



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪019号

## 浙江瀚叶股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“浙江升华拜克生物股份有限公司2012年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一八年四月十三日

# 浙江升华拜克生物股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

|        |                                                                                           |                                    |         |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|---------|
| 发行主体   | 浙江瀚叶股份有限公司（原浙江升华拜克生物股份有限公司）                                                               |                                    |         |
| 担保方式   | 升华集团控股有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。发行主体以自有资产及对联营企业伊科拜克和青岛易邦的投资股权作为担保资产依法设定抵押及质押，为本期债券提供担保 |                                    |         |
| 发行规模   | 人民币 3 亿元（已回售 1.47 亿元）                                                                     |                                    |         |
| 债券期限   | 5 年（附第 3 年末发行人利率上调选择权和投资者回售选择权）                                                           |                                    |         |
| 存续期    | 2013 年 5 月 22 日~2018 年 5 月 22 日                                                           |                                    |         |
| 上次评级时间 | 2017 年 4 月 27 日                                                                           |                                    |         |
| 上次评级结果 | 债项级别<br>主体级别                                                                              | AA <sup>+</sup><br>AA <sup>-</sup> | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别<br>主体级别                                                                              | AA <sup>+</sup><br>AA <sup>-</sup> | 评级展望 稳定 |

## 概况数据

| 瀚叶股份           | 2015   | 2016   | 2017   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 所有者权益（亿元）      | 14.19  | 17.08  | 42.04  |
| 总资产（亿元）        | 22.36  | 33.71  | 54.54  |
| 总债务（亿元）        | 5.83   | 6.36   | 9.75   |
| 营业总收入（亿元）      | 10.10  | 10.05  | 13.17  |
| 营业毛利率（%）       | 14.06  | 12.36  | 23.78  |
| EBITDA（亿元）     | 2.60   | 3.42   | 4.30   |
| 所有者权益收益率（%）    | 9.48   | 13.64  | 6.32   |
| 资产负债率（%）       | 36.52  | 49.32  | 22.92  |
| 总债务/EBITDA（X）  | 2.24   | 1.86   | 2.27   |
| EBITDA 利息倍数（X） | 9.87   | 13.28  | 11.15  |
| 升华集团           | 2015   | 2016   | 2017   |
| 所有者权益（亿元）      | 40.11  | 37.94  | 24.71  |
| 总资产（亿元）        | 109.24 | 84.60  | 55.09  |
| 总债务（亿元）        | 28.87  | 15.79  | 11.91  |
| 营业总收入（亿元）      | 175.42 | 207.26 | 199.48 |
| 营业毛利率（%）       | 4.19   | 4.85   | 1.33   |
| EBITDA（亿元）     | 19.06  | 8.93   | 10.78  |
| 所有者权益收益率（%）    | 32.45  | 10.94  | 23.04  |
| 资产负债率（%）       | 63.28  | 55.16  | 55.15  |
| 总债务/EBITDA（X）  | 1.51   | 1.77   | 1.10   |
| EBITDA 利息倍数（X） | 8.60   | 3.84   | 6.93   |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

## 基本观点

2017 年浙江瀚叶股份有限公司（原浙江升华拜克生物股份有限公司，以下简称“瀚叶股份”或“公司”）积极推动产业转型，完成定增并收购成都炎龙科技有限公司（以下简称“炎龙科技”），借此进入游戏产业。随着资产重组完成，公司资本结构改善，营收规模增长，同时公司持有优质的投资资产，在跟踪期内仍带来稳定的投资收益。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到环保政策趋严和跨行业经营面临的挑战等因素可能对公司整体业务经营及信用状况造成影响。

综上，中诚信证评维持瀚叶股份主体信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望稳定；维持“浙江升华拜克生物股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA<sup>+</sup>。上述债项级别考虑了升华集团控股有限公司（以下简称“升华集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，以及公司相关股权质押、资产抵押对本期债券本息偿付所起的保障作用。

## 正 面

- 资本结构改善，营收规模增长。2017 年公司完成定增，吸收重组炎龙科技后，资本结构大幅改善，截至 2017 年末公司资产负债率 22.92%，同比下降 26.40 个百分点；同时，业务的丰富使公司营业收入同比增长 31.02%至 13.17 亿元。
- 优质的投资资产。2015~2017 年公司投资收益分别为 2.27 亿元、3.87 亿元和 3.23 亿元，其投资核心财通基金管理有限公司与青岛易邦生物工程有限公司近年运营状况良好，为公司带来稳定的投资收益。
- 担保措施充足。2017 年公司委托坤元评估对本期债券涉及的已抵押及质押资产进行了跟踪评估，评估价值总计 65,192.60 万元，为本期公司债券本年末余额 1.53 亿元的 4.27 倍。同时，

担保方升华集团主营业务稳定，偿债能力很强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够对本期公司债提供有力的保障及明显的信用增级效果。

## 分 析 师

唐启元 [qytang@ccxr.com.cn](mailto:qytang@ccxr.com.cn)

周 飞 [fzhou@ccxr.com.cn](mailto:fzhou@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2018年4月13日

## 关 注

- 环保政策趋严。近年来，我国环保问题日益突出，国家不断提高农药等化工产业的环保治理要求，公司厂区贴近环保政策趋严的太湖流域，中诚信证评对其面临的环控风险予以关注。
- 跨行业经营面临的挑战。公司传统业务与游戏产业差异性较大，未来可能面临管理经验缺乏、投资需求激增等挑战，中诚信证评将持续关注公司游戏产业未来的发展状况。
- 经常性业务利润持续亏损，整体经营性盈利能力表现仍较弱。2015~2017 年公司经营性业务利润分别为-0.56 亿元、-1.01 亿元和-0.02 亿元，经营性业务利润持续亏损，业务运营压力仍较大。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 重大事项说明

1、2017年3月8日，公司发行股份及支付现金收购炎龙科技100%股权并募集配套资金事项获得中国证监会证监许可[2017]329号文《关于核准浙江升华拜克生物股份有限公司向鲁剑等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》核准，核准公司向鲁剑先生发行246,153,846股股份、向李练女士发行10,256,410股股份购买相关资产，向公司控股股东、实际控制人沈培今先生发行不超过373,134,328股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金。2017年3月15日，炎龙科技就本次交易标的资产过户事宜完成了工商变更登记手续，并取得成都市工商行政管理局换发的《营业执照》。2017年3月29日，公司本次发行的新增股份在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕股份登记手续。2017年3月31日，公司完成注册资本变更工商登记手续。炎龙科技自2017年3月31日纳入公司合并财务报表范围，成为公司全资子公司。本次发行完成后，公司总股本变更为1,724,527,554股，沈培今持股比例为31.16%。

2、2017年公司完成转让内蒙古拜克生物有限公司（以下简称“内蒙古拜克”）100%股权事项。内蒙古拜克于2017年2月9日办理完成股权变更工商登记手续。内蒙古拜克自办理完成工商相关手续之日起，不再纳入合并财务报表范围。

3、经公司第七届董事会第三次会议审议通过，公司已将所持有的英格瓷（浙江）锆业有限公司（曾用名浙江锆谷科技有限公司，以下简称“锆谷科技”）85%的股权以47,694,445.00元转让给英格瓷电熔矿产（营口）有限公司。锆谷科技已于2017年7月26日办妥相关工商变更登记手续。

4、公司于2017年8月9日召开第七届董事会第四次会议，会议审议通过了《关于转让全资子公司湖州新奥特医药化工有限公司股权的议案》，同意公司将所持有的湖州新奥特医药化工有限公司（以下简称“新奥特”）100%的股权以5,710.00万元转让给自然人李秋根、陈永明，其中李秋根以3,140.50万元受让新奥特55%的股权，陈永明以2,569.50万元受让新奥特45%的股权。新奥特于

2017年8月28日办妥相关工商变更登记手续。新奥特自办理完成工商相关手续之日起，不再纳入合并财务报表范围。

5、公司于2017年9月1日召开第七届董事会第六次会议，会议审议通过了《关于公司内部业务整合、架构调整的议案》，同意公司以2017年5月31日为基准日将母公司传统化工业务及热电联供业务部分资产及负债划转至全资子公司浙江拜克生物科技有限公司（以下简称“拜克生物”），公司本次拟划转至拜克生物的资产总额为616,067,776.06元、负债总额为194,496,137.88元、净资产总额为421,571,638.18元（数据经审计），由拜克生物对公司现有的马杜霉素、阿维菌素、盐霉素兽药、农药原料药及制品，相关饲料添加剂的生产、销售，兽药生产，肥料生产、热电联供，农药的销售，兽药的经营等资产、业务进行承接与管理。目前本次划转所涉及的相关债权债务转移手续已办理完毕。资产划转所涉及的权证过户手续尚在办理过程中。

