

信用等级公告

联合[2017]1488 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拟公开发行的 2017 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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”
花园集团有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券(第二期)信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年十月十一日



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

2017年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 8.59 亿元（含）

债券期限

项目	期限
品种一	3 年（1+1+1）
品种二	3 年（2+1）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 10 月 11 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	115.93	139.48	183.50	185.14
所有者权益（亿元）	56.24	61.04	84.14	87.69
长期债务（亿元）	4.50	8.10	13.20	22.56
全部债务（亿元）	40.78	57.21	69.51	69.55
营业收入（亿元）	130.96	154.32	180.51	108.36
净利润（亿元）	4.23	4.68	21.15	4.11
EBITDA（亿元）	8.93	10.56	31.98	--
经营性净现金流（亿元）	5.71	3.99	7.85	2.20
营业利润率（%）	9.01	6.32	7.20	7.50
净资产收益率（%）	8.26	7.98	29.13	--
资产负债率（%）	51.49	56.24	54.15	52.64
全部债务资本化比率（%）	42.03	48.38	45.24	44.23
流动比率（倍）	1.22	1.16	1.21	1.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.18	0.46	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.21	3.09	11.10	--
EBITDA/本期债券余额（倍）	1.04	1.23	3.72	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2017 年 1-6 月报表未经审计；4、其他流动负债中主要为短期融资券，已调至“短期债务”核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）的评级反映了公司作为实力较强的民营企业，形成了集生物医药、建筑、市场商贸和铜加工贸易的多元化经营格局，其维生素 D3 系列产品竞争优势明显、建筑业务在手订单充足、红木家具市场出租率高等综合优势。同时，联合评级也关注到公司维生素 D3 产品及其主要原材料价格波动大、建筑行业竞争激烈、公允价值变动对利润影响较大、短期债务较重、铜贸易板块存在一定市场风险等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

公司将继续发展维生素 D3 产业，完善医药产业布局，同时随着未来城镇化建设进程加快、高精度宽幅紫铜板带项目产能逐步释放，公司盈利能力及整体竞争力有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来公司进行业务多元化发展，资产与收入规模持续增长，整体抗风险能力不断提升。

2. 公司作为全球较大的维生素 D3 生产供应商，原材料供应稳定，“花园”品牌知名度与市场占有率高。

3. 2016 年，随 25-羟基维生素 D3 产品的投产，公司进入维生素 D3 产品高端市场，公司医药板块收入提升，未来该板块收入前景可观。

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，其较稳定的租金是公司收入的良好补充。

5. 随高精度宽幅紫铜板带项目投产，公司

铜加工板块收入大幅提升，未来随产能逐渐释放，未来盈利能力或将提升。

6. 公司作为主编单位之一参与新型蜂窝型建筑材料国家标准和行业标准制定，公司自主研发的新型蜂窝型建筑材料符合国家对装配建筑及建筑工业化政策，未来有望成为公司新的增长点。

关注

1. 公司建筑业务占比较高，建筑业务整体毛利水平较低，下游客户较为分散，公司回款情况有待改善。

2. 公司主营业务涉及建筑施工、生物医药、商贸和铜加工等业务板块，多元化的经营加大了公司的管理难度。

3. 公司铜贸易业务存在一定市场风险和操作风险。

4. 公司投资性房地产-红木家具市场评估价值受宏观经济等外部因素影响较大，其公允价值变动对净利润规模的影响较为显著。

5. 公司债务规模持续增长，债务负担有所加重；债务结构以短期债务为主，短期偿债压力加大。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

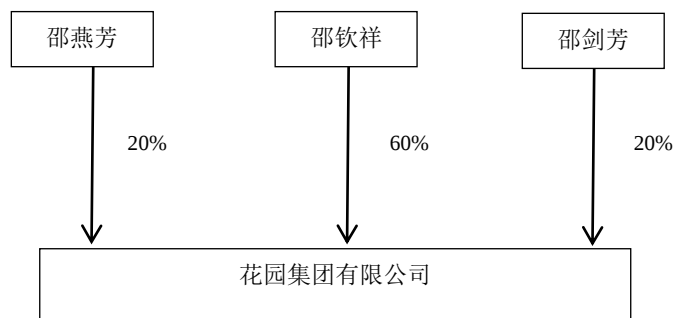


联合信用评级有限公司

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“花园工贸集团有限公司”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 2017 年 6 月末，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（股权占比 60%）、邵燕芳（占比 20%）、邵剑芳（占比 20%）三位自然人，其中邵钦祥为公司实际控制人。

图 1 截至 2017 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：一般经营项目：批发、零售：红木家具，服装，电子产品（除地面卫星接收设备、无线电发射设备）、医药中间体（除危险化学品、监控化学品、易制毒化学品外）、建筑材料（不含竹木板材及砂石料）、防盗产品、包装材料、装饰材料（除危险品）、机电设备、五金交电、百货（不含食品、书刊、音像制品、电子出版物及弩）、日用杂货；服务：建筑装潢（凭资质证书经营）；采购集团成员企业生产所需的原辅材料；进出口业务；电子产品、医药中间体的技术开发，企业管理，承接会展会务；矿产品（除国家专控部分）、有色金属（国家限制或禁止的项目除外）及金银制品销售；房地产开发销售；集中式供水生产和供应。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）房地产开发，建筑工程施工，木材经营加工，饮用水供应（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2017 年 6 月末，公司直接持股的全资或控股子公司 37 家，其中公司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”，股票代码为“300401”）。公司总部下设总裁办公室、人力资源部、财务管理部、报社、企业文化研究中心、信息管理部、车辆管理处、党群办等 18 个职能部门。截至 2017 年 6 月末，公司职工总数 4,218 人。

截至 2016 年末，公司资产总额 183.50 亿元，负债合计 99.36 亿元，所有者权益 84.14 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 76.76 亿元。2016 年，公司实现营业收入 180.51 亿元，净利润 21.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 20.67 亿元。2016 年，公司经营活动现金流量净额为 7.85 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.86 亿元。

截至 2017 年 6 月末，公司资产总额 185.14 亿元，负债合计 97.45 亿元，所有者权益 87.69 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 79.87 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 108.36 亿元，净利润 4.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.50 亿元。2017 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为 2.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.81 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会于 2016 年 12 月 12 日签发的“证监许可[2016]3064 号”文核准，公司获准公开发行面值不超过 21.00 亿元的公司债券。公司已于 2017 年 7 月 28 日发行“花园集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”，其中品种一、品种二分别发行 2.45 亿元和 1.37 亿元，债券简称分别为“17 花集 01”（债券代码：143211.SH）和“17 花集 02”（债券代码：143212.SH）。“17 花集 01”“17 花集 02”已于 2017 年 8 月 7 日在上海证券交易所上市交易。

本期债券名称为“花园集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券为不超过 8.59 亿元。本期债券分为两个品种，品种一期限为 3 年，债券存续期内第 1 个计息年度末及第 2 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二期限为 3 年，债券存续期内第 2 个计息年度末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券面值 100 元，按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券引入品种间回拨选择权，各品种发行规模间均可行使回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，但品种一和品种二的合计发行规模为不超过 8.59 亿元

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于补充营运资金及偿还公司债务。

三、行业分析

结合国家相关政策及自身现状，公司投资范围较广，现主要业务涉及建筑、铜加工、生物医药、商贸贸易四大产业板块，故下文将主要围绕这四大板块进行分析。

1. 建筑行业

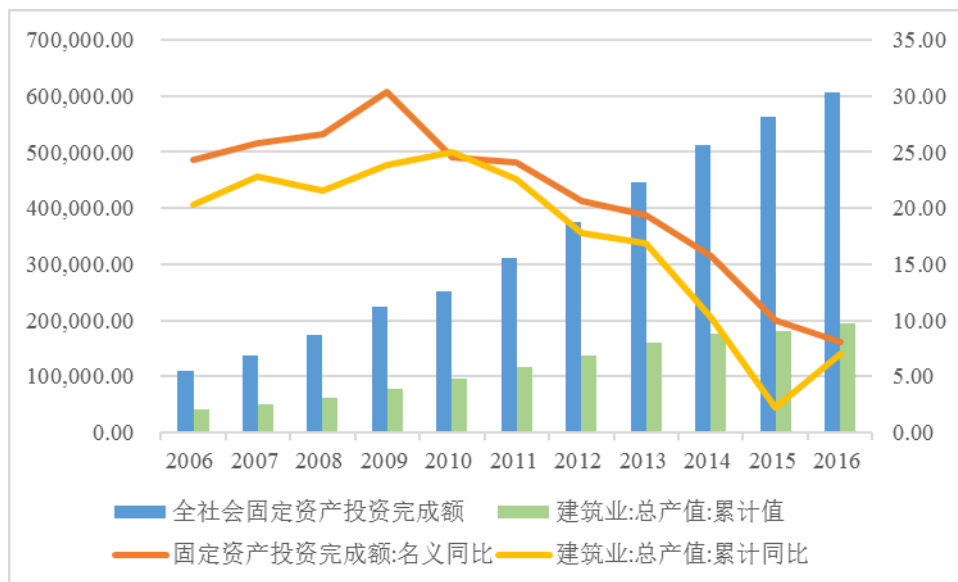
（1）行业概况

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。近年来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，受房地产投资增速下滑的影响，固定资产投资增速开始回落。

在投资驱动的影响下，近 10 年来我国建筑业总产值保持了逐年增长的态势。但建筑业总产值在经过 2006 年至 2011 年连续 6 年超过 20% 的高速增长后，增速步入下行区间，2015 年增速 2.3%，为近 10

年最低值。2016年建筑业总产值增速回升至7.09%，较上年有所提升。2016年全社会建筑业增加值49,522亿元，比上年增长6.6%；全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润6,745亿元，增长4.6%，其中国有控股企业实现利润1,879亿元，增长6.8%。

图2 2006~2016年我国全社会固定资产投资总额与建筑业总产值情况（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务，2016年中国房地产投资增速及新开工面积增速较上年有明显回升，全年房地产开发投资102,581亿元，较上年增长6.9%。此外，政府力推棚户区改造、铁路建设等基建投资项目，基建施工领域的发展也在一定程度上促进建筑行业的发展；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BT1、BOT2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。

总体看，我国建筑业产值在投资驱动的影响下保持了逐年增长的态势，但近年来增速面临下滑压力，2016年在房地产开发投资的带动下有所回升。建筑行业逐渐向施工领域及经营领域的多元化发展转变。

（2）行业需求

市政建设

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

近年来，随着城市发展和城市化进程的推进，城市供水、燃气、热力管网等市政设施不能有效满足城市发展的需要，城市垃圾无害化处理、污水处理设施不足，处理率低等问题依然存在，市政公用设施供需矛盾仍然比较突出，政府对城市市政公用基础设施的投资力度不断加大。2004年的城市市政公用基础设施固定投资增长率仅为5.54%，但从2005年开始，城市市政公用基础设施固定资产投资显著提高。2016年，全国基础设施投资118,878亿元，增长17.4%，占固定资产投资（不含农户）的比重为19.9%。其中重点领域投资保持较快增长，对生态保护和环境治理业、水利管理业、农林牧渔业投资分别比上年增长39.9%、20.4%和19.5%，分别快于全部投资31.8、12.3和11.4个百

¹ “建设—转让”（Build-Transfer）

² “建设—经营—转让”（Build-Operate-Transfer）

分点；新建高速铁路投产里程 1,903 公里，新改建高速公路里程 6,745 公里，新增光缆线路长度 554 万公里。

虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期。

总体看，大规模的基础设施建设将为建筑企业提供更广阔的成长空间和持续发展的有利条件。

民生工程

随着中国经济步入新常态，房地产行业已进入降速运行、提质增效的新阶段。2016 年，全国房地产开发投资完成额为 102,581 亿元，同比增长 6.9%，较 2015 年大幅提高；自 2011 年以来，全年房屋施工面积中，实行投标承包的房屋施工面积占比持续下降，2013 年下降至最低点为 79.9%；2014 年实行投标承包的房屋施工面积为 100.57 亿平方米，占全国房屋施工总面积的比重为 80.4%，比上年提高了 0.5 个百分点，比重持续下降的趋势出现扭转。2016 年，全国建筑业企业房屋施工面积 126.4 亿平方米，增长 2.0%，增速较上年有所回升。

在城镇保障性安居工程方面，2014 年，新开工建设城镇保障性安居工程房 740 万套，基本建成 511 万套。2015 年，全国城镇保障性安居工程计划新开工 740 万套（其中各类棚改 580 万套），基本建成 480 万套。2016 年，全国城镇棚户区住房改造开工 606 万套，棚户区改造和公租房基本建成 658 万套，全年全国农村地区建档立卡贫困户危房改造 158 万户。根据国务院工作安排，2015~2017 年，全国需要完成总计 1,800 万套城市棚户区改造工作，城镇棚户区改造成为民生、拉动经济增长的重要施政手段。

总体看，我国保障房市场仍将保持较大建设规模，棚户区改造也将带来大量房屋建设需求。

海外项目

近年来我国对外承包工程完成营业额持续增加。2015 年，我国对外承包业务完成营业额 1,540.7 亿美元，同比增长 8.2%，新签合同额 2,100.7 亿美元，同比增长 9.5%，首次突破 2,000 亿美元，带动设备材料出口 161.3 亿美元。2016 年，我国对外承包工程业务完成营业额 10,589 亿元，按美元计价为 1,594 亿美元，比上年增长 3.5%。其中，对“一带一路”沿线国家完成营业额 760 亿美元，增长 9.7%，占对外承包工程业务完成营业额比重为 47.7%。

我国政府的简政放权为企业“走出去”创造了更宽松的环境。当前中东欧地区、拉美地区等区域一体化发展诉求强烈，区域内改善基础设施互联互通的需求巨大，我国政府加大了和有关国家的协商和交涉的力度。商务部数据显示，中国迄今与 132 个国家签订了双边投资保护协定，与 100 多个国家建立了经贸联委会的机制，协商对外投资合作中的问题，同时也和 90 个国家签署了避免“双重征税”的协定，为中国企业“走出去”提供了有利环境。

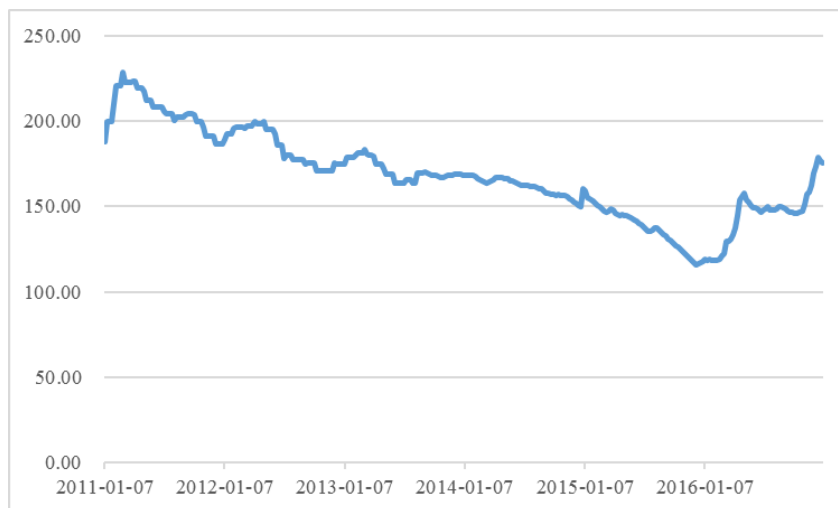
总体看，我国对外承包业务整体保持平稳增长态势，“一带一路”等政策的提出和实施为承包工程业务提供了新的便利条件。

（3）上游原材料

钢材和水泥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。2014~2015 年，钢材价格延续了震荡走低的态势。钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行，2015 年 5~12 月，钢价直线探底跌破 2,000 元/吨；2015 年 12 月至 2016 年 4 月中旬，国内钢价大幅反弹，直创历史新高，4 月中旬，钢价回归近一年历史峰值，达到 3,000 元/吨；5 月下旬后，钢价呈现出区间震荡的态势，到 6 月底钢价开始连续反弹，同时供给端在全国范围内环保督查、G20 峰会、唐山限产等因素影响下出现下降，推动钢价连续上扬；10

月份在需求好转以及双焦暴涨等因素影响下，钢价快速上涨；11月以来，钢价在小幅回调后再次上行，临近年底，在雾霾天气改善，钢铁生产企业限产令解除，叠加需求淡季来临的背景下，钢价出现明显回调。整体看，2016年钢铁价格较上年出现大幅上涨。

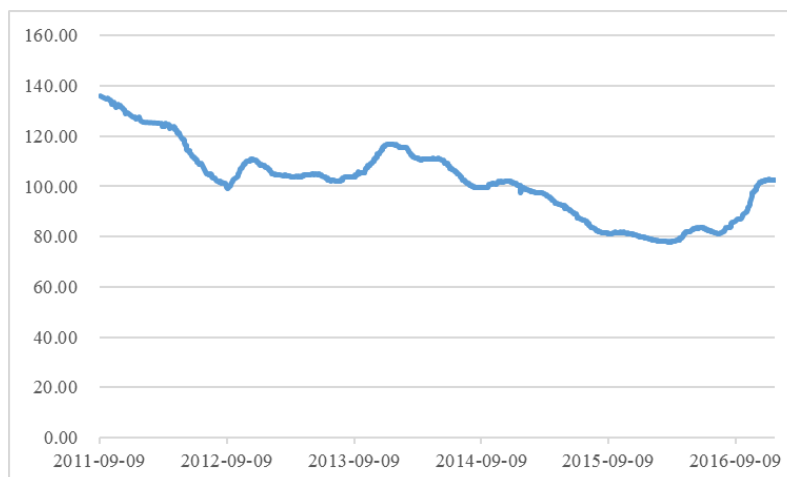
图3 2011~2016年全球钢铁价格指数（单位：%）



资料来源：wind 资讯

进入2014年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势。2015年，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，从时间点上看，上半年因延续2014年底走势，加上对上半年需求较差早有预期，价格也保持在285元/吨中等水平。进入下半年，由于市场需求不及预期，未出现明显好转迹象，企业间竞争愈演愈烈，致使价格不断下跌，水泥价格指数从年初的99.80点下跌至年末的79.61点，累计跌幅达20.23%，较2014年跌幅进一步加深。2016年，水泥市场表现超预期，没有延续2015年下行走势。进入4月份，随着北方地区需求与生产的陆续恢复，全国大规模行情启动已现，各地在前期价格低迷的基础上不断上调水泥价格；8月份以后，价格更是直线攀升，根据数字水泥网监测，2016年全国PO42.5散装水泥市场价格由年初最低的244元/吨回升至12月份的337元/吨，总计上涨93元/吨，涨幅达37%。

