跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1534 号

花园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对花园集团有限公司主体长期信用状况和公开发行的“17 花集 01”、“17 花集 02”进行跟踪评级，确定：

花园集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

花园集团有限公司公开发行的“17 花集 01”、“17 花集 02”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

花园集团有限公司
公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17花集01	2.45亿元	3年	AA+	AA+	2018年6月19日
17花集02	6.90万元	3年	AA+	AA+	2018年6月19日

跟踪评级时间：2019年6月20日

主要财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	183.50	209.39	219.08	232.25
所有者权益（亿元）	84.14	100.50	109.46	112.37
长期债务（亿元）	13.20	27.72	15.15	--
全部债务（亿元）	69.51	78.35	77.19	--
营业收入（亿元）	180.51	234.59	267.42	73.28
净利润（亿元）	21.15	7.62	9.03	2.76
EBITDA（亿元）	31.98	14.98	17.06	--
经营性净现金流（亿元）	7.85	4.20	7.83	0.93
营业利润率（%）	7.20	7.28	7.02	7.53
净资产收益率（%）	29.13	8.26	8.60	2.49
资产负债率（%）	54.15	52.01	50.04	51.62
全部债务资本化比率（%）	45.24	43.81	41.36	--
流动比率（倍）	1.21	1.47	1.22	1.37
EBITDA全部债务比（倍）	0.46	0.19	0.22	--
EBITDA利息倍数（倍）	11.10	4.44	4.96	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	13.05	6.11	6.96	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司2019年一季度财务报表未经审计，应收票据、应付票据未获取，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、其他流动负债和其他应付款中有息债务部分已调至短期债务。

评级观点

2018年，花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）维持多元化业务格局，在维生素D3生产、铜加工、红木家具市场经营等细分领域仍保持一定的竞争优势；公司整体经营状况稳定，收入及利润规模有所增长，经营活动现金流状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司维生素D3产品价格波动较大、铜贸易业务存在一定市场风险和操作风险、大额应收账款和存货对运营资金存在明显占用、在建项目待投资规模较大且存在一定资金支出压力以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司进一步完善医药产业布局、超宽幅铜板带项目建成投产，公司整体竞争实力有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AA+，评级展望维持“稳定”；同时维持“17花集01”和“17花集02”的债项信用等级为AA+。

优势

1．2018年，公司维持多元化经营格局，各业务板块平稳发展，收入和利润规模有所增长，整体抗风险能力得到提升。

2．公司作为维生素D3生产供应商，生产工艺及业务体量保持行业领先水平；随着10万吨宽幅铜板带项目投产，公司铜业板块竞争力有所加强。

3．公司建筑板块资质较为齐全，在手合同充足，为后续收入实现提供一定支撑。

4．公司拥有的花园红木家具市场为中国最大的红木专业家具展示批发市场，商铺出租率高，为公司提供稳定的现金流及利润补充。

关注

1.维生素 D3 系列产品销售价格波动较大，对产品销售存在较大影响，未来业务经营面临一定波动风险。

2．公司铜加工业务上下游集中度较高，铜贸易业务存在一定市场风险和操作风险。

3．公司多个业务板块存在在建拟建项目，尚需投资资金较大，公司未来面临一定的资金支出压力。

4．公司应收账款与存货规模较大，对资金占用明显；库存商品存在一定跌价风险；公司债务结构以短期债务为主，面临一定短期偿债压力；权益稳定性一般。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

罗　峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

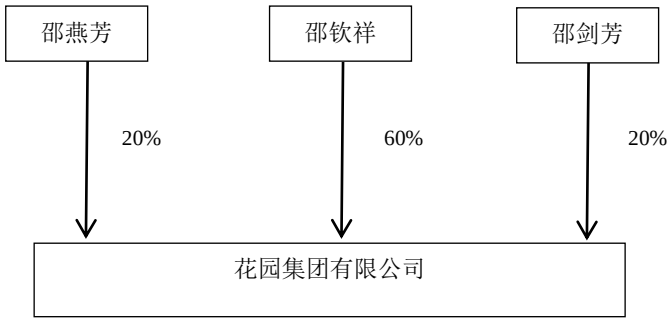
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

花园集团有限公司（以下简称“花园集团”或“公司”）是由邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司委员会共同投资组建的有限责任公司，于 1995 年 1 月 16 日在杭州市工商行政管理局登记注册，原名浙江花园工贸集团有限公司（后于 1997 年更名为花园工贸集团有限公司，以下简称“花园工贸”），注册资本为 5,970.80 万元。经过多次股权转让与增资，2003 年花园工贸股东会决议同意股权变更，股东由原来的邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸工会委员会变更为邵钦祥、邵燕芳（邵钦祥之女）、邵燕青（邵钦祥之女）。2012 年 5 月 14 日，公司由花园工贸更为现名。2014 年 4 月 10 日，公司原股东邵燕青将所持有的 20%股权以现金 1：1 的比例转让给邵剑芳（邵钦祥之女）。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 100,000.00 万元，公司股东为邵钦祥（股权占 60%）、邵燕芳（占 20%）、邵剑芳（占 20%）三位自然人，邵钦祥为公司实际控制人。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围、组织结构无变化；截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 44 家，在职员工 5,370 人。

公司三级子公司浙江花园生物高科股份有限公司于 2014 年 10 月 9 日在深圳证券交易所创业板挂牌上市（股票简称：花园生物，股票代码“300401.SZ”）。截至 2019 年 3 月底，公司全资子公司浙江祥云科技股份有限公司持有花园生物股份 1.73 亿股，持股比例 36.10%，其中，已质押 1.26 亿股，占其所持股份的 72.76%，质押比例较高。

截至2018年底，公司合并资产总额219.08亿元，负债合计109.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）109.46亿元，其中归属于母公司所有者权益95.92亿元。2018年，公司实现营业收入267.42亿元，净利润（含少数股东损益）9.03亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为6.65亿元；经营活动产生的现金流量净额7.83亿元，现金及现金等价物净增加额-11.47亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额232.35亿元，负债合计119.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）112.37亿元，其中归属于母公司所有者权益97.92亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入73.28亿元，净利润（含少数股东损益）2.76亿元，其中归属于母公司的净利润1.82亿元；经营活动产生的现金流量净额0.93亿元，现金及现金等价物净增加额1.71亿元。

公司注册地址：浙江省东阳市南马镇花园村花园；法定代表人：邵钦祥。

二、公司债券概况及募集资金使用情况

1．17 花集 01

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2016〕3064 号”文核准，公司于 2017 年 7 月发行“花园集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）品种一”（以下简称“17 花集 01”），发行规模为 2.45 亿元，期限为 3 年，附第 2 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。“17 花集 01”于 2017 年 8 月在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“17 花集 01”，债券代码“143211.SH”。