6、2017年12月20日，公司第七届董事会第八次会议审议通过了《关于签署〈重组意向性协议〉的议案》，同意公司与宁波梅山保税港区浆果晨曦新媒体投资中心（有限合伙）、喻策签署《重组意向性协议》。公司拟购买深圳量子云科技有限公司（以下简称“量子云”）100%的股权，宁波梅山保税港区浆果晨曦新媒体投资中心（有限合伙）为量子云控股股东，持有其75.50%股权，喻策为实际控制人。公司在协议签订后向宁波梅山保税港区浆果晨曦新媒体投资中心（有限合伙）支付3亿元交易意向金。

根据公司2018年3月28日公布的《关于重大资产重组继续停牌暨进展的公告》，本次重大资产重组拟增加标的公司杭州偶尔科技有限公司（以下简称“偶尔科技”），本次交易拟购买的标的资产为量子云及偶尔科技。偶尔科技的控股股东、实际控制人为喻策。本次重大资产重组拟定为采用发行股份及支付现金方式购买相关资产，并视情况募集配套资金。本次收购量子云及偶尔科技不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化，不构成借壳上市。

量子云所处行业为互联网和相关服务业，主营

业务为移动互联网推广服务。偶尔科技所处行业为互联网和相关服务业，主营业务为依托移动互联网建立个性化顾客沟通服务体系，为电子商务平台提供精准营销服务。

目前该重组计划仍在推进，中诚信证评对公司本次重大资产重组的进展情况及对公司业务的影响表示关注。

整体来看，2017 年公司加快产业调整步伐，坚持内涵式发展和外延式收购兼并并举的扩张发展模式，推进文化娱乐发展战略。

## 业务运营

2017 年，公司完成对炎龙科技 100% 股权收购，借本次交易切入网络游戏行业，并以此为契机布局影视剧制作、综艺节目制作及艺术教育培训等文化娱乐相关业务，打造公司文化娱乐经营基础平台。当年，公司实现营业收入 13.17 亿元，同比增长 31.02%，收入主要来源于农药、兽药、铅系列产品的生产与销售及网络游戏研发、代理发行及 IP 与源代码合作等业务。其中农药、兽药、铅系列产品及游戏产品的营业收入合计 10.43 亿元（四类产品业务占比分别为 14.53%、34.99%、11.66% 和 18.02%），占当期营业收入的 79.20%，为主要收入来源。此外，公司还生产甲基硫醇锡等化工产品，并自建热电厂对外供应富余电力与蒸汽。2017 年公司转让铅谷科技和新奥特后，不再涉及铅系列产品及甲基硫醇锡等化工产品生产。

**2017 年受我国农药行业产能过剩、需求不足等因素持续影响，公司农药产品量价齐降；公司在满足生产需求的前提下，开展农药原料销售业务，促使当年农药板块整体收入增长**

我国农药生产能力与产量已处于世界前列，但农药行业正处于低成长时期，产能严重过剩，需求不足，无序、同质、低效竞争激烈，同时生产要素的单位成本增长，安全环保投入不断加大，盈利能力受限。2017 年我国农药产能明显收缩，工信部原则上已不再新增农药生产企业备案，环保整顿也进一步提高了农药企业的准入门槛。据中商产业研究

院大数据库显示：2017 年 1-12 月，中国化学农药原药累计产量 294.1 万吨，同比下降 8.7%。环保政策方面，按照农药行业“十三五”规划中对环保要求，到 2020 年，农药原药企业数量计划减少 30%，“三废”排放量减少 50%，农药产品收率提高 5%，副产物资源化利用率提高 50%，农药废弃物处置率达到 50%，对环保提出了更为严峻的要求。此外，随着中央一号文件对农业供给侧结构性改革的要求、中央环保督查的全覆盖、新修订《农药管理条例》发布，进一步对农药行业进行规范和加强监管，清理不合规企业，去除过剩产能，加快高风险产品的禁限用，促进企业装备升级和技术创新，鼓励高效、低毒、低残留新产品的应用，改善行业领先企业的竞争环境和盈利能力。综合来看，农药经营受所在区域环境因素影响较大，公司位于环太湖流域，鉴于长江中下游水域污染治理力度大，公司农药业务后续发展空间受限。

面对日益严峻的行业形势，公司积极调整产业结构，加快亏损资产的剥离，2017 年公司转让内蒙古拜克 100% 股权，阿维菌素原药（农药）和盐霉素系列（兽药）相关产能退出。目前公司农药以麦草畏系列为主，截至 2017 年末，公司已拥有麦草畏系列产能 1,000 吨/年。2017 年麦草畏行业产能过剩，下游需求不足，导致公司麦草畏系列产品产能利用率持续下滑。2017 年公司麦草畏系列产品产能利用率为 43.24%，同比下降 11.76 个百分点，处于较低水平。

表 1：2015~2017 年公司主要农药产品产能利用率情况

单位：吨、%

| 品种     | 2015  |        | 2016  |       | 2017  |       |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|        | 产能    | 产能利用率  | 产能    | 产能利用率 | 产能    | 产能利用率 |
| 麦草畏系列  | 1,000 | 97.39  | 1,000 | 55.00 | 1,000 | 43.24 |
| 阿维菌素系列 | 100   | 106.34 | 100   | 34.75 | -     | -     |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2017 年受市场需求不足及同业竞争加剧影响，公司农药产品价格及销量持续下滑，其中麦草畏系列产品全年销售均价 8.59 万元/吨，同比下降 4.87%；麦草畏系列产品销量 600.16 吨，同比下降 31.39%。另一方面，受国家供给侧改革与环

保监管趋严等因素影响，公司甲维盐原药、氟虫腈原药和吡虫啉原药等原料供应紧张，市场价格上涨。在此背景下，2017 年公司调整业务模式，开展农药原料销售业务，使得农药板块整体销售收入增加，当年公司农药板块整体收入为 1.91 亿元，同比增长 34.40%，其中农药原料产品销售收入 1.02 亿元，占公司农药产品销售收入的 53.10%，农药原料的综合毛利率为 4.32%，实现毛利 439.03 万元，占该板块毛利权重达 41.03%，推动该板块整体毛利率提升 2.03 个百分点至 5.59%。

表 2：2015~2017 年公司主要农药产品销量及售价情况

| 品种     | 销量（吨）    |        |        |
|--------|----------|--------|--------|
|        | 2015     | 2016   | 2017   |
| 麦草畏系列  | 457.50   | 874.71 | 600.16 |
| 阿维菌素系列 | 145.50   | 39.53  | -      |
| 品种     | 售价（万元/吨） |        |        |
|        | 2015     | 2016   | 2017   |
| 麦草畏系列  | 11.77    | 9.03   | 8.59   |
| 阿维菌素系列 | 71.73    | 35.98  | -      |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 2017 年我国兽药市场整体保持增长，受行业政策影响，公司硫酸粘杆菌素系列产品产销量下滑明显，但细分氨基酸市场需求提升促使公司兽药业务板块规模仍保持增长

近年来，在我国人口及其对食物需求的持续增长驱动下，我国兽药行业市场规模稳步增长，已成为继美国之后的第二大兽药生产大国。数据显示，截至 2017 年底，全国共有兽药生产企业 2,000 家左右，国内兽药生产总产值从 2008 年的 211.71 亿元，增长至 2015 年的 413.57 亿元，2017 年中国兽药市场更达 520 亿元左右，基于下游产业需求旺盛和国家相关政策的加码，我国兽药行业发展前景广阔，仅 2017 年，我国共注册 59 个新兽药，其中一类 4 个，二类 13 个，三类 29 个，四类 4 个，五类 9 个，兽药行业蓬勃发展，预计到 2022 年我国兽药销售额将达到 630 亿元。

我国是抗生素的生产和使用大国，兽用抗生素在农业养殖领域防治动物疫病提高养殖效益中发挥了重要作用，但是兽用抗生素使用造成的残留问题日益突出。随着农业部《全国遏制动物源细菌耐

药行动计划（2017-2020 年）》的实施，以及《食品动物用兽用抗菌药物临床应用管理办法》规定，促生长类抗生素将形成逐步退出方案。近两年，已禁止洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星等 4 种人兽共用抗生素用于食品动物，取消硫酸粘杆菌素预混剂促进动物生长用途；硫酸粘杆菌素属于限制使用级抗菌药物。随着国际禁抗呼声的持续高涨，硫酸粘杆菌素的出口将迎来较大阻力，硫酸粘杆菌素的使用量大幅度下降。受此影响，2017 年公司硫酸粘杆菌素系列产品产能释放率持续下滑，产品价格及销量亦下降明显，当年公司硫酸粘杆菌素系列产品产能利用率为 30.18%，同比下滑 32.21 个百分点；销售均价 8.37 万元/吨，同比下滑 1.65%；销量 394.83 吨，同比下滑 60.12%。

