

跟踪评级公告

联合[2013] 1484 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持升华集团控股有限公司主体长期信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“13升华CP001” A-1的信用等级。

特此公告。



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>

升华集团控股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: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
13 升 华 CP001	2.5 亿元	2013/09/05~ 2014/09/05	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 10 月 25 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 6 月
现金类资产(亿元)	13.48	19.25	18.74	22.85
资产总额(亿元)	85.37	110.41	105.06	112.89
所有者权益(亿元)	26.94	34.82	34.15	34.62
短期债务(亿元)	31.07	45.62	37.24	35.96
全部债务(亿元)	34.97	49.92	45.34	50.11
营业收入(亿元)	84.62	141.88	161.10	79.55
利润总额(亿元)	6.88	5.93	1.80	1.85
EBITDA(亿元)	9.72	11.28	6.31	--
经营性净现金流(亿元)	1.33	-6.60	10.53	10.88
营业利润率(%)	10.61	8.79	4.99	4.76
净资产收益率(%)	21.31	13.33	3.30	--
资产负债率(%)	68.45	68.46	67.50	69.33
全部债务资本化比率(%)	56.49	58.91	57.04	59.14
流动比率(%)	117.32	123.73	127.21	136.79
全部债务/EBITDA(倍)	3.60	4.43	7.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.46	3.03	2.21	--
经营现金流流动负债比(%)	2.47	-9.32	16.90	--

注: 公司 2013 年上半年财务数据未经审计。

分析师

李祥源

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

跟踪期内, 升华集团控股有限公司(以下简称“公司”)营业收入稳定增长, 继续在新农药、兽药、氧化铁颜料和锆化工方面处于行业领先地位, 领先的技术和良好的知名度巩固了公司的市场占有率, 房地产板块销售情况良好。

同时, 联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)也关注到跟踪期内, 公司营业利润率有所下滑, 利润总额下降幅度较大, 公司商贸流通板块毛利率低和房地产政策调控等因素对其信用水平可能产生不利影响。

随着未来宏观环境的回暖, 公司商贸流通板块有望摆脱盈利能力差的现状, 公司经营规模和整体竞争力将有望得到进一步提升。

综合考虑, 联合资信维持公司AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 升华CP001” A-1的信用等级。

优势

1. 公司为国内油脂商贸最大的经销商之一, 渠道优势明显。
2. 公司为国内规模最大的新型农药、兽药生产企业之一, 同时是目前国内最大的氧化铁颜料和锆系列产品生产基地之一。
3. 公司具有良好的品牌知名度, 市场占有率高。

关注

1. 受宏观环境和行业竞争影响, 公司商贸流通板块整体盈利水平低。
2. 因商贸流通板块毛利率大幅下降, 公司利润总额大幅下降, 利润指标呈下降态势。
3. 公司对外担保规模较大, 存在一定或有负债风险。

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）与升华集团控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与升华集团控股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，未因升华集团控股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升华集团控股有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本次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升华集团控股有限公司主体长期信用及存续期内的“13 升华 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

升华集团控股有限公司（以下简称“公司”或“升华集团”）前身是创建于 1984 年 11 月的德清县第二生物化学厂。1994 年 11 月，德清县第二生物化学厂组建为浙江升华集团公司。1996 年 12 月，浙江升华集团公司更名为升华（集团）公司。2001 年 12 月，经德清县企业改革领导小组（德清县企业改革领导小组德企改组【2001】03 号“关于升华（集团）公司改制方案的批复”）批准，升华（集团）公司改制为有限责任公司，公司名称变更为升华集团控股有限公司。截至 2013 年 6 月底，公司注册资本 8054.29 万元，由德清县钟管镇富民资产经营有限公司和夏士林、吴梦根、张建国、钱海平、鲍希楠、王菊平、王锋、罗坝塘等八位自然人出资组成，其中德清县钟管镇富民资产经营有限公司出资 4027.15 万元，出资占比 50.00%。德清县钟管镇资产管理委员会持有德清县钟管镇富民资产经营有限公司 100% 股权；夏士林出资 3060.63 万元，出资占比 38.00%，为公司的法定代表人及董事长。

公司经营范围：从事项目投资与资产管理，投资咨询，投资和开发生物制品、生物化工及精细化工、商贸服务、新型装饰建材和房地产开发等。

目前，公司设有业务管理部、招标管理部、法律事务部、综合管理部、编辑部、审计监察部、资产管理部、人力资源部、投资发展部、财务管理部和资金管理部 11 个职能部门。截至 2013 年 6 月底，公司拥有全资、控股一级子公司 16 家；其中子公司“浙江升华拜克生物股份有限公司”为上市公司，证券代码

600226。

截至 2012 年底，公司资产总额为 105.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益 19.49 亿元）34.15 亿元；2012 年度公司实现营业收入 161.10 亿元，利润总额 1.80 亿元。

截至 2013 年 6 月底，公司资产总额 112.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益 19.39 亿元）34.62 亿元；2013 年 1~6 月公司实现营业收入 79.55 亿元，利润总额 1.85 亿元。

公司注册地址：浙江省湖州市德清县钟管镇南湖路 9 号，法定代表人：夏士林。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年三季度以来，随着中央领导层换届完成，在“调结构、转方式”的政策基调和新型城镇化发展战略作用下，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，近四个季度经济增速呈现小幅波动调整态势。根据国家统计局数据初步核算，2013 年上半年中国实现国内生产总值 248009 亿元，同比增长 7.6%，GDP 连续两个季度同比增速回落，一季度同比增长 7.7%，二季度增长 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年上半年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.3%，增速比一季度回落 0.2 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营

业务收入 478365.4 亿元，同比增长 11.4%；规模以上工业企业实现利润总额 25836.6 亿元，同比增长 11.1%。

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，对外贸易增速持续下滑。具体而言：①消费平稳增长。2013 年上半年社会消费品零售总额为 110764 亿元，同比名义增长 12.7%，增速比一季度加快 0.3 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年上半年固定资产投资（不含农户）181318 亿元，同比增长 20.1%，增速比一季度回落 0.8 个百分点，比上年同期回落 0.3 个百分点。③对外贸易增速进一步下滑，贸易顺差持续扩大。2013 年上半年，中国进出口总额为 19977 亿美元，同比增长 8.6%，增速比一季度回落 4.9 个百分点，其中出口金额同比增长 10.4%，增速回落 8.0 个百分点，进口金额同比增长 6.7%，增速回落 1.9 个百分点，贸易顺差达 1079.5 亿美元，较上年同期的 689.2 亿美元显著扩大。

2013 年上半年，中国 CPI 同比增长 2.4%，涨幅与一季度持平，比上年同期回落 0.9 个百分点；从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2013 年上半年中国 PPI 同比下降 2.2%，降幅比一季度扩大 0.5 个百分点，比去年同期扩大 1.6 个百分点；由于受国内外宏观经济增速放缓影响，PPI 呈不断下降趋势。

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 年上半年，中国财政累计收入为 68591 亿元，累计支出为 59714 亿元，同比增长分别为 7.5%和 10.8%，增幅比上年同期下降 4.7 和 10.5 个百

分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，教育、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保等各方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，4 月 10 日召开的国务院常务会议决定，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。据国家税务总局统计，2013 年 7 月底已确认纳入营改增试点范围的纳税人 104.26 万户。据测算，此次进一步扩大“营改增”试点，2013 年企业将减轻负担约 1200 亿元。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，包括以下六方面：①市政地下管网建设和改造；②污水和生活垃圾处理及再生利用设施建设；③燃气、供热老旧管网改造；④地铁、轻轨等大容量公共交通系统建设；⑤城市配电网建设；⑥生态环境建设。

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；运用公开市场操作、再贷款、再贴现等工具，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；进一步推进利率市场化改革，自 7 月 20 日起全面放开贷款利率管制；扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用；继续稳步推进金融企业改革；深化外汇管理体制深化改革。

政府通过盘活存量资金支持结构调整，货币供应量增速回落，信贷结构调整力度加大。2012 年央行两次下调存款准备金率共 1 个百分点后，进入 2013 年市场资金紧张局面尚未改善；至二季度末市场流动性异常紧张，银行间隔夜市场拆借利率虽大幅拉升，但央行未予干涉；截至 2013 年 8 月末，央行未对存款准备金率进行调整。2013 年 6 月末，M₂

存量达 105.4 万亿，同比增长 14%，高于预期目标 1 个百分点。从信贷数量来看，2013 年 6 月末，人民币贷款余额为 68.1 万亿元，同比增长 14.2%，比年初增加 5.08 万亿元，同比多增 2217 亿元，货币信贷保持合理增长有效支撑实体经济。2013 年上半年，非信贷社会融资规模 5.07 万亿，同比增长 69.7%，其中信托贷款同比增长 258.4%、委托贷款同比增长 130%，社会融资方式多元化进一步凸显。人民币汇率方面，截至 2013 年 6 月末，人民币兑美元汇率中间价为 6.1787，比上年末升值 1.73%；上半年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。

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。继续促进农业稳定发展，夯实粮食丰收基础，落实“米袋子”省长负责制，加大对重大农业基础设施建设的支持力度，加强耕地保护和高标准农田建设。遏制产能严重过剩行业盲目扩张，以钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业为重点，出台化解产能过剩的政策措施。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”；但从上半年房地产市场运行看，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，房地产调控政策面临更大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，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，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[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；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的 60%提升

至 70%。

总体来看，2013 年上半年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，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，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并成为经济增长主要推动力量。

四、行业分析及区域经济环境

1. 行业分析

本部分将从公司主要业务板块商贸流通、生物及精细化工和房地产三大板块对其行业情况进行分析。

商贸流通行业

商贸流通行业受宏观经济形势影响较大。2012 年，随着中国转变经济发展方式步伐加快以及在国家促进流通业发展相关政策的支持下，生产资料流通行业继续保持平稳健康的发展态势，主要商品品种市场供求基本平衡。生产资料流通企业现代化水平不断提高，企业经营模式创新和行业转型升级步伐加快，行业发展质量和效率不断提升。与此同时，在宏观经济增速减缓、需求增长回落、要素成本上涨的宏观经济背景下，中国生产资料市场需求增长有所减缓，交易价格下行趋势明显。

根据中国物流信息中心初步统计核算，2012 年，中国全社会生产资料销售总额实现 50.1 万亿元，按可比价计算，同比增长 11.9%，增速较 2011 年回落 1.3 个百分点，仍然快于 GDP 增长，增速与 GDP 增速弹性为 1.53，保持在合理范围之内。