截至 2018 年底，“17 花集 01”募集资金扣除发行费用后已全部用于补充流动资金，符合募集资金使用安排。

公司已于 2018 年 7 月 28 日按时足额支付“17 花集 01”第一年度利息。

2．17 花集 02

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2016〕3064 号”文核准，公司于 2017 年 7 月发行“花园集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）品种二”（以下简称“17 花集 02”），发行规模为 1.37 亿元，期限为 3 年，附第 1 个计息年度末及第 2 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。“17 花集 02”于 2017 年 8 月 7 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“17 花集 02”，债券代码“143212.SH”。

截至 2018 年底，“17 花集 02”募集资金扣除发行费用后已全部用于补充流动资金，符合募集资金使用安排。

公司于 2018 年 6 月 15 日出具公告，“17 花集 02”回售有效期登记数量为 136,931 手，回售金额为 13,693.10 万元，剩余债券本金 6.90 万元。

公司已于 2018 年 7 月 28 日按时足额支付“17 花集 02”第一年度利息。

三、行业分析

1．建筑行业

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会 50%以上的固定资产要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。我国政府不断加快转变经济发展方式，调整经济结构，全社会固定资产投资保持了平稳较快增长。但自 2010 年以来，固定资产投资增速不断回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）635,636 亿元，比上年增长 5.9%。

经国家统计局初步核算，2018 年全国建筑业总产值 235,086 亿元，较上年增长 9.9%，增速较上年略有下滑。建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务。在房地产市场去库存以及棚改货币化安置带动下，房地产投资增速在 2015 年触底回升，2018 年，房地产开发投资 120,264 亿元，较上年增长 9.5%，比上年同期提高 2.5 个百分点。基建投资对于经济拉动作用较为显著，保持基础设施领域补短板力度成为国家推进供给侧结构性改革、巩固经济稳中向好态势、促进就业和提升长期综合竞争力的重要举措。2018 年，全国基础设施投资较上年增长 3.8%，比上年回落 15.2 个百分点。其中，水利管理业投资下降 4.9%，公共设施管理业投资增长 2.5%，道路运输业投资增长 8.2%，铁路运输业投资下降 5.1%。此外，部分建筑施工企业不断将业务向产业链上游的融资建造业务延伸，广

泛采用 PPP、BOT 等资本运营方式承接项目，对建筑施工企业收入及利润起到了有效补充作用。

上游原材料方面，建筑行业上游主要是建材等原材料供给行业，如钢铁制造业、水泥制造业和玻璃制造业等。钢材是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2018 年，国内钢材价格在 4 月触底后反弹，维持震荡上行行情；11 月国内钢材市场进入需求淡季，但粗钢产能释放仍保持了较高水平，供给端压力增大，市场预期明显回落，钢材价格出现大幅下降。在国家出台稳增长政策、基础设施建设和房地产投资增长的环境下，水泥价格回升，呈波动增长趋势，涨幅较大，对建筑企业的成本控制造成一定不利影响。2018 年，水泥价格在 3 月底下降到低点后反弹，在 6~8 月回调后继续上行，12 月水泥价格有所回落。

行业政策方面，在经济下行的背景下，2018 年 10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出补短板是深化供给侧结构性改革的重点任务，在整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多的背景下，亟需聚焦基础设施领域突出短板，保持有效投资力度，促进内需扩大和结构调整，保持经济运行在合理区间。对于房地产领域，2018 年 3 月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。2018 年 12 月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。PPP 模式方面，2018 年 4 和 2018 年 10 月，财政部和国务院办公厅分别下发《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》和《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，对 PPP 规模进行规范的前提下，鼓励 PPP 模式发展。

行业关注方面，需关注建筑施工行业内竞争激烈挤压利润空间、原材料和劳动力价格波动增加了企业成本控制压力、经济下行背景下企业的回款情况以及企业的流动资金压力。

未来发展方面，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观经济存在增速持续放缓的压力。基于建筑行业与宏观经济的高相关性，基建投资疲软，以及房地产投资面临下滑压力，加之其举债经营的特性，建筑企业经营压力加大；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

总体看，2018 年，建筑行业总产值继续保持增长，但增速略有下滑，原材料价格的上涨增加了企业的成本控制压力，未来，随着房地产行业政策趋严以及基建政策的宽松，未来，建筑施工行业的增长点主要集中在基础设施建筑领域。

2．贸易行业

对外贸易方面，2012 年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。2016 年，中国出口贸易总额 2.10 亿美元，同比下降 7.73%（2015 年同比下降 2.94%），降幅有所扩大；进口总额 1.59 亿美元，同比下降 5.46%，进口总额降幅同比收窄 8.81 个百分点。2016 年下半年以来，中国国内需求有所回升，带动进口量有所增加，同时国际商品价格总体波动中温和回升，对进出口额拉动作用明显，出口政策效应持续释放，中国进出口贸易呈现回稳势头。2017 年，我国货物进出口总值 27.79 万亿元人民币，同比增长 14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面；其中，出口 15.33 万亿元，同比增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，同比增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。

2018 年，在贸易保护、经贸摩擦的背景下，我国进出口贸易业绩远超预期，货物进出口总额 30.51 亿元，同比增长 9.7%；贸易总量首次超过 30 万亿元，创历史新高；其中，出口 16.42 万亿元，同比增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，同比增长 12.9%，实现顺差 2.33 万亿元，比上年收窄 18.3%。2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，三者合计占我国进出口总值的 41.2%；同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力正在持续释放，成为拉动我国外贸发展的新动力；其中，对俄罗斯、沙特阿拉伯和希腊进出口分别增长 24%、23.2%和 33%。

出口方面，机电产品和劳动密集型产品仍为出口主力。2018 年，我国机电产品出口 9.65 万亿元，同比增长 7.9%，占我国出口总值的 58.8%，比 2017 年提升 0.4 个百分点；其中，汽车出口同比增长 8.3%，手机出口同比增长 9.8%；同期，服装、玩具等 7 大类劳动密集型产品合计出口 3.12 万亿元，同比增长 1.2%，占出口总值的 19%。

进口方面，原油、天然气和铜等大宗商品进口量价齐升，铁矿砂和大豆进口量有所减少。2018 年，我国进口原油 4.62 亿吨，同比增加 10.1%；天然气 9,039 万吨，同比增加 31.9%；成品油 3,348 万吨，同比增加 13%；铜 530 万吨，同比增加 12.9%；此外，进口铁矿砂 10.64 亿吨，同比减少 1%；大豆 8803 万吨，同比减少 7.9%。初步测算，2018 年，我国进口价格总体上涨 6.1%；其中，原油上涨 30%，成品油上涨 20%，天然气上涨 22.9%，铜上涨 3.2%。

