信用等级公告

联合[2018] 1652 号

联合资信评估有限公司通过对花园集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持花园集团有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，“15 花园 MTN001”、“16 花园 MTN001”和“17 花园 MTN001”的信用等级为 AA^+，“18 花园 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

花园集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+		评级展望：稳定	
上次评级结果：AA^+		评级展望：稳定	

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 花园 MTN001	7 亿元	2018/09/23	AA^+	AA^+
16 花园 MTN001	5 亿元	2019/08/04	AA^+	AA^+
17 花园 MTN001	8 亿元	2020/08/18	AA^+	AA^+
18 花园 CP001	5 亿元	2019/02/09	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 7 月 16 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.97	21.91	30.74	31.15
资产总额(亿元)	139.48	183.50	209.39	222.70
所有者权益(亿元)	61.04	84.14	100.50	103.70
短期债务(亿元)	49.11	56.31	50.63	55.81
长期债务(亿元)	8.10	13.20	27.72	28.72
全部债务(亿元)	57.21	69.51	78.35	84.53
营业收入(亿元)	154.32	180.51	234.59	53.70
利润总额(亿元)	6.27	27.92	10.22	3.04
EBITDA(亿元)	10.56	31.98	13.10	--
经营性净现金流(亿元)	3.99	7.85	4.20	1.12
营业利润率(%)	6.32	7.20	7.28	9.48
净资产收益率(%)	7.66	25.13	7.59	--
资产负债率(%)	56.24	54.15	52.01	53.44
全部债务资本化比率(%)	48.38	45.24	43.81	44.91
流动比率(%)	116.27	120.97	147.40	147.62
经营现金流动负债比(%)	6.14	10.42	6.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.42	2.17	5.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.09	11.02	4.48	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；其他应付款中的有息债务已计入短期债务。

分析师

方 晓　闫 旭　刘祎烜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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全球最大的维生素 D3 生产供应商，具备一定产业链优势，市场占有率高。2017 年 4 月，花园村新并入 9 个自然村和行政村，由公司与花园村合作开发，目前开发建设进展良好。公司拥有全球最大的专业红木家具市场，2017 年 12 月底，公司已完成 2018 年度租金收取工作（出租率 100%），具有行业集群和竞争优势；公司完成新型蜂窝型建筑材料自主研发，符合国家装配式建筑及建筑工业化政策；公司铜业二期项目第一条生产线于 2017 年正式投产，铜业产业规模得到提升。同时，联合资信也关注到公司贸易板块毛利水平较低、建筑行业竞争激烈、债务规模持续增长和投资性房地产公允价值变动对利润影响大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

未来，随着公司铜业二期项目进一步建设完工并释放产能，附加值较高的宽幅铜板带将有助于提升铜业盈利水平；随着国家标准和行业标准的出台，新型蜂窝型建筑材料有望成为公司新的业绩增长点。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“15 花园 MTN001”、“16 花园 MTN001”和“17 花园 MTN001”的信用等级为 AA^+，“18 花园 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全球最大的维生素 D3 生产供应商，约占全球供给量的 40%以上，在产品价格上具有一定定价权，毛利率大幅上升。公司完成生产技术升级改造， 25-羟基维生素 D3 的投产将进一步提高公司竞争力和盈利水平。
2. 公司建筑业务资质齐全，且在手合同量充足；公司已与花园村签订新并入 9 个村的合作开

发框架协议，跟踪期内开发建设进展良好。

3. 公司拥有全球最大的专业红木家具展示批发市场，2017 年 12 月，公司已完成 2018 年度租金收取工作，商铺出租率达 100%。
4. 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，有望成为公司新的业绩增长点。
5. 花园铜业年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带生产线首期正式投产，提升了公司铜业产销规模。
6. 跟踪期内，公司收入规模在贸易业务增长的带动下快速增长，主业经营性利润稳步提升。