2017 年莫能菌素预混剂市场相对稳定，山东胜利和山东金洋同类产品的停产后，部分市场空间得到释放，预计市场空间在未来一段时间内仍会保持平衡。当年公司莫能菌素系列产品产能利用率为 88.10%，仍保持在较高水平；销售均价 9.67 万元/吨，与上年基本持平；销量 570.34 吨，与上年基本持平。

近年饲料市场技术的提升和饲料产品不断细分，小品种氨基酸市场发展空间逐步打开。从近 10 年年均复合增长率来看，中国饲用氨基酸供应量复合增长率为 18.8%，明显高于全球复合增长率 8.6%。公司 20%L-色氨酸颗粒剂产品为国内首创，是国内最大的颗粒剂规格生产企业。2017 年，国家环保部门开展全国性的环保核查导致国内部分色氨酸精品生产企业生产经营受到了影响，加之国际市场色氨酸需求旺盛，产品价格大幅增长。2017 年，公司氨基酸系列产品产能利用率为 108.70%，同比增长 21.78 个百分点；销售均价 6.11 万元/吨，同比增长 33.41%；销量为 2,117.87 吨，同比增长 28.72%。

此外，随着内蒙古拜克和新奥特的转让，公司盐霉素系列和乙酰丙酮系列相关产能分别于 2017 年 2 月和 2017 年 8 月剥离。

表 3：2015~2017 年公司主要兽药产品产能利用率情况

单位：吨、%

| 品种       | 2015  |        | 2016  |        | 2017  |        |
|----------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
|          | 产能    | 产能利用率  | 产能    | 产能利用率  | 产能    | 产能利用率  |
| 硫酸粘杆菌素系列 | 1,400 | 68.21  | 1,400 | 62.39  | 1,400 | 30.18  |
| 盐霉素系列    | 1,500 | 78.79  | 1,500 | 59.98  | 1,500 | -      |
| 莫能菌素系列   | 500   | 121.77 | 500   | 125.42 | 500   | 88.10  |
| 氨基酸系列    | 1,500 | 78.10  | 1,500 | 86.92  | 2,000 | 108.70 |
| 乙酰丙酮系列   | 5,000 | 80.80  | 5,000 | 93.19  | 5,000 | 31.83  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：2015~2017 年公司主要兽药产品销量及售价情况

| 品种       | 销量（吨）    |          |          |
|----------|----------|----------|----------|
|          | 2015     | 2016     | 2017     |
| 硫酸粘杆菌素系列 | 1,082.14 | 989.93   | 394.83   |
| 盐霉素系列    | 1,281.04 | 865.78   | -        |
| 莫能菌素系列   | 580.86   | 573.04   | 570.34   |
| 氨基酸系列    | 966.12   | 1,645.28 | 2,117.87 |
| 乙酰丙酮系列   | 4,019.06 | 3,992.10 | 2,454.43 |

| 品种       | 售价（万元/吨） |      |      |
|----------|----------|------|------|
|          | 2015     | 2016 | 2017 |
| 硫酸粘杆菌素系列 | 8.68     | 8.51 | 8.37 |
| 盐霉素系列    | 7.79     | 7.67 | -    |
| 莫能菌素系列   | 9.99     | 9.85 | 9.67 |
| 氨基酸系列    | 5.80     | 4.58 | 6.11 |
| 乙酰丙酮系列   | 1.79     | 1.60 | 2.08 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，得益于细分氨基酸市场需求增加，2017 年公司兽药业务板块实现营业收入 4.61 亿元，同比增长 7.44%；硫酸粘杆菌素系列产品产销受阻，收入对固定成本覆盖程度下降，导致同期营业毛利率 14.05%，同比下滑 3.31 个百分点。

受益于国家供给侧改革与环保监管趋严等因素影响，2017 年化学锆行业市场供求失衡情况有所好转，产品价格上涨，但公司当年根据战略发展需要出售相关资产使得该板块业务收入大幅下滑

化学锆产品的生产过程属于稀有金属冶金和无机化工技术领域，以氧氯化锆为代表的化学锆产品加工生产过程能耗高、产品附加值低，美国、日本和西欧等发达国家基本不参与化学锆初级产品

的加工生产过程，而主要是依赖从中国、印度、越南等发展中国家进口。

我国是全球氧氯化锆最大的生产和出口国，生产了全球所需氧氯化锆 98% 的份额。我国氧氯化锆产品生产企业主要分布在山东、河南、浙江、江西等地，规模万吨级以上企业除锆谷科技外，还有山东广通、江西晶安、东方锆业等企业。由于化学锆技术壁垒低，投资少，行业管理缺乏，致使我国化学锆行业形成了产能严重过剩，供大于求的不利局面，产能由 2005 年的 15 万吨扩大到目前的 30 万吨，形成了牺牲环境、无序竞争和微利经营的行业特征。随着环保监管趋严，行业内环保不达标的化学锆生产企业产能削减，目前供需关系有所改善。2017 年国内化学锆行业中部分企业因环保整治关闭产能，导致市场供求关系发生变化，锆系列产品价格上涨，当年公司二氧化锆、碳酸锆和氧氯化锆价格同比分别增长 22.87%、20.87% 和 26.92%。

表 5：2015~2017 年公司主要锆化工产品产能利用率情况

单位：万吨、%

| 品种   | 2015 |       | 2016 |       | 2017 |       |
|------|------|-------|------|-------|------|-------|
|      | 产能   | 产能利用率 | 产能   | 产能利用率 | 产能   | 产能利用率 |
| 二氧化锆 | 0.40 | 41.28 | 0.40 | 40.00 | 0.40 | 20.88 |
| 碳酸锆  | 0.48 | 34.75 | 0.48 | 47.42 | 0.48 | 24.25 |
| 氧氯化锆 | 3.00 | 76.09 | 3.00 | 88.00 | 3.00 | 50.10 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2015~2017 年公司主要锆化工产品销量及售价情况

| 品种   | 销量（吨）  |        |          |
|------|--------|--------|----------|
|      | 2015   | 2016   | 2017     |
| 二氧化锆 | 1,585  | 1,645  | 893.52   |
| 碳酸锆  | 1,583  | 2,129  | 1,095.30 |
| 氧氯化锆 | 14,672 | 16,551 | 9,761.68 |

| 品种   | 售价（万元/吨） |      |      |
|------|----------|------|------|
|      | 2015     | 2016 | 2017 |
| 二氧化锆 | 2.61     | 2.58 | 3.17 |
| 碳酸锆  | 1.17     | 1.15 | 1.39 |
| 氧氯化锆 | 0.80     | 0.78 | 0.99 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据公司战略发展需要，公司已将所持有的锆谷科技 85% 的股权转让给英格瓷电熔矿产（营口）有限公司，公司锆系列相关产能于 2017 年 7 月剥离。当年公司二氧化锆、碳酸锆和氧氯化锆销量同比分别下滑 45.67%、48.55% 和 41.02%。2017 年公

司钻化工业务板块实现营业收入 1.54 亿元，同比下滑 31.97%；同期营业毛利率 14.96%，同比增长 8.79 个百分点。

### 目前我国游戏产业依然是保持高增长的新兴朝阳产业，2017 年公司通过实施资产重组顺利切入网络游戏行业，游戏业务为公司收入和利润增长产生积极推动

2017 年，中国游戏行业整体保持稳健发展。据中国文化产业行业协会信息中心与中娱智库联合发布的《2017 年中国游戏行业发展报告》显示，2017 年，中国游戏行业整体营业收入约为 2,189.6 亿元，同比增长 23.1%。其中，网络游戏对行业营业收入贡献较大（前三季度营业收入达到 1,513.2 亿元），预计全年营业收入约为 2,011.0 亿元，同比增长 23.1%；家用游戏机相关营收约为 38.8 亿元，同比增长 15.1%；游戏游艺机（前三季度销售收入 99.8 亿元）预计全年约为 135.8 亿元，同比增长 24.7%；VR 游戏收入 4.0 亿元，同比增长 28.2%。

随着硬件技术的提升，以及用户游戏习惯的转变，网络游戏内部结构有较大分化：移动游戏以全年约 1,122.1 亿元的营业收入领先，同比增长 38.5%，占网络游戏的市场份额达 55.8%；客户端游戏营业收入约为 696.6 亿元，同比上升 18.2%，占网络游戏市场比重为 34.6%；网页游戏营业收入约为 192.3 亿元，同比下降 14.7%，占网络游戏市场总份额的 9.6%。

整体来说，近年来中国游戏产业蓬勃发展，市场规模持续增长，随着移动游戏市场的成熟和游戏用户消费观念的升级，网络游戏市场仍有较大增长潜力。

近年来公司抓住国家经济转型、文化产业改革发展的机遇，将文化娱乐作为公司未来的战略重点。2017 年公司收购炎龙科技 100% 股权，自 2017 年 3 月 31 日起将其纳入公司合并财务报表范围。炎龙科技的主营业务为网络游戏的研发、代理发行及 IP 与源代码合作。具体包括：网络游戏研发及授权运营，炎龙科技通过独立研发、合作研发等方式研发网络游戏产品并授权网络游戏运营商运营。炎龙科技为确保其对各主要业务的把控，通过自设项目组、合理管控下属子公司等经营方式，充分发挥自身的优势特长，以打造 IP 授权→开发→销售一体化的全产业链模式，实行“各部分业务独立经营，管理集中互相扶持”的经营模式，以便各部门充分发挥能动性，通过上下游打通的策略创造价值积极应对市场变化，并通过后台支持、风险管控和统筹管理促使各个业务按照自身业务特点所需灵活变化，稳健发展。