行业政策方面，2018 年 3 月，京津联合出台首批 17 条措施提升跨境贸易便利化，优化报关报检和查验，推进无纸化，清理和规范收费行为，减少收费项目，降低收费标准。2018 年 9 月，海关总署围绕“减、优、提、降”促进跨境贸易便利化。

外部环境方面，自 2017 年 8 月 19 日，美国总统特朗普签署备忘录指示美国贸易代表办公室（USTR）对中国展开 301 调查，中美贸易摩擦正式启动；此后，中美贸易摩擦持续升级，美国先后就中国进口钢铁和铝产品分别征收 25%和 10%关税，对 500 亿美元进口产品加征 25%关税，对 2,000 亿美元中国商品加征 10%关税并计划于 2019 年 1 月 1 日上调至 25%；2018 年 12 月 2 日，中国国家主席习近平与美国总统特朗普会面，美国方面决定对价值 2,000 亿美元的产品保留 10%的关税，中美贸易摩擦开始缓和；2019 年 2 月 24 日，美国总统特朗普在其推特账户上宣布，他将推迟 3 月 1 日上调中国输美商品关税的计划。2019 年，5 月 6 日，中美贸易谈判遇阻，美国总统特朗普在其推特账户上宣布拟对来自中国的 2,000 亿元进口商品调高关税，从原来的 10%上调到 25%。

总体看，近两年，我国进出口贸易呈现回稳势头；对外贸易方面，我国采取了一系列措施保证了我国贸易发展稳定；但全球贸易保护和经贸摩擦对我国整体贸易稳定性的负面影响不断加大。

四、管理分析

2018 年 6 月，公司原常务副总裁张胜海离任，张伟青任公司常务副总裁；跟踪期内，其他核心管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，管理制度连续，经营运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2018年，公司主营业务仍主要由生物医药、建筑、铜业和市场商贸等板块构成，其他业务范围涵盖新材料生产、生态农业、学校及休闲旅游等。近三年，公司主营业务收入占营业收入比重均在

99%以上，公司主营业务十分突出。2018年公司实现营业收入267.42亿元，同比增长14.00%，主要系铜业板块和市场商贸板块收入规模增长所致；实现净利润9.03亿元，同比增长18.41%。

表 1　2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生物医药	4.12	2.28	36.41	5.41	2.31	50.65	7.30	2.73	63.97
建筑	42.92	23.78	8.57	48.53	20.69	9.56	45.85	17.15	8.57
铜业	35.19	19.49	3.75	67.23	28.66	3.48	77.68	29.05	3.68
市场商贸	84.84	47.00	4.74	97.03	41.36	4.48	122.71	45.89	3.43
其他	13.44	7.45	25.15	16.39	6.98	21.78	13.88	5.19	26.73
合计	**180.51**	**100.00**	**7.70**	**234.59**	**100.00**	**7.52**	**267.42**	**100.00**	**7.25**

资料来源：公司提供

收入构成方面，2018 年公司生物医药业务收入 7.30 亿元，同比增长 34.94%，主要系胆固醇销量增加以及维生素 D3 系列产品价格上涨所致；收入占比 2.73%。公司建筑板块业务规模相对稳定，2018 年实现收入 45.85 亿元，收入占比 17.15%。2018 年，公司铜业板块实现收入 77.68 亿元，同比增长 15.54%，主要系宽幅铜板带项目逐步投产、铜产品价格回升以及铜贸易业务规模扩大等综合影响所致；收入占比 29.05%。市场商贸板块以贸易业务为主，2018 年，随着贸易规模扩大，公司市场商贸业务实现收入 122.71 亿元，同比增长 26.47%，收入占比 45.89%。公司其他业务板块业务规模不大，对收入影响有限。

毛利率方面，2018 年，维生素 D3 产品价格持续上涨，带动公司生物医药板块毛利率同比提高 13.32 个百分点至 63.97%；建筑板块毛利率为 8.57%，同比变化不大。铜业板块包含铜贸易收入，同时铜加工行业利润空间有限，公司铜业板块毛利率始终维持低位，2018 年为 3.68%。受宏观经济低迷、贸易行业景气度下降影响，2018 年，公司市场商贸板块毛利率下降至 3.43%。受上述因素综合影响，2018 年，公司综合毛利率 7.25%，较上年变化不大。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 73.28 亿元，较上年同期增长 36.48%，主要系铜业板块和市场商贸板块收入增长所致；实现净利润 2.76 亿元，较上年同期增长 11.30%。

总体看，2018 年，得益于市场商贸业务及铜业板块收入的增加，公司收入规模同比有所增长，毛利率水平相对稳定。进入 2019 年，公司整体经营稳定，收入和利润规模较上年同期均有所增长。

2．生物医药板块

公司生物医药板块主要由子公司花园生物和浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）运营，以花园生物为主。花园生物主导产品为维生素 D3，包括：饲料级维生素 D3、食品医药级维生素 D3 和 25-羟基维生素 D3[1]；此外，各生产环节的中间产品销售对生物医药板块形成有力补充，包括 NF 级胆固醇、7-去氢胆固醇、脲、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。2018 年，花园生物实现收入 6.60 亿元，受益于维生素 D3 销售均价增长以及胆固醇销量增加，同比增长 57.14%；其中，维生素 D3 及 D3 类似物收入占比 67.98%，羊毛脂及其衍生品收入占比 31.15%。

（1）原材料采购

随着NF级胆固醇自行生产，花园生物主要原材料为羊毛脂，通过招标方式采购，采购结算方式较上年无变化。2018年，花园生物对羊毛脂的采购力度有所加大，采购金额14,156.68万元，同比增

[1]25-羟基维生素 D3 是维生素 D3 产品线中的高端产品，公司于 2006 年展开此产品研究，并于 2016 年实现量产，产品质量获得国际市场认可，目前公司与荷兰帝斯曼公司已就 25-羟基维生素 D3 原产品签订了 10 年的采购框架协议。

长37.11%；采购均价18.84/公斤，受市场行情影响，同比减少10.24%；前五大供应商采购占比39.90%，较上年变动不大，集中度较高。

（2）生产和销售

生产方面，花园生物通过对下一年的产品市场价格及需求预测确定各类产品的基本生产量，制定下一年度生产计划。从生产能力看，截至 2019 年 3 月底，花园生物已形成年产 NF 级胆固醇 200 吨、饲料级 25-羟基维生素粉 100 吨、饲料级维生素 D3 粉剂 2,000 吨、食品级维生素 D3 粉 480 吨的产能规模。销售模式与结算方式较上年无变化。

2016~2018 年，花园生物维生素 D3 及 D3 类似物的产量波动较大，销量逐年下降（维生素 D3 销售价格与销售量呈一定的反向关系，价格高时，下游客户采购意愿不强，导致销量较少）。2018 年，维生素 D3 及 D3 类似物销售均价进一步上涨至 416.51 元/公斤，产品销量下降至 1,077.55 吨，同比减少 37.88%；由于 2019 年底下沙生物工厂预计搬迁，为保障未来搬迁期间维生素 D3 正常销售，花园生物加大了库存储备导致当年产量同比增长 22.51%至 1,939.42 吨；受此影响，花园生物产销率大幅下降至 55.56%。