关注

1. 原材料价格波动及劳动力成本攀升等因素对公司经营造成一定不利影响。建筑业竞争激烈，整体盈利水平有所下滑，受房地产市场的波动影响较大。
2. 公司贸易业务盈利能力较低，且受人民币汇率波动影响，面临一定汇兑风险。
3. 跟踪期内，公司债务持续增长，短期债务规模较大，存在一定短期偿债压力，考虑到公司业务扩张及项目投资，对外融资需求较大。
4. 公司权益中未分配利润和以投资性房地产公允价值变动为主的其他综合收益占比较高，稳定性一般。

声　明

一、本报告引用的资料主要由花园集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

花园集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于花园集团有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）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，公司注册资本为 5970.80 万元人民币。经过多次股权转让与增资，2003 年公司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集团有限公司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”更名为“花园集团有限公司”。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 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为人民币 10 亿元，公司股东为邵钦祥（持股 60%）、邵燕芳（持股 20%）、邵剑芳（持股 20%）三位自然人，其中邵钦祥为公司实际控制人。

公司经营范围：批发、零售：建筑材料、红木、红木家具、服装、电子产品（除地面卫星接收设备、无线电发射设备及电子出版物）、医药中间体（除危险化学品、监控化学品、易制毒化学品外）、防盗产品、包装材料、装饰材料（除危险品）、机电设备；服务：建筑装潢（凭资质书经营）；货物进出口、技术进出口；电子产品、医药中间体的研发，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。房地产开发，建筑工程施工，木材经营加工，饮用水供应；养老产业的投资及管理（未经金融等行业监管部门批准不得从事吸收存款、融资担保、代客理财、向社会公众集（融）资等金融业务）。（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 2018 年 3 月底，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 19 个职能部门。

截至 2017 年底，公司直接持股的全资或控股子公司 44 家，较 2016 年底增加 6 家，其中公司 3 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（股票代码为“300401”）。截至 2018 年 3 月底，公司持股 69213011 股，占股份总数的 36.10%；其中，所持股份累计质押 55770000 股，占所持股份总数的 80.58%，占总股份的 29.09%。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 209.39 亿元，所有者权益合计 100.50 亿元（其中少数股东权益 11.12 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 234.59 亿元，利润总额 10.22 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 222.70 亿元，所有者权益合计 103.70 亿元（其中少数股东权益 12.20 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 53.70 亿元，利润总额 3.04 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，公司存续期债券包括中期票据“15 花园 MTN001”、“16 花园 MTIN001”、“17 花园 MTN001”和短期融资券

“18 花园 CP001”，募集资金已全部按其用途使用完毕。

表 1　公司存续期内债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 花园 MTN001	7.00	7.00	2015/9/23	2018/9/23
16 花园 MTN001	5.00	5.00	2016/8/4	2019/8/4
17 花园 MTN001	8.00	8.00	2017/8/18	2020/8/18
18 花园 CP001	5.00	5.00	2018/2/9	2019/2/9

资料来源：联合资信根据公开信息整理

注：“15 花园 MTN001”和“16 花园 MTIN001”均正常付息，“17 花园 MTN001”和“18 花园 CP001”尚未到付息日。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向

高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析

1. 行业分析

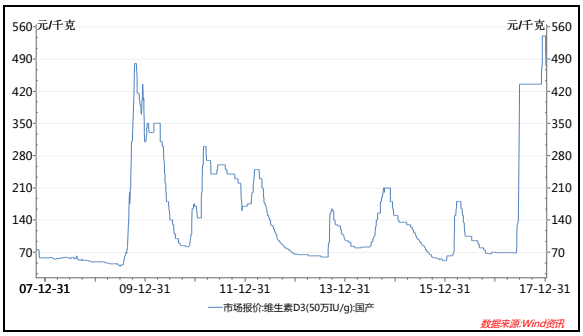
（1）生物医药行业

2010年以来，随着基层医疗机构的发展，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。据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017年医药产业经济运行分析》，2017年中国规模以上医药企业实现主营业务收入29826.0亿元，增速恢复至两位数，达12.2%，较2016年提高2.3个百分点。同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额3519.7亿元，同比增长16.6%，增速同比提高1.0个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

