

跟踪评级公告

联合[2014] 969 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。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(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: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.25	18.74	17.62	14.70
资产总额(亿元)	110.41	105.06	118.64	121.56
所有者权益(亿元)	34.82	34.15	38.30	39.18
长期债务(亿元)	4.30	8.10	12.79	13.01
全部债务(亿元)	49.92	45.34	51.51	57.19
营业收入(亿元)	141.88	161.10	165.04	22.39
利润总额(亿元)	5.93	1.80	5.81	0.27
EBITDA(亿元)	11.28	6.31	11.21	--
经营性净现金流(亿元)	-6.60	10.53	1.68	0.13
营业利润率(%)	8.79	4.99	6.19	6.56
净资产收益率(%)	13.33	3.30	11.77	--
资产负债率(%)	68.46	67.50	67.72	67.77
全部债务资本化比率(%)	58.91	57.04	57.35	59.35
流动比率(%)	123.73	127.21	138.10	132.93
全部债务/EBITDA(倍)	4.43	7.18	4.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.03	2.21	3.03	--
经营现金流流动负债比(%)	-9.32	16.90	2.50	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

李祥源 姬宝龙

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”)继续在新型农药、兽药、氧化铁颜料和锆化工方面处于行业领先地位, 先进的技术和良好的知名度巩固了公司的市场占有率, 营业收入稳定增长, 盈利能力有所改善。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, 公司商贸流通板块毛利率走低, 兽药和锆化工行业景气度差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和公司物流园区的建成, 商贸流通板块有望改善现有的盈利状况, 公司经营规模和整体竞争力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规模较大的经销商之一, 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, 具有良好的品牌知名度, 市场占有率高。
3. 公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿还债券的保障能力较好。

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. 兽药和锆化工行业景气度差, 竞争激烈, 产品价格有所下降。
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 2014 年 3 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、钱海平、鲍希楠、王菊平、王锋、罗坝塘等七位自然人出资组成，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。公司实际控制人是德清县钟管镇富民资产经营有限公司。

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 2014 年 3 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 2013 年底，公司资产总额为 118.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益 21.20 亿元）38.30 亿元；2013 年度公司实现营业收入 165.04 亿元，利润总额 5.81 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 121.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益 22.52 亿元）39.18 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 22.39 亿元，利润总额 0.27 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

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

近年来中国物流业总体规模快速增长,服务水平显著提高,发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计,2012年

全国社会物流总额177.3万亿元,同比增长11.77%,增幅比上年回落14.53个百分点,但仍保持较快增长。从社会物流总额的构成情况看,工业品物流总额162万亿元,同比增长10%,是带动社会物流总额增长的主要因素;进口货物物流总额11.5万亿元,同比增长7.8%;农产品物流总额、再生资源物流总额和单位与居民物流总额同比分别增长4.5%、10.2%和23.5%。2012年全国物流业增加值为3.5万亿元,同比增长9.1%;物流业增加值占GDP的比重为6.8%,占服务业增加值的比重为15.3%。

2013 年,全国社会物流总额 197.8 万亿元,同比增长 11.56%,增幅较上年回落 0.21 个百分点,整体上物流需求呈现由“稳中趋缓”向“趋稳回升”转变的态势。从社会物流总额的构成情况看,工业品物流总额 181.5 万亿元,同比增长 12%,增幅较上年提高 2 个百分点;进口货物物流总额 12.1 万亿元,同比增长 5.2%;农产品物流总额、再生资源物流总额同比分别增长 4.0%、20.3%。2013 年全国物流业增加值为 3.9 万亿元,同比增长 11.4%;受电子商务等快速发展带动,单位与居民物品物流总额保持快速增长态势,同比增长 30.4%;物流业增加值占 GDP 的比重为 6.8%,占服务业增加值的比重为 14.8%。

2013 年,全国粗钢产量 7.79 亿吨,同比增长 7.5%,增幅较去年同期提高 4.4 个百分点。钢材价格方面,2013 年初钢材价格略有回升,3 月份起持续震荡下滑,总体水平低于 2012 年。中国钢铁工业协会钢材综合价格指数全年最高点为 111.1 点,最低点为 98.5 点,降幅为 11.34%,比上年最大价格落差低 4.88 个百分点。截至 2013 年 12 月底,中国钢铁工业协会钢材综合价格指数为 99.1。

总体看,全国生产资料市场稳步发展,但由于部分生产资料市场供过于求、结构性矛盾突出及国际石油、铁矿石、铜、钢材等基础商品价格的不稳定性,给国内生产资料市场发展带来了一系列不确定因素。2012 年以来受钢铁

及有色金属产品价格下行的影响，行业内企业经营面临的经营困难增大。

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。2013年中国农药原药产量为318.95万吨（折百量），同比下降10.13%；2014年1~3月中国农药原药产量为87.20万吨（折百量），同比增长8.32%。2009至2013年间，中国化学农药原药产量年复合增长率则到达8.97%。

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。2013年，中国除草剂原药的产量达179.98万吨，占农药原药总产量的56.43%；杀虫剂原药产量为61.27万吨，占总产量的19.21%；杀菌剂原药的产量为20.35万吨，约占总产量的6.38%，从构成上看，除草剂和杀菌剂占比有所上升，杀虫剂原药占比有所下降。

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，2013年中国出口农药109.53万吨，同比增长22.08%，占同期农药产量的34.34%，占总销量的36.77%，中国农药行业对外依存度较2012年有所上升。

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。

随着养殖结构的变化,兽药产品结构也发生了较大的变化,特别是畜禽业的规模化、集约化发展,带动了畜禽用生物制品和化学药品以及一些新型抗菌促生长制剂的开发和应用,今后以预防、保健、促增长为主的低残留或无残留用药将成为一种趋势,假冒伪劣产品将逐渐被挤出市场。兽药市场格局将发生重大变化,未来企业在行业严管、外企冲击和自身发展障碍的多重压力下,数量必将减少。在这种