图4 2011~2016年全国水泥价格指数（单位：%）



资料来源：wind 资讯

总体看，近年来钢材和水泥价格波动下降，但近期受产能去化及需求增加影响，价格出现反弹，不利于建筑企业对于成本的控制。

（4）行业竞争

建筑行业是改革开放后市场化较早的行业，进入壁垒较低，企业规模分布呈现“金字塔”状，即极少量大型企业、少量中型企业和众多小型微型企业并存。2016年，全国共新增特资质企业65家，增加幅度达到85.71%。截至2016年12月31日，全国特级资质企业总数达398家，共拥有454个特级资质项；同时拥有三个特级资质项的企业，由2015年的2家，增加到13家；拥有双特资质的企业30家，同2015年相比减少1家。

中国建筑市场存在五类参与者：央企巨头、区域龙头、江浙民营企业、外资巨头以及众多中小建筑企业。从总体上来看，占据较大市场份额的是具备技术、管理、装备优势和拥有特资质的大型建筑企业。发达地区建筑强省的大中型建筑企业也占有一定的市场份额，他们主要承揽地区性大中型工程。其他中小企业则主要承担劳务分包、部分专业分包业务及小型工程。具体情况见下表。

表1 中国建筑行业格局

企业类型	代表企业	经营状况
央企巨头	中国中铁	中国工程建设市场的领导者，基本上都入围世界500强，在国际承包市场上也有一席之地
	中国铁建	
	中国建筑	
	中交建	
	中冶科工	
	中国水电	
江浙领军企业	南通二建	灵活的经营模式，规模迅速做大，同时较早布局全国，并逐步走向国际。外向性极强，省外施工业务收入占全部业务收入的50%以上
	广厦建设	
	中天建设	
	浙江建投	
	苏中建设	
区域龙头	浦东建设	在所在区域具有绝对性优势，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力
	上海建工	
	北京建工	
	隧道股份	
	龙元建设	
外资建筑巨头	日本清水（Shimizu）	占有国内高端市场，业务主要是总承包（EPC）和项目管理承包（MPC）
	瑞典斯堪雅（Skanska）	
众多中小建筑企业	--	依靠中国巨大的廉价劳动力资源，依靠价格战获取项目，生存困难。也有部分特色的专业承包企业，因为定位聚焦，发展迅速

资料来源：公开数据整理

从各业务领域的竞争情况来看，普通房屋建筑工程市场集中度最低，竞争极其激烈；公共建筑及高层、超高层建筑工程市场，整体集中度适中，存在一定区域性垄断；矿山建筑工程市场，集中度较高，存在部门垄断；铁路、公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程，集中度高，存在部门和寡头垄断；而建筑安装工程与装饰装修工程，市场集中度较低，竞争较为激烈。

在建筑行业的竞争模式上，随着建筑业固定资产投资的主体多元化、资金多渠道等特征的出现，施工企业参与市场竞争的经营模式随之改变，建筑行业的竞争模式由施工承包、施工总承包到设计

施工总承包、BT、BOT 项目运营承包方式演变，建筑业的横向分割被打破，综合性的 EPC³、BOT、BT、BOOT⁴、CM⁵、PMC⁶、PPP⁷等模式在建筑业市场的比重逐步上升，利润重心向前端的项目开发和后端的运营转移。

总体看，建筑行业企业数量众多，行业竞争激烈，但各领域竞争程度存在差异；随着建筑市场的放量增长，建筑业的竞争模式也出现了多元化发展。

（5）行业政策

随着宏观经济进入新常态，中国建筑业进入个位数增长时代。在房地产去库存压力大的背景下，地产调控政策利好频出，新型城镇化建设起航。在中央稳增长的定调下，民间投资助推交通建设新规划，区域经济投资加码，“一带一路”、“长江经济带”开启新型战略布局，行业综合发展方案、建筑业现代化建设持续推进，PPP、BIM⁸、绿色建筑、海绵城市等新型政策为建筑业发展释放出新的发展活力。

简政放权，审批权限下放：2014 年 7 月，住建部发布《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》，指出简政放权为发展目标，开放市场，坚持放管并重，消除市场壁垒，构建统一开放、竞争有序、诚信守法、监管有力的全国建筑市场体系。工作重心由“重审批，轻监管”转变为“淡化前置管理，重视事中和事后监管”，宽进严管。

新版资质标准出台：2014 年 11 月，住建部在官网发布《住房城乡建设部关于印发<建筑业企业资质标准>的通知》，新资质标准中的专业承包资质由原先的 60 项减少为 36 项。另外各类别二级企业资质对一级建造师数量要求明显增加；各类别三级企业资质由三级项目经理证改为注册建造师。2016 年 10 月，为进一步推进简政放权、放管结合、优化服务改革，住建部发布了《住房城乡建设部关于简化建筑业企业资质标准部分指标的通知》，进一步简化《建筑业企业资质标准》（建市[2014]159 号）中的相关指标。

“营改增”全面推开：2016 年 3 月，财政部、国家税务总局向社会公布了《营业税改征增值税试点实施办法》。经国务院批准，自 2016 年 5 月 1 日起，在全国范围内全面推开营改增试点，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人纳入试点范围，由缴纳营业税改为缴纳增值税。

“营改增”后，建筑业纳税人将分为增值税一般纳税人（年销售收入 500 万元以上及其他符合规定的纳税人）和小规模纳税人。一般纳税人税率为 11%，小规模纳税人及选择适用简易计税方法的一般纳税人税率为 3%。

基金投资政策支持力度加大：2014 年 9 月，国务院发布《关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》。长江经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州 11 个省市，面积约 205 万平方公里，人口和生产总值均超过全国的 40%。四川、重庆、安徽、江西、湖南等长江沿线省份目前都已出台推进长江经济带建设实施意见，推出系列交通基建项目。2015 年 3 月，国家发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，“一带一路”的新型战略布局将为建筑业带来新的发展机遇。2015 年一季度，国家发改委共批复 9 个基建项目，分别涉及铁路、公路、城市轨道交通和航道建设，总投资超过 1,142 亿元。进入二季度，国家发改委对基建项目审批的速度明显加快。4 月 27 日，批复新

³ “设计、采购、施工总承包”（Engineer-Procure-Construct）

⁴ “建设-拥有-经营-转让”（Build-Own-Operate-Transfer）

⁵ “施工-管理”（Construct-Management）

⁶ “项目管理承包”（Project-Management-Construct）

⁷ “公私合营模式”（Public-Private partnership）

⁸ 建筑信息模型（BIM）：已建筑工程项目的各项相关信息数据作为模型的基础，进行建筑模型的建立，通过数字信息仿真模拟建筑物所具有的真实信息。

建重庆巫山和内蒙古乌兰察布两个民用机场及湘江二级航道二期工程，项目总投资 51.59 亿元。5 月份以来，稳投资的政策呈现加码势头。2016 年 9 月，国家发改委公开推介第三批 PPP 项目，包括传统基础设施 PPP 项目 1,233 个，总投资约 2.14 万亿元，涉及能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程等七个领域。

PPP 项目加速：国家发改委和国开行 2015 年 3 月 17 日发布的《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》要求，各地要加强协调，积极引入外资企业、民营企业、中央企业、地方国企等各类市场主体，灵活运用基金投资、银行贷款、发行债券等各类金融工具，推进建立期限匹配、成本适当以及多元可持续的 PPP 项目资金保障机制。除金融支持外，PPP 发展也要有健全的法律法规予以保障。4 月 21 日，国务院常务会议审议通过了发改委会同有关部门研究起草的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》。2016 年 9 月，财政部以财金[2016]92 号印发《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》，对公共服务领域 PPP 项目的识别论证、项目政府采购管理、项目财政预算管理、项目资产负债管理及监督管理进行了规定。2016 年 12 月，国家发改委、中国证监会联合发布《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》，通知拟让 PPP 项目经过资产证券化后，盘活资金、增加流动性，缓解政府和 PPP 社会资本方的资金压力。

总体看，我国建筑行业处于政策调整期，在国家稳增长的宏观调控下，特别是 PPP 项目的逐步推进及落地实施，建筑业将可能迎来新的发展机遇。

（6）行业关注

行业内竞争激烈挤压利润空间

国内建筑业市场容纳了为数众多的建筑企业，这些企业平均规模较小，行业准入壁垒低并且竞争激烈，由此不可避免地产生了行业自律性差和无序竞争的局面。大多数建筑企业相似的业务和经营管理模式，导致垫资施工、拖欠工程款等现象屡有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场尚未完全建立，导致国内建筑行业利润水平较低。

原材料和劳动力价格波动对成本影响较大

建筑工程所需钢材、水泥等原材料占生产成本 60% 以上。近年来钢材和水泥价格波动幅度较大，对行业内成本控制造成一定压力。同时，建筑业对劳动力的需求量大，近年来全国劳动力的地域性和产业性转移、社会老龄化速度加快、生活成本提高等因素，增加了建筑业的劳动力成本。

流动资金压力大

建筑企业利润率较低，使得自身资金积累有限，而承包的工程项目投资规模较大，企业招投标过程中的保证金要求、垫资施工、建设周期长和工程拖欠等均需要大规模的资金支持。因此我国建筑施工企业负债水平居高不下，持续面临还本付息和再融资压力。同时低利润和高负债也制约了建筑施工企业在设备更新、技术改造等方面的投入和可持续发展能力的提高。

（7）行业发展

建筑业发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动行业增长。2011 年以来，随中国经济从上年强劲复苏的增长高点回落，宏观经济进入下行通道；同时高通胀压力下政府主导的基建投资增速放缓；房地产调控政策持续从紧，政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓，短期来看，建筑行业发展下滑风险进一步增大。

从长远来看，在中国城镇化和工业化进程不断加快的背景下，全社会固定资产投资将继续保持高位运营，为建筑类企业提供广阔的成长空间和持续发展的有利外部环境。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。随着中国城市化进程的加快，市政基础设施建设

投资在全国固定资产投资的比重逐年上升。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的基础设施建设将为建筑企业提供广阔的成长空间和持续发展的有利条件。

工业化方面，目前中国基础设施水平依旧不高，尤其以区域不平衡更为明显。2009年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。2015年，为避免经济过快放缓，政府推行“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略作为保增长的重要着力点。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

总体看，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，以及房地产投资继续下滑，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。

2. 铜加工行业

铜产品制造行业（铜加工业）是国民经济中的一个重要部门。铜及铜合金作为人类历史上最早使用的金属材料，广泛应用于电力、家用电器、汽车、建筑、电子仪器仪表、国防、交通运输、海洋工程等行业。铜产品制造行业根据产品形状可细分为铜管材、铜板带材、铜箔材、铜棒材、铜型材、铜线材等子行业，其中铜管材、铜棒材均属于铜产品制造业中发展较快的细分行业。加入WTO后，我国铜产品制造业的国际竞争能力迅速提高，铜产品进出口贸易活跃，目前中国已经成为世界最大的铜及铜合金产品生产及消费国家。

中国铜加工业在近十年产能迅速扩大，随着近年新建项目相继投产，铜加工产能新增明显。目前我国的铜加工企业数量众多、生产规模小，目前全国共有1,300多家铜加工材生产企业，但产量大于10万吨的企业只有8家。铜加工企业生产集中度不高，亟待开展整顿、兼并与重组，尤其是在目前世界经济前景不容乐观、对铜加工工业的影响负面占主导的背景下。铜板带生产方面，截至2015年底，全国铜板带产能约400万吨，其中高精带产能不足30%。同时，国外铜加工企业也在不断抢占中国市场，导致市场竞争激烈，也进一步压缩企业盈利空间。

下游方面，我国铜下游消费领域主要分布在电力、空调、建筑、交通运输、家电等行业。铜板、带材作为铜加工材的重要品种，广泛应用于电子、电气、轻工、仪器仪表、机械制造、交通能源等各个领域，其消费量占铜加工材总消费量的20%左右。目前国内铜板带产品结构可概括为：数量增长快，总体质量普通多，中档少，高档缺，结构性过剩现象严重。高精度及铜合金板带材是我国铜加工领域中重要的经济增长点，从产品质量需求分析，铜板带材将向高质量、高精度、高表面，超薄、高效和满足特种需求方向发展。由此导致行业内的产品结构调整和产业升级，普通铜板带材市场竞争较为激烈，而引线框架铜带、变压器带、电缆带、水箱带、连接器铜带、锡磷青铜带等均不同程度地存在着供不应求的局面。我国铜板带材的消费水平与世界发达国家相比还有较大的差距。金融危机以来，中国铜加工企业所面临的最普遍的问题是市场萎缩。从2008年9月份起，市场需求开始下滑，平均萎缩约30~50%；其中以板带企业最为明显，需求减少约30~40%，目前我国铜板带市场需求约为300万吨左右，与400万吨的产能相比，产能过剩现象严重，尤其是中低档品种的产能目前较大部分处于停产状态，现在实际开工产能基本保持在300万吨左右，但高精度铜板带仍有一定的市场发展空间。此外，由于纯铜价格高等原因，铜铝合成材料有代替纯铜的趋势；铜加工企

业当前突出需要解决的问题是如何节省成本，减少亏损。

行业政策方面，铜加工业隶属于有色金属压延加工业，细分行业隶属于铜加工行业。中国铜加工业政策的基本原则是：积极利用国内外两种资源，实施开发与节约并举，积极鼓励铜产品向高精度、新材料、深加工方向发展，加快产业结构调整与优化升级，并鼓励废杂金属回收利用，大力发展循环经济，实现铜加工业的可持续发展。满足国民经济增长对铜产品不断增长的需求。

总体看，铜加工行业作为资金及技术密集型行业，行业竞争相对激烈，进入壁垒相对较高，行业政策相对完善。

3. 生物医药行业

医药产业是世界上增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业具有抵御经济周期风险的能力较强，高风险高投入的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

根据 2008 年国务院发布的《中国的药品安全监管状况》白皮书，1999 年以来，医药制造业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。1998~2004 年中国医药工业总产值年复合增长率达到 17.50%，高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点。2005~2006 年，医药工业加大改革，加快了结构调整步伐。2007~2008 年医药制造业进入高速发展阶段。2009 年，受全球金融危机影响，医药工业总产值增速略有下滑，但依然保持了 21.02% 的较高增速。2010~2013 年，医药工业总产值持续高速增长，分别为 1.19 万亿元、1.57 万亿元和 1.88 万亿元，增速均在 20.00% 左右；2014 年以后医药工业产值增速有所放缓，2014~2015 年分别实现医药工业总产值 2.58 万亿元和 2.80 万亿元，增速分别为 15.70% 和 11.80%。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，以及新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，行业营业收入规模不断增长，销售利润率较为稳定，但近两年受医保控费、招标限价等政策措施影响，行业增速有所下滑。2016 年，中国医药制造业实现主营业务收入 28,062.90 亿元，同比增长 9.70%，利润总额 3,002.90 亿元，同比增长 13.90%，增长仍保持较高水平。

表2 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年 1~10 月		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	20,592.93	2,071.67	10.06	23,325.61	2,322.20	9.96	20,379.97	2,039.42	10.01
化学药品原药制造	3,819.88	284.74	7.45	4,240.35	311.82	7.35	3,689.12	262.84	7.12
化学药品制剂制造	5,730.93	639.40	11.16	6,303.71	733.92	11.64	5,548.47	646.00	11.64
中药饮片加工	1,259.35	94.18	7.48	1,495.63	105.25	7.04	1,342.89	95.01	7.08
中成药制造	5,064.98	538.43	10.63	5,806.46	597.93	10.30	4,866.96	506.01	10.40

资料来源：国家统计局

细分行业方面，从 2012~2014 年增长速度看，生物生化制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长收入规模年均保持在 20.00% 以上；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造利润率较高，化学药品原药制造和中药饮片加

工销售利润率偏低，盈利能力较差。近年来，医药行业效益有所分化，中成药制造作者总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益将呈现较好的发展态势。

