合计占 76.08%,非流动资产合计占 23.92%,公司流动资产比重较上年下降 2.15 个百分点。截至 2015 年 3 月底,公司总资产为 97.02 亿元,较 2014 年底增长 4.25%,流动资产占 77.58%,非流动资产占 22.42%。

流动资产

截至 2014 年底,公司流动资产合计 70.81 亿元,较 2013 年下降 7.92%。截至 2014 年底,公司流动资产主要以货币资金(占 37.58%)、应收账款(30.91%)、其他应收款(占 7.88%)和存货(16.92%)为主。

截至 2014 年底,公司货币资金为 26.61 亿元,其中银行存款占 58.99%,使用受限制的银行保证金占 41.01%。截至 2014 年底,公司货币资金较较上年底增长 41.69%,主要由于银行存款大幅增长所致。2015 年 3 月底,公司货币资金 21.59 亿元(其中受限制货币资金 10.50 亿元),较 2014 年底下降 18.88%。

截至 2014 年底,公司应收账款 21.89 亿元,同比小幅下滑 2.76%。从账龄看,账龄在 1 年以内的应收账款占比 60.75%,1~2 年的占比 14.89%,2~3 年占比 13.22%,3 年以上的占

比 11.15%。从集中度看，截至 2014 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 30.38%。截至 2014 年底，公司已累计提取 6.78 亿元坏账准备，计提比例为 23.66%，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 5.96 个百分点。截至 2015 年 3 月底，应收账款 21.99 亿元，较 2014 年底略有增长。

截至 2014 年底，公司其他应收款 5.58 亿元，主要由应收斗山英维高株式会社的 APA 调整款 3.14 亿构成。截至 2014 年底，公司其他应收款较上年大幅下降 50.10%，主要由于以前年度的 APA 调整款项收回，2014 年约收回 7.9 亿。

截至 2014 年底，存货账面余额 13.07 亿元，主要为原材料（占 18.74%）、产成品（占 51.68%）和库存商品（占 20.25%），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。2014 年公司存货已计提存货跌价准备 1.09 亿元，计提比例 8.32%。截至 2014 年底，公司存货净值 11.98 亿元，较 2013 年底减少 21.36%。2015 年 3 月底公司存货净额为 14.88 亿元，较 2014 年底增长 24.19%，主要由于公司预计 15 年 3 月~6 月属于销售旺季，加大库存应对销售。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 1.84 亿元，较 2013 年底大幅下降 32.63%，主要由于资金池贷款下降所致。2015 年 3 月底，公司其他流动资产大幅增长至 7.16 亿元，主要由于公司 14 年底收回对关联方的资金池借款，15 年又重新借出。

非流动资产

截至 2014 年底，非流动资产合计 22.26 亿元。较 2013 年底增长 4.04%，主要由长期股权投资（17.18%）、固定资产（37.75%）、无形资产（8.30%）、递延所得税资产（33.25%）和其他非流动资产（3.04%）构成。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 3.82 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，2014 年度实现营业收入 2.74 亿元，净利润-0.53 亿元，分别同比下降 33.50%和 292.38%。

截至 2014 年底，公司固定资产原值 15.86 亿元，其中房屋及建筑物占比 51.29%，机器设备占比 32.83%。截至 2014 年底，公司固定资产累计计提折旧 7.35 亿元、资产减值准备 0.11 亿元，固定资产净额 8.40 亿元。

截至 2014 年底，公司无形资产为 1.85 亿元，较 2013 年底下降 3.63%，公司无形资产包括土地使用权（占 67.18%）和软件使用费（占 32.82%）。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产 0.68 亿元，主要是按揭保证金（占比 98.21%）。截至 2014 年底，公司其他非流动资产较上年底下降 27.36%，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 2014 年底，公司所有者权益合计 28.70 亿元，较 2013 年底下降 10.38%，其中归属于母公司的所有者权益占 98.70%。截至 2014 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 16.26%，盈余公积占 13.91%，未分配利润占 69.25%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 28.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 28.40 亿元，较 2014 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 2014 年底，公司负债总额 64.37 亿元，较 2013 年底下降 2.87%，其中流动负债占比 89.16%，非流动负债占比 10.84%，公司负债以

流动负债为主。

截至 2014 年底,公司流动负债 57.39 亿元,主要由短期借款(占 55.72%)、应付账款(占 9.50%)和预计负债(占 26.56%)构成。截至 2014 年底,公司流动负债较 2013 年底下降 3.24%,主要由于应付账款大幅下降所致。