情况下,兽药行业实现全面、协调、可持续发展只有两条路可走:一是以常规同质化产品创造企业规模效益;二是走专业技术化道路,以研发创新创效益。

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。但2013年以来,受禽流感影响,农户动物养殖积极性受挫,兽药市场景气度快速下降。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

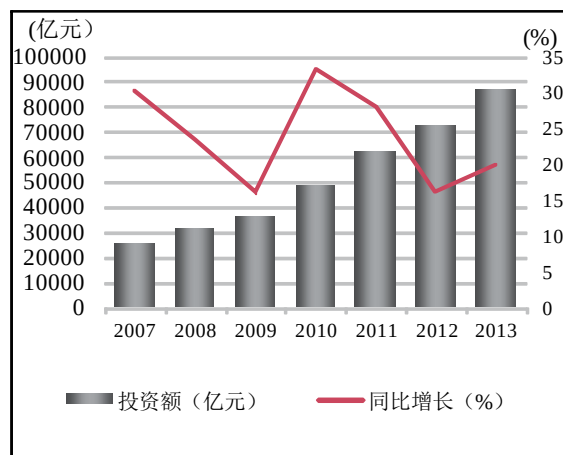
房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008年底,为了刺激内需,稳定经济增长,改善民生,中国政府出台了多项信贷、消费政策,旨在维护房地产市场稳定,支持房地产行业平稳调整。在相关具体政策的拉动下,2009年中国房地产市场整体呈现快速复苏态势,市场需求有所释放,超过同期的开发投资规模增速。

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。

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。

图1 中国房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

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。2013年下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制，维持宏观政策稳定，十八届三中全会将政府工作重心明确为全面深化改革；不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策，不同城市由于市场走势分化，政策取向各有不同。统计数据显示，2013年楼市全面回暖，一二线城市房价持续快速上涨，截至2013年11月底，百城房价指数环比连续18个月上涨，2013年以来累计上涨10.74%，同比连续12个月上涨，涨幅扩大至10.98%，十大城市涨幅明显高于百城平均水平，北京、广州、深圳尤为突出。住宅销售量方面，2013年前11个月，全国商品房销售面积已经突破11亿平方米，同比增长21%，商品房销售金额近7万亿元，同比增长31%，其中，

住宅销售面积和销售金额同比分别增长21%和31%。

2013年，房地产开发投资86013亿元，比上年增长19.8%。其中，住宅投资58951亿元，增长19.4%；办公楼投资4652亿元，增长38.2%；商业营业用房投资11945亿元，增长28.3%。

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

公司本部位位于浙江省。近三年，浙江省经济发展稳健，生产总值保持平稳增长，年均复合增长 7.82%。2013 年，浙江省生产总值为 37568 亿元，比上年增长 8.2%；人均 GDP 为 68462 元（按年平均汇率折算为 11.55 美元），同比增长 7.8%，居民消费价格比上年上涨 2.3%。2013 年，浙江规模以上工业增加值 11701 亿元，比上年增长 8.5%；实现销售产值 61837 亿元，增长 7.1%；完成出口交货值 11600 亿元，增长 2.2%；出口交货值占销售产值的比重为 18.8%，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 3386 亿元，比上年增长 15.2%。2013 年全年建筑业增加值 2078 亿元，比上年增长 5.6%；资质以上建筑企业利润总额 525 亿元，增长 20.6%；固定资产投资 20194 亿元，比上年增长 18.1%；全年房地产开发投资 6216 亿元，比上年增长 18.9%。

从外贸来看，2013 年，浙江省进出口总额 3358 亿美元，比上年增长 7.5%，其中进口 870 亿美元，下降 1.0%；出口 2488 亿美元，增长 10.8%，具体表现为对欧洲市场出口持续复苏对北美市场出口保持稳定增长，对新兴市场出

口快速增长。

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“2013年中国制造业500强”、“中国民营企业五百强”、“国家重点扶持高新技术企业”等国家级奖项，获得“浙江省综合百强企业”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。2013年，公司环保装饰材料板块位列“最具投资价值的中国衣柜十大品牌”、“消费者最喜欢品牌”、“中国泛家居企业500强”和“全国地板行业十大畅销品牌”。

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。

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2013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3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，具有一定技术优势。

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。2013年，公司实现营业收入165.04亿元，同比增长2.44%，同期营业成本153.77亿元，同比增长1.06%，营业成本增速略低于营业收入的增速。

从收入结构看，跟踪期内，商贸流通板块收入占比有所下降，2013年占比为70.32%，较

2012年占比下降6.17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上升，2013年占比分别为20.78%、4.50%和4.40%。

从毛利率来，2013年，公司主营业务毛利率为6.83%，较上年上升1.27个百分点，主要系商贸流通板块和房地产开发板块毛利率有所上升所致，同期受兽药及锆化工行业不景气影响，生物及精细化工板块毛利率大幅下滑。2013年，商贸流通板块毛利率升至2.54%；房地产开发板块毛利率升至54.20%，主要系销售均价有所提高所致；生物及精细化工板块毛利率仅为9.39%，较2012年下降13.45个百分点，主要原因是兽药行业景气度受禽流感事件影响严重，养殖业持续不景气，兽药产品市场竞争加剧，产品售价下滑，同时锆行业产能严重过剩，市场需求疲软，公司锆产品低位运行；新型建材板块毛利率较稳定，2013年为15.63%，处于较好水平。

2014年1~3月，公司实现营业收入22.39亿元，其中各板块收入占比与2013年基本保持一致，公司整体毛利率小幅升至6.97%，生物及精细化工板块毛利率回升至14.49%，房地产开发板块毛利率大幅上升至62.86%，主要系所售房屋均价较高所致。

