跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1462 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的主体长期信用等级为AA^{-}，评级展望为稳定，并维持“15升华CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十八日

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
15 升华 CP001	3.5 亿元	2015/03/27~2016/03/27	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 7 月 28 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.77	15.34	11.51	10.71
资产总额(亿元)	105.06	118.64	129.88	130.81
所有者权益(亿元)	34.15	38.30	39.42	39.56
长期债务(亿元)	8.10	12.79	16.79	16.24
全部债务(亿元)	45.34	55.20	63.87	66.37
营业收入(亿元)	161.10	165.04	173.50	30.84
利润总额(亿元)	1.80	5.81	3.25	0.40
EBITDA(亿元)	6.31	11.21	8.21	--
经营性净现金流(亿元)	10.53	1.68	-0.17	1.75
营业利润率(%)	4.99	6.19	4.39	4.62
净资产收益率(%)	3.30	11.77	6.60	--
资产负债率(%)	67.50	67.72	69.67	69.76
全部债务资本化比率(%)	57.04	59.04	61.85	62.66
流动比率(%)	127.21	138.10	125.93	122.68
全部债务/EBITDA(倍)	7.18	4.59	7.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.21	3.03	2.40	--
经营现金流动负债比(%)	16.90	2.50	-0.23	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；全部债务中已包含计入“其他流动负债”的有息债务；现金类资产已剔除使用受限的货币资金。

分析师

荣 毅　田 甜

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，市场占有率保持稳定，营业收入保持增长态势。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，农兽药和锆化工行业景气度持续低迷，主业盈利能力下滑，对外担保偏重等因素对其信用水平可能产生不利影响。

未来随着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，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“15 升华CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 公司是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。
2. 作为国内油脂商贸规模较大的经销商之一，公司渠道优势明显。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力好。

关注

1. 跟踪期内，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；农兽药和锆化工行业景气度持续低迷，竞争激烈，公司相关产品价格有所下降。
2. 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。
3. 跟踪期内，公司现金收入质量连续下滑，经营获现能力弱化；经营活动现金流于2014年呈现净流出。

4. 2015年6月起，受股权转让的影响，浙江升华拜克生物股份有限公司不再纳入合并报表范围，公司的资产和收入规模及盈利水平产将会有一定程度的下滑。

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至“15 升华 CP001”到期日有效；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“15 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 2015 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、德清升腾投资合伙企业（有限合伙）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、战略投资部、财务与信息部和资金管理部 11 个职能部门。截至 2015 年 3 月底，公司拥有全资、控股一级子公司 17 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 2014 年底，公司资产总额为 129.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益 20.76 亿元）39.39 亿元；2014 年度公司实现营业收入 173.50 亿元，利润总额 3.25 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 130.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益 21.38 亿元）39.55 亿元；2015 年 1～3 月公司实现营业收入 30.84 亿元，利润总额 0.40 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

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。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加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，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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（含建材、装饰业务）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，按可比价格计算，2014年全国社会物流总额231.5万亿元，同比增长7.9%，增幅比上年回落1.6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196.9万亿元，同比增长8.3%，增幅比上年回落1.1个百分点。进口货物物流总额12.0万亿元，同比增长2.1%，增幅比上年回落4.3个百分点。农产品物流总额同比增长4.1%，增幅比上年提高0.1个百分点。受电子商务和网络购物快速增长带动，单位与居民物品物流总额保持快速增长态势，同比增长32.9%，增幅比上年上升2.5个百分点；受绿色经济、低碳经济和循环经济快速发展带动，再生资源物流总额快速增长，同比增长14.1%，增幅比上年回落6.2个百分点。2014年社会物流总费用与GDP的比率有所下降。2014年社会物流总费用10.6万亿元，同比增长6.9%。社会物流总费用与GDP的比率为16.6%，比上年下降0.3个百分点。与此同时，去年物流业总收入平稳增长。数据显示，2014年物流业总收入7.1万亿元，同比增长6.9%。这说明由于2013年货运量、货物周转量的调整以及GDP的修订，社会物流总费用及与GDP的比率、物流业总收入也进行了相应调整。物流发展形势总体良好、稳中有进。物流需求规模保持较快增长但增速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

2014 年，全国粗钢产量 8.2 亿吨，同比增

长 0.9%，增幅同比下降 6.6 个百分点；钢材市场价格水平不断走低，2014 年钢材全年平均销售结算价格为 3074 元/吨，较 2013 年均价下降 368 元/吨；截至 12 月末，中国钢铁协会 CSPI 钢材综合价格指数为 83.09 点，同比下降 16.05 点，降幅为 16.19%。

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。

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

农药按照能否直接使用可以分为原药和制剂，原药是以石化产品为主要原料，通过化学合成技术得到，一般不可直接施用；在原药基础上，加上分散剂和助溶剂等原辅料，可产出制剂产品。按照用途不同，农药主要分为杀虫剂、杀菌剂和除草剂等。

随着生产能力的国际转移，中国已是世界上最大的农药原药生产国。目前中国农药原药产能供过于求，过剩产品主要出口。从产品结构来看，中国农药主要以杀虫剂和除草剂为主，杀菌剂产量较少。农药具有很高的投入产出比，在维持或提高单位面积产量方面具有显著效果，需求刚性突出。随着近年中国对农业的政策倾斜，农业种植积极性大幅提高，并带动了农药产品的需求量增长。江苏、山东、浙江、湖南、安徽等省份是最主要的生产地区，上述省份农药产量合计占中国农药总产量的 70%以上。2014 年，全国化学农药原药产量 374.4 万吨（折百量），同比增长 17.39%。

表 1　中国化学农药原药产量情况（万吨）

分类	2012 年	2013 年	2014 年
除草剂	164.80	179.98	180.35
杀虫剂	81.34	61.27	56.07
杀菌剂	14.39	20.35	22.95
其他	94.37	57.35	115.03
合计	**354.90**	**318.95**	**374.40**

资料来源：Wind 资讯

中国现有农药企业 2600 余家，其中原药生产企业 600 余家，制剂生产企业近 2000 家，但制剂生产企业规模较小。目前，中国大部分的农药原药产品仍为仿制品，主要依靠生产国外专利保护过期产品，自创品种数量不足 10%，原药生产企业尽管规模相对较大，但原创性方面缺乏竞争力，且由于近年国内产能过剩压力，利润空间受到挤压。