维生素D3是生物医药子行业。近年来，维生素D3随着供给端市场竞争环境的震荡，价格波动大。2017年以来，维生素D3价格呈持续上涨态势，由年初70元/公斤几番跳涨至目前的540元/公斤。根据最新行业消息，由于近期印度最大的维生素D3工厂起火导致停产，对行业整体情绪带来提振作用。

图1　2001～2017年12月维生素D3价格情况

（单位：元/kg）



资料来源：Wind 资讯

中国医药制造业在发展仍面临诸多问题：其一，行业集中度低。中国医药制造业规模经济水平低，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2017 年 6 月底已接近 7600 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。总体看，医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着行业内监管趋严，政策调控力度加大，行业内资源不断向优势企业集中，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段。其二，中国药品研发能力不足。药品的研发周期长、风险高、投资大。据统计，2016 年全球医药研发投入达 1454 亿美元，其中，中国医药研发投入 107 亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的 7.4%，同比提高 0.9 个百分点。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达 96%。中国药企在研发方面匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。近年来，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。目前，中国新药研发体系仍以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。在研发竞争愈发激烈的大环境下，中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。其三，药品降价。2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进，已有多项政策先后颁布，旨在解决药品价格虚高的问题。

行业政策方面，2017 年，医药行业政策密集出台，包括：2017 年 1 月 9 日，国务院医改办、国家卫计委等 8 部门联合颁布了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，并在全国推行，是促进医药产业健康发展、规范药品流通秩序、降低虚高要加的重大举措；2 月 21 日，国务院印发的《“十三五”国家药品安全规划》部署了今后五年中国药品安全工作的基本依据；4 月 5 日，国家食品药品监督管理总局组织制定了《仿制药质量和疗效一致性评价品种分类指导意见》，分类了原研进口上市品种，原研企业在中国境内生产上市的品种，进口仿制品种，国内仿制品种，改规格、改剂型、改盐基的仿制品种和国内特有品种六大品种，并对六大品种在一致性评价工作开展上作出了具体的指导。

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。

（2）贸易行业

国际贸易方面：海关统计数据显示，2017年，中国货物贸易进出口总值27.79万亿元人民币，比2016年增长14.2%。2017年，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续了2016年下半年以来回稳向好走势。其中，出口15.33万亿元，增长10.8%；进口12.46万亿元，增长18.7%；贸易顺差2.87万亿元，收窄14.2%。总体看，2017年进出口呈现回稳向好态势，但外贸发展仍然存在一些困难。

全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求等，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

国内贸易方面：近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2017全年社会消费品零售总额366262亿元，比上年增长9.02%。中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

中国贸易行业存在生产资料流通领域准入门槛低，流通主体数量较多，行业集中度低，盈利能力低的特点。2016年，社会消费品零售总额已达33.23万亿元，2015年亿元以上商品交易市场成交额合计10.01万亿元，其中生产资料专业市场成交额2.77万亿元，但重点生产资料流通企业销售额在社会生产资料销售总额比重不高，分大宗商品流通领域行业准入门槛较低，导致行业流通主体数量较多，中小型流通主体泛滥。随着流通领域信息化程度的不断提升，以及部分产品标准化程度的提高，传统贸易流通领域购销差价逐渐被摊薄。此外，中国宏观经济增速放缓，全球经济复苏乏力，市场环境不景气，导致贸易产业链企业经营环境持续恶化，上下游企业对流通环节资金占用增加，贸易企业资金周转压力增大，并伴随下游弃货、应收账款无法收回、存货跌价等风险。而国内劳动力生产成本的上升，外需不振、汇率波动等因素对国际贸易产生较大影响。

（3）建筑行业

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。根据国家统计局发布的《2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，全社会固定资产投资641238亿元，比上年增长7.0%；其中固定资产投资（不含农户）631684亿元，增长7.2%。基础设施投资140005亿元，增长19.0%，占固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%。2017年全社会建筑业增加值55689亿元，比上年增长4.3%。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7661亿元，增长9.7%。其中国有控股企业2313亿元，增长15.1%。2017年固定资产投资价格上涨5.8%。

考虑到基础设施投资规模持续增长、房地产行业有所回暖等因素，建筑业仍面临良好的发展前景。但建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