2017 年炎龙科技游戏业务在发展核心主业网络游戏研发、网络游戏海外发行以及 IP 产品引入与开发的同时，也积极试水国内游戏运营、H5 游戏开发等新的业务领域，加快推进企业成为游戏产业链上下游打通的游戏公司进程。

表 7：炎龙科技 2017 年主要游戏产品的各季度运营数据

| 游戏名称       | 用户数量（户）   | 活跃用户数（户）  | 付费用户数量（户） | ARPU 值（元/户） | 充值流水（美元）      |
|------------|-----------|-----------|-----------|-------------|---------------|
| 第一季度       |           |           |           |             |               |
| 布武天下台湾东南亚版 | 4,348,669 | 2,843,518 | 805,053   | 4.54        | 14,890,105.12 |
| 我是大侠手游台湾版  | 3,020,555 | 2,008,737 | 552,194   | 3.79        | 8,741,581.91  |
| 神魔之巅台湾版    | 934,469   | 573,906   | 108,013   | 4.12        | 2,775,116.67  |
| 第二季度       |           |           |           |             |               |
| 布武天下台湾东南亚版 | 6,352,759 | 2,249,713 | 561,379   | 3.05        | 7,819,413.02  |
| 我是大侠手游台湾版  | 4,343,813 | 1,467,984 | 388,148   | 3.06        | 5,035,142.23  |
| 神魔之巅台湾版    | 1,465,724 | 584,501   | 110,812   | 3.95        | 2,630,003.33  |
| 第三季度       |           |           |           |             |               |
| 布武天下台湾东南亚版 | 8,341,371 | 2,146,973 | 422,665   | 3.76        | 8,840,804.67  |
| 我是大侠手游台湾版  | 5,645,808 | 1,394,365 | 211,062   | 4.24        | 6,502,020.61  |
| 王之霸业       | 551,443   | 551,443   | 99,053    | 4.80        | 2,867,375.06  |
| 英雄传说台湾东南亚  | 476,774   | 476,774   | 91,973    | 4.23        | 2,016,671.84  |
| 神魔之巅台湾版    | 1,883,678 | 444,014   | 113,861   | 4.22        | 2,168,508.57  |

第四季度

|            |           |           |         |      |               |
|------------|-----------|-----------|---------|------|---------------|
| 布武天下台湾东南亚版 | 9,422,238 | 1,231,932 | 231,189 | 3.03 | 4,140,296.57  |
| 我是大侠手游台湾版  | 6,407,635 | 838,174   | 175,812 | 3.96 | 3,671,522.16  |
| 王之霸业       | 2,333,675 | 1,931,819 | 550,265 | 6.58 | 16,695,471.17 |
| 英雄传说台湾东南亚  | 2,453,455 | 2,067,726 | 474,910 | 4.46 | 10,452,111.51 |
| 神魔之巅台湾版    | 2,164,038 | 335,399   | 82,902  | 3.97 | 1,525,550.48  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年炎龙科技在维护《布武天下》、《龙图霸业》等原有产品的基础上，根据未来游戏研发的发展趋势，陆续启动了面向休闲竞技、动漫二次元、休闲卡牌等移动游戏的 DEMO 研发。其中王牌游戏《布武天下》已在港澳台、东南亚等多个国家和地区上线，在海外市场已获得佳绩。2017 年，《布武天下》在中国游戏工委主办的中国游戏产业年会上被评为“最佳原创移动游戏”。《布武天下》已于 2017 年取得国内游戏出版号，公司将结合市场推广情况未来计划在中国大陆市场上线。《我是大侠》和《龙图霸业》已在港澳台、东南亚等多个国家和地区上线。

表 8：2016~2017 年炎龙科技各业务板块收入及毛利率情况

| 业务板块   | 营业收入（元）        | 毛利率（%） |
|--------|----------------|--------|
| 2016 年 |                |        |
| 自研游戏   | 164,708,083.92 | 90.17  |
| 外购游戏   | 0.00           | 0.00   |
| 代理游戏   | 9,962,528.47   | 100.00 |
| IP 销售  | 9,834,292.45   | 100.00 |
| 其他业务收入 | 6,999,697.95   | 96.59  |
| 合计     | 191,504,602.79 | 91.42  |
| 2017 年 |                |        |
| 自研游戏   | 283,418,448.58 | 92.72  |
| 外购游戏   | 631,826.00     | 27.78  |
| 代理游戏   | 512,151.36     | 100.00 |
| IP 销售  | 33,186,666.23  | 49.96  |
| 其他业务收入 | 48,613.87      | 100.00 |
| 合计     | 317,797,706.04 | 88.14  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

当年炎龙科技继续深挖游戏研发、游戏授权及 IP 授权、IP 合作开发业务，已取得多个强 IP 授权，合作开发了《妖精的尾巴》、《蜀山战纪 2 之踏火行歌》等产品。其中，《蜀山战纪 2 之踏火行歌》H5 游戏已研发完成，手游尚在研发过程中。炎龙科技主要收入来源于自研游戏的授权运营分成金，每月与运营商根据充值流水进行分成金的确认，炎龙科

技视运营商的资金情况给予不同的赊销期，普遍为三个月以上的赊销期，期末应收账款均在赊销期内。2017 年公司炎龙科技实现营业收入 3.18 亿元，同比增长 65.95%；同期营业毛利率 88.14%，同比下降 3.28 个百分点。

### 长期股权投资质量优质，投资收益相对稳定

公司长期股权投资质量优质，投资收益相对稳定，2015~2017 年公司投资收益分别为 2.27 亿元、3.87 亿元和 3.23 亿元。其中，公司核心投资对象为财通基金管理有限公司（以下简称“财通基金”）与青岛易邦生物工程有限公司（以下简称“青岛易邦”）。财通基金注册资本 2 亿元，系由财通证券股份有限公司、杭州市实业投资集团有限公司及公司（持股 30%）共同发起设立，主要从事基金募集、基金销售和资产管理等业务。近年来，财通基金陆续发行了混合、债券、保本、指数、股票等不同类型的公募产品，截至 2017 年末，成功发行 1,800 余只产品，2017 年全年实现营业收入 14.59 亿元，取得净利润 5.13 亿元，经营业绩较好。青岛易邦系由农业部直属的中国动物卫生与流行病学中心（前身为农业部动物检疫所）控股，公司参股（持股 33.44%）的高新技术企业，是国家禽流感疫苗、高致病性猪蓝耳病疫苗定点生产和出口企业，国家五部委认定企业技术中心，中国兽用生物制品行业首个企业动物基因工程疫苗国家重点实验室以及国家地方联合工程研究中心。青岛易邦专业从事预防、诊断、治疗用兽用生物制品的研发、生产和销售，2017 年实现营业收入 11.83 亿元，取得净利润 3.71 亿元。总体来看，公司核心投资对象经营业绩较好，能够为其提供相对稳定的投资收益。

表 9：2015~2017 年公司核心长期股权投资情况

| 主要投资对象       | 权益法确认的投资收益损益<br>(亿元) |      |      |
|--------------|----------------------|------|------|
|              | 2015                 | 2016 | 2017 |
| 财通基金管理有限公司   | 0.94                 | 1.55 | 1.49 |
| 青岛易邦生物工程有限公司 | 0.90                 | 1.51 | 1.24 |
| 合计           | 1.84                 | 3.06 | 2.73 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

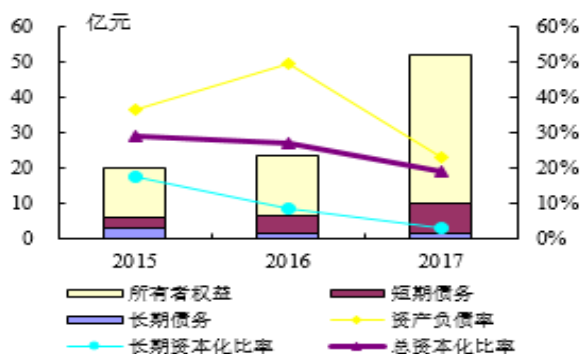
## 财务分析

以下分析基于天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的 2015~2017 年度标准无保留意见的财务报告。