钢铁贸易方面，钢铁贸易企业作为钢铁业连接钢厂和终端钢材消费者的关键群体，在钢铁产业链中发挥了重要作用。但同时钢贸企业

散、乱、弱、小等问题在不同程度上困扰着中国钢铁业的健康发展，投机倾向比较严重。2012年，受国内外经济增速放缓、产能过剩和财务成本居高不下等因素影响，全国钢铁企业生产经营再次陷入低迷，钢铁工业进入转型升级的“阵痛期”。根据工信部统计的数据，2012年全国累计生产粗钢71654万吨，粗钢产量小幅增长，区域发展不均衡。钢材价格大幅下跌，长材价格跌幅明显，2012年钢材价格水平总体低于上年。尤其是从4月中旬开始，市场出现连续大幅下跌，价格一度跌至1994年水平，12月底中国钢铁工业协会钢材综合价格指数为105.3点，较年初下降15.2个点，下降12.6%。从产品结构来看，长材（螺纹钢、线材等）价格跌幅大于板材（薄板、中厚板等），长期的“长强板弱”态势有所转变。截至2012年底，三级螺纹钢全国均价为3808元/吨，较上年同期下跌672元/吨；3.0mm热轧均价为4081元/吨，下跌273元/吨。2013年上半年，钢铁产业生产继续保持高位，市场供大于求的状况没有明显改善，钢材价格继续波动下行，同时铁矿石等原材料价格处于相对高位，钢铁行业盈利情况不容乐观。2013年1~6月，全国生铁、粗钢和钢材（含重复材）累计产量分别为35754万吨、38987万吨和51696万吨，同比分别增长5.7%、7.4%和10.2%；中国累计出口钢材3069万吨，同比增长12.8%，累计进口钢材683万吨，同比下降1.8%。同期，全国钢铁行业固定资产累计投资3035亿元。根据中国钢铁工业协会统计，2013年1~6月，国内钢材综合价格指数持续下跌，截至2013年6月底，指数降至98.52。总体看，宏观政策在继续保持连续性和稳定性的大环境下，市场对钢材的需求不会有明显回升，钢材价格上涨缺乏支撑。

生物及精细化工行业

公司生物及精细化工业务主要从事农药（主要产品为麦草畏、草甘膦、阿维菌素及部分制剂）、兽药（主要产品为硫酸粘杆菌素预混剂、盐霉素、莫能菌素、氨基酸系列、乙酰

丙酮）、金属锆（主要产品为氧氯化锆、碳酸锆、二氧化锆）及氧化铁颜料的研发、生产与销售。

（1）农药行业

中国农药行业起步较晚，上世纪90年代开始在国家三农政策的大力支持下，发展较为迅速，现在已经形成了包括原药生产、制剂加工、原料中间体、科技开发在内的较为完整的工业体系。2012年中国农药原药产量为354.90万吨（折百量），同比增长34.03%；2013年1~6月中国农药原药产量为163.50万吨（折百量），同比下降5.11%。2008至2012年间，中国化学农药原药产量年复合增长率则到达16.87%。

分产品种类看，在三大类农药产品中，随着化学除草的推广，中国除草剂产量增长迅速，而杀虫剂则由于对环境的影响较大产量降幅较为明显。2012年，中国除草剂原药的产量达164.80万吨，占农药原药总产量的46.44%；杀虫剂原药产量为81.34万吨，占总产量的22.92%；杀菌剂原药的产量为14.39万吨，约占总产量的4.05%。

中国已成为世界上最大的农药原药生产国，但产能的持续扩张也导致中国农药产能供过于求，部分产品如草甘膦、百草枯、阿维菌素、吡虫啉产能过剩情况较为明显。自从1994年开始，中国就成为农药的净出口国，靠出口消化多余产能。根据国家海关总署统计，2012年中国出口农药89.72万吨，同比增长12.66%，占同期农药产量的25.28%，占总销量的25.47%，中国农药行业对外依存度较2011年有所降低，但总体仍偏高。

需求方面，中国农药需求相对比较刚性，其影响因素较为复杂，与农作物种植效益、种植方式、气候影响下发生的病虫害与环保要求等因素密切相关。近年来，国家对粮食最低收购价格的持续提高，农民的种植收益得到保证，种粮积极性也得到提高，成为中国农药需求增长的内生性动力之一。其次，由于国内外蔬菜水果等经济作物种植面积增长较快，且经

济作物比粮食作物的农药用药水平高约5~6倍，因而国内外种植结构的变化也进一步带动了农药需求的增长。此外，病虫害是直接影响农药特别是杀虫剂需求的最重要因素之一，气候通过影响作物病虫害的发生间接影响了杀虫剂的需求。近几年，随着国家支农补贴政策的到位，以及经济作物种植面积的增加，中国农药需求总体呈现小幅增长态势。

从竞争格局来看，中国现有农药企业2600多家，其中原药生产企业600多家，可生产原药350多种，大部分规模较小，缺乏真正的行业龙头。目前中国农药前10大企业占全国总产量的比重不足20%，前20大企业占总产量的比重也只有约31%，市场占有率最高的企业占整个市场份额的比重不到4%。近年来，政府已着手农药行业落后产能的淘汰以及企业的兼并重组。未来随着行业整合的逐步深入，中国农药行业的产业集中度有望得到提升，产业竞争力也将得到加强。

环保方面，在中国农药生产过程中，存在着未反应原材料和副产物回收率低，废水毒性大，难降解有机污染物浓度高等环保问题。目前，中国农药行业每年排放的废水约占全国工业废水排放总量的2%至3%。虽然水量较小，但浓度高、毒性大，废水中有许多是不可生物降解或生物抑制物，治理难度较大，行业环保整治力度需进一步加强。

国家政策方面，2011年7月，《“十二五”农药工业发展专项规划》出台，规划提出要推动农药原药生产进一步集中，到2015年农药企业数量减少30%，并在保持总量略有增长的情况下优化产品结构，提高产品档次，保证产品质量，力争到2015年杀虫剂、杀菌剂和除草剂的比例调整为40:15:45，高效、安全、经济和环境友好的新品种占总产量的50%以上，高毒高残留品种的产量由目前的5%降至3%以下。2012年2月，工信部发布《农药工业“十二五”发展规划》。规划将提高产业集中度、优化产业布局、调整产品结构、加快技术改造和淘汰

落后产能等内容作为产业结构调整的目标，同时提高科技创新能力，加大环保力度，进一步减少三废的排放。

总体而言，中国农药生产能力与产量已处于世界前列，是全球重要的农药生产和出口国。但目前来看，中国农药行业面临单体生产企业规模小、行业产能过剩、环保问题突出等不利因素影响，淘汰落后产能、加快行业整合、加大环保力度是未来中国农药行业发展的重点。

（2）兽药行业

兽药需求与畜牧业的发展密切相关。近几年，中国畜牧业快速发展，自1992年至今，中国的肉类和蛋类产量跃居并连续保持世界第一，2012年肉类总产量达到8387.24万吨，同比增长5.30%，2008~2012年的复合增长率为3.61%，人均肉类占有量已超过世界平均水平。目前，中国畜牧业产值占农业总产值的比重约35%左右，相比之下，发达国家畜牧业产值占农业总产值比例均在50%以上，因此，未来中国畜牧业还有很大的提升空间。与此同时，中国畜牧业逐渐由劳动密集型的传统养殖方式向现代化的规模养殖方式转变。据农业部统计，全国年出栏500头以上生猪、存栏100头以上奶牛、存栏2000只以上蛋鸡规模养殖比重已分别达34%、30.6%和62.9%。由于防疫成本与养殖规模呈现正向关系，因而现代化规模养殖方式的推广有利于兽药需求的增长。

受益于畜牧业快速发展及规模化养殖方式的推广，中国兽药行业也成长迅速，已初步形成门类较为齐全、品种相对多样、技术较为先进、产业链较为完整的产业体系。目前，中国已成为继美国之后的第二大兽药消费国。据统计，2011年中国兽药行业实现销售收入698.15亿元，同比增长35.04%；实现利润总额71.09亿元，同比增长38.14%；同期工业产值为729.08亿元，2006~2011年的复合增长率达到20%以上。

从产品结构看，兽药产品可分为兽用生物

制品和兽用药物制剂。目前中国兽药市场的产品类型主要以兽用药物制剂为主，其与兽用生物制品的比例大致为4:1。未来随着强制免疫范围的扩大以及规模化养殖比例的提高，兽用生物制品的市场容量的扩大是未来发展趋势。

近年来，中国对兽药行业的监管日趋严格，使得行业准入门槛不断提高。为提高兽药企业准入门槛，农业部于2006年1月强制实施兽药GMP标准。在GMP标准强制实施后，虽然大量中小兽药企业退出市场，行业集中度有所提高。但企业规模小、数量多、技术含量低、部分产品产能过剩的问题仍没有得到彻底解决。截至2012年末，全国共有近3500家兽药企业通过了GMP认证，规模以上企业占比不到10%。

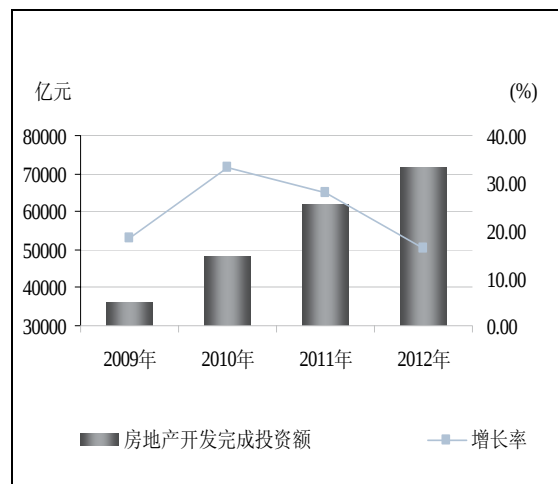
行业政策方面，与农药行业政策推动行业集中度提高、加强环保力度不同，兽药行业政策则侧重于行业监管与鼓励产品研发。2006年1月，农业部发布《兽药GMP规范》，规定新兽药企业必须符合该法规才能获得兽药生产许可证和生产批号，且自2006年7月1日起未获得GMP合格证的企业不得生产兽药。这使得大量不合规的中小兽药企业退出市场，有利于提高行业集中度。为鼓励生物兽药产品开发，2009年6月国务院发布的《促进生物产业加快发展若干政策》以及2011年11月科技部发布的《十二五生物产业发展规划》均提出要大力发展动物疫苗、诊断试剂、现代兽用中药、生物兽药等绿色农用生物制品。

总体来看，受益于畜牧业的发展，中国兽药行业成长较为迅速，销售收入与工业产值逐年增加。尽管近年来国家加大了对兽药行业的监管，行业集中度有所提高，但行业分散、技术含量低及部分产品产能过剩的问题依然没有有效解决。未来，畜牧业发展及规模养殖方式的扩张依然推动中国兽药行业的成长。而加强监管、淘汰落后产能及鼓励行业研究创新则是未来中国兽药行业发展的方向。

房地产行业

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008年底，为了刺激内需，稳定经济增长，改善民生，中国政府出台了多项信贷、消费政策，旨在维护房地产市场稳定，支持房地产行业平稳调整。在相关具体政策的拉动下，2009年中国房地产市场整体呈现快速复苏态势，市场需求有所释放，超过同期的开发投资规模增速。随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009年12月9日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。打击囤地、增加保障性住房用地等的土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。

图2 中国房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

对于房地产开发企业，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业，要在规定时间内一次性公开全部房源，严格按照申报价格，明码标价对外销售。住房城乡建设部门要会同有关部门，加大对捂盘惜售、囤积房源，散布虚假信息、扰乱市场秩序等违法违规行为的查处力度，加强对住房特别是保障性住房的工程质量安全监管。国土资源部门要

严格土地出让价款的收缴，深化合同执行监管，加强对闲置土地的调查处理，严厉查处违法违规用地和囤地、炒地行为。

2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标，建立健全稳定房价工作的考核问责制度。严格执行商品住房限购措施，已实施限购措施的直辖市、计划单列市和省会城市要在限购区域、限购住房类型、购房资格审查等方面，按统一要求完善限购措施。