总体看，跟踪期内公司收入规模稳定增长，综合毛利率水平有所回升，商贸流通板块的毛利率升幅明显，生物及精细化工板块毛利率大幅下降，商贸流通板块仍是公司收入的主要来源。

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(%)			
	2011	2012	2013	2014年1~3月	2011	2012	2013	2014年1~3月	2011	2012	2013	2014年1~3月
商贸流通	99.17	123.23	116.05	15.53	69.9	76.49	70.32	69.36	3.66	0.34	2.54	2.51
生物及精细化工	26.58	24.61	34.30	4.97	18.73	15.28	20.78	22.20	20.08	22.84	9.39	14.49
新型建材	7.32	6.91	7.42	1.54	5.16	4.29	4.50	6.88	15.21	15.92	15.63	15.24
房地产开发	8.80	6.35	7.27	0.35	6.20	3.94	4.40	1.56	37.08	28.50	54.20	62.86
合计	141.88	161.10	165.04	22.39	100.00	100.00	100.00	100.00	9.40	5.56	6.83	6.97

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。2013年和2014年1~3月，商贸流通板块的收入分别为116.05亿元和15.53亿元，分别占当期营业收入的70.32%和69.36%，毛利率分别为2.54%和2.51%。

从原材料采购方面看，跟踪期内钢材采购量有所增长，2013年采购量为192.36万吨，同比增长7.58%，同期油脂的采购量为42.71万吨，较2012年采购量增长14.44%；2013年油脂采购价格较2012年大幅下降，平均价格分别为0.53万元/吨，钢铁采购价格与2012年基本持平，为0.37万元/吨。2014年1~3月，油脂和钢材的采购量分别为4.95万吨和15.31万吨，平均采购价格分别为0.58万元/吨和0.32万元/吨。

表2 公司2011~2014年3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	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
油脂	37.09	37.32	42.71	4.95
钢材	117.20	178.80	192.36	15.31
采购均价	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
油脂	0.78	0.72	0.53	0.58
钢材	0.40	0.37	0.37	0.32

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 PROINTEGRITY INTERNATIONAL CO.,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、中铁西城钢铁有限公司等，供应商来源较为稳定。从2013年采购情况来看，原材料前五大供应商采购金额占比为39.55%，集中度一般，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。

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。从销售客户集中度方面看，2013年公司商贸流通板块前五大客户合计销售金额为31.93亿元，销售占比为28.34%，集中度一般。

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，2014年一季度虽然油脂和钢材业务的平均销售价格低于采购均价，但从油脂和钢材的细分采购和销售价格来看，公司在大部分种类油脂和钢材仍处于盈利状况，毛利率很薄，故贸易板块整体毛利率仍处于低位；同期，公司钢材销售量有所增长，油脂销售量略有下降。

表3 公司2011~2014年3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	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
油脂	53.23	55.47	53.51	6.56
钢材	123.42	180.47	190.38	15.44
销售平均单价	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
油脂	0.89	0.72	0.55	0.56
钢材	0.38	0.37	0.37	0.30

资料来源：公司提供

公司目前正与专业物流管理和咨询公司进行合作，兴建德清临航物流园区，经营范围主要涉及货物装卸（除货运站场、码头）、一般物资仓储，电子称重服务，物流信息咨询服务，自有房屋出租、物业管理，金属材料

料及制品（除贵稀金属）、建筑材料、装饰材料（除油漆）、普通机械设备销售，货物进出口。其中，“德清临杭物流园区Ⅱ区工程项目”于被浙江省发展和改革委员会、浙江省重点建设领导小组列入“浙江省重点建设项目名单”；“德清临杭物流园区Ⅱ区码头作业区工程”于被浙江省人民政府列入“浙江省重点建设项目名单”。公司将依托其在物流领域的专业经验，结合物流业的发展趋势将物流园区定位为立足杭州物流主市场，面向杭州都市经济圈，辐射长三角，发挥内河港口和物流区位优势的区域，同时围绕工业原材料和钢材物流，辅以油品和集装箱等物流，构建完善的展示交易、流通加工、通用仓储、保税物流、码头作业、货运配载、分拨配送、物流信息、物流商务和内河航运服务等配套功能，力争打造成为以钢材和工业原材料物流为特色的集国际物流、区域物流与城市配送物流于一体的浙江省重要物流园区和省级现代服务业集聚示范区。

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、下游需求减弱影响呈现低迷态势，油脂和钢材贸易毛利率处于低位。联合资信认为，未来随着公司物流园区的建成，园区与公司贸易板块协同效应将显现，公司贸易板块盈利能力有望得到提升。

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。跟踪期内，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 9.46%，集中度较 2012 年大幅下降。

表 4 2013 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	8468	2.73
南非公司 TISAND (PLY) LTD	锆英砂	7993	2.57
德清奥华能源有限公司	钢材、煤炭	4544	1.45
齐鲁制药（内蒙古）有限公司	农药	4394	1.42
东阳市东农化工有限公司	化工原料	3991	1.29
合计	—	29390	9.46

资料来源：公司提供

从原材料的采购量和采购价格来看，2013 年公司采购煤和锆英砂的数量同比大幅上升，分别为 19.60 万吨和 1.75 万吨，同期锆英砂的采购量为 3.58 万吨，较 2012 年大幅下降，主要系 2013 年公司锆英砂原料价格处于低位，公司战略性增加对锆英砂的战略储备所致；从采购价格看，2013 年锆英砂采购均价较 2012 年大幅下降，铁皮采购价格也小幅下降，煤价格处于低位，但有所回升。

表5 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）			
	2011	2012	2013	14年3月	2011	2012	2013	14年3月
锆英砂	22787	10446	17487	3504	11981	16321	6788	5875
煤	144190	151308	195958	38505	657	583	591	647
铁皮	73244	74405	35840	8074	3441	2747	2413	2252