### 资本结构

2017 年公司通过定增完成对炎龙科技的并购，资产、所有者权益规模大幅增长。截至 2017 年末，公司资产总额为 54.54 亿元，同比增长 61.78%，同期所有者权益 42.04 亿元，同比增长 146.09%。完成对炎龙科技的重组后，公司按协议约定返还提前存付的部分股份认购金和履约保证金，使得当年末负债总额同比下降 24.84%至 12.50 亿元。财务杠杆方面，2017 年公司定增完成后自有资本实力大增，使得当年资产负债率和总资本化比率分别降至 22.92%和 18.82%，同比分别下降 26.40 个百分点和 8.32 个百分点。

图 1：2015~2017 年公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2017 年公司债务规模持续增加，当年末总债务为 9.75 亿元，同比增长 53.21%。其中长期债务为 1.17 亿元，同比减少 25.44%，主要系公司一年内到期的公司债券重分类所致；短期债务为 8.58 亿元，同比增长 78.89%，主要系当年银行借款增加所致；长短期债务比由 2016 年的 3.06 倍升至 7.35 倍，债务期限结构有待优化。

总体来看，跟踪期内，公司通过定增收购炎龙科技，自有资本实力大幅增长，财务杠杆水平下降，但债务期限结构有待进一步优化。

### 盈利能力

2017 年公司实现营业收入 13.17 亿元，同比增长 31.02%，新增游戏业务系收入增长的主要来源。分业务来看，受国家供给侧改革与环保监管趋严等因素影响，公司农药原料供应紧张，市场价格上涨，公司在满足生产需求的前提下，销售部分农药原料推动农药销售收入增加，当年农药业务收入同比增长 34.40%至 1.91 亿元；兽药业务方面，2017 年公司 L-色氨酸市场需求量增加，使得当年兽药业务同比增长 7.44%至 4.61 亿元；2017 年 7 月公司转让铅谷科技 85%的股权，当年铅系列产品业务收入同比减少 31.97%至 1.54 亿元；此外，公司当年收购炎龙科技，新增游戏业务收入 2.37 亿元。

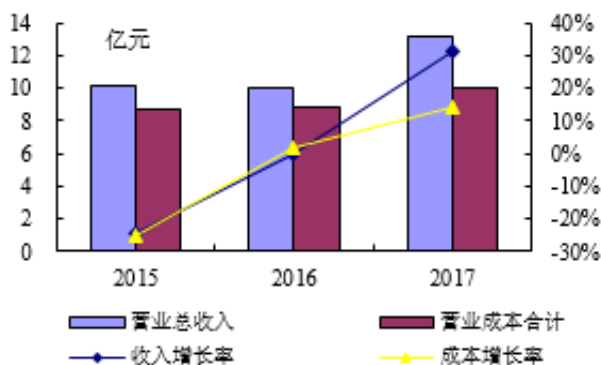
表 10：2017 年公司主要产品收入、毛利率变动情况

| 产品   | 收入<br>(亿元) | 同比<br>(%) | 毛利率<br>(%) | 同比<br>(百分点) |
|------|------------|-----------|------------|-------------|
| 农药   | 1.91       | 34.40     | 5.59       | 2.03        |
| 兽药   | 4.61       | 7.44      | 14.05      | 3.31        |
| 铅系列  | 1.54       | -31.97    | 14.96      | 8.79        |
| 游戏产品 | 2.37       | 100.00    | 71.16      | 100.00      |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 23.78%，同比增加 11.42 个百分点。分业务来看，2017 年农药原料供应紧张，价格上涨较快，导致公司农药产品盈利空间持续被挤压，公司当年调整业务模式，销售部分农药原料推动当年农药板块毛利率同比增加 2.03 个百分点至 5.59%；兽药板块方面，2017 年公司主要兽药产品硫酸粘菌素预混剂受国家产业政策影响，产销受阻，收入对固定成本覆盖程度下降导致兽药产品毛利率同比下降 3.31 个百分点至 14.05%；铅系列板块方面，2017 年国内化学铅行业中部分企业因环保整治关闭产能，导致产品市场供求关系发生变化，铅系列产品价格上涨，毛利率同比增加 8.79 个百分点至 14.96%；此外，当年公司新增的游戏业务毛利率为 71.16%。综合来看，在新增游戏业务较高毛利水平影响下，公司当年营业毛利率大幅上升。

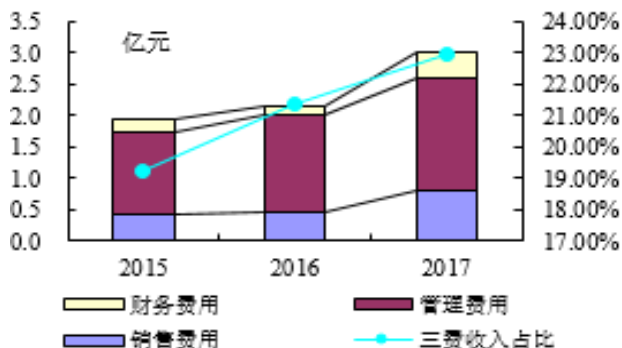
图 2：2015~2017 年公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用看，2017 年公司重组炎龙科技，其较高的销售和研发支出，使得公司销售费用和管理费用均不同程度增长，其中销售费用同比增长 75.91%至 0.79 亿元；管理费用同比增长 15.60%至 1.81 亿元。当年公司新增贷款利息增加及汇率损失使得财务费用同比增长 225.29%至 0.42 亿元。2017 年公司期间费用总额为 3.03 亿元，三费与营业收入占比为 22.97%，比 2016 年增加 1.62 个百分点。总体来看，公司对期间费用的管理有待进一步提高。

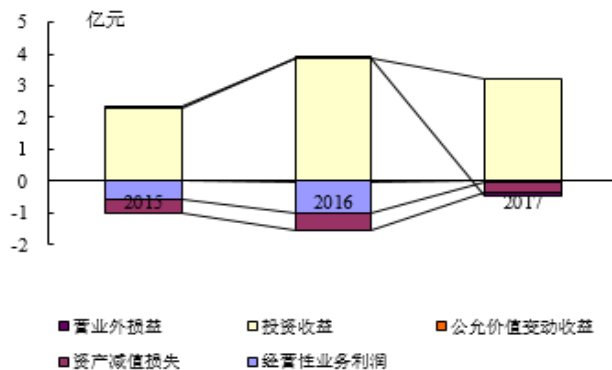
图 3：2015~2017 年公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和营业外损益构成。2017 年公司新增游戏业务后经营性业务亏损面有所收窄至 0.02 亿元。当年，公司发生资产减值损失为 0.33 亿元，同比减少 36.64%，主要包括存货跌价损失 0.15 亿元和固定资产减值损失 0.22 亿元。2017 年公司取得投资收益 3.23 亿元，主要来自财通基金和青岛易邦，由于上年度公司收回通过昆仑创元参与投资的华鑫信托-方正电机及中国物流有限公司股权投资项目的投资本金及收益导致本年度投资收益同比减少 16.43%。2017 年公司最终实现利润总额 2.86 亿元，同比增长 21.32%。

图 4：2015~2017 年公司利润总额构成



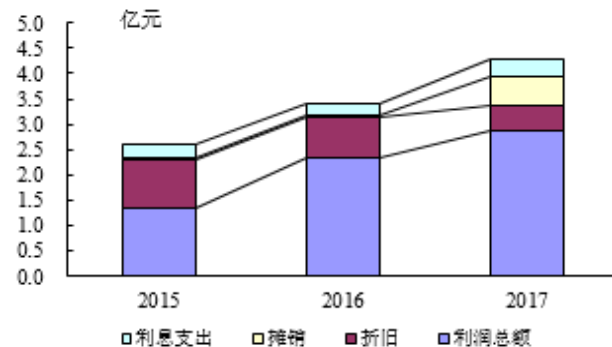
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司收购炎龙科技后营业收入和初始获利能力有所提升，经营性业务亏损面收窄，但当前利润总额仍主要依靠投资收益贡献，整体经营性盈利能力表现仍较弱。

## 偿债能力

从获现能力来看，利润总额、折旧和利息支出为公司 EBITDA 的主要构成。2017 年，公司 EBITDA 总额随利润总额增长而增长，当年 EBITDA 为 4.30 亿元，同比增长 25.75%；利息支出因融资规模增长同比增长 38.27%至 0.36 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2017 年公司总债务/EBITDA 为 2.27 倍，同比增加 0.41 倍；EBITDA 利息保障倍数为 11.15 倍，同比减少 2.13 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所下降。

图 5：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，2017 年公司经营活动产生净现金流量为 0.82 亿元，同比增长 148.84%，主要得益于重组炎龙科技后，其对整体经营性现金流的补足。2017 年公司经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出的比率分别为 0.08 倍和 2.14 倍，指标较上年有所增加，经营性现金流对利息和债务的保障能力有所增强。