截至 2014 年底,公司短期借款 31.98 亿元,其中信用借款占 75.24%,委托借款占 24.76%。截至 2014 年底,公司短期借款较 2013 年底增长 15.08%。

截至 2014 年底,公司应付账款 5.45 亿元,其中账龄在一年以内的占 97.20%。截至 2014 年底,公司应付账款较 2013 年底大幅下降 59.19%,主要由于 2014 年采购数量下降所致。

截至 2014 年底,公司应付票据为 1.86 亿元,其中商业承兑汇票占 82.23%,银行承兑汇票占 17.77%。截至 2014 年底,公司应付票据较 2013 年底下降 45.21%,主要由于 2014 年采购数量下降所致。

截至 2014 年底,公司预计负债为 15.24 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 18.81%和 71.96%。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 10.97 亿元。

2014 年底,公司非流动负债 6.98 亿元,其中应付债券占 85.66%,长期借款占 14.34%,非流动负债规模较 2013 年底变化不大。

2014 年底,公司应付债券 5.98 亿元,为公司 2013 年 3 月发行的三年期 6 亿元中期票据。

截至 2014 年底,公司有息债务规模为 40.81 亿元,短期债务为 33.84 亿元,分别较上年增长 7.03%和 8.53%。从债务指标看,2014 年公司资产负债率、长期债务资本化比率较 2013 年底上升 1.74 和 1.71 个百分点,全部债务资本化比率上升 4.36 个百分点。截至 2014 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 69.16%、58.71%和 19.55%。

截至 2015 年 3 月底,公司负债总额为 68.32 亿元,较 2014 年底增长 6.14%,主要由于短期借款增长所致;其中,流动负债占比 98.54%,非流动负债占比 1.46%。截至 2015 年 3 月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率有所上升,分别为 70.42%和 60.98%,长期债务资本化比率大幅下降至 3.37%,主要由于公司将 5.98 亿元的应付债券调整重分类至一年内到期的非流动负债科目核算。

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,2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 123.38%和 102.51%,分别较上年下降 6.27 和 1.46 个百分点。2015 年 3 月底,公司流动比率、速动比率分别为 111.81%和 89.71%,均较 2014 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,2014 年,公司 EBITDA 为-1.22 亿元,同比大幅下降,EBITDA 利息倍数为-0.53 倍,较上年大幅下降;全部债务/EBITDA 倍数从上年的 13.56 倍下降至-33.59 倍。整体看,EBITDA 对债务及利息不具保障作用。

截至 2015 年 3 月底,公司获得银行综合授信(合并口径) 59.23 亿元,其中 30.07 亿元尚未使用,公司间接融资能力畅通。

或有负债方面,截至 2015 年 3 月底,公司为关联方斗山机床提供贷款担保 0.75 亿元人民币和 450 万美元。

公司为客户提供担保的按揭贷款,截至 2015 年 3 月底,按揭贷款余额 12.50 亿元,其中存在逾期本金 0.17 亿元。公司为客户提供担保的融资租赁,截至 2015 年 3 月底,融资租赁贷款余额 24.88 亿元,存在逾期本金 17.54 亿元。

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2015年3月底，公司现金类资产24.75亿元，扣除受限制货币资金10.50亿元，公司现金类资产是存续期内债券的2.38倍，公司现金类资产对存续期内债券的覆盖程度较高。

2014年，公司EBITDA、经营活动现金流入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-0.20倍、9.27倍和0.85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

根据企业信用报告（银行版）（机构信用代码：G10370601000316400），截至2015年07月15日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷记录中有2笔关注类贷款、4笔关注类票据贴现和89笔关注类银行承兑汇票。