表2　近三年花园生物维生素D3及D3类似物的产销情况（单位：吨、%、元/公斤）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产量	2,114.26	1,583.10	1,939.42
销量	2,391.25	1,734.56	1,077.55
产销率	113.10	109.57	55.56
产品均价（包含 D3 类似物）	85.99	167.70	416.51

资料来源：公司提供

注：表中维生素 D3 及类似物的产销量仅包括饲料级维生素 D3 油，饲料级维生素 D3 粉，食品医药级维生素 D3 的产量和销售，未包括维生素 D3 中间体。

花园生物维生素 D3 系列产品大部分用于出口，2018 年国外销售占比 75.61%，销售区域主要集中在欧美等地区。花园生物与法国安迪苏、德国巴斯夫、美国 RITA、荷兰帝斯曼 DSM、以色列 Lycored、荷兰 OROVIMI、荷兰 ORFFA 等企业建立了稳定的业务关系。花园生物出口主要采用美元作为结算货币，业务经营在一定程度上受到人民币汇率波动的影响。

表3　近三年花园生物维生素D3系列产品国内外销售情况（单位：亿元、%）

地区	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内销售	0.77	23.33	1.18	28.20	1.58	24.39
国外销售	2.52	76.67	3.01	71.80	5.02	75.61
总计	**3.29**	**100.00**	**4.19**	**100.00**	**6.60**	**100.00**

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2018 年，花园生物前五大的客户销售占比 59.77%，销售集中度较高。

总体看，2018 年，公司生物医药业务收入增长明显，但维生素 D3 系列产品销售价格波动对产品销售影响较大，未来业务经营存在一定波动风险；同时，需关注较高的客户集中度、汇率波动以及中美贸易摩擦对业务经营的影响。

3．建筑板块

公司建筑板块经营主体主要为子公司浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”）。

花园建设拥有房屋建筑施工总承包一级资质，市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包三级资质。公司建筑施工业务以房屋建筑工程为主，主要包括：商品房工程、保障房/安置房工程和棚户区改造工程。

2018年，花园建设实现收入49.44亿元，相对稳定；其中，房屋建筑工程占比72.91%，公用建筑工程占比19.09%，工业建筑工程占比8.00%。2018年，花园建设承建了年产5万吨高性能铜箔建设项目、中铁鹰鹏金华工业城项目、玉泉湾小区工程项目等共计124个项目工程；从区域分布来看，业务主要集中在浙江金华、华中地区、华北地区和西北地区。

表 4　2018 年花园建设建筑业务项目及收入地域分布（单位：个、%）

区域	项目数量	收入占比
浙江金华	31	23.17
浙江省内其他地区	11	6.30
华东地区	18	7.67
华南地区	9	6.54
华中地区	15	14.93
华北地区	25	25.72
西北地区	11	13.85
东北地区	1	0.42
西南地区	3	1.41
合计	**124**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司建筑板块经营模式、采购模式、工程结算及风险控制方面较上年均无变化。截至2019年3月底，公司已签尚未完工的施工合同项目共计133个，合同造价216.43亿元，其中，未结算总造价159.46亿元；建筑面积1,129.57万平方米，其中，未完工面积840.36万平方米；主要工程项目包括：中铁鹰鹏金华工业城项目、柳树屯棚户区改造工程、玉泉湾小区工程、太原中环名邸房地产项目、阜新市充电桩配套项目、长治市城区马坊头城中村改造项目B2（C2）地块工程等。

总体看，2018年，公司建筑板块经营稳定，在手合同项目量较为充足，为后续收入实现提供一定支撑。

4．市场商贸

公司市场商贸板块主要从事木材、化工材料的进出口贸易、国内贸易（以下简称“内贸”）以及红木家具市场的管理运营等。

（1）贸易业务

公司贸易业务经营模式以自营业务为主、代理业务为辅；随着业务规模扩大，2018 年实现收入 119.98 亿元，同比增长 21.07%。

进口贸易

从进口商品看，公司主要以木材、电解铜和镍等金属矿产商品为主；2018 年，公司主要产品进口合计金额 11.50 亿元，同比减少 6.72%，主要系受进口商品价格上升等因素影响，进口贸易利润空间压缩导致进口贸易规模减少所致。从进口区域来看，日本、韩国、台湾、英国、印尼等为公司主要进口区域。

出口贸易

公司出口商品主要以出口服装、机床、摩托车配件、小商品、医疗器材等商品为主。2018 年实

现收入 4.03 亿元，同比增加 3.74 亿元，在公司贸易收入中占比较小。

国内贸易

公司内贸业务以木材、金属矿产（电解镍和电解铜）和化工产品贸易为主。近年来，随着木材和金属矿产贸易量持续走高，拉动公司内贸业务规模快速增长，2018 年实现收入 104.38 亿元，同比增长 20.95%。

从结算方式看，公司国际贸易业务结算货币统一为美元；除少部分木材进口采用 T/T 汇款外，其绝大部份进口均采用远期信用证结算的方式，期限自 90 天至 180 天不等，其中以 3 个月居多。公司国内贸易采用现款方式，付款提货。

总体看，2018 年，公司贸易规模扩张较快，同时存在一定价格波动、汇率波动及外部环境风险。

（2）红木家具市场

公司该业务板块主要从事红木家具市场的租赁、招商及运营管理，运营主体为子公司东阳市花园红木家具开发有限公司（以下简称“花园红木”）。公司红木家具市场是国内大型专业家具展示批发市场，共有五期市场群。截至 2018 年底，公司拥有市场经营面积 30.08 万平方米、商铺 1,407 个、入驻红木品牌经营户 1,800 余户，商铺出租率高达约 100%。

公司目前的经营模式为将花园红木所拥有的商业铺位只进行租赁，不对外进行产权销售。由于市场自成立以来，铺位一直处于供不应求状态，每期出租率均达 100%，花园红木家具市场自 2013 年起租金价格每年调整一次，租赁协议期限一般为 3 年，每年 10-11 月间一次性预收次年全年租赁费用及物业管理费用。2018 年，花园红木实现收入 2.80 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司红木家具市场评估价值 57.51 亿元。

表 5　2018 年公司红木家具项目经营情况（单位：万平方米，个，亿元）

项目名称	开业时间	经营面积	商铺数	年租金收入
				2018 年
红木家具展示中心一期项目	2010/12/23	4.36	163	0.49
红木家具展示中心二期项目	2012/10/5	8.49	346	0.85
红木家具市场展示中心扩建工程建设项目（三期）	2013/1/21	4.48	249	0.38
精品馆项目（四期）	2013/9/30	1.13	55	0.11
红木家具城三期项目（五期）	2014/11/16	11.61	594	0.97
合计		**30.08**	**1,407**	**2.80**