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。2013年，公司产品市场分布区域：国外占37.57%；国内占62.43%。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。2013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，公司农药产品销售额稳定上升，氧化铁颜料销售基本保持稳定，锆产品和兽药销售额均有不同程度下滑。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，同期，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，受公司战略性调整公司产品结构的影响，公司主要锆产品的销量基本与上年持平；农药与兽药方面，农药销售均价有所上浮，但兽药销售均价呈下滑趋势。

表6 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
2011年	5.92	22.27%	4.37	16.44%
2012年	5.71	29.62%	5.04	26.14%
2013年	7.22	21.05%	4.50	13.12%
2014年1~3月	1.48	29.78%	1.15	23.14%

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
2011年	5.67	21.33%	7.87	29.59%
2012年	3.91	20.28%	7.75	40.18%
2013年	2.76	8.05%	7.32	21.34%
2014年1~3月	0.53	10.66%	1.21	24.35%

资料来源：公司提供

表7 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	2011	2012	2013	14年3月
麦草畏系列	产能	1000.00	1000.00	1000.00
	产量	628.00	975.23	289.60
	销量	899.00	830.30	325.27
	平均价格（含税）	9.28	13.65	15.04
	销售额	8342.72	11334.08	19016.85
硫酸粘杆菌素系列	产能	1400.00	1800.00	1400.00
	产量	1304.94	1732.27	1157.00
	销量	1280.00	1543.86	1017.00
	平均价格（含税）	15.44	13.56	13.64
	销售额	19763.20	20942.24	13871.88
盐霉素系列	产能	1400.00	1400.00	1400.00
	产量	686.28	1191.07	745.22
	销量	695.00	1224.98	756.00
	平均价格（含税）	9.52	8.99	9.42
	销售额	6616.40	11013.39	7121.52
莫能菌素系列	产能	350.00	600.00	600.00
	产量	332.99	553.09	524.00
	销量	307.00	510.10	453.00
	平均价格（含税）	12.18	11.63	11.26
	销售额	3739.26	5933.44	5100.78
氨基酸系列	产能	800.00	920.00	1300.00
	产量	475.04	480.48	1104.00
	销量	577.00	510.44	1127.00

	平均价格 (含税)	11.48	10.52	9.56	7.87
	销售额	6623.96	5370.34	10774.12	2290.17
乙酰丙酮系列	产能	5000.00	5000.00	5000.00	5000.00
	产量	3939.50	3460.00	3229.00	902.00
	销量	3680.00	3074.00	3228.00	861.00
	平均价格 (含税)	2.83	2.46	1.89	1.88
	销售额	10414.40	7562.04	6117.00	1620.00
	销量	4000.00	4000.00	4000.00	4000.00
二氧化锆	产量	1392.00	1212.00	1341.00	435.00
	销量	1107.00	1361.00	1484.00	403.00
	平均价格 (含税)	6.27	5.52	2.99	2.52
	销售额	6940.89	7512.72	4443.04	1016.97
碳酸锆	产能	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00
	产量	2470.08	3502.00	2756.00	599.00
	销量	2361.00	3506.00	2883.00	497.00
	平均价格 (含税)	2.69	2.51	1.33	1.12
	销售额	6351.09	8800.06	3823.93	556.93
氧氯化锆	产能	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
	产量	25114.00	14015.00	19472.00	3788.00
	销量	24244.00	14899.00	19362.00	3971.00
	平均价格 (含税)	2.00	1.70	0.88	0.82
	销售额	48512.24	25328.30	16949.55	3245.16
氧化铁颜料	产能	120000	120000	120000	84000
	产量	111398	117982	102942	18470
	销量	128333	131527	141219	22646
	平均价格 (含税)	0.69	0.59	0.54	0.54
	销售额	78663	77000	73201	12144

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。2013年，前五名客户销售金额累计2.15亿元，占销售总额的9.09%，集中度较低。

表8 2013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
山东潍坊润丰化工股份	农药	1070.28	3.12%

有限公司			
凯米克化工有限公司	氧化铁颜料	5800.00	1.69%
CHEMINOVA A/S	农药	5799.11	1.69%
晋江市源富陶瓷颜料	氧化铁颜料	4700.00	1.37%
嘉兴市世诚贸易有限公司	农药	4158.50	1.22%
合计	--	21527.89	9.09%

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上升，但受兽药和锆化工行业不景气影响，公司生物及精细化工板块毛利率大幅下。

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。

2013 年和 2014 年 1~3 月，公司新型建材板块分别实现收入 7.42 亿元和 4.97 亿元，较上年同期水平均有增长，毛利率分别为 15.63% 和 15.24%。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和环保产品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 2013 年公司采购情况来看，原木采购量大幅上升，三夹板、薄皮和细木工芯板的采购量有所减少，各类原材料的采购均价均有下浮；公司主要供应商有山东隆森木业有限公司第一分公司、伍德斯鲁讯公司、嘉兴宜美木业有限公司、泰克木业有限公司和临沂市鲁蒙纸面石膏板有限公司等；同期，原材料前五大供应商采购金额占比为 16.28%，集中度较低。

表 9 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）			
	2011	2012	2013	14 年 3 月	2011	2012	2013	14 年 3 月
实木地板坯料	20.26	17.03	28.35	4.94	132.19	129.37	128.67	163.39
三夹板	129.29	210.00	82.45	13.61	33.67	32.90	30.84	33.17
原木	14763	13702	24111	5112	2466.32	2811.58	2551.44	2577.33
薄皮	170.34	142.00	106.89	17.73	3.52	3.76	3.57	3.90
细木工芯板	108.26	165.55	83.41	28.63	62.08	88.08	77.31	53.65