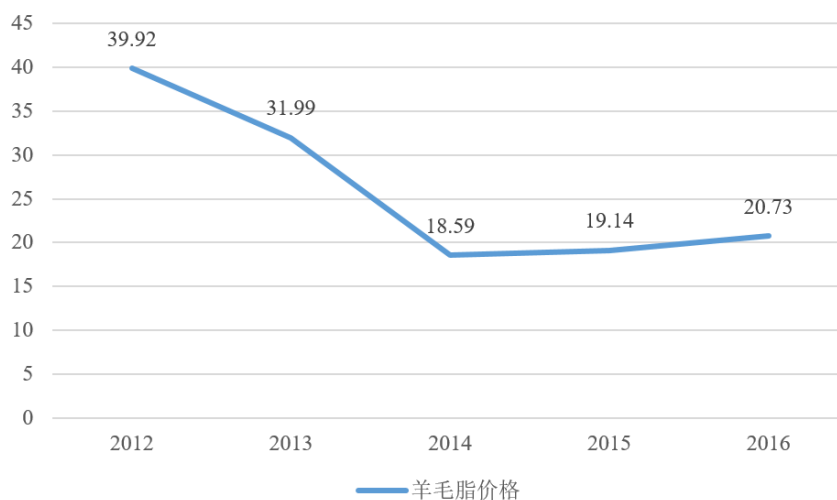
维生素 D3⁹子行业

维生素D3属于维生素类较小的品种，是人与动物生长、发育、繁殖、维持生命和保持健康必不可少的一种脂溶性维生素，不能直接发挥作用，必须在生物体内转化为最终活性物质1 α , 25-羟基维生素D3（又称全活性维生素D3）才能发挥生理作用，其最基本的功能是促进肠道钙、磷的吸收，促进骨骼的钙化，因此维生素D3被广泛用于饲料添加剂¹⁰、食品添加剂¹¹、营养保健品和药品中。

上游原料

维生素 D3 生产的主要原料为胆固醇¹²，而生产胆固醇的主要原材料 60%是羊毛脂¹³。羊毛脂是一种附属于羊毛上的脂肪状动物脂酯，是由羊的皮脂腺中分泌出来的一种天然物质，主要从洗涤羊毛的废液中提取，该物质经精加工后，作为重要的化工原料，被广泛运用于医药、化妆品、纺织、皮革等行业。2007 年以来，羊毛脂价格持续上涨，从 2007 年的 14.45 元/公斤一度上涨到 2012 年 39.92 元/斤，涨幅达 176.26%；2012~2015 年，羊毛脂价格急转直下，从 2012 年 39.92 元/斤急剧下降至 2015 年的 19.14 元/斤，降幅达 52.05%；2016 年 20.7 元/公斤，略有回升。

图 5 2012~2016 年羊毛脂价格变化情况（单位：元/斤）



资料来源：联合评级整理

总体看，羊毛脂价格波动幅度较大，给生产厂商的成本造成了较大压力，对行业内中小企业生产经营产生一定的负面影响。

下游需求

2010年之前，维生素D3价格较高，吸引了较多竞争者进入，之后价格开始大幅下滑，不少企业

⁹ 活性的 7-脱氢胆固醇。由 7-脱氢胆固醇经紫外线照射后生成，实际上它是一种激素原，本身无活性，需先在肝脏中代谢成 25-羟基胆固醇，再在肾脏进一步羟基化后才有活性。

¹⁰ 是指在饲料生产加工、使用过程中添加的少量或微量物质，在饲料中用量很少但作用显著。

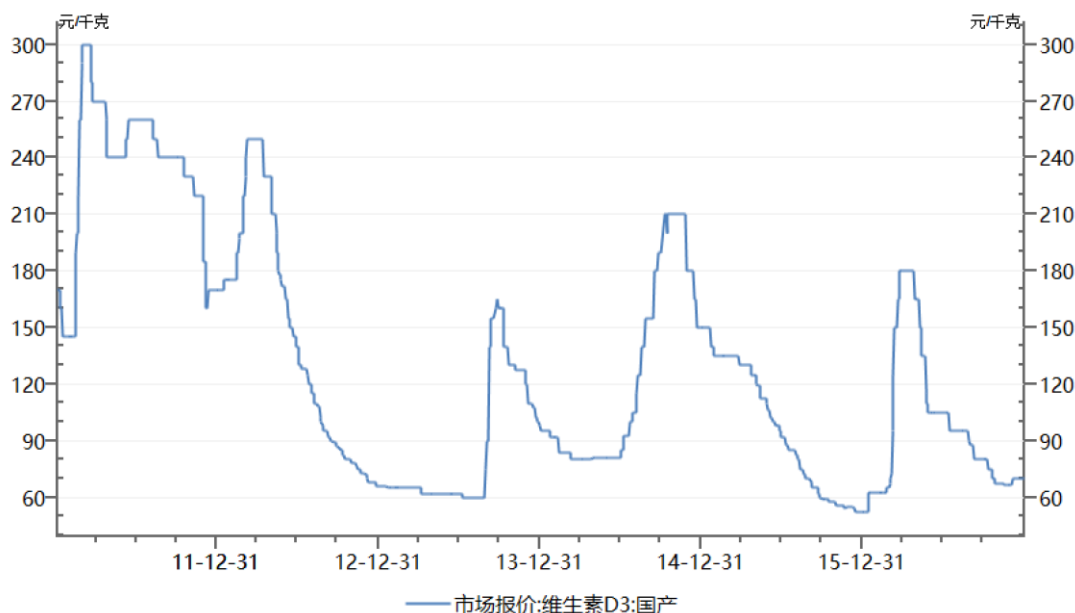
¹¹ 是为改善食品色、香、味等品质，以及为防腐和加工工艺的需要而加入食品中的化学物质或者天然物质。

¹² 学名：5-胆烯-3- β -醇。在类固醇核的 C-3 上连接一羟基，而在 C-17 位上接有一条八碳或更多碳原子的脂族侧链。是由乙酰辅酶 A 通过异戊二烯单位的缩合反应而合成，可作为胆酸和类固醇激素的前体。

¹³ 由 30 多种高分子脂族、类固醇与三类萜的醇生成的酯和多酯以及相同数目的脂肪酸组成。沉积在羊毛纤维上的绵羊皮脂腺的脂肪样分泌物。

选择退出市场。维生素D3价格于2012年达到60.00元/千克的低点，2013年8月后维生素D3价格大幅上涨，最高上涨至180.00元/千克。价格反弹的原因主要是由于部分生产企业停产技改以及下游饲料行业的快速复苏导致终端库存减少。2013年9月后~2014年底，维生素D3价格继续大幅震荡，最低下跌至80.00元/千克，最高上涨至210.00元/千克。2015年，维生素D3价格从140元/千克持续下跌至52.00元/千克，在经历了长达一年的下跌后，2016年1~5月份，维生素D3价格开始上涨，但6月份后价格大幅下跌，截至2016年底跌至70元/千克。

图6 2011~2016年国产维生素D3价格变化情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

维生素 D3 主要应用于饲料添加剂、食品添加剂和医药保健品行业，目前 70%是应用于饲料添加剂。我国已在饲料中强制添加维生素 D3，而国外发达国家要求在饲料、食品和保健品中都要求强制添加。

总体看，维生素 D3 的需求量受下游产业影响，价格波动幅度较大。

行业竞争

目前，全球维生素 D3 市场形成了几家较大的生产厂商。公司是全球最大的维生素生产供应商，产能比较稳定。公司国内主要竞争对手以台州市海盛化工有限公司为主，国际竞争对手主要是以荷兰帝斯曼集团和德国巴斯夫股份有限公司为主。

行业发展

国家“十三五”发展规划将生物医药作为重点突破领域，提出要大力支持生物技术，促进生物医药发展。我国生物医药产业面临着广阔的市场，并得到了较大的政策支持，生物医药产业成为当前最活跃、发展最快的产业之一。根据艾美仕（IMS）预测，到 2020 年我国将成为全球第二大生物医药市场，届时将形成一个年产值 6,000~8,000 亿元的市场。

总体看，我国医药制造业前景广阔，维生素 D3 行业具有较明显的寡头垄断特征。维生素 D3 企业受上游原材料价格波动影响较大，存在一定的价格风险；随着下游随着维生素 D3 产品价格趋于稳定，行业盈利能力有望提升。

4. 贸易行业

(1) 行业概况

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 年全球经济总体复苏乏力, 前景艰难曲折, 国内经济下行压力较大, 对外贸易发展进入新常态, 贸易形势略有改善。2016 年, 我国货物贸易进出口总值 24.33 万亿元人民币, 较上年下降 0.9%。其中, 出口 13.85 万亿元, 下降 1.9%; 进口 10.49 万亿元, 增长 0.6%; 进出口差额(出口减进口) 3.35 万亿元, 比上年减少 0.33 亿元。虽然进出口贸易总额出现下滑, 但我国进出口贸易方式、产品结构及市场结构进一步优化, 一般贸易比重进一步上升。据海关总署统计, 2016 年, 一般贸易进出口总额为 13.40 万亿元, 同比上升 0.92%, 占我国进出口总值的 55.06%, 比上年提高 1.02 个百分点, 反映出我国贸易方式的优化; 贸易产品结构上, 机电产品出口持续增长, 传统劳动密集型产品出口有所下降。2016 年, 我国机电产品进出口 13.08 万亿元, 同比下降 0.55%, 占外贸进出口 53.74%; 多元化市场战略出现成效, 从近几年的发展状况来看, 对欧盟、美国还有日本等传统市场相对出口比重有所下降, 对部分新兴市场和“一带一路”沿线国家出口增势良好。

国内贸易方面, 2011 年以来, 国内贸易保持了稳定增长的发展势头, 但是增速逐年放缓。根据国家统计局数据显示, 2016 年, 社会消费品零售总额 332,316 亿元, 较上年增长 10.4%, 扣除价格因素, 实际增长 9.6%。按经营地统计, 城镇消费品零售额 285,814 亿元, 较上年增长 10.4%; 乡村消费品零售额 46,503 亿元, 较上年增长 10.9%。按消费形态统计, 商品零售额 296,518 亿元, 较上年增长 10.4%; 餐饮收入额 35,799 亿元, 较上年增长 10.8%。

总体看, 目前, 全球经济依旧处于深度调整之中, 前景仍不明朗, 国内经济面临下行压力, 但对外贸易发展质量效益有所改善, 总体稳中趋好, 发展进入新常态, 对内贸易规模增速逐渐趋稳, 未来随着中国产业转型和产能优化, 国内贸易将不断优化发展。

(2) 行业竞争

对外贸易方面, 目前我国面对东南亚等新兴市场的低成本竞争时已不具备成本优势, 人民币升值不断削弱我国商品出口的竞争力, 劳动力、土地等要素成本价也处于上升阶段, 这会对我国外贸行业未来发展造成较大影响。其次, 目前我国企业普遍存在劳动力缺口, 工人工作效率较低, 随意性强, 人员流动性大, 增加了企业的管理成本。

国内贸易方面, 近年来, 虽然国家政策支持扩大消费需求, 但内需增长较之前有所放缓。另外, 部分产业供过于求矛盾凸显, 传统制造业产能普遍过剩, 行业利润大幅下滑, 中小企业普遍经营困难, 对进出口增长产生一定抑制; 同时, 人民群众生活水平显著提高, 居民消费结构不断升级, 对国内贸易优化结构与布局提出了新要求; 资源环境约束日趋强化, 资金、土地、劳动力等要素成本上升, 国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强; 国际国内市场联系更加紧密, 国内贸易领域的市场竞争更加激烈, 维护市场秩序的任务更加艰巨; 部分大宗商品较多依赖进口, 受国际市场价格影响较大, 市场调控难度增大。

总体看, 近年来, 我国商品出口成本上升, 对外贸易竞争优势不断弱化, 而国内贸易环境竞争激烈, 产能过剩导致价格波动幅度增大, 无论是对外贸易还是国内贸易, 市场环境的变化都要求企业加快转变发展方式, 提高自身市场竞争力。

(3) 行业关注

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济内外均衡和经济增长的重要保证, 汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。为推进汇率改革, 促进对外贸易进一步趋于平衡, 中国人民

银行宣布自 2015 年 8 月 11 日，中国人民银行实行中间价报价机制，扩大人民币汇率波动幅度，人民币兑美元汇率此后大幅波动，仅 8 月 11 日到 8 月 13 日人民币兑美元中间价贬值约 2.93%，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲。自 2015 年以来，随着世界经济的动荡，人民币纳入 SDR，其贬值幅度较大，尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入，但给外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

未来，随着美联储逐步退出量化宽松政策，全球经济面临着新的风险，国际债券市场和外汇市场将面临冲击。在美联储加息预期增强、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性将更加明显，外贸经营企业将继续面临汇率波动风险。

缺乏统一、权威、专业性的国内贸易促进机构

长期以来，中国国际贸易促进委员会专门负责我国对外贸易促进工作，在对外贸易促进中发挥了很大作用，在相当长的发展过程中形成了比较高的权威性、专业性。虽然由于行政体制改革的原因，国际贸易促进委员会目前的职能定位和机构性质比较模糊，但它仍承担着大量的对外贸易事务性、促进性工作。相比之下，国内贸易领域缺乏这样的统一、权威、专业性的促进机构。

外部贸易环境日趋复杂

2016 年，共有 27 个经济体对中国发起贸易救济调查 119 起，较上年增加 21 起，增幅为 21.43%，其中，反倾销 91 起，较上年增加 19 起，增幅达 26.39%，反补贴 19 起，较上年增加 10 起，降幅达 111.11%，保障措施 9 起，较上年减少 8 起，降幅达 47.06%。未来几年，世界经济复苏依然缓慢，国际贸易保护主义乘机抬头，我国经济发展形势依然严峻复杂和国内市场竞争加剧等因素相互叠加，中国产品遭遇国外贸易救济调查及其他贸易壁垒案件数仍将维持高位。

总体看，由于受到当前世界经济复苏乏力，美联储加息政策及人民币汇率市场化改革的影响，对外贸易中面临一定的汇率风险，同时世界经济复苏乏力也使各国偏向采取以邻为壑的贸易政策，进一步增加了对外贸易的风险。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是全国大型企业集团，是全国文明乡镇企业和国家高新技术企业，名列“中国上规模民营企业 500 强”、“中国大企业集团竞争力 500 强第 141 位”、“2009 浙商全国 500 强第 143 位”、“中国企业自主创新第 55 位”、“浙江省制造业百强企业第 27 位”，荣获“全国优秀乡镇企业开拓创新奖”、“全国新型城镇化突出贡献奖”及“全省百家转型升级引领示范企业”等荣誉。在全国工商联发布的 2015 年中国民营企业 500 强排行榜中名列 353 位。在全国工商联发布的 2016 年中国民营企业 500 强排行榜中名列 313 位。公司 2016 年名列中国民企制造业 500 强第 189 名，浙江省百强企业第 77 位，同时还入围浙江省制造业百强企业以及浙江省成长性最快百强企业，成为浙江东阳唯一一家同时入选以上榜单的企业。

建筑施工方面，公司拥有房屋建筑施工总承包一级资质和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；通过了 ISO9001:2000 质量管理体系、ISO14001:2004 环境管理体系、GB/T28001 职工健康安全管理体系认证；公司现有高、中、初级各类专业技术职称人员 500 余人，其中一级建造师 17 人，高级职称 13 人，各技术工种和特殊工种全部实行持证上岗。

医药方面，维生素 D3 系列产品是公司的核心产品，其独特的生产工艺达到国际先进水平，并拥有自主知识产权。公司目前是全球最大的维生素 D3 生产销售基地，2016 年产能约占全球供给的

50%左右；并于 2007 年参与制定了维生素 D3 油的行业标准，目前正在推动和参与食品添加剂维生素 D3 标准制订工作，在行业标准的制订上有一定话语权。维生素 D3 项目是“国家重点火炬计划项目”、“国家重点技术创新项目”以及“国家高科技产业化示范工程项目”；“花园”牌维生素 D3 是与中科院产学研结合的产物，生产技术和生产工艺处于国际领先水平，荣获“国家科技进步二等奖”和“中石化协会科技进步一等奖”。公司在国内维生素 D3 行业内率先通过了欧盟食品认证 FAMI-QS、ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、HACCP 食品安全管理体系 ISO/DIS22000、犹太食品认证 OU KOSHER、清真食品认证 HALAL、职业健康安全管理体系 OHSAS18001。经过 10 多年的积累，公司“Garden”品牌在饲料、食品、医药保健等行业已经具有较高的知名度。

铜加工方面，公司子公司浙江花园铜业有限公司荣获浙江省名牌产品、金华市著名商标称号，其目前建设的年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带生产线被列入浙江省《2012 年重点建设项目名单》。该项目是近年来中国有色金属加工行业起点最高、投资最大、幅面最宽的铜板带加工项目，被列入 2014 年度国家火炬计划项目、浙江省重大工业化项目。

市场商贸方面，公司所拥有的红木家具市场是目前我国最大的专业展示批发市场的开发商之一，拥有花园红木家具市场一期至五期市场群，在全国乃至全球确立了红木家具专业批发市场和红木产业集聚地的地位。截至 2017 年 6 月末，公司拥有市场经营面积 30.61 万平方米、商铺 1,432 个、入驻红木品牌经营户 1,800 余户，商铺出租率 100%。目前，全国各地 1,800 余家生产企业、上百个知名品牌、数万种红木家具及木质工艺品常年在市场内展示。

新材料方面，公司自 2015 年开始自主研发以难燃纸蜂窝芯板为芯材，不燃板材为面板，经过粘结、加压而成的复合墙板¹⁴。该产品系国内首创，具有保温节能、重量轻、施工速度快、防火防水、隔音、抗震性高等多种优越功能。公司作为第二主编单位参与《建筑用纸蜂窝复合墙板国家行业标准》的编制，该标准于 2016 年 7 月已在国家工程建设标准化信息网挂网公示征求意见，目前征求意见阶段已基本结束并于 2016 年 12 月将征求到的相关意见反馈到住建部标准定额司做最后修改，有望于 2017 年下半年正式公布。

总体看，作为实力较强的民营企业，公司在建筑施工、生物医药等领域具备一定竞争优势；公司自主研发的新型蜂窝型建筑材料符合国家对装配式建筑及建筑工业化政策，未来有望成为公司新的增长点。