表 11：2015~2017 年公司偿债能力分析

| 项目               | 2015 | 2016  | 2017  |
|------------------|------|-------|-------|
| 总债务（亿元）          | 5.83 | 6.36  | 9.75  |
| EBITDA（亿元）       | 2.60 | 3.42  | 4.30  |
| 经营活动净现金（亿元）      | 0.69 | -0.55 | 0.82  |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.12 | -0.09 | 0.08  |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 2.63 | -2.15 | 2.14  |
| 总债务/EBITDA（X）    | 2.24 | 1.86  | 2.27  |
| EBITDA 利息保障系数（X） | 9.87 | 13.28 | 11.15 |

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司无对外担保。银行授信方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司拥有银行授信额度 11.77 亿元，其中尚未使用额度为 3.96 亿元，备用流动性尚可。

整体来看，2017 年公司重组炎龙科技后，自有资本实力大增，财务杠杆水平下降明显，营收规模和盈利能力均有所提升，经营性现金流好转，整体偿债能力很强。

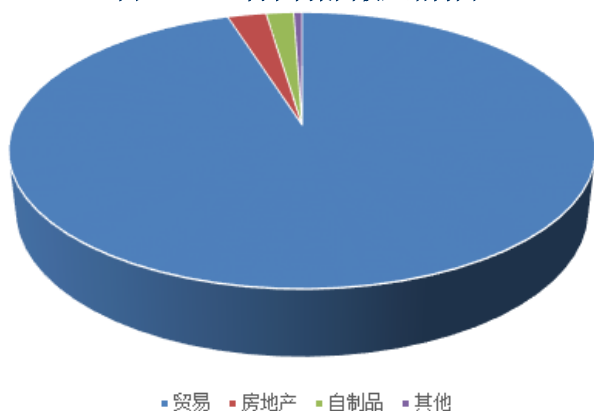
## 信用增级措施

（一）升华集团控股有限公司（以下简称“升华集团”或“集团”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 业务运营

升华集团是集传统制造、金融投资、贸易流通及地产开发于一体的民营企业，其收入主要来源于贸易收入、自制产品收入和商品房销售收入。除上述业务外，集团还经营酒店、广告及印刷业务，但收入占比相对较小。

图 6：2017 年升华集团收入结构图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年集团实现营业收入 199.48 亿元，与上年基本持平。从业务结构来看，2017 年集团贸易收

入为 189.69 亿元，同比增长 15.35%；商品房销售收入为 5.06 亿元，同比减少 79.98%；自制产品收入为 3.62 亿元，同比减少 73.31%。总体来看，集团业务以大宗商品的贸易为主，2017 年贸易收入增长使得整体收入规模得以维持。

分业务板块来看，集团贸易品包括钢材、其他金属（铝锭为主）、油脂、木浆和化工原料等。2017 年集团主要贸易商品钢铁、其他金属和油脂销售占当年贸易业务的比重分别为 44.22%、30.56%和 14.07%。贸易业务运营模式方面，集团主要采取转手贸易模式，议价能力较弱，2017 年贸易业务营业毛利率为 0.38%，同比下滑 0.23 个百分点，获利能力长期处于较低水平。近年为响应股东产业整合的需要，集团于 2015 年 12 月和 2016 年 12 月先后转让持有的升华集团德清华源颜料有限公司和浙江升华云峰新材股份有限公司股权，相关资产的剥离使得近两年颜料制品业务和装饰材料收入大幅萎缩，目前集团自制产品收入主要包括油脂、钢材及广告印刷产品等，2017 年自制产品业务收入 3.62 亿元，同比减少 73.31%。

2017 年集团房产销售主要包括“灵峰山庄”、“奥体壹号”、“天元大厦”和“东郡红树湾”项目，全年销售面积 23,564 平方米，结转收入 50,638 万元。其中“灵峰山庄”住宅项目位于湖州安吉县，主要包括 54 套别墅、61 套排屋以及小高层、商铺。目前“灵峰山庄”项目一期已交房，部分房屋装修作为旅游度假出租用，截至 2017 年末销售比率为 8.63%。“奥体壹号”项目位于湖州德清县体育中心南侧，为住宅项目；“天元大厦”项目位于绍兴越城区迪荡新城云东路和梅龙湖路交叉路口，为商办房产项目；“东郡红树湾”项目位于湖州市，为住宅项目，目前“奥体壹号”、“天元大厦”和“东郡红树湾”项目均已交房，2017 年末销售比率分别为 99.05%、86.56%和 97.69%，整体销售情况较好。另一方面，集团目前无土地储备，而主要在售项目“灵峰山庄”项目因地段偏僻面临较大销售压力，未来房地产业务的延续性发展应予以关注。

表 12：升华集团房产项目情况

单位：平方米、万元

| 地区 | 项目名称  | 开工时间    | 已竣工面积   | 已销金额    | 未销金额    | 回笼资金    |
|----|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 安吉 | 灵峰山庄  | 2010.3  | 40,365  | 10,040  | 106,353 | 9,018   |
| 德清 | 奥体壹号  | 2012.6  | 159,085 | 107,958 | 1,038   | 107,072 |
| 绍兴 | 天元大厦  | 2012.8  | 38,070  | 34,179  | 5,305   | 34,045  |
| 湖州 | 东郡红树湾 | 2012.11 | 321,826 | 221,825 | 5,238   | 218,762 |

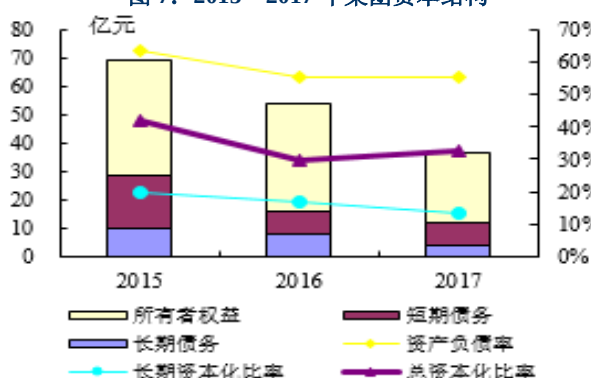
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 财务分析

以下分析基于华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对升华集团出具的 2017 年度标准无保留意见的审计报告。

从财务表现来看，2017 年随着集团子公司剥离及部分房产项目结转收入，公司总资产规模减少。截至 2017 年末，集团资产规模为 55.09 亿元，同比减少 34.88%。负债方面，随着部分借款的到期债务偿还及房产销售预付款的结转，2017 年集团负债规模大幅减少。截至 2017 年末，集团负债规模为 30.38 亿元，同比减少 34.89%。

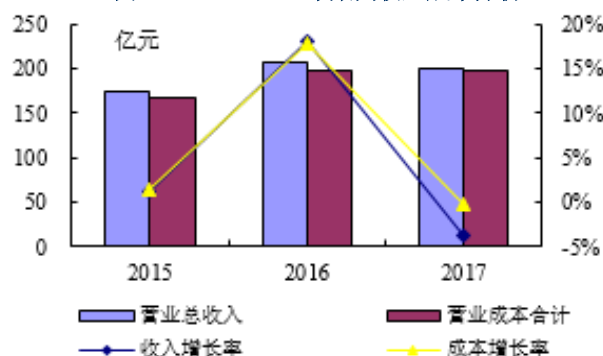
图 7：2015~2017 年集团资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2017 年末，集团资产负债率为 55.15%，与上年基本持平；总资本化比率 32.52%，同比增加 3.13 个百分点，负债水平适中。从债务结构来看，2017 年末集团短期债务与长期债务分别为 8.17 亿元和 3.74 亿元，长短期债务比为 2.19，同比增加 1.11，债务期限结构有待优化。

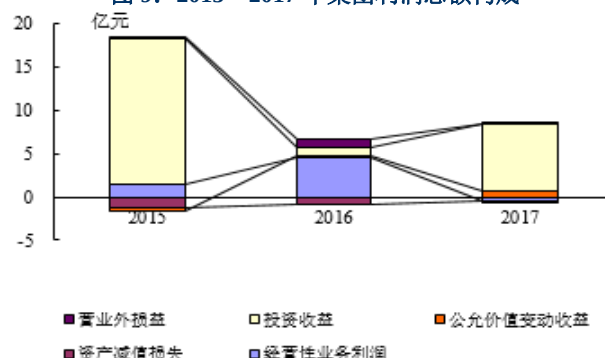
图 8：2015~2017 年集团收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

盈利能力方面，2017 年集团自制产品收入和商品房销售收入均有所下滑，但贸易业务扩张仍能维持集团营收规模相对稳定，2017 年实现营业收入 199.48 亿元，与上年基本持平。当年集团营业毛利率为 1.33%，同比下降 3.52 个百分点，综合毛利率的下滑主要系盈利能力较低的贸易业务占比上升所致。2017 年集团经营性业务利润亏损 0.42 亿元，同时处置长期股权投资产生投资收益 8.33 亿元，同比增长 893.59%，并最终实现利润总额 8.72 亿元，同比增长 53.37%。