目前农药行业利润正呈现从原药向制剂和销售渠道转移的态势。以草甘膦除草剂为例，中国企业以原药形式出口，价格低廉，而一些世界级农药企业通过销售不同浓度的制剂、稀释助剂和施药器材往往能够获得几倍甚至几十倍的收入或毛利，中国农药企业的盈利能力仍处于低水平。

2013 年农药刚性需求的增加，环保门槛提升，落后产能淘汰加速，供给端明显萎缩，在多种利好因素的作用下，2013 年农药行业延续 2012 年的良好发展态势，呈现出持续高景气度走势。其中，杀虫剂需求量有所下降，杀菌剂稳步增加，除草剂增幅明显，部分品种价升量涨，其中草甘膦和百草枯价格涨幅达 20%～50%。2014 年，宏观经济面临较大下行压力，农药行业遭遇市场需求持续下降、安全环保压力倍增、经营成本不断上升的严峻挑战。2014 年，中国化学农药制造企业实现产品销售收入 2724.07 亿元，同比增长 7.87%、实现利润总额 200.94 亿元，同比下降 3.14%。2014 年农药行业亏损企业单位数有所下降，但亏损总额有所上升。

总体看，农药行业受宏观经济影响相比周期性行业小，得益于巨大的市场容量和稳定的

消费需求，中国农药产业有望保持稳定的增长趋势。2014 年农药制造企业收入同比实现增长，但利润规模同比下降，部分企业被淘汰出局。

（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

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销

售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

2015 年 3 月 30 日，由中国人民银行、住房城乡建设部、中国银行业监督管理委员会联合下发的通知（以下简称“330 新政”）对居民购买二套房首付比例进行了调整。330 新政指出，拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，购买二套房最低首付款比例调整为不低于 40%；公积金贷款买首套房最低首付款比例为 20%，公积金贷款买二套房，已结清一套购房贷款的，最低首付款比例为 30%。330 新政及降准等政策对房地产市场需求的带动效果明显，4 月单月销售面积、销售额同比转降为增，新开工、到位资金同比降幅收窄，但开发投资增速加快回落，企业投资信心仍显不足。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策及 330 新政等，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

2. 区域环境

公司本部位于浙江省。2014 年，浙江省生产总值为 40154 亿元，比上年增长 7.6%，维持较高的增长速度；第三产业占比首次超过第二产业；人均 GDP 为 72967 元，同比增长 7.3%。

2014 年，浙江规模以上工业增加值 12543 亿元，比上年增长 6.9%；轻、重工业增加值分别为 5407 和 7137 亿元，分别增长 6.1%和 7.4%；完成出口交货值 12085 亿元，增长 5.2%；出口交货值占销售产值的比重为 18.8%，比上年下降 0.1 个百分点；全年规模以上工业企业实现利润 3544 亿元，比上年增长 5.1%。2014 年全年建筑业增加值 2445 亿元，比上年增长 9.0%。资质以上建筑企业利润总额 590 亿元，增长 11.2%；固定资产投资 23555 亿元，比上年增长 16.6%；全年房地产开发投资 7262 亿元，比上年增长 16.8%。

从外贸来看，2014 年，浙江省进出口总额 3551.5 亿美元，比上年增长 5.8%，其中进口 817.9 亿美元，下降 6.0%；出口 2733.5 亿美元，增长 9.9%，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。

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“2014年中国制造业500强”、“2014中国石油和化工民营企业百强”、“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3项省级荣誉；“莫干山”衣柜荣列2014年“中国衣柜十佳品牌、中国衣柜十大品牌”。

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。

公司董事兼总裁吴梦根先生，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2014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1个，国家高新技术企业4家、省创新型试点企业2家，累计获授权发明专利68项，实用新型55项，外观设计专利3项。

目前，公司生物化工产品 L-色氨酸通过了 HACCP 认证和欧盟 FAMI-QS 认证，阿维菌素通过了美国 FDA 认证，麦草畏、吉宝林酸 A4＋7 产品通过了美国 EPA 登记，硫酸粘菌素通过了欧盟 CEP 注册。

总体看，公司在生物与精细化工行业具有较强的技术优势，研发能力较强。

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。2014年，公司实现营业收入173.50亿元，同比增长5.12%，同期营业成本165.05亿元，同比增长7.34%，营业成本增速略高于营业收入的增速。

从收入结构看，2014年，商贸流通板块实现收入139.89亿元，占比为80.63%，占比较2013年上升10.31个百分点；生物及精细化工板块实现收入19.46亿元，同比大幅下降43.27%，主要由于自2014年起，公司简单加工后销售的油脂和钢材放入商贸流通板块（原纳入生物及精细化工板块），2013年此部分收入约有12亿元；按可比口径计算，收入规模仍11.14%的下降，主要由于种植和养殖行业景气度低迷，农药、兽药产品竞争激烈售价下降，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，收入占比下降至11.21%；新型建材板块收入占比小幅上升0.8个百分点至5.30%，房地产开发板块实现收入4.96亿元，同比下降31.77%，2014年收入占比小幅下降至2.86%。

从毛利率来，2014年，公司主营业务毛利率为4.87%，较上年下降个1.96百分点，主要系商贸流通板块块毛利率下降且收入占比扩大所致。2014年，商贸流通板块毛利率下降至1.54%；房地产开发板块受销售均价较低的影响毛利率降至30.24%；生物及精细化工板块毛利率恢复至17.41%，较2013年上升8.02个百分点，主要原因是采购成本的低位运行；新型建材板块毛利率较稳定，2014年为15.30%，处于较好水平。

2015年1～3月，公司实现营业收入30.84亿元（同比上升37.74%），其中各板块收入占比与2014年基本保持一致，公司整体毛利率小幅升至5.32%，商贸流通板块毛利率小幅上升至1.91%，房地产开发板块毛利率回升至74.28%，主要系当期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，商贸流通板块仍是公司收入的主要来源；综合毛利率水平在商贸流通板块毛利率下降的影响下小幅下降，生物及精细化工板块毛利率大幅回升。