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 10 公司建材主要产品销售情况

产品	2011	2012	2013	14 年 3 月
板材类	产能（万张）	500	500	150
	产量（万张）	420	400	110
	销量（万张）	410	522	108
	平均价格（含税）（元/张）	115.57	93.16	100.05
	销售额（万元）	40500	48631	52662
地板类	产能（万M2）	100	100	45
	产量（万M2）	90	87	28
	销量（万M2）	82.96	83	24
	平均价格（含税）（元/M2）	103.36	102.6	101.60
	销售额（万元）	8575	8516	11819
科技木皮	产能（M3）	5500	5500	1375
	产量（M3）	4800	5200	4390

家具类产品	销量（M3）	4950	4515	4748	803
	平均价格（含税）（元/M3）	19543	20775	18660	21266
	销售额（万元）	9674	9380	8860	1709
	产能（套）	6000	10000	15000	3750
	产量（套）	3106	8000	11976	1959
	销量（套）	3106	8355	11893	1942
	平均价格（含税）（元/套）	1690	2346	2955	3141
	销售额（万元）	525	1960	3514	610

资料来源：公司提供

表 11 公司 2013 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	2707.99	3.56%
合肥豪林商贸有限公司	板材类	2345.46	3.09%
宁波市江东芳士吉装饰材料有限公司	板材类	2104.35	2.77%
芜湖市宏大木业有限公司	板材类	1863.65	2.45%
浙江绿翔能源有限公司	原木类	1803.73	2.37%
合计	--	10825.18	14.24%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司产品产销率基本保持在 90%以上，各类产品销量均有增长，家具类产品销售均价大幅上升，其余产品售价较稳定。2013 年，公司前五大客户销售合计 1.08 亿元，占该板块收入的 14.24%，集中度较低。

跟踪期内，公司新型建材板块拥有自主

品牌，收入规模稳步增长，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 12 2011~2014 年 3 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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
开工面积	--	310800	77661	--
主体竣工面积	237518.67	161631	225652	--
销售结算面积	227854.67	147499	99251	3333
销售金额	88015.73	63500	81386	2600
平均结算售价	0.39	0.43	0.82	0.78

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。2013年和2014年1~3月，公司房地产开发板块分别实现收入7.27亿元和0.35亿元，毛利率分别为54.20%和62.86%，主要系销售均价较高所致。

跟踪期内，公司开工面积大幅下降，主体竣工面积有所增长，销售结算面积较2012

年有所下降，但受平均结算售价上升影响，公司房地产板块收入较2012年有所上升。

表 13 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	11 年	12 年	13 年	14 年 1-3 月
余家漾小区	销售面积	1.49	0.35	0.65
	销售收入	1.83	0.71	0.78
玉墅林枫	销售面积	1.93	3.88	0.22
	销售收入	1.86	2.80	0.41
现代城	销售面积	1.92	1.37	--
	销售收入	1.01	0.69	--
灵峰山庄	销售面积	0.48	0.06	--
	销售收入	0.44	0.05	--
奥体壹号	销售面积	--	0.02	4.26
	销售收入	--	0.02	3.77
悦西溪府	销售面积	--	--	0.77
	销售收入	--	--	1.40

资料来源：公司提供

截至2014年3月底，公司在建项目4个，规划建筑面积30.96万平方米，预计投资25.52亿元，在建项目位于德清、杭州以及绍兴。

表 14 截至 2014 年 3 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 2014 年 3 月底已完成投资 (万元)	已销售金额 (万元)	楼面地价 (元/平方米)
德清欣华置业	住宅	2012.5-2015.9	160580	63000	34822	41330	1525
杭州欣华置业	住宅	2012.12-2015.5	33287	50000	34880	14389	6590
绍兴盛华置业	商业楼	2012.4-2014.12	38070	48000	25348	2462	2561
杭州华硕置业	商业楼	2013.12-2016.12	77661	94200	53820	0	8940
合计	--	--	309598	255200	148870	58181	--

资料来源：公司提供

截至2014年3月底，公司无土地储备。

跟踪期内，公司房地产开发板块销售收入有所上升，毛利率增长。联合资信认为，房地产板块可以给公司收入以有力的补充，但目前公司房地产在建项目已逐步减少，同时未来受国家房地产调控影响，发展仍有一定不确定性。

3. 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 15 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 年底)	2014 年	2015 年	2016 年
			贷款	自筹				
货运场站（一期）工程	2013-2015	11000	65	35	4042	6520	438	--
园一路、园四路工程	2012-2014	4070	65	35	3630	440	--	--
园二路、园三路、园五路、园六路工程	2013-2014	5810	65	35	1325	3140	1345	--
钢材仓储库房一期工程	2013-2014	15744	65	35	6944	6950	1850	--
钢材仓储库房二期工程	2014-2015	17220	65	35	2460	11400	3360	--
码头作业区工程	2014-2016	60850	65	35	3599	13830	10500	32921
合计	--	114694	--	--	22000	42280	17493	32921

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上，按计划的资金筹措方案，公司的资产负债率将有所升高，虽然存在一定的对外融资需求，但融资压力尚可。未来公司将继续奉行“适度多元化”的思路，走“强制造、新物资、优房产和拓金融”的发展道路，在发挥生物及精细化工板块和新型建材板块的优势的基础上，通过兴建物流园区使公司商贸板块盈利能力进一步提升，同时开拓小贷等金融领域，不断开发优良的房产项目，使公司的盈利能力得到全面稳健的提升。

八、财务分析

公司提供的 2011~2013 年财务报表已经利安达会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年一季度财务报表未经审计。

2013 年，公司较 2012 年合并范围减少了 5 家。总体看，公司财务数据可比性尚可。

截至 2013 年底，公司资产总额为 118.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益 21.20 亿元）38.30 亿元；2013 年度公司实现营业收入 165.04 亿元，利润总额 5.81 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 121.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益 22.52 亿

元）39.18 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 22.39 亿元，利润总额 0.27 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 165.04 亿元，同比增长 2.44%，主要源于生物及精细化工板块收入的增长；同期，营业成本 153.77 亿元，同比增长 1.06%，增幅低于营业收入增速。2013 年，公司营业利润率 6.19%，较上年上升 1.20 个百分点，主要原因是商贸流通板块毛利率有所回升，房地产开发板块毛利率大幅上升所致。