图 9：2015~2017 年集团利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

偿债指标方面，2017 年集团资金回笼情况不佳，当年经营活动净现金流为 1.58 亿元，同比下滑 79.97%。当年经营活动净现金流对总债务和利息支出的保障程度均同比下降。但另一方面，集团利润

总额的增长使得 EBITDA 增长至 10.78 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 1.10 和 6.93 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所提升。

表 13：2015~2017 年升华集团主要偿债指标

| 指标             | 2015  | 2016  | 2017  |
|----------------|-------|-------|-------|
| 短期债务（亿元）       | 18.94 | 8.21  | 8.17  |
| 总债务（亿元）        | 28.87 | 15.79 | 11.91 |
| 经营活动净现金（亿元）    | 2.03  | 7.87  | 1.58  |
| 经营净现金/总债务（X）   | 0.07  | 0.50  | 0.13  |
| 经营净现金/利息支出（X）  | 0.92  | 3.38  | 1.01  |
| EBITDA（亿元）     | 19.06 | 8.93  | 10.78 |
| 总债务/EBITDA（X）  | 1.51  | 1.77  | 1.10  |
| EBITDA 利息倍数（X） | 8.60  | 3.84  | 6.93  |

数据来源：升华集团提供，中诚信证评整理

截至 2017 年 12 月 31 日，升华集团合并口径对外担保余额为 7.45 亿元，占其净资产的比例 28.67%，对外担保规模相对较大，存在一定的或有负债风险。

表 14：截至 2017 年末升华集团对外担保情况

| 担保单位名称         | 担保金额（万元）  |
|----------------|-----------|
| 德华集团控股股份有限公司   | 28,240.00 |
| 浙江宝利德控股集团有限公司  | 10,700.00 |
| 金洲集团有限公司       | 10,000.00 |
| 美欣达集团有限公司      | 17,050.00 |
| 浙江德清华通公路建设有限公司 | 8,000.00  |
| 德清优凯实业有限公司     | 500.00    |
| 合计             | 74,490.00 |

数据来源：升华集团提供，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司拥有银行授信额度 31.03 亿元，其中尚未使用授信额度 23.09 亿元，备用流动性充足。

综合来看，升华集团业务相对稳定，经营效益尚可，其提供的全额不可撤销的连带责任保证担保能够对本期债券的按期偿还提供有效保障。

（二）公司股权质押、资产抵押等措施对本期债券本息偿付所起的保障作用。公司为本期债券设定的原抵押及质押资产包括：公司合法拥有的位于湖州市德清县钟管镇的部分土地、房屋建筑物及构筑物，位于杭州西湖区天目山路天际大厦的部分房屋建筑及构筑物；原控股子公司浙江锐谷科技有限公司合法拥有的位于湖州德清县固定资产及无形资产（土地使用权）以及公司持有的浙江伊科拜克

动物保健品有限公司（以下简称“伊科拜克”）49% 股权。

根据发展规划调整，2017 年 1 月 9 日公司召开了“12 拜克 01”2017 年第一次债券持有人会议并通过了《关于置换公司债券（12 拜克 01）部分抵押资产的议案》，同意以持有的青岛易邦 16.50% 股权置换公司为本期债券设定的部分抵押资产，包括本公司位于湖州市德清县钟管镇的 8 宗土地及其上房屋建筑物及构筑物，及锐谷科技已用于抵押的土地、房屋建筑物及构筑物。截至本报告披露日，公司所持有的青岛易邦 16.50% 股权已办理质押手续，相关置出资产解除抵押手续已办理完毕。

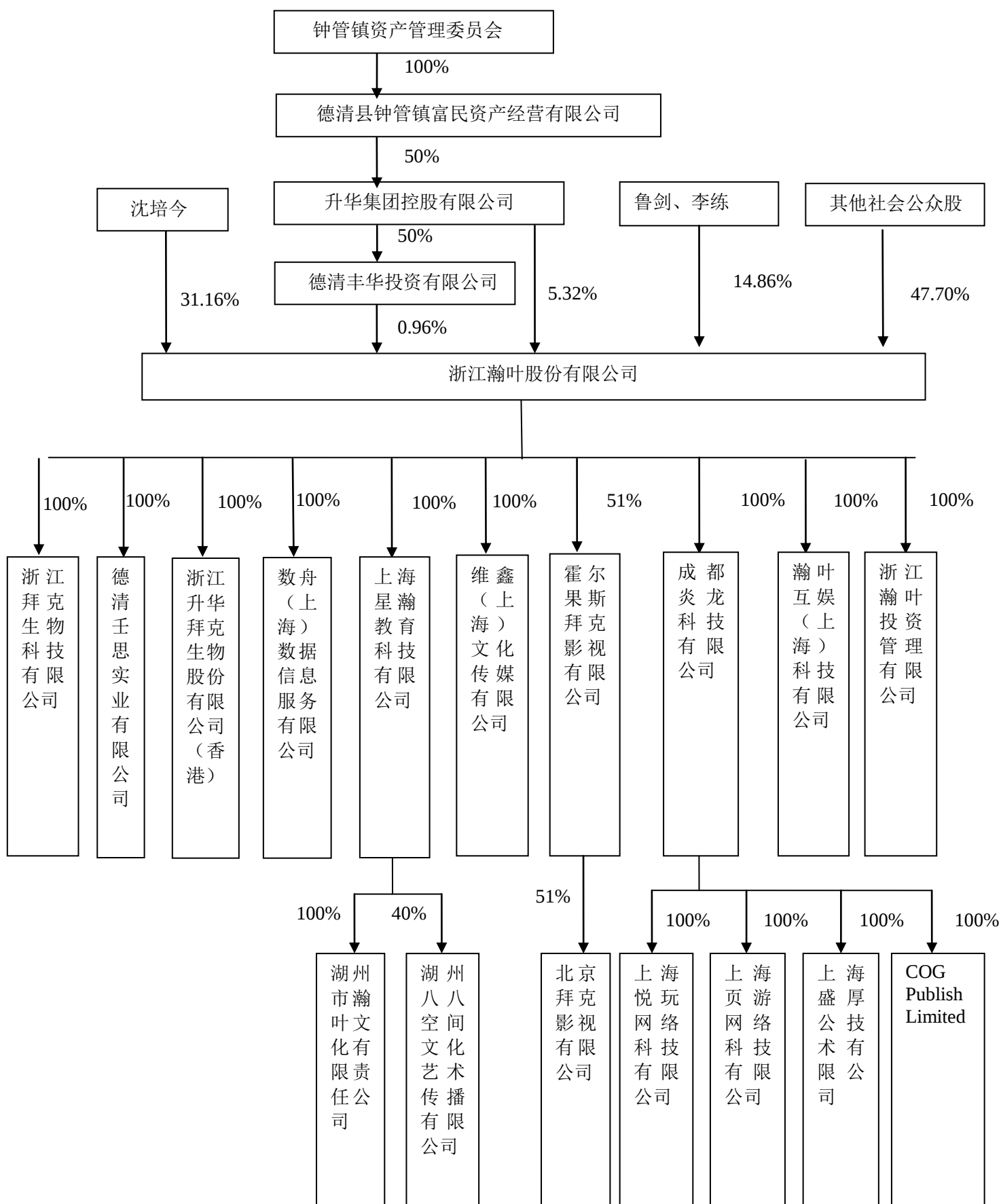
目前公司为本期债券设定的抵押及质押资产包括：公司合法拥有的位于湖州市德清县钟管镇的 3 宗土地及其上房屋建筑物及构筑物，位于杭州市西湖区天目山路天际大厦的部分房屋建筑物及构筑物，及公司合法持有的伊科拜克（截至 2017 年末总资产 0.84 亿元，净资产 0.71 亿元，当年实现营业收入 1.99 亿元，取得净利润 0.33 亿元）49.00% 的股权和青岛易邦（截至 2017 年末总资产 14.19 亿元，净资产 11.96 亿元，当年实现营业收入 11.83 亿元，取得净利润 3.71 亿元）16.50% 的股权。2017 年公司委托坤元评估对上述资产进行了跟踪评估（其中抵押资产及部分质押资产涉及的伊科拜克股东全部权益价值以 2017 年 5 月 31 日为评估基准日；质押资产涉及的青岛易邦股东全部权益价值估以 2017 年 9 月 30 日为评估基准日），本期债券涉及的已抵押及质押资产的评估价值总计 65,192.60 万元，为本期公司债券余额 15,279.10 万元的 4.27 倍。