表2　公司主营业务情况

业务板块	营业收入(亿元)				营收占比(%)				毛利率（%）			
	2012	2013	2014	2015 年 1～3 月	2012	2013	2014	2015 年 1～3 月	2012	2013	2014	2015 年 1～3 月
商贸流通	123.23	116.05	139.89	25.12	76.49	70.32	80.63	81.45	0.34	2.54	1.54	1.91
生物及精细化工	24.61	34.30	19.46	3.94	15.28	20.78	11.21	12.77	22.84	9.39	17.41	17.31
新型建材	6.91	7.42	9.19	1.39	4.29	4.50	5.30	4.52	15.92	15.63	15.30	13.78
房地产开发	6.35	7.27	4.96	0.39	3.94	4.40	2.86	1.26	28.50	54.20	30.24	74.28
合计	**161.10**	**165.04**	**173.50**	**30.84**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**5.56**	**6.83**	**4.87**	**5.32**

注：受统计口径影响，公司简单加工后销售的油脂和钢材自 2014 年起放入商贸流通板块（原纳入生物及精细化工板块），2013 年此部分收入约有 12 亿元。
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。2014年和2015年1～3月，商贸流通板块的收入分别为139.89亿元和25.12亿元，分别同比上升20.54%和61.75%，均占当期营业收入的80%以上，毛利率分别为1.54%和1.91%。

从原材料采购方面看，跟踪期内钢材采购情况变动较大（主要采购系列和品种），当期采购量为106.90万吨（同比下降44.43%），采购均价为0.70万元/吨，总采购额变动不大（小幅下降4.52%）；同期油脂的采购量为48.40万吨（同比上升13.32%），采购均价0.55万元/吨（同比上升3.77%），采购总额同比上升17.60%。2015年1～3月，钢材采购量同比增长54.21%，采购价格受品种变化的影响为0.60万元/吨；油脂采购量同比增长76.36%，采购均价与2014年同期持平。

表3　公司近年来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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1～3 月
油脂	37.32	42.71	48.40	8.73
钢材	178.80	192.36	106.90	23.61
采购均价	**2012 年**	**2013 年**	**2014 年**	**2015 年 1～3 月**
油脂	0.72	0.53	0.55	0.58
钢材	0.37	0.37	0.70	0.60

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 PACIFIC HK INTERNATIONAC 和山东昌华实业有限公司等；钢材供应商有湖南华菱涟源钢铁有限公司、泺亨（新加坡）实业有限公司、德宝国际控股有限公司等，供应商来源较为稳定。从 2014 年采购情况来看，原材料前五大供应商采购金额占比为34.83%，集中度一般，钢材采购在采购总额中的占比较大。跟踪期内，公司在采购方式和供货商选择方面政策无变化，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，通过评价体系与价格档案，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。

跟踪期内，公司销售方面政策无变化。公司的销售采用“先单后采”模式，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，2014 年司商贸流通板块前五大客户合计销售金额为 55.77 亿元，销售占比为 39.88%，集中度一般。

从销售情况看，跟踪期内，公司整体贸易额有所增加，油脂贸易量小幅上升，钢材贸易量有所下降，钢材销售价格随采购品种变动而上升，去库存影响导致2014年销售均价小于采购均价。2015年一季度主要产品销量较去年同期有所上升（油脂同比上升28.20%，钢材上升27.72%），整体商贸流通板块收入同比上升61.75%。

表4　公司近年来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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1～3 月
油脂	55.47	53.51	53.68	8.41
钢材	180.47	190.38	115.65	19.72
销售平均单价	**2012 年**	**2013 年**	**2014 年**	**2015 年 1～3 月**
油脂	0.72	0.55	0.56	0.58
钢材	0.37	0.37	0.68	0.68

资料来源：公司提供

公司与专业物流管理和咨询公司进行合作，对德清临航物流园区进行规划建设，主要的2个项目——德清临杭物流园区Ⅱ区工程项目和德清临杭物流园区Ⅱ区码头作业区工程项目——均为浙江省重点建设项目，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。截至2015年5月底，德清临杭物流园区Ⅱ区工程项目新建道路6条，总长度4199米，开挖整治河道总长度780米，新建排涝闸站1座，新建10KV双回路供电工程1项，以及各类电力、排水、排污、通信、给水、燃气、监控等管线工程，目前基础设施工程建设已全部完工交付使用；已建成信息及办公交易用房2.2万平方米，停车场2万平方米，司乘及员工公寓1.5万平方米；已建成仓储库房13万平米，剩余约7万平米将在2015年底前建成。德清临杭物流园区Ⅱ区码头作业区工程规划内河500吨级（水工结构1000吨级）内河泊位19个，其中生产泊位14个，待泊泊位5个，配套室外堆场面积7.3万平方米，配备20-50吨轨道式龙门起重机12台，该工程已基本完工，即将进入交工验收阶段。

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，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27.35%，集中度较2013年大幅上升，处于适宜范围。

表5　2014年公司生物及精细化工板块前五大供应商情况　（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	9719.68	9.11
南非公司 TISAND（PLY）LTD	锆英砂	8176.94	7.66
齐鲁制药（内蒙古）有限公司	农药	5013.23	4.70
广安诚信化工有限公司	化工原料	3586.31	3.36
新乡铁军颜料有限公司	氧化铁原料	2691.00	2.52
合计	--	**29187.16**	**27.35**

资料来源：公司提供

原材料采购价格方面，跟踪期内，锆英砂、煤和铁皮采购均价持续保持低位并小幅下降。采购量方面，2014年公司采购煤的数量同比下降7.48%至18.13万吨，锆英砂和铁皮的采购数量同比分别上升10.32%和21.81%，分别为1.93万吨和4.37万吨。

表6　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）			
	2012年	2013年	2014年	15年1~3月	2012年	2013年	2014年	15年1~3月
锆英砂	10446	17487	19291	1030	16321	6788	6055	5978
煤	151308	195958	181300	31854	583	591	538	516
铁皮	74405	35840	43656	8964	2747	2413	2070	1776

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。2014年，公司产品市场分布区域：国外占33.67%；国内占66.33%。2014年，公司氧化铁颜料产品的市场占有率保持在20%左右。

跟踪期内，公司兽药产品销售额有所回升，农药、锆产品和氧化铁颜料的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，农药产品和氧化铁颜料销量有所下降，兽药产品销量有所增加，锆产品及有所波动。同期，农药、兽药、锆系列产品销售价格有所下降，氧化铁颜料销售价格小幅上升。