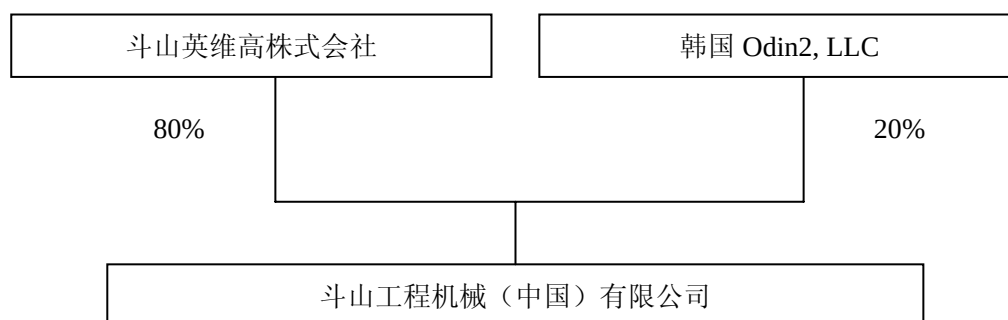
7. 抗风险能力

基于对工程机械行业运行状况、区域环境、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。

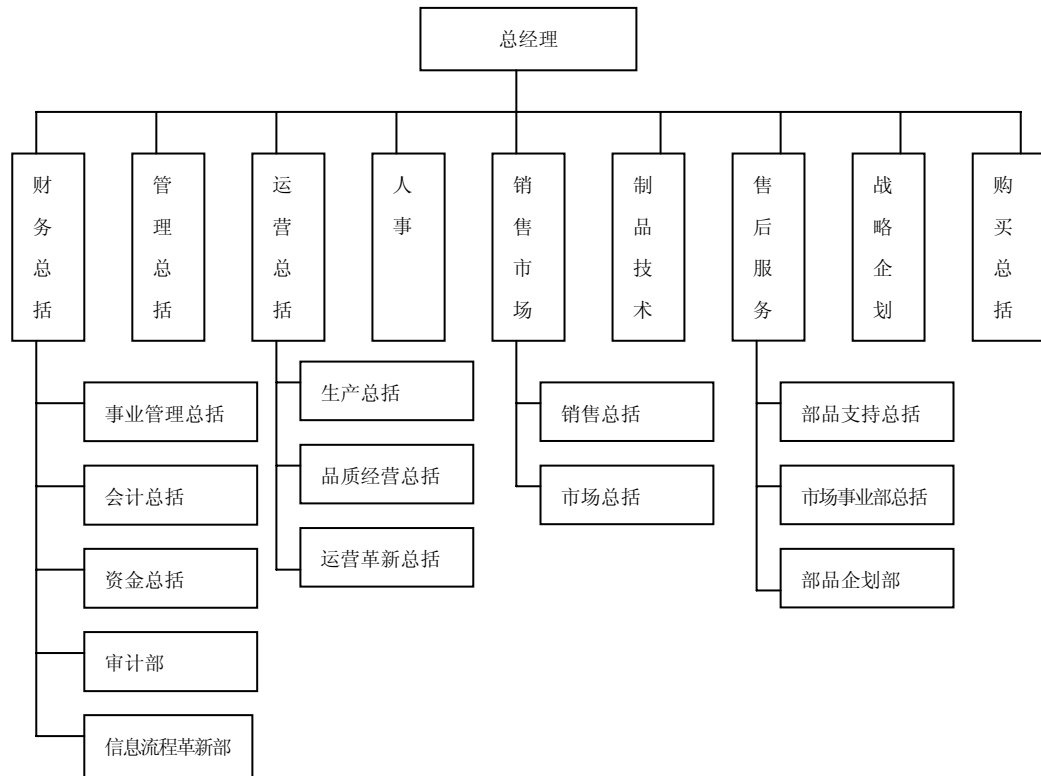
十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁻，评级展望稳定，并将“13斗山MTN1”的信用等级由AA调整至AA⁻。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.43	25.10	29.40	24.75
资产总额(亿元)	94.57	98.30	93.07	97.02
所有者权益(亿元)	32.69	32.03	28.70	28.70
短期债务(亿元)	46.74	31.18	33.84	43.87
长期债务(亿元)	1.00	6.95	6.98	1.00
全部债务(亿元)	47.74	38.13	40.81	44.87
营业收入(亿元)	54.98	53.32	44.62	6.73
利润总额(亿元)	-0.53	-0.79	-4.80	0.04
EBITDA(亿元)	3.05	2.81	-1.22	--
经营性净现金流(亿元)	-3.61	21.73	5.11	-0.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.21	1.99	1.67	--
存货周转次数(次)	1.58	1.98	2.42	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.55	0.47	--
现金收入比(%)	112.66	103.63	120.82	111.92
营业利润率(%)	24.77	22.57	25.78	21.69
总资本收益率(%)	1.56	2.09	-0.65	--
净资产收益率(%)	-3.28	-2.78	-9.61	--
长期债务资本化比率(%)	2.97	17.84	19.55	3.37
全部债务资本化比率(%)	59.35	54.35	58.71	60.98
资产负债率(%)	65.43	67.42	69.16	70.42
流动比率(%)	118.49	129.65	123.38	111.81
速动比率(%)	75.67	103.97	102.51	89.71
经营现金流动负债比(%)	-5.93	36.64	8.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.19	-0.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.64	13.56	-33.59	--

注：公司 2015 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/营业收入×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。