2012年，房地产投资增速放缓，全年房地产开发投资 71804 亿元，比上年增长 16.2%。其中，住宅投资 49374 亿元，增长 11.4%；办公楼投资 3367 亿元，增长 31.6%；商业营业用房投资 9312 亿元，增长 25.4%。2012 年，商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增加 13.2%，增幅减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅减小 23.5 个百分点；竣工面积 9.9 亿平方米，比上年增长 7.3%，增幅减小 6 个百分点。

从价格的月度环比变化来看，2012 年，70 大中城市二手住宅与新建住宅价格分别于 4 月份和 6 月份企稳；11 月份和 12 月份，新建住宅价格上涨幅度较大。新建住宅价格环比平均涨幅 6 月份以来企稳回升，11 月份和 12 月份价格环比涨幅均为 0.3%；二手住宅价格环比平均涨幅 4 月份以来止跌，之后各月价格保持稳中有升，但涨幅均不超过 0.1%。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，国家政策导向成为房地产市场运行的关键，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟

的房地产企业将成为市场的领导者。

2. 区域环境

公司本部位于浙江省。近三年，浙江省经济发展较快，生产总值保持平稳增长，年均复合增长 12.7%。2012 年，浙江省生产总值为 34606 亿元，比上年增长 8.0%；人均 GDP 为 63266 元（按年平均汇率折算为 10022 美元），同比增长 7.7%，居民消费价格比上年上涨 2.2%。2012 年，浙江规模以上工业增加值 10875 亿元，比上年增长 7.1%；实现销售产值 56903 亿元，增长 5.9%；完成出口交货值 11064 亿元，增长 1.3%；出口交货值占销售产值的比重为 19.4%，比上年下降 0.9 个百分点；全年规模以上工业企业实现利润 2900 亿元，比上年下降 6.1%。2012 年全年建筑业增加值 1976 亿元，比上年增长 5.5%；资质以上建筑企业利润总额 481 亿元，增长 16.9%；固定资产投资 17096 亿元，比上年增长 21.4%；全年房地产开发投资 5226 亿元，比上年增长 16.8%。

从外贸来看，2012 年，浙江省进出口总额 3122.4 亿美元，比上年增长 0.9%，其中进口 876.7 亿美元，下降 5.8%；出口 2245.7 亿美元，增长 3.8%，具体表现为对欧洲市场出口增速持续下滑，对北美市场出口保持稳定增长，对新兴市场出口快速增长。

2013 年 1~6 月，浙江省经济平稳运行，实现生产总值 16954 亿元，比去年同期增长 8.3%。2013 年 1~6 月，规模以上工业增加值 5475 亿元，比去年同期增长 8.9%；销售产值 28868 亿元，增长 8.8%，其中，内销产值 23346 亿元，同比增长 9.9%；出口交货值 5522 亿元，同比增长 4.1%。同期，浙江省固定资产投资 9234 亿元，比去年同期增长 22%；房地产开发投资 2752 亿元，同比增长 17.8%，商品房销售面积和销售额分别增长 56.2% 和 70.1%。2013 年上半年，浙江省进出口总额为 1594 亿美元，比去年同期增长 6.5%，其中，出口 1171 亿美元，增长 11%，增速同比提高 5.8 个百分

点。

总体看，公司所处的区域经济环境发展平稳，浙江省外贸进出口的优势地位为公司产业发展以及进出口贸易发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 企业规模

公司是一家以生物与精细化工、新型建材与装饰材料、商贸服务及房地产开发为主要产业的多元化大型控股集团。跟踪期内，公司获得“2012年中国制造业500强”、“国家科技进步二等奖”、“中国农药百强企业”等7项国家级奖项，获得“浙江省卓越经营奖”、“浙江省重点科技创新团队项目奖”、“浙江工商企业信用AAA级守合同重信用单位”等9项省级荣誉。

公司是国内规模最大的新型农药、兽药生产企业之一，是国内最大的硫酸粘菌素预混剂生产基地，是最大的聚醚类离子载体抗生素供应商，其生产的10%硫酸粘菌素预混剂、10%L-色氨酸预混剂、麦草畏等产品占据国内较高市场份额。公司多次荣获中国动物保健品行业原料药十强和制剂五十强等行业荣誉称号，是国家重点扶持的高新技术企业，是农业部定点的全国生物农药基地和原化工部确立的全国精细化工基地，同时还是中国动物保健品协会副会长单位和中国农药工业协会理事单位，在农药和兽药行业具有较高的地位。公司拥有的“BIOK”商标被认定为“中国驰名商标”和“浙江省著名商标”。

在氧化铁颜料方面，公司是目前国内最大的氧化铁颜料生产基地之一，在经济效益和社会效益及科研开发等方面处于同行业领先水平；公司目前共拥有17条生产线，形成了年产氧化铁12万余吨的生产规模。同时，公司也是国内最大的氧氯化锆、二氧化锆、碳酸锆和硫酸锆等锆系列产品的生产企业，占据中国锆产品出口量30%的市场份额；公司拥有3条生产线，形成3万吨的锆系列产品的生产能力。

公司商贸业务主要经营钢材及油脂相关产品。公司油脂年销售量达40万吨以上，是国内油脂最大的经销商之一，在国内外商贸同行业中享有较高知名度，并已在国内外建立了广泛的进出口物资贸易渠道和营销网络，是中国植物油行业协会理事单位、中国洗涤用品工业协会理事单位。

在环保型装饰材料生产方面，公司被评为浙江省绿色企业、浙江省省级骨干农业龙头企业、国家高新技术企业。“莫干山”牌板材系列产品获得“中国驰名商标”和“浙江省著名商标”，产品远销美国、加拿大、南美、英国、日本、韩国、澳大利亚、东南亚、中东、香港等国家和地区，并全部通过中国环境标志产品认证和FSC国际森林认证，其主打产品“莫干山”牌细木工板获得“中国名牌产品”称号。

综合看，公司在所处行业中具有一定的品牌知名度和较高的市场占有率，生产能力突出，综合竞争力较强。

2. 人员素质

公司董事长夏士林先生，1953年出生，大专学历，高级经济师，第十、十一届全国人大代表，2010年12月至今任公司董事长，曾荣获湖州市星火先进个人，湖州市重视科技进步的优秀领导，浙江省有突出贡献的科技人员，国家星火个人三等级等荣誉称号，多次当选为镇、县、市人民代表和县、市、全国劳动模范。

公司董事兼总经理吴梦根先生，1964年出生，工商管理硕士，高级经济师，曾任德清县筏头乡党委书记，德清县纪委副书记、监察局局长，湖州市经济体制改革委员会副主任、乡镇企业局副局长，湖州市经济委员会副主任，浙江升华拜克生物股份有限公司董事长，升华集团控股有限公司副总经理，浙江升华强磁材料有限公司董事长。

截至2013年6月底，公司在职工总数5762人，从岗位构成看，管理人员894人，占比15.52%，研发人员439人，占比7.62%，生

产人员 4070 人，占比 70.64%，销售人员 359 人，占比 6.23%；从员工教育程度来看，本科及以上的占 6.53%，大专占比 8.19%，大专以下的占比 85.28%；年龄构成来看，30 岁以下占 17.01%，30 至 50 岁占比 64.11%，50 岁以上占比 18.88%。

总体看，公司领导拥有丰富的行业管理经验，公司员工岗位构成、学历构成符合行业特征，基本能满足公司正常生产经营需要。

3. 技术优势

公司长期以来注重人才培养，投入大量科研经费，引进国外先进设备，并与中国科学院、中国工程院、复旦大学、清华大学和浙江大学等科研院所建立紧密合作关系，在一定程度上提高了科研实力。

截至2012年底，公司拥有国家级企业技术中心1个、博士后科研工作站2个，省级高新技术企业4家、省创新型试点企业2家，累计获授权发明专利44项，实用新型46项，外观设计专利43项。

总体看，公司创新研发能力突出，技术优势明显。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍通过控股子公司实行多元化战略，从事商贸流通、生物化工与精细化

工、新型建材与装饰材料和房地产等多个行业。2012年，公司实现营业收入161.10亿元，同比增长13.55%，但同期营业成本152.15亿元，同比增长18.37%，营业成本增速远高于营业收入的增速。

从收入结构看，跟踪期内，商贸流通板块占比继续升高，2012年占比为76.49%，较2011年占比上升6.59个百分点；生物及精细化工板块、新型建材板块和房地产开发板块收入占比较上年均有不同程度下滑，2012年占比分别为15.28%、4.29%和3.94%。

从毛利率来，2012年，公司主营业务毛利率为5.56%，较上年下降3.84个百分点，主要系商贸流通板块毛利率大幅下降所致。2012年，商贸流通板块毛利率仅为0.34%，主要系钢材贸易毛利率大幅下降所致；生物及精细化工板块和新型建材板块毛利率较2011年略有上升，分别为22.84%和15.92%；房地产开发板块毛利率为28.50%，较2011年下降8.58个百分点，主要系2012年房地产板块拆迁安置房占比较大，毛利率较低所致。

2013年1~6月，公司实现营业收入79.55亿元，其中各板块收入占比与2012年基本保持一致，但公司整体毛利率进一步下滑至4.93%，商贸流通板块毛利率回升至0.81%，生物及精细化工板块毛利率降至13.31%，主要系铅产品毛利下降幅度较大所致，房地产开发板块毛利率大幅上升至52.36%，主要系玉墅林枫三期房屋销售毛利率较高所致。

总体看，跟踪期内公司收入规模继续扩大，但成本的增速高于收入的增速，商贸流通板块的毛利率大幅下降，由于商贸流通板块收入占比高，导致公司整体毛利率水平较低。

表1 公司主营业务情况（单位：亿元，%）

业务板块	营业收入(亿元)				营收占比(%)				毛利率(%)			
	2010	2011	2012	2013年6月	2010	2011	2012	2013年6月	2010	2011	2012	2013年6月
商贸流通	46.79	99.17	123.23	61.86	55.29	69.9	76.49	77.04	3.67	3.66	0.34	0.81
生物及精细化工	22.90	26.58	24.61	12.10	27.07	18.73	15.28	15.71	13.79	20.08	22.84	13.31

新型建材	6.78	7.32	6.91	3.26	8.02	5.16	4.29	4.23	15.83	15.21	15.92	15.03
房地产开发	8.15	8.80	6.35	2.33	9.63	6.20	3.94	3.02	47.01	37.08	28.50	52.36
合计	84.62	141.88	161.10	79.55	100.00	100.00	100.00	100.00	11.56	9.40	5.56	4.93

资料来源：公司提供

2. 生产经营

商贸流通板块

公司商贸流通业务主要是通过控股公司浙江省轻纺供销有限公司（以下简称“轻纺公司”）和升华物产有限公司（以下简称“升华物产”）从事油脂和钢材贸易业务。2012年和2013年1~6月，商贸流通板块的收入分别为123.23亿元和61.86亿元，分别占当期营业收入的76.49%和77.76%，毛利率分别为0.34%和0.81%。