2. 研发与创新

公司通过与科研机构合作以及加大自身研发平台投入，取得了一系列达到国际先进水平的技术成果。公司现有核心技术主要包括维生素 D3 生产工艺、NF 级胆固醇生产工艺及 25-羟基维生素 D3 生产工艺，其中 25-羟基维生素 D3 生产工艺是公司的原始创新项目，2008 年申请三项发明专利，目前该技术已达到国际先进水平。

公司现有七家研发中心，其中包括四家省市级研发中心，拥有研发人员 138 人，其中博士 4 人，硕士 11 人，均具有丰富的实践经验和较高的研发创新能力，并与中科院等科研院所保持密切合作关系。

¹⁴该种新型建筑材料符合国家及各省对于装配式建筑以及建筑工业化政策，其中，浙江省出台了提高装配式建筑覆盖面的大力度政策，要求政府投资工程全面应用装配式技术建设，保障性住房项目全部实施装配式建造。2017 年 1 月 1 日起，杭州、宁波、绍兴中心城区出让或划拨土地上的新建项目全部实施装配式建造，到 2020 年，实现装配式建筑占新建建筑比例达 30%。同时根据财政部、国税总局【2015】73 号《关于新型墙体材料增值税政策的通知》，对新型墙体材料实行增值税即征即退 50%的政策，将极大地促进该产品的应用和推广。后续更可借此实现公司内部新材料与建筑施工的业务联动，带动建筑施工的产业升级转型。

表 3 公司研发中心基本情况

公司名称	研发中心	级别
浙江花园生物高科股份有限公司	花园高科维生素 D3 系列产品科技研发中心	省级
杭州下沙生物科技有限公司	下沙生物科技省级高新技术企业研究开发中心	省级
浙江花园药业有限公司	金华市花园药业高新技术研究开发中心	地市级
浙江花园农业发展有限公司	浙江花园优质安全高效蔬果科技研发中心	省级
浙江花园金波科技股份有限公司	东阳市花园电子波纹管技术研究开发中心	县市级
浙江花园铜业有限公司	东阳市昌兴铜合金技术研究开发中心	县市级
花园新材料股份有限公司	花园新材料新型材料研究开发中心	县市级

资料来源：公司提供

公司生物医药在加强自主创新的同时先后与中国药科大学等十余个高等院校和科研机构建立了长期协作关系，现在研品种 29 个，其中国家在审待批的品种 12 个，研发状态的品种 17 个，每年立项 2 个三类以上的新药品种，以促进产品的更新换代，提高企业的核心竞争力，经过十余年的发展，公司已经形成了良好的研发、生产、质量管理及成熟的供销网络。

总体来看，公司技术研发水平处于行业内领先地位，形成了较为完善的研发体系。

3. 外部支持与税收优惠

公司旗下子公司浙江花园生物高科股份有限公司、杭州下沙生物科技有限公司、花园药业股份有限公司、花园金波科技股份有限公司以及花园新材料股份有限公司等五家企业均为国家级高新技术企业，享受企业所得税按 15% 征收的税收优惠政策；子公司浙江老汤火腿食品有限公司为福利性企业，享受福利企业退税政策；子公司浙江花园农业发展有限公司是省级农业龙头企业，享受龙头企业相关税收优惠政策

公司作为区域内重要的纳税企业及高科技企业，对当地经济发展起到重要推动作用，公司的发展也得到了政府的支持。2014~2016 年公司分别获得政府补助 0.10 亿元、0.12 亿元和 0.30 亿元。

总体看，公司比较受当地政府的重视，获得部分政府财政以及税收上的补助，政府支持对公司未来发展起到一定的推动作用。

4. 人员素质

公司现有董事、监事和高级管理人员共计 10 人。公司核心管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体动态和公司的运营发展。

公司董事长兼总裁邵钦祥先生，1954 年生，高级经济师、中共党员、浙江省十二届人大代表、金华市工商联副会长；曾任花园村生产队队长、村委会主任、村党支部书记、花园服装厂厂长和东阳市花园工业公司总经理兼党组负责人，现任公司董事长、总裁和党委书记。

公司常务副总裁张胜海先生，1970 年生，高级经济师、中共党员。曾任建设银行东阳支行行长兼党委书记、浙商银行计财部经理及浙大网新集团总裁助理，现任公司常务副总裁。

截至 2017 年 6 月末，公司职工总数 4,218 人，从学历构成上看，博士学历占 0.31%，硕士学历占 1.30%，本科学历占 42.08%，大专及大专以下学历占 56.31%；从年龄结构看，35 岁以下占 41.30%，35~45 岁占 47.77%，45 岁以上占 10.93%；从专业结构看，技术人员占 12.93%，销售人员占 15.33%，行政人员占 8.39%，财务人员占 8.84%，生产人员占 50.57%，其他人员占 3.94%。

总体看，公司管理人员团队稳定且具有丰富的从业经验，员工队伍学历结构合理，专业技术人员储备较多，能够满足公司日常生产经营管理要求。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》以及《公司章程》等法律法规及规范性文件的要求，建立了股东会、董事会、监事和经理层的法人治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经营管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司的权力机构是股东大会，公司管理实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会对股东会负责，由3名董事组成，设董事长1人，董事由非职工代表担任，经股东会选举产生；公司不设监事会，设监事1名，经股东会选举产生，董事及高级管理人员不得兼任监事；公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，但所有权和经营权未完全分离，治理结构有待完善。

2. 管理制度

公司重视内部控制体系建设，制订了《花园集团有限公司管理规章》，同时制定并不断完善了财务管理、预算管理、对外担保、内部审计、采购管理、投资管理、融资及资金管理及下属企业管理等一系列详细的内部控制制度。

财务管理方面，公司从资金筹集与管理、现金管理、存货管理、资产管理、利润核算管理、费用开支管理、财务报表及其他相关管理七个方面制订了细致严格的财务管理制度，规范了公司及其下属企业的财务管理，充分发挥了财务工作在加强企业管理、提高经济效益上的作用。其中资金筹集与管理规定了公司及下属企业资金由公司集中调剂，公司各下属企业在原开户行开设基本结算账户，同时在公司资金管理部开设资金二级账户，用于资金进出和结算。公司根据实际情况和供销季节变化对下属企业各自核定银行存款余额，各下属企业超限部分统一转入资金二级账户，由公司资金管理部集中管理调剂。

内部审计方面，公司以审计处为执行部门，以各企业负责人和公司财务管理部经理为考核责任人，有效加强了内部监督。公司建立了供销业务监督制度，强化了供销环节管理。公司制定了明确的合同管理制度，强化了公司法律事务部的审核把关作用，明确了合同管理员的职责，规范了合同内容和业务流程。公司建立了规范的工程建设及招投标工作监督管理制度，对工程建设和招投标工作具体流程、权限、各部门职责做出了具体规范。公司还建立了新建项目、技改项目和对外投资项目管理制度，明确了项目流程、部门职责和审批权限。

对外担保方面，公司根据《花园集团管理规章》中有关对担保事项的规定，严格控制对外担保。明确规定集团下属企业不得擅自向其他企业或个人借款，不得擅自为其他企业或个人提供任何形式的经济担保。

预算管理方面，公司制定了《预算管理制度》。该制度规定，公司及各成员公司均成立预算委员会来负责预算的编制、审批、执行、控制、调整、考核及监督执行以及客观评价。在组织机构与职能方面，公司建立了由各预算责任部门、集团预算管理委员会、董事会构成的三级预算管理体系。该制度从策略计划、目标设定、经营预算、资本预算、财务预算和预算说明书等方面进行了详细规定，明确了预算编审的程序，并在预算的执行、调整与考核方面做出具体的规定。

采购管理方面，公司为规范采购管理工作，明确供应链管理体系与采购管理流程，规定供货和采购原辅材料、设备的履行过程中，一律采用统一印制的合同文本及送货单。对3万以上的机器设

备、大宗零部件采购健壮，应由招（投）标领导小组统一安排通过招（投）标采购，原则上应向生产厂家、批发公司进货。在未验收合格之前，不得付清全部货款，暂欠款不得低于货款总额的 20.00%。

投资管理方面，为加强投资项目决策与管理的规范性，进一步明确各部门投资管理职责，提高投资效益、降低投资风险、有效分权治理、避免决策失误，公司规定各企业新建、技改和对外投资项目，必须先报企业发展部调研论证，后报集团分管领导审查，再报总裁、董事长审批后方可实施。

融资及资金管理方面，公司专门制订了融资管理制度。公司对下属各级子公司采取严格控制，对外融资统一由集团资金部和财务部统筹，并成立专门团队负责与金融机构对接，结合下属各家子公司的实际生产经营情况涉及融资结构与品种，并由集团统一汇总后与银行达成整体授信合作，在授信到位后，集团按照各下属子公司上报的资金需求，严格按照银行相关规定进行资金投放。

下属企业管理方面，公司对下属企业实行资产经营责任制。对集团直属的、有经济责任的处室实行相应的考核责任制，对不论何种责任制，资产所有权归集团公司，经营权属于承包者。

环境治理方面，公司对下属企业浙江花园生物高科股份有限公司、花园集团东阳服装有限公司、浙江花园药业有限公司等有污水和废渣处理制订了专项环境保护规定，对相关部门和操作工制订了具体岗位责任和奖惩制度，对企业环保设备的安装、整改及验收做出了具体规定，对安全生产及计划生产等方面奖惩做出了规范。

总体看，公司目前建立了较为完善的内部控制及管理制度，但公司作为家族式企业，股权及管理高度集中，对公司管理的科学和民主性有一定影响。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务主要由生物医药板块、建筑板块、铜业板块和市场商贸板块等构成，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，公司主营业务板块占营业收入比重均在90%以上，公司主营业务突出。近三年，受益于营业规模的扩大，公司营业收入规模逐年增长，年均复合增长率为17.40%，生物医药、建筑、市场商贸和铜业板块是公司收入与利润的主要来源。2016年，公司实现营业收入180.51亿元，同比增长16.97%。

表 4 近三年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 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	4.37	3.33	33.43	3.05	1.98	29.51	4.12	2.28	36.41
建筑	35.44	27.07	10.71	42.19	27.34	9.91	42.92	23.78	8.57
铜业	22.96	17.53	2.97	27.66	17.92	2.71	35.19	19.79	3.75
市场商贸	60.67	46.33	8.61	71.59	46.39	5.13	84.84	47.00	4.74
主营收入	123.44	94.26	9.33	144.49	93.63	6.57	167.07	92.55	6.30
其他	7.52	5.74	22.19	9.83	6.37	19.90	13.44	7.45	25.15
合计	130.96	100.00	10.18	154.32	100.00	7.42	180.51	100.00	7.70

资料来源：公司提供

收入构成方面，近三年，生物医药板块收入及占营业收入的比重呈波动下降趋势，收入年均复合下降 2.90%，其中 2015 年同比下降 30.21%，主要系 2015 年该板块下浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）进行股份制改造并计划启动 IPO，为此剥离了其不具有核心竞争力的业务及

相应资产，同时其为顺利通过新版 GMP 及 GSP 认证，有大半时间处于停产整顿阶段所致；公司建筑板块近三年收入稳定增长，年均增长率达 10.05%，2016 年公司建筑板块业务占比营业收入 23.78%；受有色金属近两年跌价影响，公司铜产品销售价格逐年下降，但收入规模增长稳定，近三年公司铜业板块收入年均复合增长率达 23.80%，主要系公司自 2015 年起，公司铜业板块引入了贸易商品，收入进一步扩张，同时宽铜板带项目生产线全线贯通实现投产所致；市场商贸板块在公司营业收入中占比较高，近三年均超过 40%，公司市场商贸板块受贸易规模扩大以及红木家具市场规模逐步扩大影响，收入年均复合增长 18.25%；近三年公司其他业务收入占比逐年提升，收入规模呈增长趋势，年均复合增长 17.40%。

毛利率方面，公司生物医药板块在各业务板块中毛利率最高，近三年，毛利率分别为 33.43%、29.51%和 36.41%，毛利率水平虽然有所波动，但仍维持在较高水平，2015 年毛利率下降主要系公司主导医药产品销售价格受行业影响有所下跌同时花园药业进行股份制改造，其 GMP 认证导致阶段性停产所致，2016 年毛利大幅回升，主要系公司胆固醇车间恢复生产，公司维生素 D3 生产成本有所下降同时 25 羟基维生素 D3 产品投产所致；建筑板块毛利率受行业景气度影响维持在较低水平，近三年逐年降低，分别为 10.71%、9.91%和 8.57%；铜业板块毛利率较低，符合金属加工行业的盈利特性，近三年毛利率波动上升，分别为 2.97%、2.71%和 3.75%，受 2016 年下半年铜价格一路回升，公司存有部分库存商品及铜贸易商品，利润空间提升导致 2016 年铜业板块毛利率有所回升；市场商贸板块由于合并了红木家具市场的租金收入，随贸易市场受宏观经济低迷、贸易行业景气度下降，公司该板块毛利率近三年呈下降态势，分别为 8.61%、5.13%和 4.74%，2014 年毛利率稍高的另外原因一是系 2014 年公司有经营红木原木销售业务，红木行情相对较好，收益相对较大，二是 2014 年人民币对美元单边升值，境内外利差较大，商贸板块套利空间相对较大所致；其他业务板块主要为包装新材料、建材、旅游休闲等，毛利率水平呈波动增长趋势，近三年分别为 22.19%和 19.90%和 25.15%。受建筑、公司商贸等板块毛利率下降影响，主营业务综合毛利率近三年呈下降态势，从 2014 年的 9.33%跌至 2016 年的 6.30%，主营业务盈利水平有所下降。

2017年1~6月，公司实现营业收入108.36亿元，较上年同期增长19.91%，其中医药板块、建筑板块、铜业板块、市场商贸板块分别实现收入2.95亿元、21.15亿元、32.67亿元和44.71亿元；实现净利润4.11亿元，较上年同期增长110.01%，主要系医药和铜业板块同期利润增长所致。

总体看，公司营业收入逐年增长，主营业务较突出，受市场商贸和建筑板块利润空间压缩影响，公司主营业务毛利率有所降低。

2. 生物医药板块

公司该板块主要从事生物医药产品的制造与销售，是医药行业上游医药生产商。公司从事生物医药板块的子公司主要包括浙江花园生物高科技股份有限公司（以下简称“花园高科”）、花园高科下属子公司杭州下沙生物科技有限公司（以下简称“下沙生物”），子公司花园药业。

（1）维生素D3系列产品

花园高科与下沙生物是专业从事医药中间体、化工产品（不含危险品和国家专项规定产品）及产品添加剂、饲料添加剂产品的研制、开发和生产的高新技术企业，其主导产品为维生素D3系列产品，大体可分为三类：主要有：饲料级维生素D3、食品医药级维生素D3，25-羟基维生素D3¹⁵；此外，公司各生产环节的中间产品均可对外出售，包括NF级胆固醇、7-去氢胆固醇、胆、氧化物及化妆品

¹⁵ 25-羟基维生素 D3 是维生素 D3 产品线中的高端产品，目前全球仅荷兰帝斯曼掌握该项产品的生产工艺，公司于 2006 年展开此产品研究，2008 年申请三项专利，目前公司已成功投产 25-羟基维生素 D3 项目，并于 2016 年实现量产，公司目前已就 25-羟基维生素 D3 原产品签订了 10 年的采购框架协议。

级羊毛醇、羊毛酸等。具体各类产品、所含规格及用途见下表：

表5 公司生产维生素D3系列产品规格分类

产品种类	产品名称、型号规格	用途
饲料级	饲料级维生素 D3 粉（50 万 I.U./g）饲料级维生素 D3 油（100 万 I.U./g-4000 万 I.U./g）	饲料添加剂原料
食品医药级维生素 D3	食品级维生素 D3 微粒（10 万 I.U./g -100 万 I.U./g）食品级维生素 D3 油（100 万 I.U./g、200 万 I.U./g、400 万 I.U./g）维生素 D3 结晶（4000 万 I.U./g）	食品添加剂原料、维生素 D3 药品
25-羟基维生素 D3	25-羟基维生素 D3 原	主要用于生产饲料添加剂
中间产品	NF 级胆固醇	7-去氢胆固醇原料，医药及液晶面板原料
	羊毛脂衍生品：化妆品级羊毛醇、羊毛酸、羊毛脂、羊毛甾醇、羊毛酸异丙酯等	生产化妆品原料
	7-去氢胆固醇	饲料级维生素 D3 油原料、化妆品原料
	腺、氧化物	饲料级维生素 D3 油原料

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2014~2016 年，公司维生素 D3 系列实现收入 1.54 亿元、1.51 亿元和 3.29 亿元，其中 2016 年同比大幅增长 117.62%，主要系 2016 年 25-羟基维生素 D3 原实现投产销售所致；其中维生素 D3 及 D3 类似物实现收入 1.45 亿元、1.34 亿元和 2.07 亿元；羊毛脂及其衍生物实现收入逐年大幅增长，其中 2016 年同比增长 634.52%，主要系 2016 年胆固醇项目投产，实现销售所致。

表6 公司维生素 D3 系列按产品类型收入情况（单位：万元、%）

产品	2014年		2015年		2016年	
	金额	营收占比	金额	营收占比	金额	营收占比
维生素D3及D3类似物	14,541.55	94.49	13,372.24	88.43	20,660.14	62.78
羊毛脂及其衍生品	847.35	5.51	1,642.21	10.86	12,062.33	36.65
其他业务	--	--	107.66	0.71	186.90	0.57
合计	15,388.90	100.00	15,122.11	100.00	32,909.37	100.00