2. 区域经济环境

根据《2017 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2017 年浙江省生产总值（GDP）51768 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 2017 亿元，第二产业增加值 22472 亿元，第三产业增加值 27279 亿元，分别增长 2.8%、7.0%和 8.8%，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 57.0%。三次产业增加值结构由上年的 4.2∶44.8∶51.0 调整为 3.9∶43.4∶52.7。2017 年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占 GDP 的 24.1%。信息经济核心产业增加值 4853 亿元，按现价计算增长 16.7%，占 GDP 的 9.4%；规模以上服务业企业营业收入 13288 亿元，比上年增长 25.5%；利润总额 2202 亿元，增长 21.4%。

2017 年，浙江省规模以上工业增加值 14440 亿元，比上年增长 8.3%。规模以上工业销售产值 67857 亿元，增长 14.6%。规模以上制造业中，高技术、高新技术、装备制造、战略性新兴产业增加值分别比上年增长 16.4%、11.2%、12.8%、12.2%，占规模以上工业的 12.2%、42.3%、39.1%、26.5%。在规模以上工业中，信息经济核心产业、文化产业、节能环保、健康产品制造、高端装备、时尚制造业增加值分别增长 14.1%、5.7%、11.4%、13.3%、8.1%和 2.4%。在战略性新兴产业中，新一代信息技术和物联网、海洋新兴产业、生物产业增加值分别增长 21.5%、11.2%和 12.5%。规模以上工业新产品产值率为 35.4%，比上年提高 1.5 个百分点。10 大传统制造业产业增加值增长 4.5%。

跟踪期内，浙江省经济保持稳定增长态势，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为人民币10亿元，公司股东为邵钦祥（持股60%）、邵燕芳（持股20%）、邵剑芳（持股20%）三位自然人，其中邵钦祥为公司实际控制人。

2. 公司规模及竞争力

花园集团是全国大型企业集团，截至 2018 年 3 月底，有 44 家全资和控股公司，在全国工商联发布的 2017 年中国民营企业 500 强排行榜中名列 320 位。公司 2017 年名列中国民企制造业 500 强第 184 名。

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。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“中石化工协会科技进步一等奖”。公司正致力于打造成为“世界最大的维生素 D3 上下游产品生产商”。目前，公司维生素 D3 约占全球供给的 40%左右。

建筑板块方面，公司现有房屋建筑施工总承包壹级资质，市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包叁级资质；公司拥有高、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；公司通过了 ISO9001：2000 质量管理、ISO14001：2004 环境管理、GB/T28001：2001 职工健康安全管理三个体系的认证。

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。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。该种新型建筑材料符合国家及各省市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。

公司所拥有的红木家具市场是目前全球最大的专业红木家具批发市场，拥有花园红木家具市场一至五期市场群，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 2018 年 3 月底，商铺出租率达 100%。来自全国各地的 1800 余家红木家具生产企业上百余个知名品牌、数万种红木家具及木质工艺品常年在市场里展销。

3．研发与创新

公司自成立以来，始终注重与科研机构的合作，并不断投入构建自身的研发平台，取得了一系列达到国际先进水平的技术成果。现公司的核心技术主要有维生素 D3 生产工艺、NF 级胆固醇生产工艺、25-羟基维生素 D3 生产工艺。

公司现设有七家研发中心，其中包括三家省市级研发中心，研发人员均具有丰富的实践经验和较高的研发及创新能力，并与中科院、浙江大学等科研院所保持密切的合作关系。

表 2　公司研发中心基本情况

公司名称	研发中心名称	级别	人数
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	60
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	
花园药业股份有限公司	金华市花园药业高新技术研究开发中心	地市级	32
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	3
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	35
浙江花园铜业有限公司	东阳市花园铜合金技术研究开发中心	县市级	55
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	22

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月 31 日，公司共取得包括在维生素 D3 及衍生物、新型板材及铜材加工方面的发明专利 24 项，实用新型 32 项目，药品制备和管理方面的软件著作权 8 项。2017 年和 2018 年 1～3 月，公司研发费用（包括生物医药、农业、电子科技、铜加工及新材料等方面）投入分别为 5914.71 万元及 746.02 万元。