表7　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
2012年	5.71	29.62%	5.04	26.14%
2013年	7.22	21.05%	4.50	13.12%
2014年	4.65	23.90%	5.10	26.21%
2015年1~3月	0.80	20.30%	1.19	30.20%
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**
2012年	3.91	20.28%	7.75	40.18%
2013年	2.76	8.05%	7.32	21.34%
2014年	2.31	11.87%	6.87	35.30%
2015年1~3月	0.42	10.66%	1.49	37.82%

资料来源：公司提供

表8　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		2012年	2013年	2014年	15年1~3月
麦草畏系列	产能	1000.00	1000.00	1000.00	250.00
	产量	975.23	1137.23	1023.60	435.29

	销量	830.30	1307.22	1002.06	143.52
	平均价格（含税）	13.65	14.55	15.11	14.01
	销售额	11334.08	19016.85	15139.22	2011.00
硫酸粘杆菌素系列	产能	1800.00	1400.00	1400.00	350.00
	产量	1732.27	1157.00	1108.80	156.92
	销量	1543.86	1017.00	908.52	154.09
	平均价格（含税）	13.56	13.64	12.57	14.70
	销售额	20942.24	13871.88	11416.10	2265.32
盐霉素系列	产能	1400.00	1400.00	1400.00	350.00
	产量	1191.07	745.22	1174.88	223.37
	销量	1224.98	756.00	1035.14	268.46
	平均价格（含税）	8.99	9.42	8.69	10.03
	销售额	11013.39	7121.52	8995.06	2693.84
莫能菌素系列	产能	600.00	600.00	500.00	125.00
	产量	553.09	524.00	535.00	117.75
	销量	510.10	453.00	604.35	177.63
	平均价格（含税）	11.63	11.26	10.75	11.18
	销售额	5933.44	5100.78	6494.53	1985.14
氨基酸系列	产能	920.00	1300.00	1500.00	375.00
	产量	480.48	1104.00	1509.60	476.80
	销量	510.44	1127.00	1401.05	262.51
	平均价格（含税）	10.52	9.56	8.61	8.54
	销售额	5370.34	10774.12	12063.88	2242.57
乙酰丙酮系列	产能	5000.00	5000.00	5000.00	1250.00
	产量	3460.00	3229.00	4086.50	909.49
	销量	3074.00	3228.00	3514.00	1146.37
	平均价格（含税）	2.46	1.89	2.15	2.08
	销售额	7562.04	6117.00	7544.56	2383.53
二氧化锆	产能	4000.00	4000.00	4000.00	1000.00
	产量	1212.00	1341.00	1624.00	384.40
	销量	1361.00	1484.00	1564.00	433.93
	平均价格（含税）	5.52	2.99	2.61	2.63
	销售额	7512.72	4443.04	4082.04	1141.24
碳酸锆	产能	4800.00	4800.00	4800.00	1200.00
	产量	3502.00	2756.00	2524.80	559.65
	销量	3506.00	2883.00	2469.00	558.23
	平均价格（含税）	2.51	1.33	1.16	1.19
	销售额	8800.06	3823.93	2864.04	664.29
氧氯化锆	产能	20000.00	20000.00	30000.00	7500.00
	产量	14015.00	19472.00	28140.00	4302.10
	销量	14899.00	19362.00	18117.00	2943.31
	平均价格（含税）	1.70	0.88	0.79	0.82
	销售额	25328.30	16949.55	14312.43	2413.51
氧化铁颜料	产能	120000.00	120000.00	120000.00	30000.00
	产量	117982.00	102942.00	105780.00	3594.00
	销量	131527.00	141219.00	121466.00	23234.00
	平均价格（含税）	0.59	0.54	0.64	0.64
	销售额	77000.00	73201.00	68745.00	14886.00

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2.82亿元，占销售总额的14.47%，集中度较低。

表 9　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
丹麦科麦农公司	农药	8094.69	4.16%
凯米克化工有限公司	氧化铁颜料	6548.00	3.37%
山东潍坊润丰化工有限公司	农药	4639.84	2.38%
PHIBRO ANIMAL HEALTH	兽药	4587.41	2.36%
广东温氏饲料有限公司	兽药	4283.17	2.20%
合计	**--**	**28153.11**	**14.47%**

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（按照可比口径计算）规模受农兽药、锆化工和氧化铁行业不景气影响而有所下降，但由于采购成本下降的影响，公司生物及精细化工板块毛利率有所上升。

公司于2015年6月分别与4位境内自然人签署了《股份转让协议》，以协议方式转让公司持有的104999844股升华拜克的无限售流通股股份，合计协议转让价15.24亿元，截至目前，对价款已收到，其中10.10亿元用于偿还银行借款，剩余款项将用于进一步产业整合；经过此事项，公司不再是升华拜克的控股股东（对升华拜克的持股比例由36.77%下降至10.38%），升华拜克不再纳入合并范围，公司业务板块中的农兽药和锆系列产品将不再纳入营业收入，

对公司的资产和收入规模及盈利水平产生一定影响。

表 10　2014 年升华拜克财务指标(单位: 万元)

项目名称	2014 年金额	占升华集团比重
资产总额	233377.72	17.97%
所有者权益	144966.52	36.80%
营业收入	134393.18	7.75%
利润总额	8855.52	27.21%
净利润	7713.42	29.67%

资料来源：根据公开资料整理

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。

2014 年和 2015 年 1～3 月，公司新型建材板块分别实现收入 9.19 亿元和 1.39 亿元，较上年同期水平均有增长，毛利率分别为 15.30%和 13.78%。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，原木来源以南美和非洲为主，其余的原材料主要通过国内采购。从 2014 年公司采购情况来看，实木地板坯料采购量受工程业务拓展的影响大幅增长 45.93%，原木采购量小幅上升，三夹板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上涨；公司主要供应商有南通升环木业有限公司、临沂市兰山区天地和木业厂、泰克木业有限公司、德清县云峰中环佳科技有限公司和绿洲森工股份有限公司等；同期，原材料前五大供应商采购金额占比为 7.11%，集中度低。2015 年一季度，公司调整产品结构，不再生产贴面板，因此，当期不再采购三夹板和薄皮。

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）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
实木地板坯料	17.03	28.35	41.37	7.76	129.37	128.67	168.0	148.81
三夹板	210.00	82.45	64.15	--	32.90	30.84	32.33	--
原木	13702	24111	26994	9583	2811.58	2551.44	2593.79	2426.76
薄皮	142.00	106.89	109.84	--	3.76	3.57	3.69	--
细木工芯板	165.55	83.41	95.23	11.25	88.08	77.31	84.44	90.71