资料来源：公司提供

公司饲料级维生素D3销售收入是维生素D3系列产品的主要收入来源，主要包括两个品类：饲料级维生素D3油剂和饲料级维生素D3粉。其中饲料级维生素D3油剂的主要产量用于内部领用，生产其他规格饲料级维生素D3油，以及投入下道工序生产饲料级维生素D3粉、食品医药级维生素D3；饲料级维生素D3粉则大部分用于直接对外销售给下游维生素D3加工企业。公司食品医药级维生素D3主要用于生产销售，小部分用于内部领用生产不同规格该类别维生素D3。

生产方面，公司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。生产成本上，维生素D3系列产品生产成本主要由原材料和能源供应构成，其中生产所需基础原材料主要为羊毛脂、NF级胆固醇及化工辅助材料。NF级胆固醇主要通过外采和内供的方式获取，外采部分主要来自印度迪氏曼、日本精化，近三年，公司逐渐加大内供比例，通过羊毛脂自产NF级胆固醇。随着NF级胆固醇的自行生产，羊毛脂已成为公司维生素D3产品生产所需的最主要的原材料。近三年，公司对羊毛脂的采购力度有所加大，公司采购羊毛脂分别为852.37万元、1,782.15万元和8,620.00万元。能源供应方面，生产过程中的水电汽费用占比较低。

原材料结算方式上，公司煤炭使用量较少，且根据行业惯例以现款现货方式结算；蒸汽则按月以现金方式结算。其余如羊毛脂、NF级胆固醇等均由供应商先行供货，然后在30~60天后统一以现款结算。

采购价格方面，近三年，羊毛脂作为维生素D3系列产品最主要的原材料，根据公司提供的数据，羊毛脂采购均价呈逐年上升态势。2014~2016年，公司原材料整体采购金额呈波动增长态势，主要系随25-羟基维生素D3原项目投产，羊毛脂作为其原始原材料，2016年采购金额大幅增长所致。采购集中度方面，近三年呈下降态势，2016年，前五名采购供应商占比39.65%，较上年下降3.22个百分点。总体看，公司原材料价格变动较快，采购集中度尚可。

产销方面，公司饲料级维生素D3油剂、油粉及食品医药级维生素D3产能保持稳定，其中饲料级维生素D3油剂主要用于内部领用，部分外销；饲料级维生素油粉及食品医药级维生素D3主要用于外销，部分自用。公司维生素D3系类产品主要采取以直销为主、代理销售为辅的销售模式，由花园高科建立销售网络，直接确定销售策略、定价原则对外销售；下属子公司则设有独立的销售网络，根据花园高科的指令对外销售。销售结算方式上，国内销售一般采用款到发货的交易方式；国外销售主要为电汇交割（先款后货），并结合部分赊销的交易方式。2014年~2016年，公司维生素D3产品及D3类似物的产销率分别为79.45%、116.35%和113.10%，产销率波动主要系2015、2016年随市场回暖，公司对以前库存配合销售，导致产销率较高。公司每年会对产品价格和需求进行预测安排下一年度的生产计划，公司产销率尚可。公司维生素D3系列产品产销情况如下表：

表7 2014~2016年维生素D3及D3类似物的产销情况（单位：吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
维生素 D3 及 D3 类似物的产量	2,001.80	1,617.30	2,114.26
维生素 D3 及 D3 类似物的销量	1,590.52	1,881.8	2,391.25
维生素 D3 及 D3 类似物的产销率	79.45	116.35	113.10

资料来源：公司提供

公司生产的维生素D3系列产品大部分用于出口，近三年产品出口收入占该板块营业务收入的比例分别为66.20%、74.60%和76.67%，出口收入占比整体呈上升态势。具体维生素D3系列产品国内外销售情况见下表：

表8 2014~2016年维生素D3系列产品国内外销售情况（单位：亿元）

地区	2014 年度		2015 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内销售	0.52	33.80%	0.39	25.93%	0.77	23.33%
国外销售	1.02	66.20%	1.12	74.07%	2.52	76.67%
总计	1.54	100.00%	1.51	100.00%	1.50	100.00%

资料来源：公司提供

销售价格方面，维生素D3产品价格波动较大，2011年达到峰值，受利润空间驱动，竞争者不断涌入，维生素市场整体疲软，维生素D3的售价自2012年起大幅下滑，尤其是低端饲料级产品价格跌幅更是高达30%以上；中高端食品医药级维生素产品由于生产企业少，产量有限，而需求逐渐上升，因而价格较为稳定。公司未来积极调整产品结构，从低端向中高端逐渐转移。近三年，公司主要销售产品饲料级维生素D3油剂市场均价呈波动态势，2015年降至50.48元/千克，2016年均价回升至62.90元/千克；饲料级维生素D3粉市场均价呈下降态势，2016年降至63.65元/千克；食品医药级维生素D3，

近三年价格呈波动态势，2015年均价相对较高，为131.99元/千克，2016年回落至121.64元/千克。具体如下表：

表9 2014~2016年维生素D3系列价格情况（单位：元/千克）

产品类别	2014 年度	2015 年度	2016 年度
饲料级维生素 D3 油	71.29	50.48	62.90
饲料级维生素 D3 粉	93.37	64.51	63.65
食品医药级维生素 D3	128.87	131.99	121.64
维生素 D3 汇总	91.43	66.26	65.95

资料来源：公司提供

注：公司提供的产品价格为年度及季度均价

公司维生素D3产品的主要销售客户为行业内经销商及预混料企业，多为长期合作伙伴，近三年，公司不存在单个客户销售额占比超过50%的情况。近三年，公司销售收入占比前五大的客户在该板块营业收入占比分别为55.32%、52.93%和60.57%，前五大客户销售占比在可控范围，受单一客户影响风险不大。

总体看，公司维生素D3系列产品随25-羟基维生素D3投产，销售收入规模逐渐扩大；维生素D3系列产品销售价格及原材料价格受市场影响较大，存在一定价格波动风险。

（2）花园药业系列产品

花园药业是一家胶囊剂、片剂、茶剂制造和销售的企业，拥有冻干粉针剂、小容量水针剂、胶囊剂、片剂、原料药等生产线。花园药业主导产品为心脑血管健片，该产品为花园药业独家剂型产品，国家中药保护品种，功能主治为醒神健脑，化浊降脂。对心血管伴高纤维蛋白原症及动脉粥样硬化，肿瘤放疗、化疗所致的白细胞减少症有防治作用。近三年，花园药业分别实现收入2.40亿元、1.20亿元和0.67亿元，实现销售利润2,786.00万元、29.00万元和721.00万元，其中2016年相较2014年收入规模减少，但利润水平相较2015年较高主要系公司自2015年开始股份制改造，剥离非核心产品业务和技术含量较低的产品所致，同期利润增长主要原因在于2016年花园药业获得国家级高新技术企业认定，所得税率由25%降至15%，另一方面，花园药业期间费用下降所致。

花园药业目前拥有冻干粉针剂、小容量水针剂、胶囊剂、片剂、原料药等生产线，并通过了GMP认证，目前已有多种中西药和原料药上市销售。原材料采购方面，花园药业根据行业惯例以现款现货方式结算。其余如盐酸左氧氟沙星原料、茶叶提取物等均由供应商先行供货，然后在30~60天后统一以现款结算。销售方面，目前除极少数国外核心大客户允许60天账期外，其余客户一律采用现款现货的结算方式。

公司拥有稳定的供销渠道，主要原辅料供应商包括浙江国邦药业有限公司，特一药业台山市新宁制药有限公司，上虞京新药业有限公司，浙江普洛康裕制药有限公司等大型生产商；产品销售商主要有吉林万通药业集团药品经销有限公司、安徽华源医药股份有限公司、华东医药股份有限公司，浙江英特药业有限责任公司，国药控股江门仁仁有限公司等大型销售商，形成了良好的研发、生产、质量管理、供销网络。

总体看，公司生物医药主业稳步发展，主导产品竞争力强，品牌知名度与市场占有率高，随着销售网络的不断拓展，公司生物医药板块收入有望不断增长。

3. 建筑板块

公司建筑板块下属企业有浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”）和东阳市花园

建达房地产开发有限公司¹⁶（以下简称“建达房地产”），主要收入来源为花园建设。公司承建的建筑施工业务主要包括房屋建筑和市政设施，其中以房屋建筑工程为主。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，可承接公共建筑、住宅工程、古典建筑、工业建筑、市政道路、机电设备和装饰装修等多方位的业务。2016年，公司大力拓展工业建筑承建，未来公司将逐步加大对市政设施、工业建筑的承建，该板块收入占比有望上升。

2014~2016年，公司房屋建筑业务为花园建设的核心业务，其占比相对稳定，近三年占比均在60.00%以上，2016年为66.18%。从收入规模看，公司建筑板块收入近三年呈增长态势，年均复合增长13.21%；其中房屋建筑业务增长较快，年均复合增长11.68%，2016年为30.06亿元；市政设施业务收入相对稳定，2016年为11.06亿元；2016年公司新增工业建筑收入4.30亿元，未来此板块占比或将提升。具体收入规模及占比见下表：

表 10 建筑施工类业务的收入构成情况（单位：亿元，%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房建建筑	24.10	68.00	9.35	27.42	64.99	8.39	30.06	66.18	7.86
市政设施	11.34	32.00	12.13	14.77	35.01	10.01	11.06	24.35	8.10
工业建筑	--	--	--	--	--	--	4.30	9.47	7.75
合计	35.44	100.00	10.71	42.19	100.00	9.91	45.42	100.00	7.91

数据来源：公司提供

注：2016年建筑板块业务收入为42.92亿元，主要系合并范围内收入抵消造成。

从毛利率看，房屋建筑业务受行业景气度下行、人工成本上升等因素影响，近三年该板块毛利率呈现下降态势，2016年房屋建筑板块毛利率下降至7.91%，较上年下降0.53个百分点；市政设施项目基于成本加成方式定价，2016年为8.10%，较上年下降1.91个百分点；2016年新增工业建筑板块，毛利率为7.75%。整体看，公司建筑板块毛利率呈下降态势，毛利率水平维持在较低水平。

从收入分布来看，2016年公司建筑板块业务主要分布在浙江省内、华东地区、华北地区和西北地区，分别实现收入13.55亿元、8.48亿元、7.05亿元和6.60亿元，公司承接建筑业分布在国内各个地区，其中仍以省内业务占比最高。

表 11 2016 年公司建筑板块收入区域分布情况（单位：个，亿元，%）

区域	项目数	主营收入		利润	
		金额	占比	金额	占比
浙江金华	33	7.90	17.39	0.63	17.52
浙江省内	18	4.65	10.24	0.37	10.25
华东地区	29	8.48	18.66	0.69	19.32
华南地区	9	4.00	8.81	0.29	8.00
华中地区	9	5.23	11.53	0.47	13.10
华北地区	29	7.05	15.52	0.50	13.95
西北地区	16	6.60	14.52	0.51	14.23
辽宁	3	1.06	2.32	0.09	2.55
云南	3	0.46	1.00	0.04	1.08
合计	149	45.42	100.00	3.59	100.00

资料来源：公司提供

¹⁶ 东阳市花园建达房地产开发有限公司主要在花园村开发部分楼盘，体量较小。

经营模式方面，公司明确以“大市场、大业主、大项目”为主的目标市场策略，形成了以花园建设为协调牵头，分、子公司等二级机构为主体的纵向市场营销体系，以及总承包型企业与专业化公司相互配合的横向营销体系。公司项目主要通过公开投标方式以及市场化竞争获得，项目覆盖全国大部分区域，包括陕西、河南、广东、江苏等多个省份，建筑类型涵盖住宅、酒店、商业中心、工业厂房等多种形式。运营模式方面，公司在项目中标签约之后，绝大多数组织成立项目经理部，具体负责项目运营管理，少数项目采用和其他企业组成联合体的形式进行工程承包，目前，公司经营主要以施工总承包为主。

原材料采购方面，公司的工程业务采购包括物资采购（材料和设备）和分包采购。对于影响工程质量和项目成本的重要物资，公司实行总部集中采购，对部分零星物资和辅助性物资，则授权项目按照公司规定的程序自行采购。

工程结算方面，工程结算方式一般根据当地建筑工程预算定额为计价依据，工程量按施工图、设计变更联系单、隐蔽工程记录单及建设单位、监理单位签发的有效书面单据为依据计算。一般工程招投标中标后公司带资进场开始建设，前期资金均由其自行筹集，待正负零达成后客户开始支付工程款，按项目进程逐月结算并支付工程款项，一般在项目竣工验收后可实现95~97%工程款回收，剩余3~5%作为质保金，将在2~3年后质保期届满时统一进行结算。

风险防控方面，公司集中精力防范资金风险、安全风险和质量风险。质量和安全风险主要着重在日常施工的过程中，通过项目现场管理与公司抽查相结合的方式管控。近三年及一期，公司未发生重大质量安全事故，工程合格率达到100%。

从公司项目承揽规模来看，近三年公司新签合同数量逐年减少，其中2014年新签合同主要为发包量较小的零散项目，随公司对工程项目进行筛选，寻求发包工程量相对较大、客户资质相对较好的工程，以提高工程款回款力度，2015~2016年公司新签合同量骤降，单体合同额相对较高。从新签合同金额来看，整体呈现波动下降趋势，2015年新签合同额相对较大，2016年有所下降主要系公司加强了工程筛选力度，减少零散订单招标所致。2017年1~6月，公司新签合同18个，合同造价24.29亿元，新签约合同额相较去年同期较少。

表 12 公司近三年项目承揽情况（单位：个、亿元）

	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 1~6 月
当年新签合同数量	385	99	21	18
当年新签合同造价	99.18	115.75	70.36	24.29

资料来源：公司提供

公司建筑业务在手订单构成方面，房屋建筑业务订单占多数。2014~2016 年，公司在手订单额分别为 122.50 亿元、142.00 亿元和 178.03 亿元，在公司新签合同额逐年下降的情况下，公司在手订单数仍呈现增长趋势，主要系 2015 年新签合同主要于下半年签订的房屋建筑施工合同，建设周期相较市政设施较长，同时部分项目受甲方影响导致合同签订后不能及时开工或停工状态，导致 2016 年在手订单合同额相较新签合同额较大。截至 2017 年 6 月末，公司在手订单中，房屋建筑类订单占比 74.64%，市政工程占比 22.67%，工业建筑占比 2.69%。具体情况如下表：

表 13 公司建筑板块在手订单情况（单位：亿元）

业务类型	2014 年底	2015 年底	2016 年底	2017 年 6 月底
房建建筑	83.30	93.50	134.63	135.84
市政设施	39.20	48.50	38.84	41.25

工业建筑	--	--	4.56	4.90
合计（合同金额）	122.50	142.00	178.03	181.99

资料来源：公司提供

从公司建筑业务客户来看，截至2017年6月末，公司前十名客户主要包括河北利安房地产开发有限公司、太原锦荣房地产开发有限公司、陕西中厦置业、长兴星龙置业、广东省韶关市第二建筑工程公司等；公司前十位客户合同产值达48.81亿元，占同期公司在手合同额的28.47%，公司建筑业务客户集中度较低，具体如下表：

表 14 公司建筑板块前十大施工合同情况（单位：亿元、平方米）

建设单位	工程名称	合同造价	建筑面积	占总造价比重
河北利安房地产开发有限公司	柳树屯棚户区改造工程	9.00	43.00	4.95
太原锦荣房地产开发有限公司	中环名邸工程	7.50	36.20	4.12
陕西中厦置业	陕西白水南井头寸棚户区	6.51	31.00	3.58
长兴星龙置业	长兴星新能项目（星龙湾）	5.00	32.00	2.75
广东省韶关市第二建筑工程公司	韶雨·雁唐府邸	4.80	30.00	2.64
京山金楚红人置业有限公司	京山县新市区八一南路棚户区	4.00	28.00	2.20
河南腾辉鸾洲房地产开发有限公司	洛玻集团唐宫路唐三街坊工矿棚	4.00	18.30	2.20
长治市美隆房地产开发有限公司	长治市城区马坊头城中村改造项目 B2（C2）地块工程	4.00	20.80	2.20
杞县富民实业发展有限公司	林城国际花园	4.00	25.00	2.20
磐安金泽项目管理有限公司	磐安县石坑里安居小区一期 PPP 项目	3.01	10.50	1.65
合计	--	51.82	274.80	28.49

资料来源：公司提供

总体看，公司建筑板块资质较为齐全，项目分布较广泛，公司在手合同项目量较为充足；2017年上半年新签合同额不及预期，联合评级将持续关注建筑板块新签合同情况。

4. 铜业板块

公司铜业板块主要从事铜板、铜带、铜排、铜棒等系列产品的生产，集设计、研发、生产、销售于一体。公司铜加工业务的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”）。自2015年起，公司引入铜贸易业务，2015年和2016年分别实现铜贸易收入5.89亿元和16.95亿元。

公司铜加工板块一期的主要产品为铜合金板带，涵盖紫铜、黄铜两大系列，产品包含不同规格、不同牌号共几十个品种，上百种规格的板带材产品；二期项目主要产品则为高精度宽幅紫铜板带。具体产品情况如下表：

表 15 公司铜加工产品情况

产品种类	牌号	规格	用途
铜板	T2、T3、TP1、TP2	厚度 0.8mm~2.5mm,宽度 100mm~600mm,长度≤4000mm	广泛应用于电力、机械制造、交通等行业
铜带	T2、T3、TP2	厚度 0.05mm~1.7mm,宽度 30mm~400mm	广泛应用于电力、机械制造、交通等行业
铜排	--	厚度 3.0mm~15mm,宽度 15mm~200mm	广泛应用于电力、机械制造、交通等行业