从原材料采购方面看，跟踪期内钢材采购量大幅增长，2012年采购量为178.80万吨，同比增长52.56%，同期油脂的采购量为37.32万吨，与2011年采购量基本持平；2012年油脂和钢材的采购价格较2011均有所下降，平均价格分别为0.72万元/吨和0.37万元/吨。2013年1~6月，油脂和钢材的采购量分别为23.86万吨和100.73万吨，平均采购价格分别为0.54万元/吨和0.37万元/吨。

表2 公司2010~2013年6月商贸流通板块主要产品采购量与采购价格情况（单位：万吨，万元/吨）

产品采购量	2010年	2011年	2012年	2013年1~6月
油脂	41.95	37.09	37.32	23.86
钢材	8.45	117.20	178.80	100.73
采购均价	2010年	2011年	2012年	2013年1~6月
油脂	0.59	0.78	0.72	0.54
钢材	0.38	0.40	0.37	0.37

资料来源：公司提供

从公司原材料供应商来看，公司油脂主要供应商有HUAXING GROUP (SINGAPORE) PTE LTD 和 AMPLE SEA TRADING PTE LTD 等；钢材供应商有德宝国际、湖南华菱涟源钢铁有限公司、浙江升华钢铁有限公司等，供应商来源较为稳定。从2012年采购情况来看，原材料前五大供应商采购金额占比为50.07%，集中度较高，钢材

采购在采购总额中的占比较大。在采购方式和供货商选择方面，公司原材料采购均通过集中统一采购，所有原材料采购均通过招标、比价的方式进行，选择性价比较高的供应商供货。在原材料采购的监管方面，公司制定了严格的质量标准和采购制度，同时与大宗物资供货商建立了长期战略合作关系，并且在严控质量标准的基础上，加强对供应质量以及成本控制的管理。此外，公司内部已建立了评价体系与价格档案，便于及时掌握市场信息，实行比质比价采购。

表3 2012年公司商贸前五大供应商情况

供应商名称	供应内容	金额(亿元)	占比(%)
德宝国际控股有限公司	钢材	30.36	25.12%
浙江升华钢铁有限公司	钢材	9.21	7.62%
铁东香港有限公司	钢材	7.30	6.04%
湖南华菱涟源钢铁有限公司	钢材	7.01	5.80%
HUAXING GROUP (SINGAPORE) PTE LTD	油脂	6.63	5.49%
合计	--	60.51	50.07%

资料来源：公司提供

从销售结算方式和市场方面看，公司的销售模式主要采取先有订单再采购的形式。公司销售客户保持相对稳定，大多数销售客户在原材料采购时已经落实，故公司通常采用收到全额货款后发货、预付20%~30%的定金、定期结算等销售结算模式，一般来说，销售客户的回款期在1~2个月左右。公司商贸板块下属子公司中，轻纺公司经过多年的市场开拓，建立了遍布全国的销售网络，分别在上海、嘉兴、天津设有控股子公司，并在嘉兴乍浦港设有现代化的油脂储运中转基地，建有17500余吨的储罐和2600余米的输油管线，年接驳油脂能力可达40万吨，与包

括立白、宝洁、联合利华、康师傅、今麦郎等在内的多家知名食品和洗涤用品的品牌生产企业建立了紧密的直接或间接合作关系；该板块另一下属子公司升华物产通过市场开拓，建立了覆盖浙江及周边地区的工业钢材销售网络，建立了较为稳定的销售、合作渠道。在销售地域上，公司以上海和浙江为主要销售区域，经过几年的发展，公司已经建立了和巩固了上海的销售网络建设。浙江、江苏两地均成为公司产品需求量大的省份，成为公司的第二大销售网络构筑区域。

从销售客户集中度方面看，2012年公司商贸流通板块前五大客户合计销售金额为47.46亿元，销售占比为51.71%，集中度较高。

表4 公司2012年主要客户及销售占比情况

客户名称	产品类别	销售金额 (亿元)	销售额占 比
铁东(香港)有限公司	钢材	33.50	36.50%
浙江嘉宝化工有限公司	油脂	6.08	6.62%
江阴锦澄钢铁有限公司	钢材	2.97	3.24%
美都控股股份有限公司	钢材	2.67	2.91%
浙江蓝凯贸易有限公司	油脂	2.24	2.44%
合计	—	47.46	51.71%

资料来源：公司提供。

从销售情况看，公司产品的价格随上游原料市场竞争变化而有所变化，2012年以来公司油脂和钢材的销售价格基本略高于采购价格或是与采购价格持平，2013年上半年油脂业务的平均销售价格低于采购价格；同期，公司钢材销售量快速增长，油脂销售量略有上升。

表5 公司2010~2013年6月商贸流通板块主要产品销量与销售价格情况(单位：万吨，万元/吨)

产品销量	2010年	2011年	2012年	2013年1~6月
油脂	49.24	53.23	55.47	26.77
钢材	7.78	123.42	180.47	98.7
销售平均单价	2010年	2011年	2012年	2013年1~6月
油脂	0.63	0.89	0.72	0.52
钢材	0.41	0.38	0.37	0.37

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司商贸流通业务板块受宏观环境和经济增速放缓、下游需求减弱影响，

油脂和钢材的售价持续下降，利润降至较低水平，毛利率低。

生物及精细化工板块

公司生物化工业务主要通过浙江升华拜克生物股份有限公司(以下简称“升华拜克”)开展；升华拜克主要产品包括 L-色氨酸、硫酸粘菌素、盐霉素、莫能菌素、延胡索酸泰妙菌素等兽药产品，阿维菌素、麦草畏、吉宝林酸 A4+7 等农药产品。氧化铁颜料业务主要通过升华集团德清华源颜料有限公司(以下简称“华源颜料”)和升华集团德清三峰化工实业有限公司(以下简称“三峰化工”)负责运营。两家子公司生产的氧化铁颜料产品包括氧化铁红、氧化铁黄、氧化铁黑、氧化铁橙、氧化铁棕、复合铁绿以及超细、焙烧等深加工系列近两百个品种，目前共拥有17条生产线，年生产能力达到12万吨。目前，公司为国内最大的氧氯化锆、二氧化锆、碳酸锆和硫酸锆等锆系列产品的生产企业，占据中国锆产品出口量30%的市场份额，拥有3条生产线，3万吨的锆系列产品的生产能力。

从原材料采购方面看，公司生物及精细化工板块的主要成本是锆英砂、煤和铁皮的采购，其中由于公司在兽药和氧化铁颜料行业拥有一定的自主定价权，其原材料的价格可以一定程度上转嫁到下游企业。从生物及精细化工板块前五名供应商情况看，采购金额合计占比为29.20%，集中度一般。

表6 2012年公司生物及精细化工板块前五名供应商情况(单位：万元、%)

供应商名称	种类	金额	占比
浙江物华再生资源有限公司	铁皮	11517	8.17%
东阳市东农化工有限公司	农药	9725	6.90%
德清诚和废品回收有限公司	铁皮	7595	5.39%
南非公司 TISAND (PLY) LTD	锆英砂	6167	4.38%
齐鲁制药(内蒙古)有限公司	农药	6142	4.36%
合计	—	41146	29.20%

资料来源：公司提供

从原材料的采购量和采购价格来看，2012年公司采购煤和铁皮的数量持续上升，分别为15.13万吨和7.44万吨，同期锆英砂的采购量为1.04万吨，仅为2011年采购额的

45.84%，主要系2012年公司锆产品销售量下降45%，原材料采购相应减少所致；跟踪期内，煤和铁皮的采购价格持续下跌，锆英砂的价格大幅上升，在2012年达到顶峰1.63万元/吨。

表7 近年来公司生物及精细化工板块原材料采购情况

主要原材料名称	采购量（吨）				采购价格（元/吨）			
	2010	2011	2012	13年6月	2010	2011	2012	13年6月
锆英砂	23938.00	22787.00	10446	9046	5766.00	11981.00	16321.32	8149.91
煤	219249.00	144190.00	151307.66	78751.80	543.00	657.00	582.83	519.47
铁皮	75349.00	73244.00	74405	33910	2774.00	3441.00	2746.88	2251.13

资料来源：公司提供

从产品销售方面看，公司依托较强的研发实力和技术优势，在农药、兽药产品方面，加快生产基地的区域布局调整，充分利用内蒙托克托县地区丰富的煤炭资源、便捷的交通环境、适宜的气候条件等自然及气候资源优势，进一步发展内蒙农兽药发酵生产基地，降低发酵过程能耗，控制生产成本，做大、做强“盐霉素”等传统优势产品。2012年，公司产品市场分布区域：国外占45.61%；国内占54.39%。根据氧化铁颜料行业提供的数据，氧化铁颜料每年总使用量为40万吨左右，约占世界总消费量的46%以上。由于进口产品虽然环保，但价格昂贵，一般都使用国内产品。2012年，公司产品的市场占有率约20%左右，市场增长率约2%左右。

跟踪期内，公司生物及精细化工板块主要产品产销率维持在较高水平，均在90%以上；同期，随着二氧化锆、碳酸锆、氧氯化锆及氧化铁颜料销售价格整体均有所下降，同时氧氯化锆的销量同比大幅下滑，导致金属锆与氧化铁颜料销售收入均呈下滑态势；农药与兽药方面，除麦草畏系列产品价格保持上升和氨基酸系列价格波动上升外，其他相关产品价格均有所下降，此外，硫酸粘杆菌素、盐霉素系列和莫能菌素系列产品产销量保持上升趋势，其他农兽药相关产品跟踪期内均有所下降，使得2012年农药收入较上年有所下降，但兽药销售

额同比略有上升。

表8 近三年公司生物及精细化工销售情况

（单位：亿元）

年度	农药销售总额	农药销售占比	兽药销售总额	兽药销售占比
2010年	6.64	29.00%	4.98	21.75%
2011年	5.92	22.27%	4.37	16.44%
2012年	5.71	29.62%	5.04	26.14%
2013年1~6月	3.87	31.98%	2.14	17.69%

年度	金属锆销售总额	金属锆销售占比	氧化铁颜料销售总额	氧化铁颜料销售占比
2010年	3.61	15.76%	7.29	31.85%
2011年	5.67	21.33%	7.87	29.59%
2012年	3.91	20.28%	7.75	40.18%
2013年1~6月	1.46	12.07%	4.02	33.22%

资料来源：公司提供

表9 近三年公司生物及精细化工产品产销情况

（单位：吨，万元/吨，万元）

产品	2010	2011	2012	13年6月
麦草畏系列	产能	1700.00	1000.00	1000
	产量	982.26	628.00	975.225
	销量	895.00	899.00	830.30
	平均价格（含税）	9.12	9.28	13.65
	销售额	8162.40	8342.72	11334.08
硫酸粘杆菌素系列	产能	950.00	1400.00	1800
	产量	923.02	1304.94	1732.27
	销量	927.00	1280.00	1543.86