资料来源：公司提供
注：尾数差异系四舍五入导致。

总体看，2018 年，公司红木家具市场整体经营稳定，可为公司带来稳定现金流补充。

5．铜业板块

公司铜业板块主要运营主体为浙江花园铜业有限公司（以下简称“花园铜业”），主要从事铜加工和铜贸易业务；其中，铜加工产品包括铜锭、铜板、铜带、铜排、铜棒、宽幅板和宽幅带等，以铜锭、宽幅板和宽幅带为主。

2018 年，随着产品销售规模增长、铜价回升以及铜贸易规模扩张，花园铜业实现收入 77.68 亿元，同比增长 15.49%；其中，铜加工收入占比 60.16%，铜贸易收入占比 39.84%。

铜加工业务

原材料采购

材料采购方面，公司主要原材料为电解铜和废铜，采购模式及结算方式较上年无变化。2018 年，公司电解铜采购量 16.25 万吨，同比增长 13.72%；随着大宗商品行业回暖，采购价格同比提升至 49,267.00 元/吨。采购集中度方面，2018 年，公司前五大供应商采购占比 44.06%，较上年的 57.61%有所下降，但仍处于较高水平。

生产与销售

生产计划方面，为规避铜材料价格波动对利润的影响，公司实行“以销定产”的定单生产销售模式。产能方面，受益于公司 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目的建成投产并逐步释放产能，以及其他传统生产线的升级改造，公司铜加工整体产能提高明显，2018 年为 10.50 万吨/年；同时，产能利用率保持在较高水平，2018 年为 97.07%，较上年小幅提升。

近年来，随着公司产品市场认可度的提高，公司铜加工产品整体产量逐年提高，2018 年为 10.19 万吨，同比增长 9.22%；其中，铜锭和宽幅带产量增长明显。

表 6　近三年公司铜加工产品产、销情况（单位：吨/年、吨）

主要产品	2016 年		2017 年		2018 年	
	产能	产量（销量）	产能	产量（销量）	产能	产量（销量）
铜锭	38,000.00	27,126.00	44,000.00	41,678.00	44,000.00	44,530.00
铜排	8,000.00	7,606.00	8,000.00	7,916.00	8,000.00	7,653.00
铜板	5,000.00	5,173.00	10,000.00	9,874.00	10,000.00	9,880.00
铜棒	6,000.00	5,966.00	10,000.00	9,886.00	10,000.00	9,846.00
铜带	3,200.00	2,837.00	3,000.00	2,820.00	3,000.00	2,973.00
宽幅板	2,000.00	1,615.00	5,000.00	2,680.00	5,000.00	3,897.00
宽幅带	1,000.00	732.00	20,000.00	18,472.00	25,000.00	23,149.00
合计	**63,200.00**	**51,056.00**	**100,000.00**	**93,326.00**	**105,000.00**	**101,928.00**

资料来源：公司提供

注：由于公司实行以销定产的生产模式，因而公司的产销率达 100%。

公司铜业板块销售模式及结算方式较上年无变化。销售价格方面，2018 年，铜锭、宽幅带平均销售价格分别为 52,684.70 元/吨和 54,759.60 元/吨，均较上年有所上升。客户集中度方面，2018 年，公司前五大客户销售集中度上升至 39.19%，公司铜加工业务客户集中度较高。

铜贸易方面，公司主要进行电解铜的现货与期货交易实现盈利。盈利模式上，铜贸易通过进行现货期货的多空头操作，实现升贴水套利。2018 年，公司铜贸易实现收入 30.95 亿元，同比增长 18.95%。

总体看，2018 年，公司铜加工业务运营稳中向好，产品产销量均有所提升；随着 10 万吨宽幅铜板带项目投产，公司竞争力有所加强；但公司上下游客户集中度较高；铜贸易业务规模增长较快，存在一定市场风险和操作风险。

6．在建及拟建项目

公司目前在建项目主要集中在医药板块、铜业板块以及其他业务中学校建设和新材料项目，在建项目总投资额 41.47 亿元，截至 2019 年 3 月底，公司已投入 20.88 亿元，尚需投资 20.59 亿元，未来存在一定资金支出压力。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司在建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	总投资	资金筹措		已投金额
		自筹	融资	
年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目	6.70	2.70	4.00	6.22
年产六万吨 1,320mm 超宽幅精密铜板带项目	6.10	2.10	3.91	2.93
年产 4,000 吨杀鼠剂制剂项目	1.02	--	1.02	0.19
年产 60 吨心脑健片原料提取生产线技改	0.60	0.60	--	0.48
一期年产 2 万吨高性能铜箔项目	18.00	9.00	9.00	8.00
花园健康休闲养老项目一期	7.26	4.26	3.00	2.57
呼吸类吸入用药项目	1.88	1.88	--	0.49
合　计	**41.47**	**20.53**	**20.94**	**20.88**

资料来源：公司提供
注：尾数差异系四舍五入导致。

总体看，公司在建拟建项目规模较大，未来存在一定的资金支出压力。

7．经营关注

（1）维生素 D3 系列产品销售价格波动很大，对产品销售影响明显，未来业务经营面临一定波动风险；同时，需关注较高的客户集中度、汇率波动以及中美贸易摩擦对公司业务经营的影响。

（2）公司铜加工板块上下游集中度较高，若上下游客户的生产经营发生较大幅度的变动，将会对公司生产经营产生不利影响；同时，铜加工行业具有劳动密集型的产业特征，若劳动力成本进一步上升，将对其盈利能力产生一定影响。

（3）公司多个业务板块存在在建拟建项目，截至 2019 年 3 月底，公司在建项目尚需投资 20.59 亿元，公司未来面临一定的资金支出压力。

8．未来发展

公司根据自身经营状况，制定了 5 年的发展计划，提出重点抓好大健康、大市场、大制造、建筑及传统产业的发展。

（1）优化公司治理结构，实现多家控股子公司的上市。未来要立足长远，与时俱进，做好“顶层设计”，优化公司治理结构，规避风险，有效应对内外部环境可能发生的变化，在规划期内实现集团下属核心子公司的股份制改造和上市，资产证券化，融资多元化和可持续发展。

（2）搭建产业经营与产业投资两个平台，实现互动发展。通过两个平台的互动发展，提升多渠道、具规模的融资能力、专业的投资能力和运营能力和多层次的管控能力，将公司打造成为产业经营能力优异、产业投资能力突出的企业集团。