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、安徽、江苏为主要销售区域。

表 12　公司建材主要产品销售情况

产品		2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
板材类	产能（万张）	500	600	600	125
	产量（万张）	400	550	490	69
	销量（万张）	522	526	517	72
	平均价格（含税）（元/张）	93.16	100.05	108.17	113.52
	销售额（万元）	48631	52662	55922	8174
地板类	产能（万M2）	100	180	180	45
	产量（万M2）	87	121	158	28
	销量（万M2）	83	116	159	22
	平均价格（含税）（元/ M2）	102.6	101.60	111.25	112.44

	销售额（万元）	8516	11819	17688	2508
科技木皮	产能（M3）	5500	5500	5500	1375
	产量（M3）	5200	4390	3994	442
	销量（M3）	4515	4748	4270	569
	平均价格（含税）（元/ M3）	20775	18660	20073	19292
	销售额（万元）	9380	8860	8571	1098
家具类产品	产能（套）	10000	15000	35000	8800
	产量（套）	8000	11976	35369	6672
	销量（套）	8355	11893	35010	6401
	平均价格（含税）（元/套）	2346	2955	1554	1468
	销售额（万元）	1960	3514	5370	940

资料来源：公司提供

表 13　公司 2014 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
杭州紫桂建材有限公司	地板	4932.66	2.83%
合肥豪林商贸有限公司	板材、地板	3739.10	2.14%
宁波市江东芳士吉装饰材料商行	板材、地板	3570.14	2.05%
浙江华东环境发展有限公司	板材、地板	2948.97	1.69%
宁波市科技园区福华木业有限公司	板材、地板	1938.65	1.11%
合计	--	**17129.52**	**9.82%**

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，家具类产能、产量、销量大幅上升，产品销售均价受定制订单影响而有所下降；其余产品售价较稳定。2014 年，公司前五大客户销售合计 1.71 亿元，占该板块收入的 9.82%，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

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。2014年，公司房地产开发板块实现收入4.96亿元，同比下降31.77%，毛利率为30.24%，同比下降23.96个百分点，主要系当期房屋销售均价较低所致。2015年1～3月，板块收入0.39亿元，毛利率74.26%。

跟踪期内，公司无新增开工面积及主体竣工面积，销售结算面积较2013年有所上升，但受平均结算售价较低的影响，公司房地产板块收入较2013年有所下降。

表 14　近年来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	2013 年	2014 年	2014 年	15 年 1~3 月
开工面积	310800	77661	--	--
主体竣工面积	161631	225652	--	--
销售结算面积	147499	99251	129724	5983
销售金额	63500	81386	39757	2709
平均结算售价	0.43	0.82	0.31	0.46

资料来源：公司提供

表 15　近年来公司房地产销售项目情况

（单位：万平方米，亿元）

项目名称		2013 年	2014 年	2014 年	15 年 1~3 月
余家漾小区	销售面积	0.35	0.65	0.10	0.01
	销售收入	0.71	0.78	0.10	0.01
玉墅林枫	销售面积	3.88	0.22	--	--
	销售收入	2.80	0.41	--	--
现代城	销售面积	1.37	--	--	--
	销售收入	0.69	--	--	--
灵峰山庄	销售面积	0.06	--	--	--
	销售收入	0.05	--	--	--
奥体壹号	销售面积	0.02	4.26	1.05	0.61
	销售收入	0.02	3.77	1.00	0.50
悦西溪府	销售面积	--	0.77	0.16	
	销售收入	--	1.40	0.24	
东郡红墅湾	销售面积	--	--	4.42	1.92
	销售收入	--	--	3.43	1.48
天元大厦	销售面积	--	--	1.14	0.72
	销售收入	--	--	1.83	1.07

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司房地产板块在建项目5个，位于德清、杭州以及绍兴；规划建筑面积71.50万平方米，预计投资45.21亿元，已完成投资30.73亿元，未来还需投入14.48亿元。

表 16　截至 2015 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 2015 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）
德清欣华置业有限公司	住宅	2012.5-2016.6	160580	63000	46817	58861	1525
杭州华硕置业有限公司	商业楼	2013.12-2016.12	77661	112745	67683		8940
湖州新城房地产开发有限公司	住宅	2012.12-2016.12	321826	175646	122568	49086	2459
绍兴盛华置业有限公司	商业楼	2012.4-2015.6	37908	35000	36021	28992	2561
浙江博康置业有限公司	住宅	2010.3-	117037	65677	34198	10040	961
合计	--	--	**715012**	**452068**	**307287**	**146979**	--

资料来源：公司提供

截至2015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规模和毛利率水平有所下降。目前公司的发展战略为做强制造业，房地产在建项目已逐步减少，尚无土地储备，房地产市场受国家房地产调控影响大，公司未来在房地产板块的投资仍不确定。

子公司湖州外贸金融服务有限公司经湖州市政府批准设立，成立于2011年4月，注册资本5000万元，其中市财政开发公司出资1500万元，升华集团出资3500万元。出资的5000万元作为保证金存入中国进出口银行浙江省分行，并进行合作，合作授信总规模5亿元。自成立之日起至2015年3月末，累计发放贷款141笔，累计发放贷款金额为14.87亿元；期末处于存续期的贷款38笔，处于存续期的贷款余额4.52亿元；截至2015年6月末贷款余额4.95亿元，经营期内共有2笔共计800万元的逾期贷款，未能收回部分已经全额计提风险准备。

德清升华小额贷款股份有限公司成立于2008年10月，是公司的全资子公司，是首批经浙江省人民政府批准成立的小额贷款公司，目前注册资本和实收资本均为人民币2.50亿元。自成立之日起至2015年3月末，累计发放贷款4280笔，累计发放贷款金额为79.79亿元；期末处于存续期的贷款286笔，处于存续期的贷款余额4.25亿元；截至2015年6月末贷款余额5.32亿元，经营期内共有2笔共计370万元的逾期贷款产生，通过诉讼追偿等基本结清。

3. 未来发展

未来公司将继续奉行“适度多元化”的思路，走“强制造、兴物贸、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，使公司的盈利能力得到全面稳健的提升。