中诚信证评认为，公司质押股权、抵押资产对本期公司债券余额本息的覆盖程度很高，能够对本期公司债券提供很强的保障作用及较明显的信用增级效果。

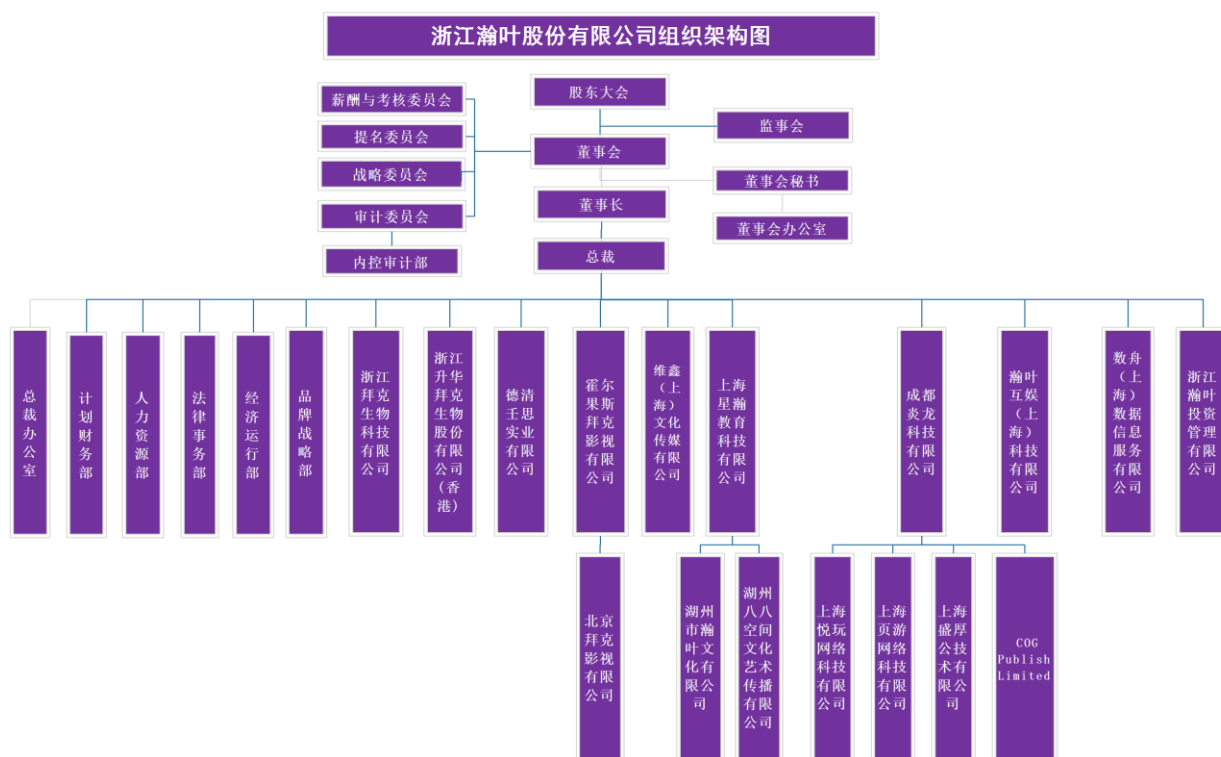
## 结 论

综上，中诚信证评维持瀚叶股份主体信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望稳定；维持“浙江升华拜克生物股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

附一：浙江瀚叶股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：浙江瀚叶股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



**附三：浙江瀚叶股份有限公司主要财务数据及财务指标**

| 财务数据（单位：万元）      | 2015       | 2016       | 2017        |
|------------------|------------|------------|-------------|
| 货币资金             | 21,872.74  | 120,477.01 | 84,751.60   |
| 应收账款净额           | 8,724.42   | 7,620.63   | 19,184.20   |
| 存货净额             | 23,488.53  | 14,797.44  | 13,886.35   |
| 流动资产             | 87,169.98  | 164,833.45 | 214,199.38  |
| 长期投资             | 57,065.59  | 94,685.65  | 139,286.04  |
| 固定资产合计           | 71,521.77  | 69,827.83  | 60,319.01   |
| 总资产              | 223,587.81 | 337,119.00 | 545,399.87  |
| 短期债务             | 28,431.07  | 47,969.74  | 85,810.96   |
| 长期债务             | 29,899.85  | 15,657.52  | 11,674.16   |
| 总债务              | 58,330.92  | 63,627.26  | 97,485.12   |
| 总负债              | 81,658.46  | 166,279.91 | 124,982.15  |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 141,929.35 | 170,839.09 | 420,417.72  |
| 营业总收入            | 101,010.24 | 100,549.13 | 131,742.94  |
| 三费前利润            | 13,799.48  | 11,398.23  | 30,057.63   |
| 投资收益             | 22,739.61  | 38,687.48  | 32,332.52   |
| 净利润              | 13,455.11  | 23,326.59  | 26,560.61   |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 26,005.94  | 34,172.17  | 42,971.07   |
| 经营活动产生现金净流量      | 6,918.84   | -5,528.91  | 8,229.40    |
| 投资活动产生现金净流量      | 18,749.45  | 21,178.03  | -151,467.86 |
| 筹资活动产生现金净流量      | -1,5293.78 | 80,969.58  | 104,903.62  |
| 现金及现金等价物净增加额     | 11,029.12  | 97,507.41  | -40,579.80  |
| 财务指标             | 2015       | 2016       | 2017        |
| 营业毛利率（%）         | 14.06      | 12.36      | 23.78       |
| 所有者权益收益率（%）      | 9.48       | 13.64      | 6.32        |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 25.75      | 33.99      | 32.62       |
| 速动比率（X）          | 1.32       | 1.01       | 1.81        |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.12       | -0.09      | 0.08        |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.24       | -0.12      | 0.10        |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 2.63       | -2.15      | 2.14        |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 9.87       | 13.28      | 11.15       |
| 总债务/EBITDA（X）    | 2.24       | 1.86       | 2.27        |
| 资产负债率（%）         | 36.52      | 49.32      | 22.92       |
| 总资本化比率（%）        | 29.13      | 27.14      | 18.82       |
| 长期资本化比率（%）       | 17.40      | 8.40       | 2.70        |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

**附四：升华集团控股有限公司主要财务数据及指标**

| 财务数据（单位：万元）      | 2015         | 2016         | 2017         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 140,336.83   | 56,270.21    | 47,987.06    |
| 应收账款净额           | 85,675.43    | 92,575.69    | 15,201.90    |
| 存货净额             | 339,665.35   | 97,139.64    | 50,423.84    |
| 流动资产             | 777,671.08   | 579,380.04   | 355,460.42   |
| 长期投资             | 64,460.96    | 153,958.94   | 175,762.89   |
| 固定资产合计           | 85,760.73    | 83,946.20    | 11,652.22    |
| 总资产              | 1,092,419.60 | 846,008.01   | 550,890.54   |
| 短期债务             | 189,416.73   | 82,059.00    | 81,701.34    |
| 长期债务             | 99,257.00    | 75,821.60    | 37,376.73    |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 288,673.73   | 157,880.60   | 119,078.07   |
| 总负债              | 691,293.58   | 466,618.69   | 303,800.13   |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 401,126.02   | 379,389.32   | 247,090.40   |
| 营业总收入            | 1,754,217.92 | 2,072,564.76 | 1,994,788.81 |
| 三费前利润            | 68,405.26    | 83,411.01    | 22,287.45    |
| 投资收益             | 168,421.08   | 8,381.84     | 83,280.99    |
| 净利润              | 130,161.69   | 41,460.95    | 56,925.75    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 190,627.65   | 89,324.65    | 107,838.93   |
| 经营活动产生现金净流量      | 20,311.81    | 78,654.63    | 15,757.05    |
| 投资活动产生现金净流量      | 107,184.49   | -15,300.59   | 37,840.13    |
| 筹资活动产生现金净流量      | -135,364.94  | -137,404.54  | -47,673.64   |
| 现金及现金等价物净增加额     | -9,768.67    | -70,173.85   | 7,096.78     |
| 财务指标             | 2015         | 2016         | 2017         |
| 营业毛利率（%）         | 4.19         | 4.85         | 1.33         |
| 所有者权益收益率（%）      | 32.45        | 10.94        | 23.04        |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 10.87        | 4.31         | 5.41         |
| 速动比率（X）          | 0.75         | 1.31         | 1.30         |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.07         | 0.50         | 0.13         |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.11         | 0.96         | 0.19         |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 0.92         | 3.38         | 1.01         |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 8.60         | 3.84         | 6.93         |
| 总债务/EBITDA（X）    | 1.51         | 1.77         | 1.10         |
| 资产负债率（%）         | 63.28        | 55.16        | 55.15        |
| 总资本化比率（%）        | 41.85        | 29.39        | 32.52        |
| 长期资本化比率（%）       | 19.84        | 16.66        | 13.14        |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附六：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| AA   | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| A    | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| BBB  | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| BB   | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| B    | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| CCC  | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| CC   | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| C    | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                                 |
|------|------------------------------------|
| AAA  | 受评主体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   | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| A    | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| BBB  | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| BB   | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| B    | 受评主体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  | 受评主体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   | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| C    | 受评主体不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

|    |                 |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势       |
| 负面 | 表示评级有下降趋势       |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变      |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。