（3）产业经营以熟悉的业务为依托，资源配置向消费、现金流互补和可持续增长的产业倾斜。公司过去多年在上述产业领域获得的资源和经验为依托，在产品、业务和商业模式上开展创新；同时加大在消费、现代服务业领域的资源配置，以实现不同产业领域的现金流互补和资源协同，从而实现公司的可持续发展。

总体看，未来公司发展仍以多元化经营为核心，现公司多元化产业的渠道互通，现金流互补性和可持续性较强。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告，2019 年一季度的财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部于 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定进行编制。合并范围方面，2018 年，公司合并范围新增子公司 2 家；截至 2019 年 3 月底，公司合并范围子公司 44 家。整体看，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司资产总额219.08亿元，负债合计109.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）109.46亿元，其中归属于母公司所有者权益95.92亿元。2018年，公司实现营业收入267.42亿元，净利润（含少数股东损益）9.03亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为6.65亿元；经营活动产生的现金流量净额7.83亿元，现金及现金等价物净增加额-11.47亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额232.35亿元，负债合计119.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）112.37亿元，其中归属于母公司所有者权益97.92亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入73.28亿元，净利润（含少数股东损益）2.76亿元，其中归属于母公司的净利润1.82亿元；经营活动产生的现金流量净额0.93亿元，现金及现金等价物净增加额1.71亿元。

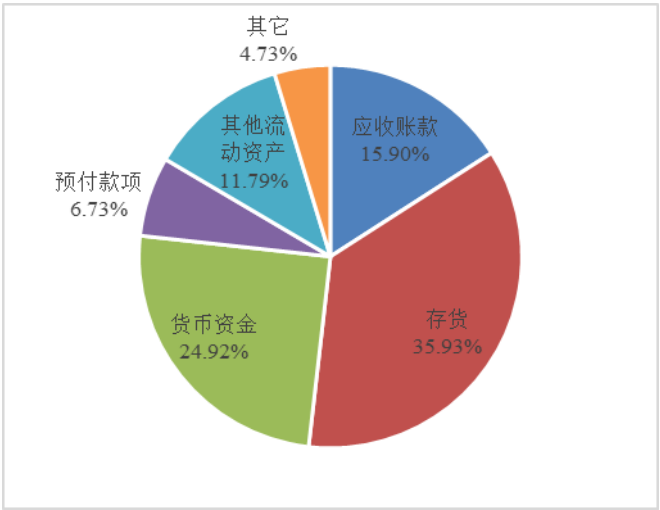
2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 219.08 亿元，较年初变化不大；其中，流动资产占比 45.52%，非流动资产占比 54.48%，结构较为均衡。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 99.73 亿元，较年初变化不大；主要以货币资金（占比 24.92%）、应收账款（占比 15.90%）、预付款项（占比 6.73%）、存货（占比 35.93%）和其他流动资产（占比 11.79%）为主。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2018 年底，公司货币资金 24.85 亿元，较年初减少 34.76%，主要系公司根据生产经营所需扩大资本支出所致；主要以银行存款和其他货币资金为主，分别占比 74.65%和 25.31%；公司受限资

金 6.29 亿元，全部为其他货币资金（主要为票据保证金、流贷保证金、按揭贷款保证金），占比 25.31%，公司货币资金受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 15.86 亿元，较年初增长 32.60%，主要为应收贸易款；公司共计提坏账准备 0.45 亿元，计提比例 2.74%。其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额 16.11 亿元，账龄在 1 年以内的占 87.77%，1 年以上的占 12.23%，账龄较短。截至 2018 年底，公司应收账款前五名合计欠款 4.18 亿元，账龄均在 1 年以内，占应收账款总额的 25.66%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司预付款项 6.72 亿元，较年初增长 49.47%，主要系购置电解铜的预付货款增加所致；公司预付款项账龄以 1 年以内为主，占比 98.93%。

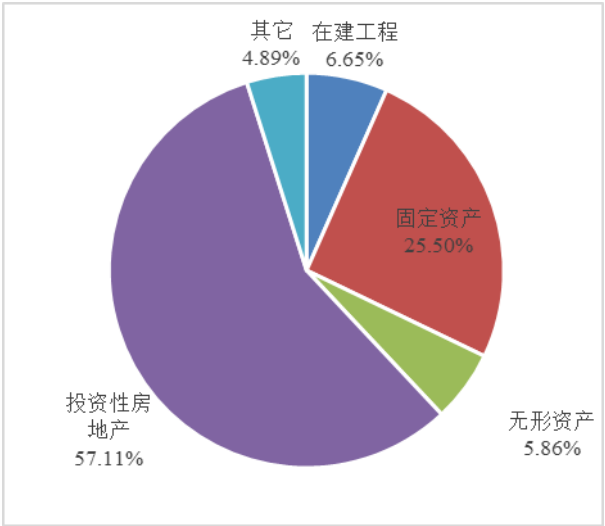
截至 2018 年底，公司存货账面价值 35.83 亿元，较年初变化不大；主要由库存商品（占比 44.97%）和工程施工（占比 30.08%）构成。公司对库存商品及原材料共计提减值准备 0.08 亿元。公司库存商品以红木原木、铜产品以及贸易产品为主，价格波动较大，面临一定跌价风险。

公司其他流动资产以银行理财产品为主。截至 2018 年底，公司其他流动资产 11.76 亿元，较年初增长 67.15%，其中银行理财产品 10.86 亿元，占比 92.35%。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 119.35 亿元，较年初增长 9.91%，主要系在建工程和无形资产增长所致；主要以投资性房地产（占比 57.11%）、固定资产（占比 25.50%）、在建工程（占比 6.65%）和无形资产（占比 5.86%）为主。

图 3　截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司投资性房地产主要为红木家具城、花园农贸城、商贸中心、葛村厂房等，以公允价值计量。截至 2018 年底，公司投资性房地产 68.16 亿元，较年初变化不大。截至 2018 年底，公司投资性房地产受限规模 24.68 亿元，占比 36.21%，受限比例较高。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 30.43 亿元，较年初变化不大；主要由房屋及建筑物（占 70.36%）和生产设备（占 24.32%）构成；累计计提折旧 6.98 亿元，公司固定资产成新率 81.34%，成新率较高。

截至 2018 年底，公司在建工程 7.93 亿元，较年初增长 655.16%，主要系“年产 2 万吨高性能铜箔项目”以及“花园健康休闲养老项目一期项目”逐步推进所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 6.99 亿元，较年初增长 81.29%，主要系土地使用权增长所致；主要以土地使用权为主，占比 97.14%。截至 2018 年底，公司无形资产累计摊销 0.60 亿元。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的资产账面价值 36.80 亿元，占公司资产总额的 16.80%，受限比例一般。