公司未来投资项目具体如下：

表 17　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		截至 2015 年 3 月底已投资	2015 年 2~4 季度	2016 年	2017 年及以后
			贷款	自筹				
德清临杭物流园区 II 区一期项目	2012-2016	54936.00	35000.00	19936.00	32154.00	20032.00	2750.00	--
德清临杭物流园区 II 区码头作业区工程	2014-2016	48164.00	31000.00	17164.00	11120.00	22900.00	12044.00	2100.00
公共服务中心二期项目	2016-2017	4250.00	2700.00	1550.00	--	--	3075.00	1175.00
金属材料剪切加工项目	2017-2018	3840.00	2500.00	1340.00	--	--	2125.00	1100.00
加油站	2016-2017	2180.00	1500.00	680.00	--	--	1780.00	400.00
水上加气站（一期工程）	2017-2018	2000.00	1300.00	700.00	--	--	333.00	800.00
拜克 20 兆瓦热电节能技改项目	2015-2016	17500.00	--	17500.00	0.00	7500.00	8500.00	2000.00
华源颜料年产 7 万吨无机颜料转型升级技改项目	2015.6-2018.3	28421.67	11000.00	17421.67	1364.72	5056.95	8000.00	8000.00

合计	--	161291.67	85000.00	76291.67	44638.72	55488.95	38607.00	15575.00

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资的重点放在德清临杭物流园区II区和其他配套设施建设上，按计划的资金筹措方案，公司的债务水平将有所升高，对外融资需求扩大。

八、财务分析

公司提供的 2012～2014 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 2015 年一季度财务报表未经审计。

2014 年，公司较 2013 年合并范围增加了 9 家，减少了 5 家，变动的公司规模均较小。2015 年一季度，公司合并范围无变化。总体看，公司财务数据可比性尚可。

公司在 2014 年审计报告中进行了重要会计政策变更。（1）公司根据《企业会计准则第 30 号-财务报表列报》，将原外币报表折算差额调整至其他综合收益。（2）公司根据《企业会计准则第 2 号——长期股权投资准则》（财政部财会[2014]14 号），将原成本法核算的对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响的权益性投资重新纳入可供出售金融资产核算，变动金额 2.69 亿元。

截至 2014 年底，公司资产总额为 129.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益 20.76 亿元）39.39 亿元；2014 年度公司实现营业收入 173.50 亿元，利润总额 3.25 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 130.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益 21.38 亿元）39.55 亿元；2015 年 1～3 月公司实现营业收入 30.84 亿元，利润总额 0.40 亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入173.50亿元，同比增长5.12%，主要源于商贸流通板块收入的增长；同期，营业成本165.05亿元，同比增长4.15%，增幅高于营业收入增速。2014年，公司营业利润率4.39%，较上年下降1.80个百分点，主要原因是商贸流通板块毛利率有所下降且收入占比增加所致。

2014年，公司期间费用合计5.71亿元，同比下降12.89%，主要系当期利息收入增加从而财务费用大幅减少所致，期间费用占营业收入比重由上年的3.97%下降至3.29%。近三年，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，2014年公司共发生财务费用0.54亿元，较2013年下降67.19%。

2014年，公司资产减值损失0.42亿元，受固定资产减值的影响规模有所上升；当期获得投资收益1.41亿元，较上年增长23.12%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致（近两年分别为0.59亿元和1.02亿元）。

2014年，公司营业外收入为0.44亿元，主要为政府补助，同比下降67.20%，主要由于当期补偿款和违约金下降；公司营业外支出为0.30亿元，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。

2014 年，公司实现利润总额 3.25 亿元，同比下降 43.98%，主要是受商贸流通板块盈利能力下降以及当期营业外收入减少的影响。

从盈利指标上看，受公司盈利状况下滑的影响，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率较 2013 年分别下降 2.64 个和 5.17 个百分点，分别为 6.13%和 6.60%。

2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 30.84 亿元，占 2014 年全年的 17.78%，同比增长 37.74%，主要系商贸流通板块销售收入同比增长所致；实现利润总额 0.40 亿元，占 2014 年全年的 12.23%；营业利润率为 4.62%，较上年上升 0.23 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下降，公司盈利水平

有所回落，公司整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 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 170.58 亿元和 178.26 亿元，同比降幅分别为 1.96%和 3.12%；2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金 6.61 亿元，主要是公司收到的保证金、与收益相关的政府补助等。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金也有所减少，为 151.48 亿元，同比下降 5.26%；支付的其他与经营获得有关的现金主要是支付的保证金和往来款等，2014 年为 20.27 亿元。2014 年，公司现金收入比为 98.32%，较 2013 年下降 7.1 个百分点，公司收入实现质量有所下滑。2014 年，公司经营活动现金流量净额较上年大幅减少，为-0.17 亿元。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入量为 32.96 亿元，主要为收回投资收到的现金 28.43 亿元（占 86.26%，收回相关到期的银行理财产品）和收到其他与投资活动相关的 2.84 亿元（收到与资产相关的政府补助）；同期，公司投资活动现金流出为 39.35 亿元，主要为购建固定资产支出 6.41 亿元（占 16.29%）、投资支付的现金 31.46 亿元（占 79.95%，主要是购买银行理财产品所支付的现金）。2014 年公司投资活动现金流量净额为-6.40 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，存在对外融资需求。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入流出规模与 2013 年基本持平；筹资活动现金流入量为 48.81 亿元，主要为取得借款收到的现金 44.66 亿元，投资活动现金流出额为 46.52 亿元，主要用作偿还债务、分配股利和支付利息。2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.28 亿元。

2015 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 1.75 亿元、-1.09 亿元和 1.59 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动的获现能力有所下滑，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 2014 年底，公司资产总额 129.88 亿元，同比增长 9.47%，其中流动资产占 70.87%，非流动资产占 29.13%，流动资产占比较 2013 年有所下降。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 92.04 亿元，以存货（占 38.33%）、货币资金（占 15.46%）、其他应收款（占 15.85%）、其他流动资产（占 11.00%）为主，基本构成变化不大，流动资产规模同比小幅下降 0.52%，主要系存货和货币资金有所减少所致。

截至 2014 年底，公司货币资金 14.23 亿元，较 2013 年底相比下降 11.35%，构成主要为银行存款（占 39.27%）及其他货币资金（占 60.32%），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，其中使用受限的货币资金 2.72 亿元。

截至 2014 年底，受贸易业务去库存的影响，公司存货账面净额同比下降 4.23%至 35.28 亿元；账面余额 35.53 亿元，其中主要为开发成本 25.78 亿元（占 72.55%）和产成品 4.91 亿元（占 13.82%，同比下降 40.20%），按 0.71%计提跌价准备 0.25 亿元，计提较为充分。