	平均价格 (含税)	16.27	15.44	13.56	11.75
	销售额	15082.29	19763.20	20942.24	6110.03
盐霉素系列	产能	1400.00	1400.00	1400	1400
	产量	1342.74	686.28	1191.07	302.19
	销量	1342.00	695.00	1224.98	255.53
	平均价格 (含税)	8.97	9.52	8.99	9.32
	销售额	12037.74	6616.40	11013.39	2382.21
莫能菌素系列	产能	350.00	350.00	600	600
	产量	311.01	332.99	553.09	299.4
	销量	309.00	307.00	510.10	269.21
	平均价格 (含税)	12.04	12.18	11.63	11.37
	销售额	3720.36	3739.26	5933.44	3060.20
氨基酸系列	产能	1000.00	800.00	920.00	1400.00
	产量	773.00	475.04	480.48	509.77
	销量	639.00	577.00	510.44	492.03
	平均价格 (含税)	15.05	11.48	10.52	11.69
	销售额	9616.95	6623.96	5370.34	5750.37
乙酰丙酮系列	产能	5000.00	5000.00	5000.00	5000.00
	产量	4632.00	3939.50	3460.00	1863.00
	销量	4275.00	3680.00	3074.00	1602.00
	平均价格 (含税)	2.63	2.83	2.46	2.27
	销售额	11243.25	10414.40	7562.04	3636.54
二氧化锆	产能	4000.00	4000.00	4000.00	4000.00
	产量	1649.20	1392.00	1212.00	802.00
	销量	1715.00	1107.00	1361.00	753.00
	平均价格 (含税)	3.19	6.27	5.52	3.71
	销售额	5470.85	6940.89	7512.72	2793.63
碳酸锆	产能	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00
	产量	2205.12	2470.08	3502.00	1528.00
	销量	2140.00	2361.00	3506.00	1542.00
	平均价格 (含税)	1.51	2.69	2.51	1.64
	销售额	3231.40	6351.09	8800.06	2528.88
氧氯化锆	产能	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
	产量	29202.00	25114.00	14015.00	9976.00
	销量	30851.00	24244.00	14899.00	9601.00
	平均价格 (含税)	0.97	2.00	1.70	1.07
	销售额	29956.32	48512.24	25328.30	10273.07
氧化铁颜料	产能	120000	120000	120000	60000
	产量	117933	111398	117982	57410
	销量	146141	128333	131527	75180

	平均价格 (含税)	0.57	0.69	0.59	0.53
	销售额	72942	78663	77000	40023

资料来源：公司提供

从结算方式看，公司与主要销售客户保持长期稳定关系，通常采用收到全额货款后发货、预付20%~30%的定金、定期结算等相结合的销售结算模式，客户回款期一般在2个月左右。2012年，公司主要客户仍以外企为主，前五名客户销售金额累计2.31亿元，占销售总额的12.82%，集中度一般。

表 10 2012 年公司前五大客户情况表

客户名称	产品类别	销售金额 (万元)	占销售收入的比例
NUFAR CO., LIMITED	农药	6171	3.42%
凯米克化工有限公司	氧气铁颜料	5901	3.27%
AGRIFOCUS AGRICULTURE E COMERCIO INTERNATIONAL LIMITADA	农药	4083	2.26%
晋江市源富陶瓷材料有限公司	氧气铁颜料	3615	2.00%
FWZ PTY LTD	农药	3375	1.87%
合计	--	23145	12.82%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司生物及精细化工板块收入规模有所下降，但依托其较高的知名度和较高的市场占有率，毛利率有所上升。

新型建材板块

跟踪期内，公司新型建材与装饰材料业务主要通过浙江升华云峰新材股份有限公司（以下简称“升华云峰”）开展。截至目前，升华云峰已形成年产贴面板 200 万张、细木工板 190 万张、集成材 110 万张、地板 100 万平方米、科技木 5500 立方米的产能。

2012 年和 2013 年 1~6 月，公司新型建材板块分别实现收入 6.91 亿元和 3.26 亿元，毛利率分别为 15.92%和 15.03%。近年来，公司毛利率一直稳定在 15%左右，随着公司逐步实施产品结构调整，毛利水平较高的科技木销售占比将不断提高，公司新型建材产品结构有望得

到进一步优化。

从原材料采购方面看，公司原木的采购渠道主要是通过国外采购，主要从南美和非洲采购，其余的原材料主要通过国内采购。从 2012 年公司采购情况来看，公司主要供应商有伍德

斯鲁讯公司、德清云峰中环佳科技有限公司、湖州菱湖源奋染化有限公司、阜阳大亚装饰材料有限公司、淮安三新木业有限公司等；同期，原材料前五大供应商采购金额占比为 11.86%，集中度不高。

表 11 公司建材主要原材料采购情况

主要原材料名称	采购量（万平方米，万张，立方米，万平方米，万张				采购价格（元/平方米，元/张，元/立方米，元/平方米，元/张）			
	2010	2011	2012	13 年 6 月	2010	2011	2012	13 年 6 月
实木地板坯料	20.54	20.26	17.03	8.50	131.75	132.19	129.37	143.65
三夹板	175.59	129.29	210.00	71.28	29.17	33.67	32.90	32.47
原木	7410	14763	13702	7400	2852.94	2466.32	2811.58	2811.44
薄皮	216.27	170.34	142.00	67.08	2.84	3.52	3.76	3.59
细木工芯板	99.19	108.26	165.55	47.69	59.85	62.08	88.08	96.79

资料来源：公司提供

表 12 2012 年公司前五大供应商情况表

供应商名称	供应内容	金额（万元）	占总采购金额比例
伍德斯鲁讯公司	原木	2000.41	5.08%
德清云峰中环佳科技有限公司	胶水	917.48	2.25%
湖州菱湖源奋染化有限公司	染化料	744.54	1.83%
阜阳大亚装饰材料有限公司	纤维板	624.21	1.53%
淮安三新木业有限公司	基板	477.78	1.17%
合计		4764.42	11.86%

资料来源：公司提供

从产品销售方面看，公司生产的“莫干山”牌系列产品荣获“中国驰名商标”和“浙江省著名商标”，其主打产品“莫干山”牌细木工板获得“中国名牌产品”称号，并已通过了中国环境标志产品认证和 FSC 国际森林认证。目前，公司主要在全国范围内建立 500 多家专卖店进行销售，专门销售“莫干山”牌木工材料、地板和油漆材料。在销售地域上，公司的国内与国外销售比例近三年稳定在 9: 1 左右，公司产品国外主要销往俄罗斯、美国等，国内销售网络遍布全国 30 多个省市，其中以浙江和安徽为主要销售区域。

表 13 公司建材主要产品销售情况

产品	2010	2011	2012	13 年 6 月
板材类	产能（万张）	500	500	500
	产量（万张）	432.63	420	400
	销量（万张）	435	410	522
	平均价格（含税）（元/张）	133.64	115.57	93.16
	销售额（万元）	58133	40500	48631
地板类	产能（万M2）	60	100	100
	产量（万M2）	56.16	90	87
	销量（万M2）	53.03	82.96	83
	平均价格（含税）（元/M2）	112.38	103.36	102.6
	销售额（万元）	5094	8575	8516
科技木皮	产能（M3）	4000	5500	5500
	产量（M3）	3635	4800	5200
	销量（M3）	3365	4950	4515
	平均价格（含税）（元/M3）	19764	19543	20775
	销售额（万元）	6650	9674	9380
家具类产品	产能（套）	--	6000	10000
	产量（套）	--	3106	8000
	销量（套）	--	3106	8355
	平均价格（含税）（元/套）	--	1690	2346
	销售额（万元）	--	525	1960

资料来源：公司提供

表 14 公司 2012 年前五大客户情况

客户名称	产品类别	销售金额 (万元)	占销售收入的比例
俄罗斯伍德斯托克公司	科技木皮	3581.87	4.43%
合肥豪林商贸有限公司	板材类	2686.26	3.32%
中星国际公司	板材类	1385.16	1.71%
俄罗斯 ROS 公司	科技木皮	917.39	1.14%
加拿大公司	板材类	746.63	0.92%
合计		9317.31	11.52%

资料来源：公司提供

近三年,公司产品产销率基本保持在 90% 以上,科技木皮和家具类产品销售均价有所上涨,板材类和地板类销售价格略有下降。2012 年,公司前五大客户销售合计 0.93 亿元,占该板块收入的 11.52%,集中度较低。

跟踪期内,公司新型建材板块拥有自主品牌,毛利率稳定,产销率保持在较高水平,盈利能力良好。

房地产开发板块

表 15 2010~2013 年 6 月公司房地产板块的经营情况 (单位:万元、平方米、万元/平方米)

指标	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-6 月
开工面积	354087.71	--	310800	--
主体竣工面积	80152.76	237518.67	161631	95928
销售结算面积	78540.76	227854.67	147499	23902
销售金额	81518.84	88015.73	63500	23300
平均结算售价	1.04	0.39	0.43	0.97

资料来源：公司提供

跟踪期内,公司主要通过控股子公司升华地产有限公司(以下简称“升华地产”)等下属企业从事房地产开发业务。2012 年和 2013 年 1~6 月,公司房地产开发板块分别实现收入 6.35 亿元和 2.33 亿元,毛利率分别为 28.50%和 52.36%。

跟踪期内,公司房地产开发板块的平均结算售价较上年有所上升,由于 2012 年的销售结算面积小于上年同期,且结算均价上涨幅度不大,故 2012 年公司房地产板块的结算收入有所下降。

表 16 近三年公司房地产销售项目情况
(单位:万平方米,亿元)

项目名称	10 年	11 年	12 年	13 年 1-6 月
余家漾小区	销售面积	3.06	1.49	0.35
	销售收入	4.38	1.83	0.71
玉墅林枫	销售面积	3.16	1.93	3.88
	销售收入	2.55	1.86	2.80
现代城	销售面积	2.91	1.92	1.37
	销售收入	1.27	1.01	0.69
灵峰山庄	销售面积	0.67	0.48	0.06
	销售收入	0.52	0.44	0.05
奥体壹号	销售面积	--	--	0.02
	销售收入	--	--	0.02

资料来源：公司提供

截至 2013 年 6 月底,公司在建项目 5 个,规划建筑面积 48.21 万平方米,预计投资 26.53 亿元。在建项目主要集中于杭州与湖州,其中奥体一号、悦西溪府和灵峰山庄已开始预售。

表 17 截至 2013 年 6 月底公司在建房地产项目情况

开发主体	项目类型	建设期	建筑面积 (平方米)	预计总投资 (万元)	截至 2013 年 6 月底已 完成投资 (万元)	已销售 金额(万 元)	楼面地价 (元/平方 米)
奥体一号	住宅	2012.5-2015.9	160580	63000	27374	13742	1525
悦西溪府	住宅	2012.12-2015.5	33287	50000	26626	--	6590
金鹅山安置小区	安置房	2012.7-2013.12	133102	30176	16450	14760	455
天元大厦	商业楼	2012.4-2013.12	38070	48000	18530	--	2561
灵峰山庄	住宅	2010.3-2015	117037	74167	27896	10313	961
合计	--	--	482076	265343	116876	38815	--

资料来源：公司提供

在土地储备方面，截至2013年6月底，公司在杭州拥有未开发土地面积1.10万平方米，将被用作建设商业写字楼，具有一定的升值空间。

跟踪期内，公司房地产开发板块销售收入有所下降，占公司营业收入比重也呈下降趋势，2013年以来，毛利率开始大幅回升，但受国家房地产调控影响，未来发展仍有一定不确定性。

3. 经营效率

从经营效率指标看，随着公司经营规模的不断扩大，2012年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为18.42