表 8　截至 2018 年底公司所有权或使用权受限制的资产（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占资产比例	受限原因
货币资金	6.29	2.87	保证金
固定资产、无形资产	5.84	2.67	银行借款抵押
投资性房地产	24.68	11.27	银行借款抵押
合计	**36.80**	**16.80**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 232.25 亿元，较年初增长 6.01%，主要系货币资金、应收账款和存货增长所致；其中流动资产与非流动资产占比分别为 48.08%和 51.92%，较年初变动不大。

总体看，2018 年底，公司资产规模有所增长，结构较为均衡。其中，货币资金较为充裕；应收账款与存货规模较大，对资金占用明显，公司库存商品存在一定跌价风险；整体资产质量一般。

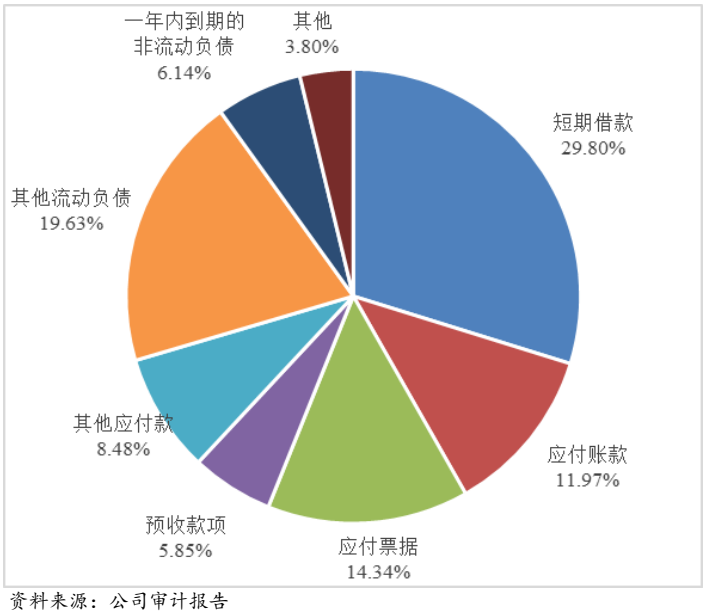
3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 109.62 亿元，较年初变化不大；其中，流动负债占比 74.35%，非流动负债占比 25.65%，负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 81.50 亿元，较年初增长 19.18%，主要系短期借款和其他应付款增长所致；主要由短期借款（占比 29.80%）、应付票据（占比 14.34%）、应付账款（占比 11.97%）、预收款项（占比 5.85%）、其他应付款（占比 8.48%）、一年内到期的非流动负债（占比 6.14%）和其他流动负债（占比 19.63%）构成。

图 4　截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司短期借款 24.28 亿元，较年初增长 59.08%，主要系业务规模扩大，营运资金需求增长所致；其中质押借款占比 27.39%，抵押借款占比 36.12%，保证借款占比 36.49%。

截至 2018 年底，公司应付票据 11.69 亿元，全部为银行承兑汇票，较年初减少 14.46%。

公司应付账款主要为应付材料款、设备款及工程款。截至 2018 年底，公司应付账款 9.76 亿元，较年初增长 31.25%，主要系贸易业务规模扩大，应付材料款增长所致；其中，材料款占比 88.73%，设备款占比 3.89%，工程款占比 7.48%。

截至 2018 年底，公司预收款项 4.76 亿元，较年初减少 15.21%，主要系贸易板块加大跨期结算所致；公司预收账款包括房屋预售款 0.23 亿元和租金及货物预收款 4.53 亿元。

截至 2018 年底，公司其他应付款 6.91 亿元，较年初增长 302.61%，主要系往来款增长所致；其中，存入保证金占比 9.41%，往来款占比 72.36%，其他应付暂收款项占比 18.23%。

2017~2018 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 7.00 亿元和 5.00 亿元。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 2019 年 8 月到期的“16 花园 MTN001”。

公司其他流动负债主要为公司发行的短期应付债券。截至 2018 年底，公司其他流动负债 16.00 亿元，较年初增长 8.84%，主要系当年新发行多期短融、超短融所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 28.12 亿元，较年初减少 30.58%，主要系部分长期借款和应付债券转入一年内到期非流动负债所致；主要由长期借款（占 16.71%）、应付债券（占 37.16%）和递延所得税负债（占 44.76%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 4.70 亿元，较年初减少 45.35%，主要系偿还全部质押借款所致；其中，抵押借款占比 46.81%，信用借款占比 53.19%。

截至 2018 年底，公司应付债券 10.45 亿元，较年初减少 45.34%，主要系偿还“17 花集 03”以及“16 花园 MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致；公司应付债券于 2019 年回售 2.45 亿元（“17 花集 01”和“17 花集 02”），2020 年到期 8.00 亿元（“17 花园 MTN001”）。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债 12.59 亿元，较年初变化不大。

截至 2018 年底，公司全部债务 77.19 亿元，较年初变动不大；其中，短期债务占比 80.37%，长期债务占比 19.63%，公司债务结构有待优化。2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 50.04%、41.36%和 12.16%，较上年均有所下降。整体看，公司债务负担处于合理水平，债务结构有待优化。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 119.88 亿元，较年初增长 9.36%，主要系长期借款和应付票据增长所致；其中流动负债占比 67.89%，非流动负债占比 32.11%（较年初上升 6.46 个百分点）。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所增长，以流动负债为主；公司债务负担处于合理水平，但债务结构有待优化。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 109.46 亿元，较年初增长 8.92%；其中归属于母公司所有者权益 95.92 亿元，占比 87.63%，归属母公司所有者权益中实收资本占 10.43%，资本公积占 3.88%，其他综合收益占 19.23%（主要为自用房产转换为投资性房地产的溢价），未分配利润占 65.46%，其他综合收益与未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 112.37 亿元，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模有所增长，所有者权益中其他综合收益与未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 267.42 亿元，同比增长 14.00%，主要系铜业板块和市场商贸板块收入规模增长所致；营业成本与之趋同，同比增长 14.33%；实现净利润 9.03 亿元，同比增长 18.41%。

2018 年，公司期间费用总额 7.76 亿元，同比增长 5.67%，主要系管理费用（含研发费用）及财务费用增加所致；其中，销售费用占比 12.78%，管理费用占比 45.40%，财务费用占比 41.82%。2018 年，公司销售费用和管理费用分别为 0.99 亿元和 3.52 亿元，同比分别增长 1.89%和 5.43%，主要系业务规模扩大所致。2018 年，公司发生财务费用 3.24 亿元，同比增长 7.15%，主要系利息收入减少所致。2018 年，公司费用收入为 2.90%，公司费用控制能力尚可。

2017~2018 年，公司实现投资收益分别为 0.20 亿元和 0.72 亿元，2018 年公司投资收益主要由处置长期股权投资产生，可持续性较低；公司实现营业外收入分别为 0.23 亿元和 0.17 亿元，主要以政府补助、赔偿收入为主；公司投资收益与营业外收入合计占当期利润总额分别 4.16%和 7.51%，公司非经营损益对利润水平影响一般。