截至 2014 年底，公司应收账款净额 6.85 亿元，较 2013 年底增长 50.70%，增加主要来自升华物产应收货款 2.65 亿元（计入无风险组合）。账龄方面变化不大，以 1 年以内和 1～2 年的为主，账龄一般；前五名欠款单位合计 3.90 亿元，集中度上升至 55.97%，集中度较高；公司共计提坏账准备 0.12 亿元，坏账计提比例为 1.77%。总体看，公司应收账款账龄一般，集中度较高，坏账准备计提比例不高，存在一定风险。

截至 2014 年底，公司其他应收款净值 14.59 亿元，同比增长 3.28%，主要构成为往来款、及借款，主要欠款人为自然人胡明喜、张建国，浙江省德清县交通投资集团有限公司、德清县临杭新农村建设投资有限公司和浙江金磊耐火材料有限公司等；前五名欠款单位合计 5.08 亿元，占其他应收款总额的 30.81%；截至 2014 年底，公司共计提其他应收款坏账准备 0.44 亿元，计提比例为 2.94%。整体看，公司其他应收款集中度一般，回款具有一定不确定性，坏账准备计提比例较合理。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 10.12 亿元，同比增长 37.30%，增长主要来自公司私募债券投资的增加。

截至 2014 年底，非流动资产为 37.83 亿元，同比大幅增长 44.87%，增加主要来自于在建工程；构成方面主要由固定资产（占 31.63%）、可供出售金融资产（占 12.98%）、长期股权投资（占 12.05%）、发放贷款及垫款（占 15.86%，原计入流动资产）和在建工程（占 11.94%）组成。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产净额 4.91 亿元，较期初增长 85.28%，主要由于公司增加对外投资（主要是对房地产开发、太阳能电池公司和信托基金）。当期，公司持续投资建设物流园区，截至 2014 年底，公司在建工程 4.52 亿元，同比大幅增长 187.91%。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总计 130.81 亿元，资产规模、构成基本与 2014 年底无变化。

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，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 39.39 亿元，同比小幅增长 2.85%，增加主要来自于未分配利润；所有者权益结构基本无变化，归属于母公司所有者权益合计 18.63 亿元，其中未分配利润占 74.86%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 39.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 18.18 亿元，较 2014 年底下降 2.46%，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 2014 年底，公司负债合计 90.48 亿元，同比增长 12.62%，主要是应付票据、预收款项和长期借款的增长，其中，流动负债占 80.77%，非流动负债占 19.23%，流动负债占比较 2013 年底下降 2.62 个百分点。

截至 2014 年底，公司流动负债 73.09 亿元，构成变动不大，主要以短期借款（占 24.12%）、应付票据（占 28.53%）、预收款项（占 16.57%）、应付账款（占 10.81%）等；流动负债较 2013 年底相比增长 9.09%，增加主要来自应付票据和预收款项。公司跟踪期内以票据结算的业务大幅上升，截至 2014 年底，公司应付票据为 20.85 亿元，同比增长 27.22%，主要为应付银行承兑汇票。同期，受预收房款增加的影响，预收款项同比增长 33.05%至 12.11 亿元。截至 2014 年底，公司短期借款 17.63 亿元，同比下降 13.81%，主要是保证借款的减少。同期，公司新增其他流动负债 5.03 亿元，增加主要来自外贸金融公司在浙江省进出口银行浙江省分行的业务贷款 4.95 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债 17.40 亿元，同比增长 30.38%，增加主要来自长期借款；构成以长期借款（占 50.62%）和应付债券（占 45.88%）为主。跟踪期内，子公司杭州华硕置业有限公司新增抵押质押保证借款 3.50 亿元、子公司德清升华小额贷款股份有限公司新增质押及保证借款 0.50 亿元、绍兴盛华置业有限公司新增信用借款 0.70 亿元，截至 2014 年底，公司长期借款 8.81 亿元。

截至 2014 年底，公司全部债务规模较 2013 年底同比增长 15.70%至 63.87 亿元，主要系长期借款和其他流动负债的增加所致，其中短期

债务占比降至 73.71%。截至 2014 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 69.67%、61.85%和 29.88%。公司债务负担有所加重。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 91.26 亿元，较 2014 年底增长 12.62%，主要系短期借款的增长所致。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 66.37 亿元，较 2014 年底增长 15.70%，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 69.76%和 62.66%，债务负担小幅上升。

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，2014 年公司流动资产规模小幅下降、流动负债规模有所上升，公司流动比率和速动比率较 2013 年均有所下降，分别为 125.93%和 77.66%，同比分别下降 12.16 个和 5.45 个百分点。截至 2015 年 3 月底，两项指标分别为 122.68%和 71.75%，较 2014 年底略有下降。2014 年，公司经营活动现金流入 178.26 亿元，经营活动现金流动负债比为 -0.23%，较上年大幅下降。公司目前短期债务规模较 2013 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，经营现金流入规模较大，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司实现 EBITDA8.21 亿元，同比下降 26.73%。EBITDA 利息倍数从上年的 3.03 倍下降至 2.40 倍；全部债务/EBITDA 倍数从上年的 4.92 倍上升 7.78 倍；整体看，公司长期偿债能力有所下降。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额 12.69 亿元，占净资产的 32.20%，对外担保对象多数为浙江知名民营企业，旗下多有上市公司，均为互保单位，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表 17　2015 年 3 月底公司对外担保情

（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	担保期限
德华集团控股股份有限公司	39000	38350	2008.3-2016.5
伟星集团有限公司	10300	10300	2014.11-2016.5
仙琚制药制药股份有限公司	5000	5000	2014.5-2015.12
浙江宝利德控股集团有限公司	18300	18300	2014.1-2016.1
浙江新湖集团股份有限公司	12000	12000	2015.1-2016.1
金洲集团有限公司	10000	10000	2014.5-2015.5
久立集团股份有限公司	15000	15000	2014.8-2015.9
浙江振升建设有限公司	5800	3800	2013.9-2015.12
美欣达集团有限公司	11600	11600	2012.3-2017.8
浙江绿翔能源有限公司	2500	2500	2015.2-2015.9
合计	**129500**	**126850**	--