次、4.88次和1.50次，较2011年均有上升。整体看，跟踪期内公司经营效率一般。

4. 未来发展

未来三年，公司主要发展思路是：以全面落实科学发展观为指导，依靠各级政府的大力支持，依靠全体员工努力，实施集团适度多元化与各子公司专业化经营相结合；产品经营与资本经营相结合；发展高新技术产业与利用高新技术改造提升传统产业相结合的三大发展战略，加快产业和产品的转型升级步伐，转变经济增长方式，实现可持续发展。

公司未来投资项目具体如下：

表 18 未来三年公司主要投资项目（单位：万元）

项目名称	建设期	总投资	资金筹措方案		资金落实情况 (截至2013年6月底)	2013年	2014年	2015年 及以后
			贷款	自筹				
货运场站（一期）工程	2013~2014	3688	43.38%	56.62%	660	--	3028	--
园一路至园六路工程	2012~2014	18000	45.28%	54.72%	3340	--	14660	--
钢材仓储库房一期工程	2013~2014	15744	61.61%	38.39%	7500	2100	6144	--
钢材仓储库房二期工程	2014~2015	17220	61.56%	38.44%	3000	1800	9560	2860
码头作业区工程	2014~2015	60850	61.15%	38.85%	1500	2100	37200	20050
房地产项目	2010~2015	265343	12.06%	87.94%	153343	42000	40000	30000
合计	--	380845	--	--	169343	48000	110592	52910

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资的重点放在配套设施建设和房地产开发投资上，按计划的资金筹措方案，公司的资产负债率将降至62%左右，虽然存在一定的对外融资需求，但融资压力尚可。随着公司进一步推广多元化发展，经营方式的不断转变，未来有望借助渠道网络与技术优势，不断拓展业务空间。

八、财务分析

公司提供的2010~2012年财务报表已经中磊会计师事务所有限公司^①审计，并出具了标

准无保留意见的审计结论。公司2013年上半年财务报表未经审计。

2012年，公司较2011年合并范围增加9家子公司，减少了17家。总体看，公司财务报表可比性尚可。

截至2012年底，公司资产总额为105.06亿元，所有者权益（含少数股东权益19.49亿元）34.15亿元；2012年度公司实现营业收入161.10

涉嫌欺诈发行及相关中介机构违法违规案通报》，通报中指出中磊会计师事务所在万福生科发行上市审计和2011年年度报告的审计中，未勤勉尽责，审计程序缺失，在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为，所出具的审计报告存在虚假记载。该所的上述行为，违反了《证券法》等法律法规的相关规定，构成《证券法》第223条等法律法规所述情形。拟对中磊会计师事务所没收业务收入138万元，并处以2倍的罚款，撤销其证券服务业务许可。

^① 2013年05月14日，中国证监会发布《证监会通报万福生科

亿元，利润总额 1.80 亿元。

截至 2013 年 6 月底，公司资产总额 112.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益 19.39 亿元）34.62 亿元；2013 年 1~6 月公司实现营业收入 79.55 亿元，利润总额 1.85 亿元。

1. 盈利能力

2012 年，公司实现营业收入 161.10 亿元，同比增长 13.55%，主要源于贸易板块收入的增长；同期，营业成本 152.15 亿元，同比增长 18.37%，增幅略高于营业收入增速。2012 年，公司营业利润率 4.99%，较上年下降 3.80 个百分点，主要原因是公司营业收入主要来源于商贸流通板块，商贸流通行业近年来竞争加剧、商品均价下行导致盈利能力下降所致。

2012 年，公司期间费用合计 6.82 亿元，同比下降 17.70%，主要系销售费用和财务费用的减少所致，期间费用占营业收入比重由上年的 5.84% 下降至 4.24%。2010 年~2012 年，公司债务规模波动上升，由于公司贷款业务产生的利息收入的抵减，公司财务费用控制在较低水平，2012 年公司共发生财务费用 1.65 亿元，较 2011 年下降 25.38%。

2012 年，公司获得投资收益 0.41 亿元，较上年下降 78.57%，主要原因是 2011 年公司转让地产公司的股权获得收益 1.02 亿元，2012 年无此项收入。

公司营业外收入主要为政府补助，2010~2012 年，政府补助力度持续加大，营业外收入年复合增长率为 45.51%；2012 年，公司营业外收入为 0.97 亿元，政府补助的占比为 87.41%。

2012 年，公司实现利润总额 1.80 亿元，同比下降 69.66%，主要由于商贸流通板块占比较大、毛利率大幅下降和投资收益大幅减少。

从盈利指标上看，2012 年公司总资本收益率和净资产收益率受公司净利润下降的影响较上一年大幅下降，分别为 5.01% 和 3.30%。

2013 年 1~6 月，公司实现营业收入 79.55 亿元，占 2012 年全年的 49.38%；实现利润总

额 1.85 亿元，为上年同期的 1.90 倍；营业利润率为 4.76%，较上年下降 0.23 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，但由于 2012 年以来，受宏观环境和行业政策的影响，公司盈利空间收窄，商贸流通板块和生物及精细化工板块毛利率降至近年来的最低点，公司利润大幅下降，公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2012 年随着销售收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量快速增长，2012 年分别为 194.68 亿元和 200.69 亿元，同比增幅分别为 25.73% 和 24.67%；2012 年公司收到其他与经营活动有关的现金 5.50 亿元，主要是公司收到的保证金等。同期，随着收入的不断增长，购买商品、接受劳务支付的现金也快速增长，为 170.32 亿元，同比增长 15.13%；支付的其他与经营获得有关的现金主要是预付土地款和支付的保证金等。2012 年，公司现金收入比为 120.84%，较 2011 年上升 11.70 个百分点，公司收入实现质量较好。2012 年，公司经营活动现金流量净额较上年有所改善，为 10.53 亿元。

投资活动方面，2012 年公司投资活动现金流入量为 6.83 亿元，主要为收回投资收到的现金（占 18.16%）和收到其他与投资活动有关的现金（占 71.70%），其中收到其他与投资活动有关的现金主要是收回相关到期的银行理财产品；同期，公司投资活动现金流出为 9.32 亿元，主要为购建固定资产支出（占 17.42%）、投资支付的现金（占 26.87%）和支付其他与投资活动有关的现金（占 55.56%），其中支付其他与投资活动有关的现金主要是公司购买理财产品所支付的现金。2012 年公司投资活动现金流量净额为 -2.48 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入规模持续扩大，2012 年为 50.76 亿元，同比增长 10.76%，主要为取得借款和发行债券收到的现

金；公司筹资活动现金流出额为 58.16 亿元，主要用作偿还债务和利息。2012 年，公司筹资活动现金净流出 7.39 亿元。

2013 年 1~6 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金净流量分别为 10.88 亿元、-1.99 亿元和 4.02 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动的获现能力有所增强，经营活动产生的净现金流对投资活动的覆盖能力较好，对外筹资渠道主要是依靠银行借款。

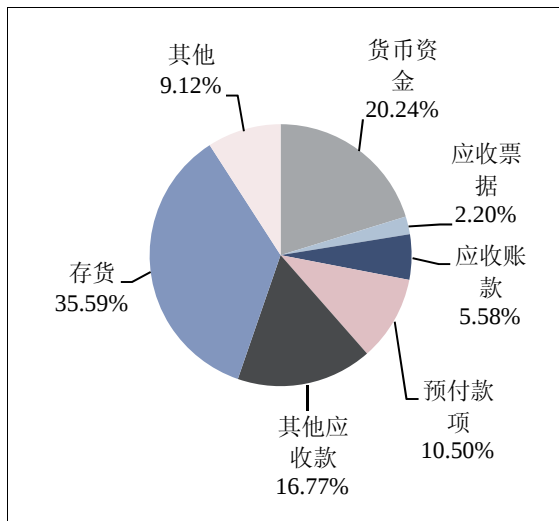
3. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，公司资产总额 105.06 亿元，同比下降 4.84%，其中流动资产占 75.46%，非流动资产占 24.54%，流动资产占比较 2011 年略有上升。

截至 2012 年底，公司流动资产合计 79.28 亿元，同比下降 9.49%，主要系应收票据、应收账款和存货的减少所致。公司流动资产以存货、货币资金、其他应收款和预付款项为主。

图 3 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司货币资金 16.04 亿元，同比增长 4.28%，主要为银行存款（占 61.26%）及其他货币资金（占 38.60%），其他货币资金主要为信用证和银行承兑汇票保证金。

截至 2012 年底，公司应收票据为 1.74 亿元，同比下降 51.96%，公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2012 年底，公司预付款项 8.33 亿元，同比下降 2.95%，主要为预付给杭州市国土资源局的预付土地款和预付给上游供货商的预付货款。

截至 2012 年底，公司存货账面余额 28.22 亿元，主要由开发成本（占 57.63%）、产成品（占 21.19%）和原材料（占 5.69%）构成。截至 2012 年底，公司共计提 0.45 亿元存货跌价准备。

截至 2012 年底，公司应收账款净额 4.43 亿元，较 2011 年底下降 42.39%，主要系公司收回安置房项目 2 亿元应收款所致。从账龄看，1 年以内的应收账款占 54.81%，1~2 年的占 39.53%，2~3 年的占 4.88%，3 年以上的占 0.78%，账龄一般；从集中度看，前五名欠款单位合计 1.36 亿元，占应收账款总额的 28.73%，集中度较低；从计提坏账准备看，公司共计提坏账准备 0.30 亿元，坏账计提比例为 6.25%。总体看，公司应收账款账龄一般，集中度较低，不能收回的风险较小，坏账准备计提较充分。

截至 2012 年底，公司其他应收款 13.29 亿元，同比增长 9.36%，主要构成为往来款、工程款、保证金及借款。从账龄看，1 年以内的占 54.11%，1~2 年的占 28.15%，2~3 年的占 12.33%，3 年以上的占 5.41%；从集中度看，前五名欠款单位合计 4.64 亿元，占其他应收款总额的 33.71%；截至 2012 年底，公司共计提其他应收款坏账准备 0.47 亿元，计提比例为 3.43%。整体看，公司其他应收款平均账龄偏长，集中度一般，回款具有一定不确定性，坏账准备计提比例较合理。

截至 2012 年底，公司发放贷款 4.35 亿元，同比微降 1.17%，主要为公司旗下德清升华小额贷款股份有限公司对外发放的贷款；同期，其他流动资产 1.92 亿元，主要为公司发放的委托贷款。

截至 2012 年底,非流动资产为 25.78 亿元,主要由固定资产(占 50.69%)、长期股权投资(占 32.42%)和无形资产(占 6.46%)组成。

截至 2012 年底,公司长期股权投资为 8.36 亿元,同比增长 63.76%,对外投资大幅增长,2012 年增加的主要是对黄冈升华房地产开发有限公司、河北圣雪大成制药有限责任公司、和浙江昆仑创元股权投资合伙企业(有限合伙)的投资,公司投资对象越发多元化。

表 19 公司 2012 年底前五长期股权投资明细情况

被投资单位名称	投资比例 (%)	投资额 (万元)
青岛易邦生物工程有限公司	38.00	19709.66
锦州市商业银行	1.33	11000.00
河北圣雪大成制药有限责任公司	39.45	10735.83
浙江昆仑创元股权投资合伙企业(有限合伙)	25.37	7586.41
广西升华林业有限公司	90.00	5709.63
合计	--	54741.53