盈利指标方面，2018 年，公司营业利润率为 7.02%，较上年下降 0.26 个百分点，相对稳定。2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.74%、7.04%和 8.60%，较上年均变化不大。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 73.28 亿元，同比增长 36.48%，主要系铜业板块和市场商贸板块收入增长所致；实现净利润 2.76 亿元，同比增长 11.30%。

总体看，2018 年，随着业务规模不断扩大，公司收入和利润规模增长较快；公司非经营损益对利润水平影响一般，公司整体盈利能力尚可。

5．现金流

经营活动方面，2018 年，随着营业收入增长，货款催收力度加强，公司经营活动现金流入同比增长 10.98%至 294.10 亿元；公司经营活动现金流出 286.27 亿元，同比增长 9.76%，与之趋同。综上，2018 年，公司经营活动现金流量净额 7.83 亿元，同比增长 86.51%，呈持续净流入状态；公司现金收入比为 109.37%，公司收入实现质量较高。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为下属子公司购买的理财产品的赎回，2018 年，公司投资活动现金流入 31.74 亿元，同比增长 195.06%。公司投资活动现金流出主要为购买理财产品支出以及购建固定资产等资本性支出，2018 年，公司投资活动现金流出 47.86 亿元，同比增长 205.42%。综上，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额-16.12 亿元，净流出规模较上年大幅增加。整体看，公司经营性活动产生的现金不能满足公司投资所需资金需求，公司有一定的外部融资需求。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为发行债券及借款收到的现金，2017~2018 年，分别为 68.35 亿元和 58.69 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2017~2018 年，分别为 58.42 亿元和 61.89 亿元。综上，2018 年，公司筹资活动现金流量净额-3.20 亿元，转为净流出。

2019 年 1~3 月，公司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和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.93 亿元、-7.84 亿元和 8.61 亿元；

总体看，2018 年，公司经营活动现金流持续净流入，收入实现质量较好；随着公司投资规模的扩大，公司仍存在一定的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017~2018 年，公司流动比率分别为 1.47 倍和 1.22 倍；速动比率分别为 0.96 倍和 0.78 倍，现金短期债务比分别为 0.77 倍和 0.41 倍，2018 年均有所下降。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 17.06 亿元，受益于利润总额增长，较上年增长 13.92%；其中折旧占比 10.58%、摊销占比 0.98%、计入财务费用的利息支出占比 19.29%、利润总额占比 69.15%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数 4.96 倍，较上年有所提高，公司 EBITDA 对利息保障程度尚可；EBITDA 全部债务比为 0.22 倍，较上年有所提高，公司 EBITDA 对全部债务保障程度尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共有 8 起未决诉讼，其中公司作为被告涉诉 5 起，标的金额合计 0.33 亿元，主要为工程款纠纷引起的诉讼。截至目前，上述未决诉讼案件，除西安银树诉花园集团合同纠纷案（双方已达和解，公司共计支付 700 万元，分次支付），其余均在正常的诉讼程序中。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 118.03 亿元，已使用额度 53.86 亿元，尚未使用的额度为 64.17 亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司花园生物为创业板上市公司，具备直接融资能力。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10330103001496809），截至 2019 年 5 月 23 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的贷款记录中有 9 笔贷款被列为关注类，均已正常还款。

总体看，公司长、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司融资渠道通畅，未使用授信额度较大，过往债务履约情况良好以及多元化业务布局，公司整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）25.34 亿元，约为“17 花集 01”和“17 花集 02”待偿本金合计（2.45 亿元）的 10.34 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 109.46 亿元，约为“17 花集 01”和“17 花集 02”待偿本金合计（2.45 亿元）的 44.68 倍，公司较大规模净资产能够对“17 花集 01”和“17 花集 02”按期偿付起到积极的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 17.06 亿元，约为“17 花集 01”和“17 花集 02”待偿本金合计（2.45 亿元）的 6.96 倍，公司 EBITDA 对“17 花集 01”和“17 花集 02”覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 294.10 亿元，约为“17 花集 01”和“17 花集 02”待偿本金合计（2.45 亿元）的 120.04 倍，公司经营活动现金流入量对“17 花集 01”和“17 花集 02”的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对“17 花集 01”和“17 花集 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，公司维持多元化业务格局，在维生素 D3 生产、铜加工、红木家具市场经营等细分领域仍保持一定的竞争优势；公司整体经营稳定，收入及利润规模有所增长，经营活动现金流状况良

好。同时，联合评级也关注到公司维生素 D3 产品价格波动较大、铜贸易业务存在一定市场风险和操作风险、大额应收账款和存货对运营资金存在明显占用、在建项目待投资规模较大且存在一定资金支出压力以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司进一步完善医药产业布局、超宽幅铜板带项目建成投产，公司整体竞争实力有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA+，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 花集 01”和“17 花集 02”的债项信用等级为 AA+。

附件 1　花园集团有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	183.50	209.39	219.08	232.25
所有者权益（亿元）	84.14	100.50	109.46	112.37
短期债务（亿元）	56.31	50.63	62.04	--
长期债务（亿元）	13.20	27.72	15.15	--
全部债务（亿元）	69.51	78.35	77.19	--
营业收入（亿元）	180.51	234.59	267.42	73.28
净利润（亿元）	21.15	7.62	9.03	2.76
EBITDA（亿元）	31.98	14.98	17.06	--
经营性净现金流（亿元）	7.85	4.20	7.83	0.93
应收账款周转次数（次）	15.85	20.24	18.68	--
存货周转次数（次）	6.06	6.50	6.95	--
总资产周转次数（次）	1.12	1.19	1.25	0.32
现金收入比率（%）	109.95	112.39	109.37	108.26
总资本收益率（%）	17.67	6.54	6.74	--
总资产报酬率（%）	19.07	6.86	7.04	--
净资产收益率（%）	29.13	8.26	8.60	2.49
营业利润率（%）	7.20	7.28	7.02	7.53
费用收入比（%）	3.45	3.13	2.90	2.79
资产负债率（%）	54.15	52.01	50.04	51.62
全部债务资本化比率（%）	45.24	43.81	41.36	--
长期债务资本化比率（%）	13.56	21.62	12.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	11.10	4.44	4.96	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.19	0.22	--
流动比率（倍）	1.21	1.47	1.22	1.37
速动比率（倍）	0.79	0.96	0.78	0.90
现金短期债务比（倍）	0.64	0.77	0.41	--
经营现金流动负债比率（%）	10.42	6.14	9.61	1.15
EBITDA/待偿本金合计（倍）	13.05	6.11	6.96	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2019 年一季度财务报表未经审计，应收票据、应付票据未获取，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、其他流动负债和其他应付款中有息债务部分已调至短期债务。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。