2013 年，公司期间费用合计 6.55 亿元，同比下降 3.98%，主要系销售费用和管理费用的减少所致，期间费用占营业收入比重由上年的 4.24% 下降至 3.97%。2011 年~2013 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，2013 年公司共发生财务费用 1.65 亿元，较 2012 年下降 0.32%。

2013 年，公司获得投资收益 1.14 亿元，较上年增长 176.04%，主要原因为权益法核算的长期股权投资收益（0.59 亿元）和处置长期股权投资（0.45 亿元）产生的投资收益。

公司营业外收入主要为政府补助、补偿款和违约金，2013 年，公司营业外收入为 1.35 亿元，同比增长 39.04%，补偿款占 37.05%，政府补助

占37.04%，违约金占18.23%；2013年，公司营业外支出为0.24亿元，主要为水利建设基金支出、罚款支出以及处置固定资产损失。

2013年，公司实现利润总额5.81亿元，同比增长223.08%，除受商贸流通板块和房地产板块经营情况良好外，投资收益和营业外支出也对公司的利润实现情况有一定影响。

从盈利指标上看，受公司盈利状况改善影响，2013年公司总资本收益率和净资产收益率较2012年有所上升，分别为9.13%和11.77%。

2014年1~3月，公司实现营业收入22.39亿元，占2013年全年的13.57%，主要系商贸流通板块销售收入同比大幅减少所致；实现利润总额0.27亿元，占2013年全年的4.63%；营业利润率为6.56%，较上年上升0.37个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，商贸流通板块毛利率有所回升，同时，投资收益和营业外收入对公司盈利能力起到良好补充作用，公司盈利水平改善，公司整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量分别为173.98亿元和184.00亿元，同比降幅分别为10.63%和8.32%；2013年公司收到其他与经营活动有关的现金9.77亿元，主要是公司收到的保证金等。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金也有所减少，为159.89亿元，同比下降6.12%；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，2013年为15.43亿元。2013年，公司现金收入比为105.42%，较2012年下降15.42个百分点，公司收入实现质量一般。2013年，公司经营活动现金流量净额较上年大幅减少，为1.68亿元。

投资活动方面，2013年公司投资活动现金流入量为43.01亿元，主要为收回投资收到的现金（占97.84%），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49.78亿元，主要为购建固定资产支出（占5.39%）、投资支付的现金（占81.56%）和支付其他与投资活动有关的现金（占12.81%），其中投资支付的现金主要是购买银行理财产品所支付的现金。2013年公司投资活动现金流量净额为-6.77亿元。

筹资活动前现金流量净额方面，2013年为-5.10亿元，公司经营活动产生的净现金流无法满足公司投资的需求。

筹资活动方面，2013年公司筹资活动现金流入规模与2012年基本持平，为50.88亿元，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出额为46.11亿元，主要用作偿还债务、分配股利和支付利息。2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额为4.76亿元。

2014年1~3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0.13亿元、-4.58亿元和1.85亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营能力的获现能力一般，经营活动产生的净现金流无法覆盖公司投资需求，对外筹资渠道主要是依靠银行借款。

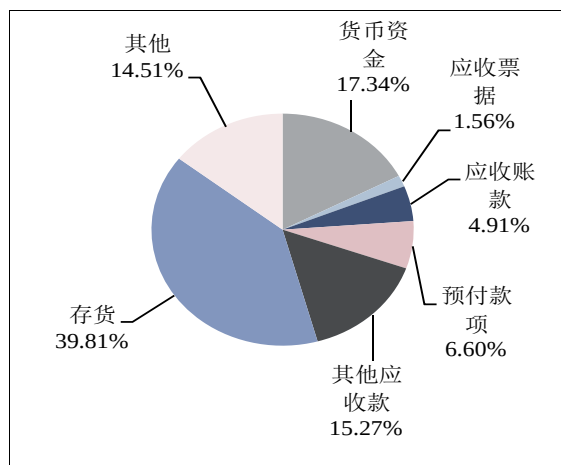
3. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额118.64亿元，同比增长12.93%，其中流动资产占77.99%，非流动资产占22.01%，流动资产占比较2012年有所上升。

截至2013年底，公司流动资产合计92.53亿元，同比增长16.70%，主要系存货和其他流动资产大幅增加所致。公司流动资产以存货、货币资金、其他应收款、其他流动资产和预付款项为主。

图2 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司2013年审计报告

截至2013年底，公司货币资金16.05亿元，较2012年底变化不大，主要为银行存款（占63.89%）及其他货币资金（占35.76%），其他货币资金主要为信用证、银行承兑汇票保证金及质押借款保证金。

截至2013年底，公司预付款项6.11亿元，同比下降26.68%，主要为预付给浙江通杭金属材料有限公司和浙江正久进出口有限公司等上游供货商的货款。

截至2013年底，受房地产开发项目增加影响，公司存货账面净额36.84亿元，同比增长30.54%，主要由开发成本（占68.77%）、产成品（占23.83%）和原材料（占4.57%）构成。截至2013年底，公司共计提0.28亿元存货跌价准备。

截至2013年底，公司应收账款净额4.54亿元，较2012年底增长2.63%，规模比较稳定。从账龄看，1年以内的应收账款占53.73%，1~2年的占39.72%，2~3年的占5.25%，3年以上的占1.30%，账龄一般；从集中度看，前五名欠款单位合计1.38亿元，占应收账款总额的28.94%，集中度较低；从计提坏账准备看，公司共计提坏账准备0.21亿元，坏账计提比例为4.47%。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2013年底，公司其他应收款净值14.13亿元，同比增长6.31%，主要构成为往来款、工程款、保证金及借款，主要欠款人为浙江省德清县交通投资集团有限公司、浙江中维丝绸集团有限公司和德清逸海股权投资管理有限公司等。从账龄看，1年以内的占59.14%，1~2年的占28.96%，2~3年的占7.23%，3年以上的占4.67%；从集中度看，前五名欠款单位合计4.43亿元，占其他应收款总额的30.33%；截至2013年底，公司共计提其他应收款坏账准备0.49亿元，计提比例为3.35%。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2013年底，公司发放贷款4.90亿元，同比增长12.83%，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7.37亿元，同比增幅较大，主要为公司发放的委托贷款。