资料来源:公司提供

截至 2012 年底,固定资产净值为 13.07 亿元,同比下降 6.51%,主要包括房屋及建筑物(占 45.43%)、机器设备(占 46.15%)、他设备(占 4.12%)和运输工具(占 2.03%)。截至 2012 年底,公司已计提减值损失 0.35 亿元,计提较为合理。

截至 2012 年底,公司无形资产 1.67 亿元,与上年基本保持一致,主要构成为土地使用权、软件和商标权;截至 2012 年底,未发现减值情况,未计提减值准备。

公司其他非流动资产主要为升华拜克的股权分置流通权,2012 年底为 0.74 亿元。

截至 2013 年 6 月底,公司资产总计 112.89 亿元,较 2012 年底增长 2.81%,其中流动资产占总资产的比重为 77.06%,非流动资产占比 22.94%,公司资产仍以流动资产为主,资产构成变化不大。

总体看,跟踪期内,公司资产规模有所波动,资产构成仍以流动资产为主,资产结构稳定,流动资产中存货、货币资金和其他应收款占比大,非流动资产中以固定资产和长期股权

投资为主,资产质量一般。

所有者权益

截至 2012 年底,公司所有者权益合计 34.15 亿元,归属于母公司所有者权益合计 14.66 亿元,其中实收资本占 5.49%,资本公积占 20.63%,盈余公积占 4.16%,未分配利润占 69.81%。公司 2012 年底归属母公司所有者权益较 2011 年底下降 5.26%,主要系未分配利润的减少所致。

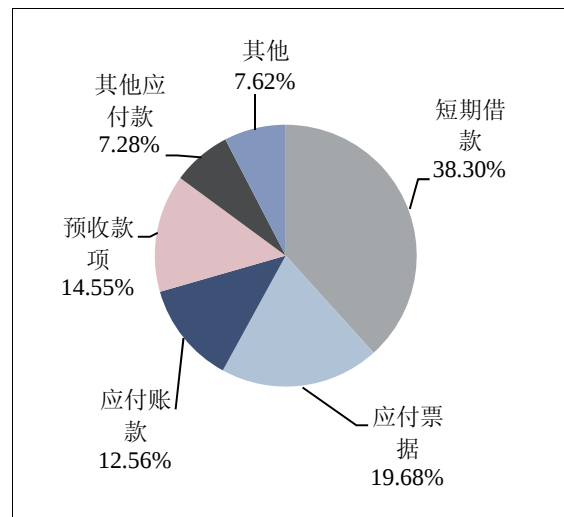
截至 2013 年 6 月底,公司所有者权益 34.62 亿元,其中归属于母公司所有者权益 15.22 亿元,较 2012 年底增长 3.87%,主要是由于未分配利润的增加所致。公司归属母公司所有者权益构成与期初相比变化不大,仍以未分配利润为主。

总体看,跟踪期内,公司所有者权益整体变化不大,未分配利润占比大,所有者权益稳定性较差。

负债

截至 2012 年底,公司负债合计 70.91 亿元,同比下降 6.18 个百分点,其中,流动负债占 87.89%,非流动负债占 12.11%,流动负债占比较 2011 年底有所下降。

图 4 2012 年底公司流动负债构成



资料来源:公司 2012 年审计报告

截至 2012 年底,公司流动负债 62.33 亿元,较 2011 年底下降 11.97%,主要包括短期借款

(占 38.30%)、应付票据 (占 19.68%)、预收款项 (占 14.55%)、应付账款 (占 12.56%)、其他应付款 (占 7.28%) 等。

截至 2012 年底,公司短期借款为 23.87 亿元,较 2011 年底下降 13.91%,其中保证借款占 84.20%、抵质押借款占 11.84%、信用借款占 3.96%。

截至 2012 年底,公司应付账款 7.83 亿元,较 2011 年底增长 14.75%,主要是应付货款;1 年以内的应付账款占比达 97.88%。同期,公司应付票据 12.27 亿元,较 2011 年底下降 12.49%,主要为应付银行承兑汇票。

截至 2012 年底,公司预收款项 9.07 亿元,同比增长 5.82%,主要为公司子公司预收的房屋销售款;1 年以内的预收账款占 62.39%,1~2 年的占 36.03%。

截至 2012 年底,公司其他应付款 4.54 亿元,同比增长 13.51%,主要为往来款。

截至 2012 年底,公司非流动负债 8.59 亿元,同比增长 79.27%,主要来源于应付债券的增加;其中长期借款占 36.10%,应付债券占 58.22%,长期应付款占 1.47%。

截至 2012 年底,公司长期借款 3.10 亿元,较 2011 年底减少 27.91%,主要因公司一年内到期的保证借款转入流动负债所致。

截至 2012 年底,公司应付债券 5.00 亿元,主要为公司 2012 年发行的 5 亿元企业债券(12 升华债)。

截至 2012 年底,公司全部债务规模较 2011 年底有所收缩,为 45.34 亿元,同比下降 9.18%,主要系短期借款的减少所致。截至 2012 年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年均有所下降,分别为 67.50%和 57.04%;长期债务资本化比率为 19.17%,同比上升 8.18 个百分点。公司债务负担有所减轻,但仍然较重。

截至 2013 年 6 月底,公司负债合计 78.27 亿元,较 2012 年底增长 10.37%,主要系预收款项、长期借款和应付债券的增长所致。截至 2013 年 6 月底,公司债务总额 50.11 亿元,较 2012 年底增长 10.53%,主要因长期借款和应

付债券的增加所致;资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.33%和 59.14%,债务负担较上年底有所加重。

整体看,跟踪期内,公司债务规模有所扩大,债务以短期债务为主,债务结构有待改善,债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2012 年公司流动资产和流动负债规模均有所下降,流动资产下降的幅度低于流动负债的下降幅度,公司流动比率和速动比率较 2011 年均有所上升,分别为 127.21%和 81.93%,同比分别上升 3.48 个和 6.51 个百分点。截至 2013 年 6 月底,两项指标分别为 136.79%和 90.11%,主要系公司流动资产中货币资金和应收账款增加幅度较大所致。2012 年,公司经营现金流动负债比为 16.90%,较上年大幅回升。公司目前短期债务规模虽较 2011 年有所下降,但仍处于较高水平,考虑到公司现金类资产较为充足,短期偿债能力尚可。从公司未来投资来看,大部分项目处于建设初期,未来投资压力有所加重,将对公司短期偿债能力产生一定影响。

从长期偿债能力指标看,2012 年,公司实现 EBITDA6.31 亿元,同比下降 44.04%,主要系商贸流通板块的毛利率大幅下降所致。EBITDA 利息倍数从上年的 3.03 倍降至 2.21 倍;全部债务/EBITDA 倍数从上年的 4.43 倍升至 7.18 倍。整体看,公司长期偿债能力有所下降。

截至 2013 年 6 月底,公司对外担保余额 11.98 亿元,占净资产的 34.61%,对外担保对象多数为浙江知名民营企业,均为互保单位,担保比率较高,存在一定或有负债风险。

表 20 2013 年 6 月底公司对外担保情况

(单位:万元)

被担保单位名称	升华对外担保情况	
	最高担保额	担保余额
德华集团控股股份有限公司	32900	28150
湖州尤夫控股有限公司	2000	2000

被担保单位名称	升华对外担保情况	
	最高担保额	担保余额
久立集团股份有限公司	10000	9400
康恩贝集团有限公司	5000	5000
美欣达集团有限公司	3000	3000
台州旺能环保能源有限公司	7000	7000
伟星集团有限公司	9300	9300
临安市太阳气体有限公司	1500	950
杭州宝利德汽车销售服务有限公司	1800	1800
浙江宝利德控股集团有限公司	23500	23500
杭州路德行汽车有限公司	3000	3000
浙江新潮集团股份有限公司	10000	10000
金洲集团有限公司	15000	15000
浙江振升建设有限公司	800	800
德清县一帆颜料有限公司	1000	700
德清县华诺化工有限公司	220	200
合计	126020	119800

资料来源：公司提供

截至 2013 年 6 月底，公司获得多家金融机构的授信额度共计 19.74 亿元，已使用的授信额度为 14.87 亿元，尚未使用的额度为 4.87 亿元。公司间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、债券偿债能力

截至2013年6月底，公司现金类资产合计22.85亿元，为待偿还债券本金2.50亿元“13升华CP001”的9.14倍。2012年公司经营活动现金流入和净额分别为待偿还债券本金的80.28倍

和4.21倍；公司EBITDA为待偿还债券本金的0.72倍。总体看，公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对待偿还债券的覆盖程度较好，EBITDA对待偿还债券的保障能力一般。

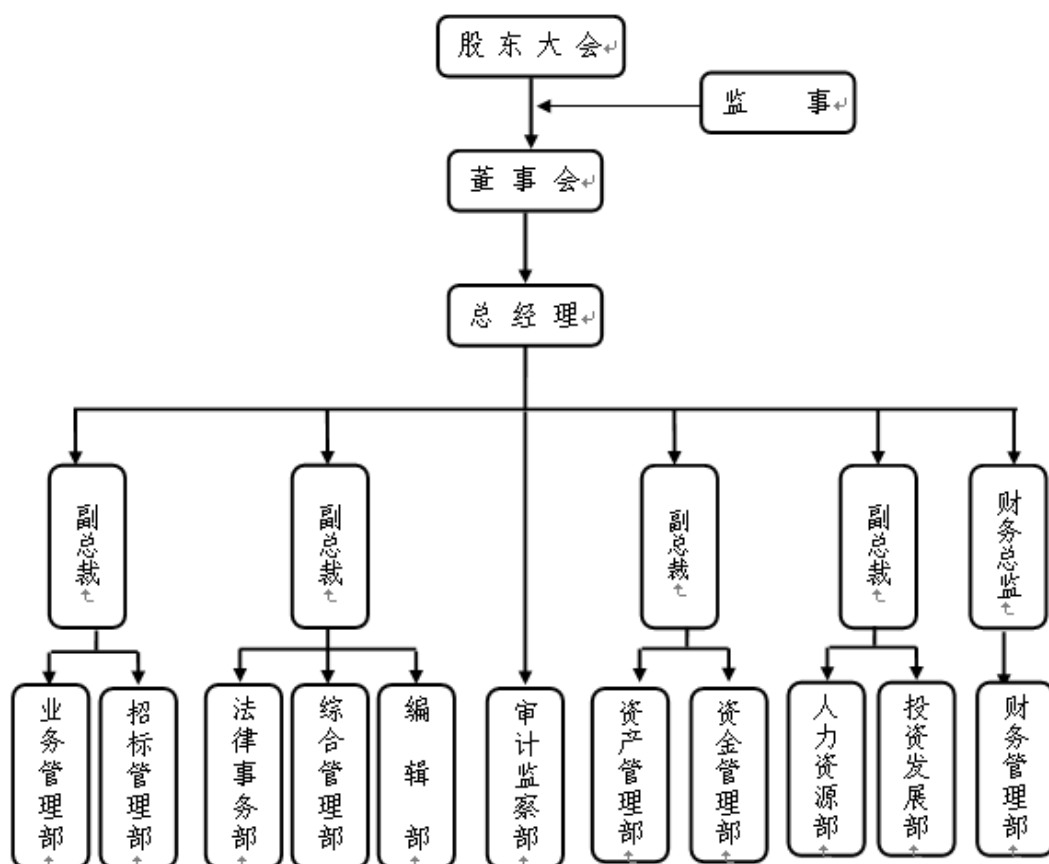
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13升华CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
1	德清县钟管镇富民资产经营有限公司	4027.15	50.00
2	夏士林	3060.63	38.00
3	吴梦根	563.80	7.00
4	张建国	96.65	1.20
5	钱海平	96.65	1.20
6	鲍希楠	88.59	1.10
7	王菊萍	40.27	0.50
8	王锋	40.27	0.50
9	罗坝塘	40.27	0.50