铜棒	T2、T3	直径 10mm~150mm	广泛应用于电力、机械制造、交通等行业
宽幅铜板	T2、T3	厚度 0.5mm~3.5mm, 宽度 600mm~1250mm	广泛应用于铜门装饰、电力变压器与电抗器、新能源汽车汽车及电池、电器五金、军工行业、水利止水带、热交换散热器、铜箔软连接、通讯行业、光伏行业等。
宽幅铜带	T2、T3、T2 导	厚度 0.5mm~3.5mm, 宽度 600mm~1250mm	广泛应用于铜门装饰、电力变压器与电抗器、新能源汽车汽车及电池、电器五金、军工行业、水利止水带、热交换散热器、铜箔软连接、通讯行业、光伏行业等。
宽幅热轧铜板	H59-H68	厚度 3mm~60mm, 宽度 620mm 长度≤度 0mm68	广泛应用于电力、建筑、交通等行业

资料来源：公司提供

材料采购方面，公司主要原材料为电解铜、废铜，采购还包括用于铜加工生产的能源采购。原材料采买主要集中在国内，其中电解铜属于大宗贸易商品，其采买主要通过上海、宁波等地贸易商以沪铜期货价盘面点价模式采购，价格波动风险可控；废铜方面，采购多数从广东、浙江台州、宁波以及通过下属物资公司就近回收，主要为散户采购模式。近三年，公司原材料成本占总成本比重在90%左右，采购量以电解铜为主，其采购量分别为3.95万吨、6.10万吨和10.57万吨，呈上升趋势；采购价格方面，随有色金属行业价格下跌，公司原材料采购均价逐年下降，2016年电解铜和废铜采购均价分别为3.84万元/吨和3.65万元/吨，分别较上年下降5.68%和6.56%。采购集中度方面，近三年，公司前五大供应商采购额占比总采购额比例分别为55.53%、53.60%和63.92%，采购集中度波动上升。总体看，公司采购集中度处于正常水平。

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。客户订单下达时，锁定当时的铜原料价格予以采购，并加收一定比例的加工费作为利润，一般订单的签订不得晚于当日下午4时（铜交易市场收盘时间），以避免隔夜价格的波动。

产能方面，2014年，公司主要生产铜锭、铜排、铜板、铜棒、铜带，自2015年起，公司对相应生产线进行技术改造，产能进一步提升，随产能释放，公司产量进一步提高。产能利用率方面，近三年公司铜加工产品综合产能利用率分别为90.97%、90.05%和80.78%，产能利用率较高。2015年，生产线技术改造后，除铜棒产能维持不变外，其余四类产能进一步扩大，随产量的同比大幅上涨，公司铜锭、铜排、铜板、铜棒、铜带的产能利用率分别为96.47%、81.58%、83.40%、79.35%和56.81%。2016年，随公司高精度宽幅铜板带生产线投产，公司新增宽幅铜带、宽幅铜板生产，同时公司铜加工产品中铜锭产量大幅下降¹⁷，铜排、铜板等产品产量上升，铜加工产品整体产量下降至5.11万吨，同比下降7.35%，铜加工产品整体产能利用率为87.11%，较上年下降2.93个百分点。总体看，近三年公司铜加工产品产能逐渐提升，产量波动增长，产能利用率较高，且维持在稳定水平。

表 16 公司铜加工产品产销情况（单位：吨）

主要产 品	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~6 月	
	产能	产量（销量）	产能	产量（销量）	产能	产量（销量）	产能	产量（销量）
铜锭	25,000.00	25,940.00	40,000.00	38,587.00	38,000.00	27,126.00	20,000.00	19,820.00

¹⁷ 铜锭产量大幅下降，其他铜加工产品产量上升主要系2015年铜宽幅板带为投产，铜板等产品部分供需后道加工能力不足，中间产品铜锭较多生产后直接销售，2016年起随宽幅板带投产，铜锭作为中间产品，部分用于生产后产品储备，对外销量减少。

铜排	7,000.00	5,266.00	8,000.00	6,526.00	8,000.00	7,606.00	4,000.00	3,949.00
铜板	4,500.00	3,816.00	6,000.00	5,004.00	5,000.00	5,173.00	4,000.00	3,968.00
铜棒	4,000.00	1,950.00	4,000.00	3,174.00	6,000.00	5,966.00	4,000.00	3,942.00
铜带	3,200.00	2,780.00	3,200.00	1,818.00	3,200.00	2,837.00	1,600.00	1,458.00
宽幅板	--	--	--	--	2,000.00	1,615.00	3,000.00	1,705.00
宽幅带	--	--	--	--	1,000.00	732.00	7,000.00	6,268.00
合计	43,700.00	39,756.00	61,200.00	55,109.00	63,200.00	51,056.00	43,600.00	41,110.00

资料来源：公司提供

注：2016 年公司部分中频炉停产，进行整修改造，使得铜锭产能有所下降。

公司在环保和安全生产方面，创建了较为健全的管理制度，在废气治理、废水治理、噪声处理、环保监测等方面严格要求；安全生产方面，近三年一期，未有因安全生产问题受到处罚，各项生产经营者符合国家安全生产政策要求。

销售收入方面，从铜加工方面看，2014~2016 年，公司铜加工产品收入规模波动下降，分别为 19.56 亿元、20.10 亿元和 17.92 亿元，其中 2015 年，受铜原料价格影响，铜加工产品单类收入除铜锭因销量大增收入实现增长外，整体收入规模下降；2016 年，除铜锭收入受产品结构调整影响产量大幅减少影响，收入规模下降外，其他铜加工产品收入均有所增长。从铜贸易方面看，2015 年，公司发展铜贸易业务，首次实现贸易收入，额度达 5.89 亿元；2016 年为 16.95 亿元，较上年大幅增长 187.90%。整体看，近三年，铜业板块受价格、销量、贸易因素等综合影响，收入规模呈上升趋势，分别为 22.96 亿元、27.66 亿元和 35.19 亿元。从集中度来看，近三年，公司前五大客户销售收入占比较稳定，分别为 69.15%、53.92%和 20.86%，前五大客户每年不一，集中程度呈下降趋势，主要系公司为控制风险，随宽幅板带业务拓展，公司引入专业营销团队，使得下游客户数量不断增多，集中度有所下降。

销售模式方面，公司铜加工业务采取直销和中间贸易商经销相结合的模式。近三年，公司下游客户中，70%左右的客群为经销商，其余30%为终端客户。销售模式上，公司70%客户均采用现款现货销售模式，少部分长期战略合作伙伴存在部分欠款，账期不超过60天。公司目前25%的客户采用现款现货的销售模式，75%客户在提供相关保证前提下给予一定的风险敞口，存在一定的账期。销售产品主要用于电力、机械制造、交通等行业。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。具体为：公司在采购或销售商品同时在期货市场上卖出或买入等量的头寸，以规避盘面价格波动。其中，电解铜现货支付价格为沪铜当月合约盘面价加上市场升贴水，公司通过对升贴水趋势的判断，在升贴水较低时，在现货市场买入电解铜，同时在期货市场上做空头，锁定盘面价，在持有一段时间后，通过期货平仓，卖出现货，进行升贴水套利。

总体看，公司铜业板块随生产线技术改造，产能有所提高，能满足公司未来发展需求；铜加工产品收入波动下降，但随铜贸易业务的展开，收入规模整体呈上升趋势；同时联合评级关注到铜贸易业务存在一定市场风险和操作风险。

5. 市场商贸板块

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，红木家具市场的管理、租赁招商、运营等。公司市场商贸板块的经营主体主要为公司本部、浙江花园进出口有限公司（原花园工贸集团杭州进出口有限公司，以下简称“花园进出口”）东阳市花园木材有限公司（以下简称“花园木材”）、东阳市惠宝商贸有限公司（以下简称“惠宝商贸”）及浙江祥云科技股份有限

公司（以下简称“祥云科技”），公司本部、花园木材和惠宝商贸主要依托花园村红木产业链进行红木原木贸易；花园进出口主要业务为进出口贸易和内贸，其中以进出口贸易中的木材、化工原料等一般进口业务和对内贸易中的木材业务为主，祥云科技本级主要从事国际贸易和国内贸易（以下简称“内贸”），主营产品为铜精矿、金精矿等金属矿产，电解铜、电解镍、铝锭、锌锭、铜矿、金矿、镍矿等大宗金属材料以及手机等移动终端的供应链管理业务。公司从事红木家具市场运营管理的经营主体为东阳市花园红木家具开发有限公司（以下简称“花园红木”），专业从事红木家具市场的建设开发、管理、租赁招商、运营等业务。

公司贸易业务经营模式以自营业务为主、代理业务为辅，近三年收入规模分别为 59.44 亿元、69.71 亿元和 85.05 亿元，规模呈稳定增长态势，具体情况如下表：

表 17 公司贸易业务收入情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
自营业务	59.44	69.69	85.03	47.53
代理业务	-	0.02	0.01	-
合计	59.44	69.71	85.05	47.53

资料来源：公司提供

注：代理收入全部为佣金收入；数据差异为四舍五入导致。

（1）进口贸易

从进口商品看，公司主要以进口偏光片、扩散片、木材、化工产品、电解铜和镍等商品为主，近三年，公司进口业务规模呈波动上升趋势，其中以金属矿产进口为主，2016年，受人民币贬值较多，进口商品价格上涨等因素影响，进口贸易利润空间压缩导致进口贸易规模减少，公司主要产品进口合计金额18.19亿元，同比减少26.21%，进口贸易占比贸易收入总额的21.39%。

表 18 公司主要进口业务情况（单位：亿元）

进口业务类别	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
偏光片扩散片	2.44	1.54	1.41	0.56
化工产品	2.49	1.36	1.15	0.39
木材	5.38	5.42	4.03	2.42
金属矿产	6.99	16.16	11.31	3.74
塑胶地板	0.22	0.16	0.20	0.09
大麦	--	0.01	0.09	0.06
合计	17.51	24.66	18.19	7.26

资料来源：公司提供

（2）出口贸易

从出口商品看，公司主要以出口服装、机床、摩托车配件、小商品、医疗器材等商品为主，2016年公司主要产品出口额合计0.29亿元，占贸易收入较小。

表 19 公司主要出口业务情况（单位：亿元）

出口业务类别	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
服装	0.53	0.16	0.06	0.04
摩托车配件	0.33	0.12	0.03	0.02
小商品	0.26	0.09	0.03	0.02
机床	0.52	0.23	0.11	0.06

医疗器材	0.2	0.09	0.03	0.02
拖拉机及配件	--	--	0.03	-
合计	1.84	0.69	0.29	0.16

资料来源：公司提供

(3) 内贸业务

公司内贸业务的大宗商品主要为木材、液晶玻璃、乙二醇、苯乙烯、聚乙烯、DOP等。从收入看，2016年公司内贸收入为65.55亿元，同比增长49.99%，主要源自金属矿产贸易的增长；其中以金属矿产贸易为主，贸易产品以电解镍和电解铜为主，近三年金属矿产贸易占比持续走高，主要系受市场波动影响，公司为规避风险，从事套利贸易导致该部分贸易量大增。

表20 公司主要内贸业务情况（单位：亿元）

内贸业务类别	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
木材	6.89	7.55	8.63	4.42
化工产品	4.18	3.94	2.98	3.65
金属矿产	25.33	31.31	54.92	32.03
棉花	0.53	--	--	-
其他	1.64	1.57	0.02	-
合计	38.56	44.37	66.55	40.10

资料来源：公司提供

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后T/T¹⁸汇款外，其绝大部分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。公司国内贸易主要为配合花园村周边红木家具产业链而开展的木材业务和部分化工产品。木材的交易结算按行业惯例一律采用现款方式，付款提货；化工产品方面，公司一般利用充裕的资金和现有的买家渠道，用现款以低于市场平均水平一定幅度的价格采购如乙二醇之类的其他公司用来融资的大宗化工品种，并销售给真正将其作为原料用于生产的实业型企业，由于销售的价格仍较市场普遍价格低，故其结算仍以现款为主。电解铜采购方面主要为国内采购，公司通过与国外、上海、宁波的贸易商按在一定期限内以沪铜期货价盘面点价模式采购（在需要电解铜时公司与贸易商签订采购合同，约定发货时公司支付给贸易商发货当天上海现货价的90%款项，公司可在一定期限内按沪铜期货价盘面点价，最终按点价时的沪铜期货价加现货升帖水与贸易商最为最终价格），结算货款，避免了铜价波动的风险。

公司金属矿产内贸额近三年分别为 25.33 亿元、31.31 亿元和 54.92 亿元，呈增长态势，其中前五大销售额合计分别为 6.43 亿元、15.98 亿元和 31.31 亿元，占比金属内贸额为 25.41%、51.04%和 32.07%，金属矿产内贸业务销售集中度有所波动，集中度一般。

总体看，公司逐渐推进内贸发展，缓冲外国环境变化对公司进出口贸易的影响，近三年贸易规模呈扩张趋势，未来有望进一步扩大。

(4) 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 2017 年 6 月末，公司拥有市场经营面积 30.61 万平方米、商铺 1,432 个、入驻红木品牌经营户 1,800 余户，商铺出租率 100%。

¹⁸ T/T: Telegraphic Transfer, 电汇。

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，商铺租金价格一般以政府指导价作为定价依据，参照周边东阳木雕城、横店红木市场等同类型市场的情况，出于招商和降低经营户成本的考虑，在指导价的基础上，根据不同的楼层确定各商业铺位的租金价格。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%，花园红木家具市场经过近两年的孵化培养后，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。

从收入看，2014~2016 年，公司红木家具市场分别实现收入 1.23 亿元、1.88 亿元和 2.27 亿元，收入年均复合增长 35.85%；净利润分别为 0.43 亿元、2.96 亿元和 16.19 亿元¹⁹，2015 年和 2016 年净利润规模较大主要系红木家具市场评估增长，公允价值变动所致。随红木家具市场的稳定运营，2015~2016 年，公司红木家具市场作为投资性房地产，实现评估价值增值 3.02 亿元和 20.20 亿元，实现公允价值变动，为公司净利润贡献较高，截至 2016 年底，公司红木家具市场评估价值 57.48 亿元，累计增值 41.92 亿元。2017 年 1~6 月，红木家具市场实现营业收入 1.27 亿元，利润总额 0.71 亿元，净利润 0.65 亿元。公司具体五期项目经营情况如下表：

表 21 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		
				2016 年	2017 年（估）	2018 年（估）
红木家具展示中心一期项目	2010/12/23	4.45	163	0.39	0.43	0.49
红木家具展示中心二期项目	2012/10/5	8.63	336	0.68	0.75	0.86
红木家具市场展示中心扩建工程建设项目（三期）	2013/1/21	4.52	250	0.31	0.34	0.39
精品馆项目（四期）	2013/9/30	1.13	54	0.10	0.10	0.12
红木家具城三期项目（五期）	2014/11/16	11.88	629	0.80	0.88	1.01
合计		30.61	1,432	2.27	2.50	2.87

资料来源：公司提供

公司红木家具市场业务受市场供求影响，租金收入规模逐年扩张，为公司带来稳定现金流，未来发展看好。

总体看，公司市场商贸业务收入规模较大，经营稳健，未来为公司贡献稳定的现金流，发展前景看好。

6. 其他业务

公司其他业务主要包括包装及新材料产业、旅游休闲、医院和教育等，经营主体分别为花园新材料股份有限公司（以下称“花园新材料”）、花园物资有限公司（以下简称“花园物资”）、花园金波科技股份有限公司（以下简称“花园金波”）、浙江老汤火腿食品有限公司（以下简称“老汤火腿”）、浙江花园农业发展有限公司（以下简称“花园农业”）和东阳市花园华泰建材有限公司（以下简称“华泰建材”）等。近三年，公司其他业务收入分别为 7.52 亿元、9.83 亿元和 13.44 亿元，收入呈增长态势。2016 年，公司其他业务收入达 13.44 亿元，其中花园新材料、花园物资、花园金波、老汤火腿、花园农业、华泰建材分别实现收入 2.36 亿元、1.05 亿元、0.53 亿元、1.40 亿元、1.60 亿元和 1.12 亿元，分别实现利润总额 0.13 亿元、0.12 亿元、0.06 亿元、0.06 亿元、0.19 亿元和 0.13 亿元。

花园新材料成立于 2012 年 3 月，主要从事新型建筑材料的研发与生产，目前拥有年产 1.8 亿平方

¹⁹ 2016 年净利润中除去红木家具市场评估增值部分后的净利润为 1.04 亿元。

米新型纸包装材料生产能力，采用先进的产品技术及其完善的检测工艺，分别从国内外引进代表当代瓦楞包装先进水平的流水线设备，现有2.2米、2.5米五层全自动进口宽幅高速瓦楞纸板生产线各一条、1.8米七层全自动进口宽幅高速瓦楞纸板生产线一条，年产250万平方米全自动纸蜂窝复合墙体板材料生产线一条，并配备工厂自动流转设备，打造“整厂自动化物流”，具有质量标准、生产效率高，损耗水平低等优点。2015年5月，花园新材料顺利完成了股份制改造，正式更名为“花园新材料股份有限公司”，目前正在准备首次公开发行事宜。公司主营产品包括包装纸箱、纸板和新型复合墙体板两大类。其中，包装纸箱、纸板主要为公司传统包装产品，适用于大型五金件、装备、食品、药品、家电、红木家具等；新型复合墙体板采用纸蜂窝设计和高分子蜂窝设计，可应用于学校、医院、高层建筑、办公室等公共建筑及民用建筑。