截至2013年底，非流动资产为26.12亿元，较2012年底变化不大，主要由固定资产（占47.42%）、长期股权投资（占27.74%）和无形资产（占8.67%）组成。

截至2013年底，公司长期股权投资为7.24亿元，同比下降13.34%，对外投资有所下降，主要是对房地产开发和林业等方面的企业投资减少所致。整体看，公司投资对象多元化程度较高。

截至2013年底，固定资产净值为12.39亿元，同比下降5.23%，主要包括房屋及建筑物（占47.50%）、机器设备（占44.30%）、他设备（占3.64%）和专用工具（占2.79%）。截至2013年底，公司已计提减值损失0.27亿元，计提较为合理。

公司其他非流动资产主要为升华拜克的股权分置流通权，2013年底为0.74亿元。

截至2014年3月底，公司资产总计121.56亿元，较2013年底增长2.46%，其中流动资产占总资产的比重为75.24%，非流动资产占比24.76%，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，公司资产规模稳定增长，资产构成以流动资产为主，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 2013 年底，公司所有者权益合计 38.30 亿元，归属于母公司所有者权益合计 17.10 亿元，其中实收资本占 4.71%，资本公积占 17.82%，盈余公积占 3.79%，未分配利润占 73.85%。公司 2013 年底归属母公司所有者权益较 2012 年底增长 16.64%，主要系未分配利润的增长所致。

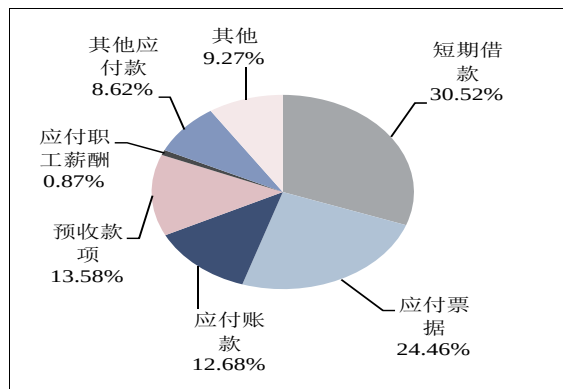
截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 39.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 16.66 亿元，较 2013 年底下降 2.56%，主要是由于分红导致未分配利润减少所致。公司归属母公司所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以未分配利润为主。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳步增长，未分配利润和少数股东权益占比大，所有者权益稳定性较差。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 80.34 亿元，同比增长 13.30%，主要是应付票据、应付债券和长期借款的增长，其中，流动负债占 83.39%，非流动负债占 16.61%，流动负债占比较 2012 年底有所下降。

图 3 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司 2013 年审计报告

截至 2013 年底，公司流动负债 67.00 亿元，较 2012 年底增长 7.50%，主要包括短期借款（占 30.52%）、应付票据（占 24.46%）、预收款项（占 13.58%）、应付账款（占 12.68%）、其他应付款（占 8.62%）等。

公司跟踪期内以票据结算的业务大幅上升，截至 2013 年底，公司应付票据为 16.39 亿元，同比增长 33.63%，主要为应付银行承兑汇票。同期，公司应付账款小幅增长，为 8.50 亿元，同比增长 8.49%。

截至 2013 年底，公司非流动负债 13.34 亿元，同比增长 55.36%，主要来源于应付债券和长期借款的增加；其中长期借款占 33.88%，应付债券占 62.01%，长期应付款占 1.25%。

截至 2013 年底，公司长期借款 4.52 亿元，较 2012 年底增长 45.81%，其中保证借款占 45.58%，抵押保证借款占 54.42%。同期，公司应付债券大幅增长，为 8.27 亿元，增长主要来自子公司升华拜克发行的 5 年期的 3 亿元公司债券和子公司德清升华小额贷款股份有限公司发行的 3000 万元的定向私募债。

截至 2013 年底，公司全部债务规模较 2012 年底有所扩张，为 51.51 亿元，同比增长 19.12%，主要系长期借款和应付债券的增加所致，其中短期债务占比降至 76.31%。截至 2013 年底，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较上年均有所上升，分别为 67.72%、57.35%和 25.04%。公司债务负担有所加重。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 82.38 亿元，较 2013 年底增长 13.30%，主要系短期借款的增长所致。截至 2014 年 3 月底，公司债务总额 59.69 亿元，较 2013 年底增长 10.53%，主要因短期债务的增加所致，短期债务占比有所回升；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.77%和 59.35%，债务负担较上年有所加重。

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，短期债务占比有所

下降，债务结构仍需改善，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013 年公司流动资产和流动负债规模均有所上升，流动资产的增幅略高于流动负债，公司流动比率和速动比率较 2012 年均有所上升，分别为 138.10%和 83.11%，同比分别上升 10.89 个和 1.18 个百分点。截至 2014 年 3 月底，两项指标分别为 132.93%和 75.82%，较 2013 年底略有下降。2013 年，公司经营现金流动负债比为 2.50%，较上年大幅下降。公司目前短期债务规模较 2012 年有所上升，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。