资料来源：公司提供

注：对金洲集团有限公司的担保已续期至 2016 年 4 月。

截至 2015 年 3 月底，公司获得多家金融机构的授信额度（含票据授信）共计 92.71 亿元，已使用的授信额度为 49.48 亿元，尚未使用的额度为 43.23 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

5. 过往债务履约情况

截至2015年7月16日，根据中国人民银行的企业征信报告，公司无已结清或未结清的不良记录；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2015年3月底，公司现金类资产剔除受限资金亿元后为10.71亿元，为待偿还债券本金3.50亿元“15升华CP001”的3.06倍。2014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50.93倍和-0.05倍。总体看，公司现金类

资产和经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较好。

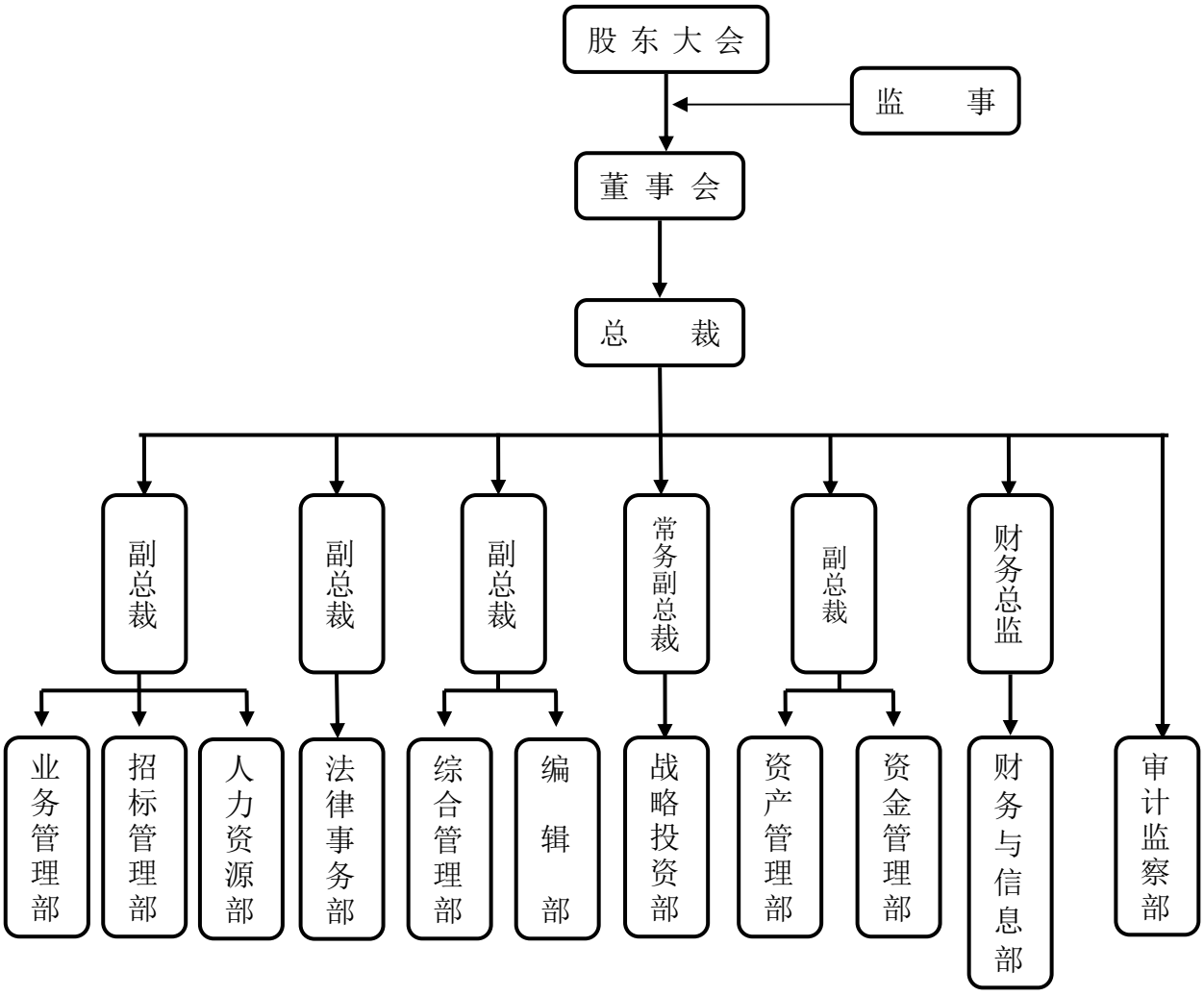
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA$^-$，评级展望为稳定，并维持“15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	德清升腾投资合伙企业（有限合伙）	144.98	1.80
3	夏士林	3060.63	38.00
4	吴梦根	402.71	5.00
5	钱海平	209.41	2.60
6	鲍希楠	88.59	1.10
7	王菊平	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　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)	17.77	15.34	11.51	10.71
资产总额(亿元)	105.06	118.64	129.88	130.81
所有者权益(亿元)	34.15	38.30	39.42	39.56
短期债务(亿元)	37.24	42.41	47.08	50.13
长期债务(亿元)	8.10	12.79	16.79	16.24
全部债务(亿元)	45.34	55.20	63.87	66.37
营业收入(亿元)	161.10	165.04	173.50	30.84
利润总额(亿元)	1.80	5.81	3.25	0.40
EBITDA(亿元)	6.31	11.21	8.21	--
经营性净现金流(亿元)	10.53	1.68	-0.17	1.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.42	27.14	24.67	--
存货周转次数(次)	4.88	4.73	4.58	--
总资产周转次数(次)	1.50	1.48	1.40	--
现金收入比(%)	120.84	105.42	98.32	108.94
营业利润率(%)	4.99	6.19	4.39	4.62
总资本收益率(%)	5.01	8.77	6.13	--
净资产收益率(%)	3.30	11.77	6.60	--
长期债务资本化比率(%)	19.17	25.04	29.88	29.11
全部债务资本化比率(%)	57.04	59.04	61.85	62.66
资产负债率(%)	67.50	67.72	69.67	69.76
流动比率(%)	127.21	138.10	125.93	122.68
速动比率(%)	81.93	83.11	77.66	71.75
经营现金流动负债比(%)	16.90	2.50	-0.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.21	3.03	2.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.18	4.92	7.78	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；全部债务中已包含计入“其他流动负债”的有息债务；现金类资产已剔除使用受限的货币资金。

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

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

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