花园物资成立于1997年1月，主要从事废旧物资回收、针纺织品及原材料、日用百货、五金交电、建材、食用农产品、竹木工艺品批发、零售等业务。

花园金波成立于2010年7月，原名浙江花园电子器材有限公司，公司实际持有浙江花园电子器材有限公司股权、表决权82.33%；2015年12月，该公司更名为花园金波科技股份有限公司。花园金波主要从事金属波纹管、温度控制器的生产销售业务；老汤火腿成立于1998年7月6日，主要从事肉制品的生产；花园农业成立于2005年12月，主要从事农业项目的投资、园林绿化工程等。

总体看，公司其他业务收入规模较稳定，每年为公司贡献稳定现金流，未来随花园新材料成功上市，品牌知名度有望进一步提升。

7. 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 15.55 亿元，截至 2017 年 6 月末，公司已投入 11.51 亿元，未来资金压力不大。具体见下表：

表 22 截至 2017 年 6 月末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金筹措		已投资金额	计划投资额	
		自筹	融资		2017 年下半年	2018 年
年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目	6.70	2.70	4.00	6.12	0.35	0.23
年产 4,000 吨杀鼠剂制剂项目	1.81	0.74	1.07	0.17	0.60	1.05
超纯羊毛脂项目	0.24	0.24	0.00	0.21	0.03	--
浙江师范大学附属花园外国语学校	6.80	2.80	4.00	5.01	1.79	--
合计	15.55	6.48	9.07	11.51	2.77	1.28

资料来源：公司提供

铜业板块方面，在建项目主要为年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目，项目规划总占地面积 13.33 万平方米（约合 200 亩），其中项目拟建建筑所在地块总面积 4.95 万平方米（约合 74.3 亩），项目总投资达 6.70 亿元，其中固定资产投资 4.96 亿元，铺底流动资金 1.46 亿元，其中：银行贷款 4.00 亿元，自筹 2.70 亿元。项目主要采用自行设计具有国内先进水平的强力热轧技术，项目投产后，形成年产 10 万吨高精度宽幅铜板带材的生产能力，从产能和工艺、品类多样性方面优势明显，项目建成后，随市场回暖，公司产能利用率的提高，收入及盈利规模有望进一步增加。截至 2017 年 6 月末，该项目已投资 6.12 亿元，目前其中第一条生产线已经开始试生产，已于 2017 年 6 月转固，后续将陆续增加设备购置，产能逐步释放至 10 万吨。

生物医药板块方面，在建项目主要为花园高科旗下的年产 4,000 吨胆钙化醇杀鼠剂制剂项目和研发中心项目。杀鼠剂项目厂区位于东阳市南马镇花园工业园区，占地面积 35,101 平方米（约 52 亩），总投资 1.81 亿元，其中自筹 0.74 亿元，银行贷款 1.07 元，项目建设周期 29 个月，固定资产投资 1.51 亿元，全部在建设期内投入，在项目建成投产后，逐步投入铺底流动资金 0.30 亿元。项目投资建成并达产后，预计实现年均销售收入 1.88 亿元，年均利润总额 0.70 亿元，税后投资回收期 5.17 年（含建设期 1 年），未来随项目投产，医药生产线进一步实现产品多元化，随产能释放，公司医药收入规模将进一步扩大。

其他业务板块方面，在建项目主要为浙江师范大学附属东阳花园外国语学校建设项目。学校建设项目于 2016 年 3 月已支付土地款现已开工，由花园建设代理建设，预计总投资 6.80 亿元，其中自筹 2.80 亿元，项目一期用地面积 15.50 万平方米，总建筑面积 11.62 万平方米二期用地面积 1.54 万平方米。

拟建项目方面，公司预计总投资 17.29 亿元用于建设核心预混料项目、花园红木产业国际物流中心项目以及年产 60 吨心脑血管片原料提取生菜先技术改造项目。具体如下表：

表 23 截至 2017 年 6 月末公司拟建项目情况（单位：亿元）

实施单位	项目名称	总投资	资金筹措		计划投资额	
			自筹	融资	2017 年	2018 年
浙江花园生物高科股份有限公司	核心预混料项目	1.34	0.47	0.87	0.20	1.14
东阳市花园物流有限公司（筹）	花园红木产业国际物流中心	11.98	5.02	6.96	--	3.00
花园新材料股份有限公司	年产 800 万平方米多功能轻质复合墙板建设项目二期、三期	3.98	2.58	1.40	0.80	1.00
合计	--	17.29	8.06	9.23	1.00	5.14

资料来源：公司提供

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。

8. 经营效率

从经营效率看，2014~2016 年，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为 18.25 次、17.39 次和 15.85 次，整体维持在较好水平；公司存货周转次数分别为 6.90 次、6.61 次和 6.06 次，呈下降态势，主要系公司在经营规模迅速扩大，公司的原材料、产成品等库存相应的增加所致，存货周转率保持在合理范围；总资产周转率随着公司资产规模的增长逐年下降，分别为 1.28 次、1.21 次和 1.12 次。

总体看，公司资产和业务规模较大，总体经营效率尚可。

9. 经营关注

（1）业务周期性较强，存在行业波动风险

建筑板块毛利空间收窄，经济周期及行业周期的波动对公司的经营业绩影响较大。

（2）多元化经营风险

公司主营业务涉及医药、建筑施工等业务板块，涉及有色金属加工、生物医药、新材料、建设、学校等多个细分行业，多元化的经营加大了公司的管理难度。

（3）原材料价格波动风险

公司生物医药板块对上游羊毛脂的需求较大，近年羊毛脂原材料价格波动较大，未来对公司生

产成本造成一定冲击。

(4) 在建拟建项目多，面临一定资金支出压力

公司多个业务板块存在在建拟建项目较多，计划投资额度大，资金需求量较大，投资周期大都集中于 3~5 年，投资支出力度加大，存在一定资金压力。

(5) 商贸及铜贸易套利业务存在一定风险

公司大宗商品套利业务受金属价格波动较大影响，存在一定市场风险和操作风险。

10. 未来发展

2017 年 3 月 15 日，经东阳市委、市政府研究决定，将花园村周边的 9 个自然村统一并入花园村，启动新一轮并村及新农村建设，为公司的发展带来新一轮机遇。公司未来将定位于产业经营与产业投资并重发展，成为在核心产业领域拥有优秀企业和品牌影响力的企业集团。

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发展的产业倾斜。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，实现最优资源配置，现金流互补和可持续性发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 年度财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告；2015~2016 年度财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，2017 年一季度的财务数据未经审计。公司财务报表依据 2006 年颁布的《企业会计准则》及 2014 年新颁布和修订的准则编制。

从合并范围来看，截至 2015 年末，公司合并范围内的子公司较上年新增 3 家，减少 2 家；截至 2016 年末，公司合并范围内的子公司较上年新增 3 家，减少 1 家。因涉及合并范围变动的子公司规模较小，对公司财务数据影响不大，故财务数据可比性较强。

2. 资产质量

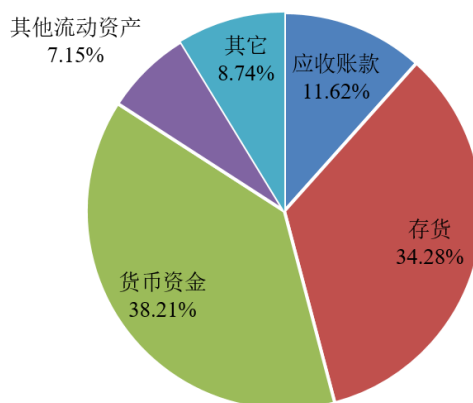
2014~2016 年，公司资产总额呈稳定增长态势，年均复合增长率为 25.81%。截至 2016 年末，公司资产总额为 183.50 亿元，较上年末增长 31.55%。其中，流动资产占 49.65%，非流动资产占 50.35%。

近三年，公司资产构成变化不大，资产结构较为均衡。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长率为 21.84%。截至 2016 年末，公司流动资产合计 91.11 亿元，较上年末增长 20.65%，主要系货币资金和存货增长所致；主要以货币资金（占 38.21%）、应收账款（占 11.62%）、存货（占 34.28%）和其他流动资产（占 7.15%）为主。

图 7 截至 2016 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 26.81%，主要系经营规模持续扩大，融资规模相应扩大所致。截至 2016 年末，公司货币资金 34.81 亿元，较上年末增长 39.64%；以银行存款和其他货币资金为主，分别占比 59.57%和 40.40%。其他货币资金以票据保证金为主，其中公司 3 个月以上使用受限货币资金 11.50 亿元，占比 33.04%。

2014~2016 年，公司应收账款呈波动增长态势，年均复合增长 36.05%，主要系生产、经营规模的扩大，以及受房地产行业不景气，导致建筑板块收款周期增长所致。截至 2016 年末，公司应收账款账面价值 10.59 亿元，较上年末下降 9.02%，主要系公司 2016 年子公司祥云科技和花园铜业收回应收款较多所致。截至 2016 年末，公司共计提坏账准备 0.27 亿元，计提比例为 0.03%。其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 10.64 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 97.25%，1 年以上的占 2.75%，账龄较短，计提坏账准备 0.22 亿元。截至 2016 年末，公司应收账款前五名合计欠款 1.91 亿元，占应收账款总额的 17.57%，公司应收账款分散程度较高，坏账风险较低。

表 24 截至 2016 年底公司应收账款前五名情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	年限	占应收账款总额比例
浙江锦瑞丰进出口有限公司	0.62	1 年以内	5.71
DSM NUTRITIONAL PRODUCTS	0.39	1 年以内	3.61
上海亿马金属材料有限公司	0.33	1 年以内	3.04
DSM NUTRITIONAL PRODUCTS GMBH	0.32	1 年以内	2.94
潍坊帝华房地产开发有限公司	0.25	1 年以内	2.27
合计	1.91	--	17.57

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货净值逐年增长，年均复合增长 26.53%，主要系公司近年新投了生产高精度紫铜板、带等系列产品，并扩大了主导产品维生素 D3 上下游系列产品和心脑血管片等的生产规

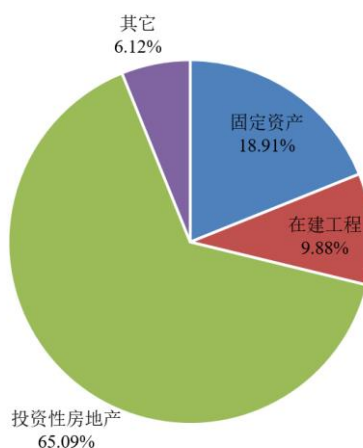
模所致。截至 2016 年末，公司存货净值 31.23 亿元，较上年末增长 31.99%；主要包括原材料 2.50 亿元（占比 7.99%）、在产品 1.45 亿元（占比 4.64%）、库存商品²⁰和发出商品 15.91 亿元（占比 50.94%）、开发成本 0.11 亿元（占比 0.34%）、开发产品 3.29 亿元（占比 10.53%）和工程施工 7.98 亿元（占比 25.55%）。公司对库存商品及原材料共计提减值准备 0.09 亿元，计提比例较低。

2014~2016 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 43.74%，以银行理财产品为主。截至 2016 年末，公司其他流动资产 6.51 亿元，较上年末增长 24.68%，其中银行理财产品 6.06 亿元，占比 93.10%。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 30.13%。截至 2016 年末，公司非流动资产合计 92.39 亿元，较上年末增长 44.42%，主要系投资性房地产增长所致；主要以投资性房地产（占 65.09%）、固定资产（占 18.91%）和在建工程（占 9.88%）为主。

图 8 截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 28.24%。截至 2016 年末，公司投资性房地产 60.13 亿元，主要为红木家具城、花园农贸城、商贸中心、葛村厂房等，较上年末增长 61.21%，主要系红木家具市场增值所致。公司投资性房地产主要按公允价值计价，其中位于南马镇花园万兴路 37-2 号、37-2 号 A08 室、37-3 号、37-1 号的投资性房地产，总建筑面积为 34.44 万平方米，根据浙江普阳资产评估有限公司出具的浙普评报【2016】061 号评估报告，截至 2016 年 12 月 31 日，红木家具市场²¹评估价值 57.48 亿元，较 2015 年末增值 20.20 亿元，增值率 54.17%，累计增值 41.92 亿元。截至 2016 年末，公司用于抵押的投资性房地产 1.28 亿元，占投资性房地产的 2.13%。

2014~2016 年，公司固定资产呈波动增长态势，年均复合增长 21.44%，主要系在建工程转入所致。截至 2016 年末，公司固定资产账面价值为 17.47 亿元，较上年末减少 0.99%，基本持平；公司固定资产构成主要包括房屋及建筑物 12.70 亿元和生产设备 3.77 亿元；累计计提折旧 5.59 亿元，计提减值准备 39.61 万元（生产设备）。公司固定资产成新率 73.22%，成新率尚可。截至 2016 年末，公司用于抵押的固定资产账面价值 6.08 亿元，占比固定资产净额的 34.80%。

2014~2016 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 73.91%，主要系厂房及相关生产线投入

²⁰ 公司库存商品主要为子公司东阳市花园木材有限公司的红木原木 7.25 亿元，祥云科技库存的部分中间产品 3.7 亿元，以及部分贸易商品、少量铜业板块库存商品。

²¹ 公司红木家具市场位于东阳市南马镇花园万兴路 37-2 号、37-2 号 A08 室、37-3 号、37-1 号，总建筑面积 344,410.86 平方米，土地面积 105,472.61 平方米。

增加所致。截至 2016 年末，公司在建工程合计 9.13 亿元，较上年末增长 134.15%，主要系花园铜业——二期厂房工程投入增加、新增外国语学校项目所致。

截至 2017 年 6 月末，公司资产总额 185.14 亿元，较年初增长 0.90%。资产构成中，公司流动资产 89.76 亿元，占比为 48.48%；非流动资产 95.38 亿元，占比为 51.52%，构成变动不大。

总体看，近年来，随着各板块的发展，公司资产规模保持较快增长。资产结构较均衡，流动资产主要以货币资金和存货为主；非流动资产中以投资性房地产和固定资产为主，使用受限资产规模占比不大，公司资产质量尚可。

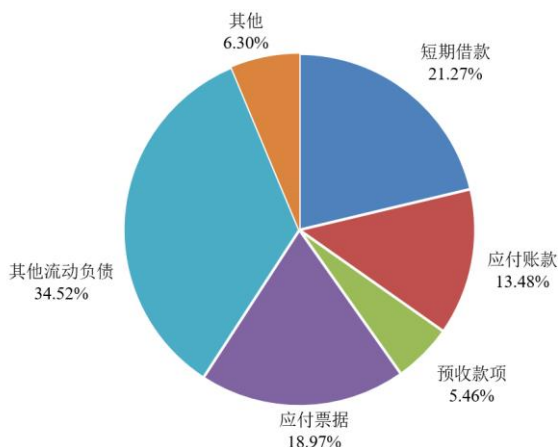
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，随着公司经营规模的扩大，公司的负债规模也呈较快速增长，年均复合增长率为 29.01%。截至 2016 年末，公司负债合计 99.36 亿元，较上年末增长 26.66%；其中流动负债占比 75.80%，非流动负债占比 24.20%，负债结构以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长率为 22.21%。截至 2016 年末，公司流动负债 75.32 亿元，较上年末增长 15.97%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致；以短期借款（占 21.17%）、应付票据（占 18.97%）、应付账款（占 13.48%）、预收款项（占 5.46%）和其他流动负债（占 34.52%）为主。

图 9 截至 2016 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款规模呈波动增长态势，年均复合增长 1.89%，除 2015 年公司通过发行短期融资券、超短期融资券等方式进行融资，置换了部分短期借款外，短期借款规模基本保持稳定。截至 2016 年末，公司短期借款 16.02 亿元，较上年末增长 50.56%，其中，抵押借款 4.02 亿元和保证借款 12.00 亿元。

2014~2016 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 45.32%，主要系公司为提高资金使用效率、节约财务费用而加大信用证和票据结算力度所致。截至 2016 年末，公司应付票据 14.29 亿元，较上年末减少 4.20%；公司应付票据全部为银行承兑汇票。

公司应付账款主要为正常业务经营产生的材料款、设备款及工程款。2014~2016 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 84.64%，主要系公司工程量增加，应付工程款及材料款相应增加所致。截至 2016 年末，公司应付账款 10.15 亿元，较上年末增长 17.55%；公司应付账款主要包括材料款

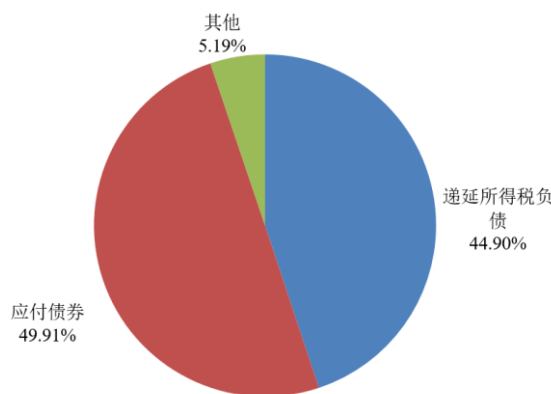
8.80 亿元、设备款 0.15 亿元、工程款 1.19 亿元，以材料款为主。

2014~2016 年，公司预收款项呈波动下降态势，年均复合减少 22.54%。截至 2016 年末，公司预收账款 4.11 亿元，较上年末增长 14.31%，主要系租金及货物预收款增长所致；公司预收账款包括工程预收款 22.45 万元、房屋预售款 0.36 亿元和租金及货物预收款 3.75 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动负债年均复合增长 35.91%，主要系发行短融、超短融及非公开定向债务融资工具等债券所致。截至 2016 年末，公司其他流动负债余额 26.00 亿元，较上年末新增 3.00 亿元；全部为公司发行的私募债、超短期融资券（“16 花园债”，额度 3 亿元；“16 花园 SCP003”，额度 5 亿元；“16 花园 SCP004”，额度 3 亿元；“16 花园 SCP005”，额度 5 亿元；“16 花园 SCP006”，额度 5 亿元；“16 花园 SCP007”，额度 5 亿元），已调整至短期债务核算。