从长期偿债能力指标看，2013 年，公司实现 EBITDA11.21 亿元，同比增长 77.57%。EBITDA 利息倍数从上年的 2.21 倍升至 3.03 倍；全部债务/EBITDA 倍数从上年的 7.18 倍降至 4.59 倍。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保余额 12.02 亿元，占净资产的 30.67%，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 16 2014 年 3 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	26650
久立集团股份有限公司	10000	10000
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
浙江宝利德控股集团有限公司	28300	28300
浙江新湖集团股份有限公司	10000	10000
金洲集团有限公司	15000	15000
浙江振升建设有限公司	5800	5800
德清县一帆颜料有限公司	1000	600
浙江德华林业科技有限公司	1000	1000
舟山旺能环保能源有限公司	1500	1500
浙江恒兴力控股集团有限公司	1000	1000

被担保单位名称	升华对外担保情况	
	最高担保额	担保余额
浙江仙琚制药股份有限公司	1000	1000
合计	126800	120150

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司获得多家金融机构的授信额度共计 23 亿元，已使用的授信额度为 20 亿元，尚未使用的额度为 3 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

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2014年3月底，公司现金类资产合计 14.70 亿元，为待偿还债券本金 2.50 亿元“13 升华 CP001”的 5.88 倍。2013 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 73.60 倍和 0.67 倍；公司 EBITDA 为待偿还债券本金的 4.48 倍。总体看，公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿还债券的保障能力较好。

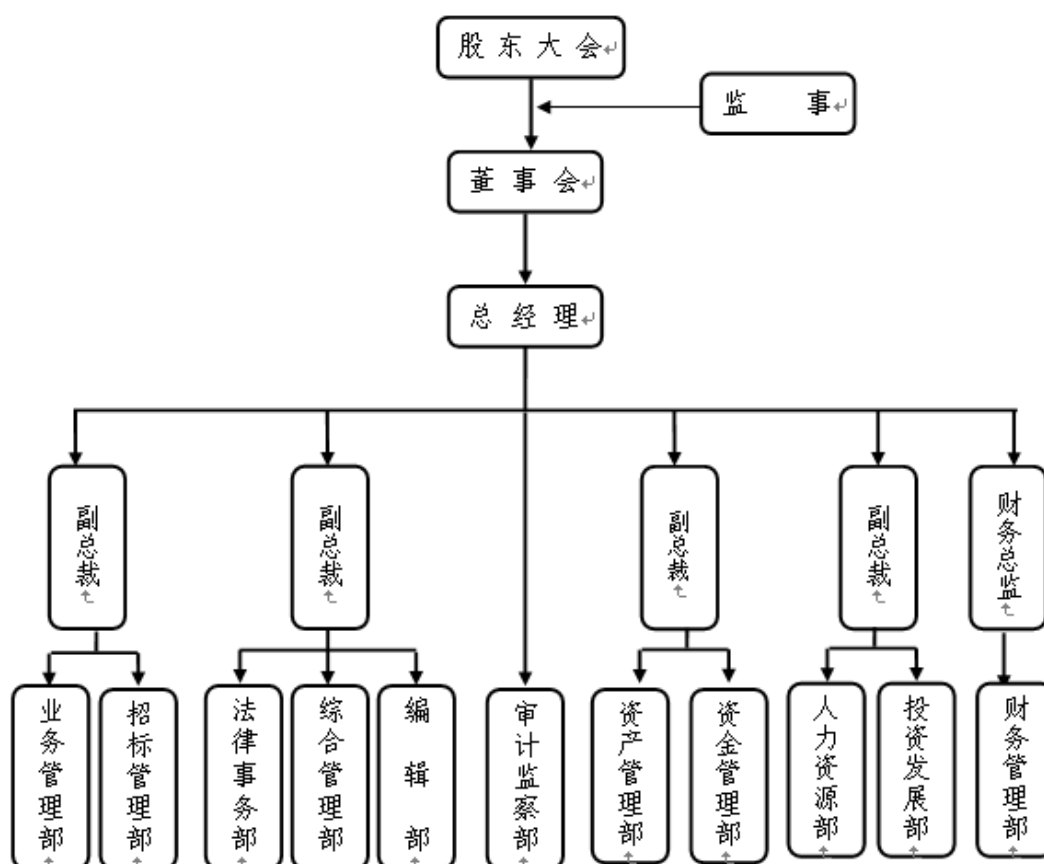
十、结论

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	钱海平	193.30	2.40
5	鲍希楠	88.59	1.10
6	王菊平	40.27	0.50
7	王锋	40.27	0.50
8	罗坝塘	40.27	0.50

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)	19.25	18.74	17.62	14.70
资产总额(亿元)	110.41	105.06	118.64	121.56
所有者权益(亿元)	34.82	34.15	38.30	39.18
短期债务(亿元)	45.62	37.24	38.71	44.18
长期债务(亿元)	4.30	8.10	12.79	13.01
全部债务(亿元)	49.92	45.34	51.51	57.19
营业收入(亿元)	141.88	161.10	165.04	22.39
利润总额(亿元)	5.93	1.80	5.81	0.27
EBITDA(亿元)	11.28	6.31	11.21	--
经营性净现金流(亿元)	-6.60	10.53	1.68	0.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.66	18.42	27.14	--
存货周转次数(次)	4.29	4.88	4.73	--
总资产周转次数(次)	1.45	1.50	1.48	--
现金收入比(%)	109.14	120.84	105.42	151.63
营业利润率(%)	8.79	4.99	6.19	6.56
总资本收益率(%)	9.86	5.01	9.13	--
净资产收益率(%)	13.33	3.30	11.77	--
长期债务资本化比率(%)	10.99	19.17	25.04	24.94
全部债务资本化比率(%)	58.91	57.04	57.35	59.35
资产负债率(%)	68.46	67.50	67.72	67.77
流动比率(%)	123.73	127.21	138.10	132.93
速动比率(%)	75.42	81.93	83.11	75.82
经营现金流动负债比(%)	-9.32	16.90	2.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.03	2.21	3.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.43	7.18	4.59	--

注：公司 2014 年 1 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	
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 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。

附件 5 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