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 6 月
流动资产：					
货币资金	111308.38	153838.18	160428.43	20.05	216526.18
交易性金融资产	445.17	2337.66	9541.15	362.95	362.31
应收票据	23086.49	36311.59	17445.01	-13.07	11574.26
应收账款	57127.69	76859.78	44278.56	-11.96	56735.71
预付款项	75458.73	85805.94	83273.73	5.05	78358.45
应收利息	0.00	0.00	137.18		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		3800.00
其他应收款	103945.47	121543.72	132919.05	13.08	135646.59
存货	256977.95	341982.72	282194.26	4.79	296856.57
发放贷款	0.00	43965.71	43450.98		43988.19
其他流动资产	1844.26	13327.08	19152.62	222.26	26002.36
流动资产合计	630194.14	875972.38	792820.97	12.16	869850.63
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	60673.12	51046.57	83592.66	17.38	82831.27
投资性房地产	2668.97	3258.21	5550.08	44.20	5333.24
固定资产	128966.92	139788.84	130682.77	0.66	126048.22
在建工程	2149.94	2149.55	1907.19	-5.81	5121.55
工程物资	230.55	431.25	566.66	56.77	627.97
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	15890.97	16666.09	16651.91	2.37	20099.92
开发支出					
商誉	3035.61	3291.72	5381.47	33.15	6132.07
合并价差					
长期待摊费用	459.11	1151.31	1952.51	106.22	1631.34
递延所得税资产	2005.08	2919.39	4080.26	42.65	3745.36
其他非流动资产	7444.71	7444.71	7444.71	0	7444.71
非流动资产合计	223524.98	228147.64	257810.22	7.40	259015.64
资产总计	853719.12	1104120.02	1050631.19	10.93	1128866.28

附件 2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 6 月
流动负债：					
短期借款	212631.98	277256.70	238702.06	5.95	232030.05
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		1190.68
应付票据	92126.60	140162.80	122656.26	15.39	121343.08
应付账款	86404.97	68240.63	78308.05	-4.80	86283.37
预收款项	79084.38	85694.99	90682.00	7.08	114141.12
应付职工薪酬	4445.88	4911.13	4804.89	3.96	4001.66
应交税费	13900.77	17261.11	13657.23	-0.88	1468.75
应付利息	894.96	995.08	3131.29	87.05	2591.57
应付股利	4784.93	0.00	139.60	-82.92	1971.00
其他应付款	36916.70	39992.70	45397.25	10.89	34039.67
预计负债					
一年内到期的非流动负债	5963.59	38770.00	11000.00	35.81	5000.00
其他流动负债	0.00	34693.25	14780.55		31820.48
流动负债合计	537154.76	707978.37	623259.16	7.72	635881.43
非流动负债：					
长期借款	38998.00	43000.00	31000.00	-10.84	61800.00
应付债券	0.00	0.00	50000.00		79745.05
长期应付款	5080.16	1647.62	1261.06	-50.18	1732.30
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	144.12	349.91	200.78	18.03	195.53
其他非流动负债	2985.88	2909.49	3419.99	7.02	3338.19
非流动负债合计	47208.16	47907.02	85881.84	34.88	146811.07
负债合计	584362.92	755885.39	709141.00	10.16	782692.51
所有者权益：					
实收资本(或股本)	8054.29	8054.29	8054.29	0.00	8054.29
资本公积	30067.35	30221.06	30240.32	0.29	30335.97
减：库存股					
盈余公积	3432.78	4055.64	6093.47	33.23	6093.47
未分配利润	86615.51	112534.48	102334.91	8.70	107951.65
外币报表折算差额	-69.48	-145.99	-140.83	42.37	-185.53
归属于母公司权益合计	128100.45	154719.48	146582.16	6.97	152249.86
少数股东权益	141255.75	193515.15	194908.03	17.47	193923.91
所有者权益合计	269356.20	348234.63	341490.19	12.60	346173.77
负债和所有者权益总计	853719.12	1104120.02	1050631.19	10.93	1128866.28

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~6 月
一、营业收入	846199.84	1418753.73	1611026.32	37.98	795485.91
减: 营业成本	748372.19	1285354.32	1521488.69	42.59	754300.28
营业税金及附加	8017.20	8676.70	9177.99	6.99	3291.09
销售费用	16545.07	25250.84	17117.50	1.72	7464.80
管理费用	23819.11	35549.56	34617.64	20.56	13617.16
财务费用	2074.20	22123.91	16509.26	182.12	10588.37
资产减值损失	14.86	6756.57	6640.90	2014.13	567.96
加: 公允价值变动收益	33.05	-167.52	185.38	136.83	-32.70
投资收益	18217.33	19296.86	4135.35	-52.36	6962.64
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	65607.59	54171.16	9795.06	-61.36	12586.19
加: 营业外收入	4584.13	7263.61	9706.63	45.51	7079.08
减: 营业外支出	1372.36	2167.60	1521.42	5.29	1169.06
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	68819.37	59267.18	17980.26	-48.89	18496.21
减: 所得税费用	11420.71	12861.39	6706.72	-23.37	4542.29
四、净利润	57398.65	46405.79	11273.55	-55.68	13953.92
其中: 归属于母公司的净利润	33493.41	27891.83	3547.14	-67.46	6377.10
少数股东损益	23905.24	18513.96	7726.41	-43.15	7576.82

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~6 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	917211.47	1548470.06	1946840.73	45.69	918669.56
收到的税费返还	6636.04	3826.77	5101.84	-12.32	957.59
收到其他与经营活动有关的现金	68677.84	57437.55	54980.18	-10.53	68239.43
经营活动现金流入小计	992525.34	1609734.38	2006922.75	42.20	987866.58
购买商品、接受劳务支付的现金	873968.32	1479369.89	1703226.18	39.60	815996.30
支付给职工以及为职工支付的现金	23164.93	28461.84	30802.06	15.31	16877.08
支付的各项税费	23158.13	34163.56	38111.71	28.29	25917.53
支付其他与经营活动有关的现金	58942.75	133717.26	129436.16	48.19	20291.77
经营活动现金流出小计	979234.13	1675712.55	1901576.12	39.35	879082.67
经营活动产生的现金流量净额	13291.21	-65978.16	105346.63	181.53	108783.91
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	14218.21	24614.40	12411.44	-6.57	279835.89
取得投资收益收到的现金	8829.99	18017.17	5829.79	-18.75	952.48
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	629.60	699.19	1103.19	32.37	352.17
处置子公司及其他单位收到的现金净额	18388.04	100.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	7452.34	44651.87	49003.89	156.43	2449.95
投资活动现金流入小计	49518.19	88082.63	68348.32	17.48	283590.49
购建固定资产、无形资产等支付的现金	14363.37	23458.48	16229.81	6.30	11822.35
投资支付的现金	13314.16	15635.81	25036.43	37.13	271429.49
取得子公司等支付的现金净额	26125.44	685.26	140.69	-92.66	1127.30
支付其他与投资活动有关的现金	7354.34	18591.22	51764.00	165.30	19088.65
投资活动现金流出小计	61157.31	58370.77	93170.92	23.43	303467.78
投资活动产生的现金流量净额	-11639.13	29711.86	-24822.61	46.04	-19877.29
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	5880.00	18207.07	9990.00	30.34	0.00
取得借款收到的现金	347136.90	438394.59	441090.85	12.72	400150.88
发行债券收到的现金	0.00	0.00	49100.00		30000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	16606.47	1720.45	7461.53	-32.97	10598.37
筹资活动现金流入小计	369623.38	458322.12	507642.38	17.19	440749.25
偿还债务支付的现金	303356.39	336961.45	535593.78	32.87	381933.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27962.43	43811.37	45427.84	27.46	10808.71
支付其他与筹资活动有关的现金	385.59	348.89	558.21	20.32	7820.39
筹资活动现金流出小计	331704.40	381121.72	581579.83	32.41	400562.22
筹资活动产生的现金流量净额	37918.97	77200.40	-73937.46		40187.04
四、汇率变动对现金的影响	62.10	1595.71	3.67	-75.68	-2480.97
五、现金及现金等价物净增加额	39633.16	42529.81	6590.24	-59.22	126612.69
加: 期初现金及现金等价物余额	71675.22	111308.38	153838.18	46.50	160428.43
六、期末现金及现金等价物余额	111308.38	153838.18	160428.43	20.05	287041.11

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	57398.65	46405.79	11273.55	-55.68
加：资产减值准备	14.86	6756.57	6640.90	2014.13
固定资产折旧及其他	14718.31	15731.91	16088.53	4.55
无形资产摊销	490.88	370.16	460.78	-3.12
长期待摊费用摊销	125.28	270.20	80.30	-19.94
处置固定资产、无形资产等损失	258.83	606.85	81.73	-43.80
固定资产报废损失	0.00	-0.22	0.00	
公允价值变动损失	-33.05	167.52	-160.78	120.56
财务费用	961.03	20148.00	14510.24	288.57
投资损失	-18217.33	-19296.86	-4135.35	-52.36
递延所得税资产减少	281.31	-914.31	-1160.87	
递延所得税负债增加	144.12	205.79	-149.13	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-106616.73	-85004.77	59788.47	
经营性应收项目的减少	12205.51	-94808.83	26779.14	48.12
经营性应付项目的增加	51559.54	43384.04	-24750.87	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	13291.21	-65978.16	105346.63	181.53

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	13.00	14.67	18.42	16.21	--
存货周转次数(次)	3.67	4.29	4.88	4.46	--
总资产周转次数(次)	1.13	1.45	1.50	1.41	--
现金收入比(%)	108.39	109.14	120.84	114.84	115.49
盈利能力					
营业利润率(%)	10.61	8.79	4.99	7.25	4.76
总资本收益率(%)	11.38	9.86	5.01	7.74	--
净资产收益率(%)	21.31	13.33	3.30	9.91	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	12.65	10.99	19.17	15.41	29.02
全部债务资本化比率(%)	56.49	58.91	57.04	57.49	59.14
资产负债率(%)	68.45	68.46	67.50	67.98	69.33
偿债能力					
流动比率(%)	117.32	123.73	127.21	124.19	136.79
速动比率(%)	69.48	75.42	81.93	77.49	90.11
经营现金流动负债比(%)	2.47	-9.32	16.90	6.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.46	3.03	2.21	3.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.60	4.43	7.18	5.64	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	-0.07	0.18	0.07	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.13	-0.98	2.82	1.14	--

注：公司 2013 年上半年数据未经审计。

附件 6 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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
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

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

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 7 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。

附件 8 短期融资券信用等级的定义

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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息