2014~2016 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 61.06%，主要系 2015~2016 年发行大量债券所致。截至 2016 年末，公司非流动负债 24.04 亿元，较上年末增长 78.07%，主要系应付债券和递延所得税负债增加所致；以应付债券（占 49.91%）和递延所得税负债（占 44.90%）为主。

图 10 截至 2016 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014 年末，公司无应付债券；2015~2016 年公司应付债券规模分别为 7.00 亿元和 12.00 亿元。截至 2016 年末，公司应付债券为“15 花园 MTN001”（发行日期 2015 年 9 月 23 日，期限 3 年，发行金额 7.00 亿元）和“16 花园 MTN001”（发行日期 2016 年 8 月 4 日，期限 3 年，发行金额 5.00 亿元）。公司应付债券将于 2018 年、2019 年到期，面临集中兑付的压力尚可。

2014~2016 年，公司递延所得税负债分别为 4.71 亿元、5.35 亿元和 10.80 亿元，主要是公司根据投资性房地产暂时性差异调整，递延所得税计提部分，2016 年末递延所得税负债大幅增长主要系 2016 年公司投资性房地产公允价值增加较多所致。

2014~2016 年，公司债务规模逐年增长，年均复合增长率为 30.56%，短期债务占比均超过 80%。截至 2016 年末，公司全部债务 69.51 亿元，较上年末增长 21.51%，主要系发行超短融资工具和一般中期票据所致；其中短期债务占比 81.01%，长期债务占比 18.99%，债务结构以短期为主，短期债务负担较重。2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率波动上升，长期债务资本化比率逐年上升；截至 2016 年末，上述指标分别为 54.15%、45.24%和 13.56%，公司债务负担尚可，债务结构仍有调整空间。

截至 2017 年 6 月末，公司负债合计 97.45 亿元，较年初减少 1.92%，其中流动负债为 64.06 亿元（占比 65.73%，较年初减少 10.07 个百分点），非流动负债为 33.39 亿元（占比 34.27%，较年初增加 10.07 个百分点），公司流动负债的减少主要来自公司支付应付工程款及货款使得应付账款减

少；非流动负债的增长主要来自长期借款增加。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分别为 52.64%、44.23%和 20.46%，较年初分别减少 1.51 个百分点、减少 1.01 个百分点和增加 6.90 个百分点。

总体看，公司负债以流动负债为主，债务结构以短期债务为主，负债结构有待改善。公司债务规模持续快速增长，债务负担有所加重。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为 22.32%，主要系未分配利润增长所致。截至 2016 年末，公司所有者权益合计 84.14 亿元（其中归属于母公司所有者权益 76.76 亿元），较上年末增长 37.85%，主要来未分配利润的增长。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 13.03%，资本公积占 3.16%，其他综合收益占 17.59%（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 64.73%，未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 6 月末，公司所有者权益合计 87.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益 79.87 亿元，较年初增长 4.22%，主要系未分配利润增长所致，结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模逐年增长，所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入保持较快增长，年均复合增长 17.40%。2016 年，公司实现营业收入 180.51 亿元，同比增长 16.97%；公司销售经营规模的扩大导致公司各项成本和开支增加，2014~2016 年，公司营业成本逐年增长，年均复合增长 19.01%，超过营业收入增长速度。2016 年，公司营业成本 166.61 亿元，同比增长 16.62%。营业利润方面，近三年，随公司贸易规模逐渐扩大、红木家具市场公允价值增长，公司营业利润规模呈逐年上升趋势，年均复合增长 125.19%，2016 年为 27.30 亿元。

2014~2016 年，公司期间费用呈下降态势，年均复合减少 3.88%，以管理费用和财务费用为主。其中，公司销售费用呈波动下降态势，年均复合下降 15.07%，主要系加大销售费用控制力度所致，2016 年为 0.85 亿元，同比增长 2.61%；公司管理费用呈波动增长态势，2016 年为 2.94 亿元，同比增长 11.45%，主要系职工薪酬等增长所致；财务费用呈波动下降态势，年均复合减少 5.62%，2016 年为 2.43 亿元，同比减少 18.29%，主要系 2016 年整体融资成本下降，同时 2015 年同期的利息支出中包含一部分 2014 年的跨期利息，基数较大所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 5.14%、4.17%和 3.45%，期间费用控制能力逐年增强，水平较好。

2014~2016 年，公司分别实现公允价值变动收益 0.27 亿元、3.02 亿元和 20.20 亿元，系以公允价值计量的投资性房地产增加所致，分别占当期营业利润的 5.03%、46.41%和 74.01%，2016 年公司利润对公允价值变动收益依赖程度高。2014~2016 年，公司分别实现营业外收入 0.14 亿元、0.16 亿元和 0.66 亿元，主要为非流动资产处置利得以及公司从事生态农业、生物医药、新材料产业等收到的政府补贴，分别占当期利润总额的 3.19%、2.52%和 2.37%。

盈利指标方面，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 9.01%、6.32%和 7.20%，主要是由于公司铜业板块以及市场商贸业务利润率相对较低，建筑业务毛利逐年下降所致。受 2016 年公司公允价值变动收益大幅增加的影响，当年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2014 年和 2015 年均均有大幅增长，2016 年上述指标分别为 17.67%、19.07%和 29.13%。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 108.36 亿元，较上年同期增长 19.91%，实现利润总额 5.15

亿元、净利润 4.11 亿元，分别较上年同期增长 116.43%和 110.01%，主要系医药及铜业板块利润增长所致。

总体看，随着公司销售规模不断扩大，公司营业收入保持较快增长，2016 年利润对公允价值变动收益依赖程度高；受铜业和市场商贸业务毛利率水平较低，建筑板块毛利逐年下降影响，公司盈利指标波动下降，整体盈利能力一般。

5. 现金流

随着公司营业收入规模的快速增长，公司经营活动现金流入年均复合增长 17.77%，2016 年为 202.36 亿元，同比增长 22.29%；公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主，年均复合增长 17.42%，2016 年为 198.46 亿元，同比增长 22.34%，主要系 2016 年公司贸易规模扩大所致。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流出年均复合增长 17.80%，主要系业务规模扩大，采购成本相应增加所致，2016 年为 194.52 亿元；以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2016 年为 186.13 亿元。公司近三年经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 5.71 亿元、3.99 亿元和 7.85 亿元。从收入实现质量看，2014~2016 年，公司现金收入比分别为 109.92%、105.12%和 109.95%，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 6.38 亿元、7.88 亿元和 11.75 亿元，主要系当期收回的应付票据、信用证保证金及短期理财产品收回较多所致；投资活动现金流出分别为 12.54 亿元、13.42 亿元和 29.55 亿元，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金，其中 2016 年投资支付的现金 22.02 亿元，主要为公司贸易板块支付的保证金、购置理财产品和公司追加的长期股权投资。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-6.15 亿元、-5.54 亿元和-17.79 亿元。近三年，公司筹资前现金净流量分别为-0.44 亿元、-1.55 亿元和-9.95 亿元。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，公司有一定的对外融资需求。

从筹资活动来看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入量呈波动增长态势，年均复合增长 31.27%，2016 年为 69.56 亿元，主要来自公司发行债券和取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出呈波动增长态势，分别为 37.63 亿元、75.87 亿元和 58.78 亿元，主要是偿还债务支付的现金。近三年公司筹资活动净流入量逐年增长，分别为 2.74 亿元、4.88 亿元和 10.78 亿元。

2017 年 1~6 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 2.20 亿元、2.56 亿元和 2.05 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，收入实现质量较好；随着公司投资规模的扩大，公司外部融资压力增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动资产及流动负债均有不同幅度增长，公司流动比率波动下降，分别为 1.22 倍、1.16 倍和 1.21 倍；速动比率近三年较为稳定，分别为 0.83 倍、0.80 倍和 0.79 倍。公司现金短期债务比分别为 0.60 倍、0.51 倍和 0.64 倍，呈波动上升趋势，整体变化不大。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 逐年增长，三年分别为 8.93 亿元、10.56 亿元和 31.98 亿元，年均复合增长 89.26%，主要系 2016 年公司投资性房地产增值，公允价值变动带来净利润大幅增长所致；其中以利润总额和计入财务费用的利息支出为主（2016 年占比分别为

87.29%和 9.01%)；公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.21 倍、3.09 倍和 11.10 倍，其中公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.22 倍、0.18 倍和 0.46 倍。综合看，公司 EBITDA 对长期债务的保护能力有所增强，但考虑到利润总额中投资性房地产的公允价值变动占比较大，若未来发生减值，公允价值减少或将影响 EBITDA 稳定性，公司 EBITDA 对长期债务的保护能力一般。

截至 2017 年 6 月末，公司对外担保余额为 0.30 亿元，或有负债规模较小。被担保单位为浙江海纳建设集团有限公司，截至 2016 年末，浙江海纳建设集团有限公司资产总额 5.64 亿元，所有者权益 3.22 亿元，2016 年实现营业收入 14.03 亿元，利润总额 0.34 亿元，目前正常经营。

截至 2017 年 9 月末，公司共有 3 项未决诉讼：浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”）诉陕西广升实业发展有限公司建设工程施工合同纠纷案，标的金额：工程款 605.59 万元及违约损失，目前判决尚未判决；中国电力投资集团有限公司云南分公司诉花园建设买卖合同纠纷案，标的金额钢材款及违约金共计 385 万元，目前案件尚在审理中；天津冀东津璞基业混凝土有限公司诉天津亚泰海投资有限公司、花园建设买卖合同纠纷案，标的金额货款 366 万元及违约金，目前天津亚泰海投资有限公司根据三方协议已付款，该案已了结。

截至 2017 年 6 月末，公司共获得各家商业银行授信总额为 84.63 亿元，尚未使用的额度为 44.61 亿元，公司间接融资渠道畅通。子公司花园高科为创业板上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10330103001496809），截至 2017 年 9 月 29 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，公司偿债能力指标处于较好水平，加之公司多元化经营能在一定程度上分散风险高，未来随着医药产业布局的完善以及建筑板块的发展，公司整体实体有望提升，公司整体偿债能力较强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 6 月末，公司债务总额为 69.55 亿元，本期拟发行公司债券的发行规模为不超过 8.59 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度适中。本期债券发行后，公司债务负担将有所加重。

以 2017 年 6 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 8.59 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 26.21%、47.12%和 54.74%，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 31.78 亿元，为本期公司债券发行额度（8.59 亿元）的 3.70 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2016 年经营活动产生的现金流入 202.36 亿元，为本期公司债券发行额度（8.59 亿元）的 23.56 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度很高。公司 2016 年经营活动现金流量净额 7.85 亿元，为本期公司债券发行额度（8.59 亿元）的 0.91 倍，对本期债券覆盖程度较好。

未来随公司医药、建筑等板块的发展，公司经营规模、盈利水平将有望获得提高，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司作为多元化经营、实力较强的民营企业，在维生素 D3 生产和销售和国内建筑业内具备较强的竞争优势，近年经营规模较大，盈利能力较好，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

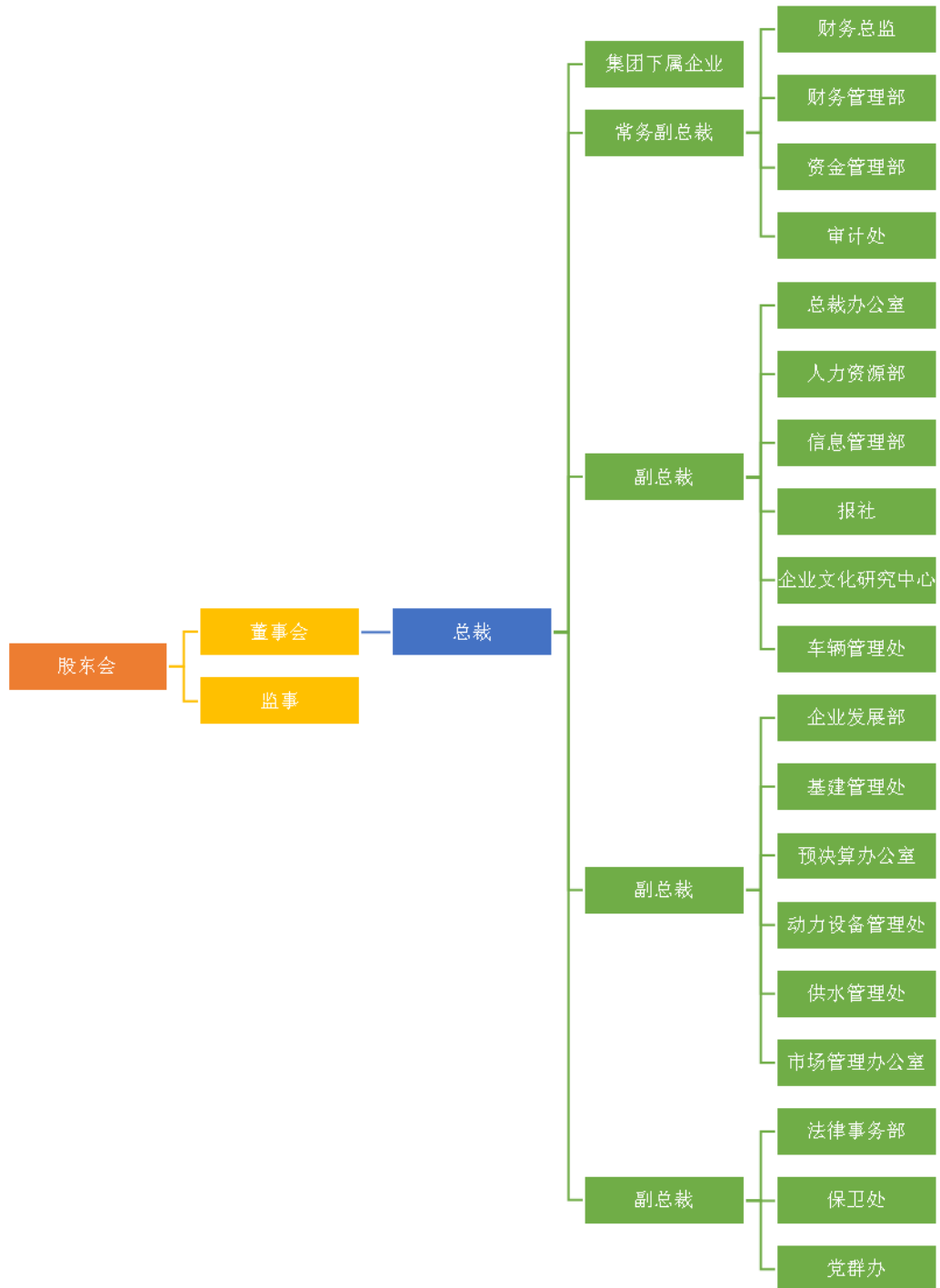
九、综合评价

公司作为实力较强的民营企业，形成了集生物医药、建筑、市场商贸和铜加工贸易的多元化经营格局，在维生素 D3 系列产品的生产销售、建筑业务在手订单充足、红木家具市场出租率高等方面具备较强的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司维生素 D3 产品及其主要原材料价格波动大、建筑行业竞争激烈、公允价值变动对利润影响较大、短期债务较重、铜贸易板块存在一定市场风险等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

公司将继续发展维生素 D3 产业，完善医药产业布局，同时随着未来城镇化建设进程加快、高精度宽幅紫铜板带项目产能逐步释放，公司盈利能力及整体竞争力有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 花园集团有限公司组织结构图



附件 2 花园集团有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额（亿元）	115.93	139.48	183.50	185.14
所有者权益（亿元）	56.24	61.04	84.14	87.69
短期债务（亿元）	36.28	49.11	56.31	47.00
长期债务（亿元）	4.50	8.10	13.20	22.56
全部债务（亿元）	40.78	57.21	69.51	69.55
营业收入（亿元）	130.96	154.32	180.51	108.36
净利润（亿元）	4.23	4.68	21.15	4.11
EBITDA（亿元）	8.93	10.56	31.98	--
经营性净现金流（亿元）	5.71	3.99	7.85	2.20
应收账款周转次数（次）	18.25	17.39	15.85	--
存货周转次数（次）	6.90	6.61	6.06	--
总资产周转次数（次）	1.28	1.21	19.12	--
现金收入比率（%）	109.92	105.12	109.95	111.72
总资本收益率（%）	8.43	7.50	17.67	--
总资产报酬率（%）	7.91	7.57	19.07	--
净资产收益率（%）	8.26	7.98	29.13	--
营业利润率（%）	9.01	6.32	7.20	7.50
费用收入比（%）	5.14	4.17	3.45	2.86
资产负债率（%）	51.49	56.24	54.15	52.64
全部债务资本化比率（%）	42.03	48.38	45.24	44.23
长期债务资本化比率（%）	7.41	11.72	13.56	20.46
EBITDA 利息倍数（倍）	3.21	3.09	11.10	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.18	0.46	--
流动比率（倍）	1.22	1.16	1.21	1.40
速动比率（倍）	0.83	0.80	0.79	0.94
现金短期债务比（倍）	0.60	0.51	0.64	0.77
经营现金流动负债比率（%）	11.33	6.14	10.42	3.44
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.04	1.23	3.72	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2017 年 1~6 月报表未经审计。4、其他流动负债中主要为短期融资券，已调至“短期债务”核算。

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	
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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 花园集团有限公司 2017年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年花园集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

花园集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。花园集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注花园集团有限公司的相关状况，如发现花园集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如花园集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至花园集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送花园集团有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二零一七年十月十一日