总体来看，公司技术研发水平处于行业内领先地位，与多个高等研发机构联系合作密切，拥有多项核心技术专利，研发体系完善。

4．外部支持与税收优惠

跟踪期内，公司与东阳市南马镇花园村签署的《关于整体合作开发建设浙江省东阳市南马镇花园村约定区域的框架协议》落实情况良好，截至 2017 年底，完成房屋拆迁 4306 间，共 217246 平方；建造房屋 12207.5 间，3 万平方；道路修建改造 58 公里；土地平整 15 万平方米；供水排水管网 4.1816 万米；供电改造辐射 2 平方公里，以及其他基础设施投入。预计完成整个村基建需要 2 年时间，投入资金 28 亿元。

公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司及其子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是高新技术企业，享受企业所得税按 15%征收的税收优惠政策。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

浙江花园生物高科股份有限公司（以下简称“花园高科”）完成非公开发行股票

花园高科于 2016 年 8 月 24 日向中国证监会申报了创业板非公开发行 A 股股票的申请文件；2016 年 8 月 30 日，花园高科收到中国证监会第 162253 号《中国证监会行政许可申请受理通知书》。

由于花园高科首发募投项目年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3 项目投产时间较短，项目效益尚未得到充分的体现，为切实稳妥做好反馈意见回复及非公开发行股票申请文件更新工作，根据中国证监会相关规定，经与保荐机构审慎协商，花园高科向中国证监会提交了中止审查非公开发行股票申请，并于 2016 年 11 月 17 日收到中国证监会第 162253 号《中国证监会行政许可申请中止审查通知书》。

2017 年 1 月 23 日，花园高科鉴于首发募投项目年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3 项目效益已得到较好的体现，经花园高科与保荐机构协商，决定向中国证监会申请恢复花园高科 2016 年度创业板非公开发行 A 股股票申请文件并于 2017 年 2 月 23 日，收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请恢复审查通知书》（162253 号），中国证监会决定恢复花园高科非公开发行股票申请审查。2017 年 7 月 5 日，本次非公开发行股票申请获中国证监会发审委审核通过。2017 年 10 月 9 日，公司收到中国证监会《关于核准浙江花园生物高科股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2017]1749 号），核准公司非公开发行不超过 3500 万股新股。

本次非公开发行股票于 2018 年 1 月 9 日上市，发行数量 10315326 股，发行价格 40.91 元/股，募集资金总额 421999986.66 元，募集资金净额 406707236.34 元，发行对象均与公司不存在关联关系，分别是九泰基金管理有限公司和龚锦青，获配股数分别为 4155463 股和 6159863 股，限售期均为 12 个月。本次非公开发行后，股本总数由 181400000 股增至 191715326 股，股东结构相应发生变化，公司控制权未发生变化。

九、经营分析

1. 经营现状

公司已形成以高科技产业为主导，传统产业和新兴产业相配套的多元化发展格局，构成公司营业收入的板块主要有：生物医药、建筑、铜业、贸易以及其他业务。2017 年公司实现营业收入 234.59 亿元，同比增长 29.96%，综合毛利率较 2016 年略有下降至 7.52%。分板块来看，市场商贸仍然为公司最大业务板块，2017 年实现收入 97.03 亿元，同比增长 14.37%，毛利率有所下滑；公司建筑板块收入 48.53 亿元，同比增长 13.07%，毛利率回升至 9.56%；2017 年公司铜业板块快速增长，实现收入 67.23 亿元，同比增长 91.05%，增长主要系铜业二期项目第一条生产线于 2017 年投产且贸易增加所致；2017 年生物医药板块收入同比增长 31.31%至 5.41 亿元，毛利率大幅上升至 50.65%，收入和毛利率大幅增长主要系因环保及市场调整因素，维生素 D3 售价大幅增张所致；公司其他业务 2017 年实现收入 16.39 亿元，同比增长 21.95%，主要来自于新材料、建材等销售增长。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 53.70 亿元，同比增长 10.15%，综合毛利率 9.80%。其中，生物医药板块延续了 2017 年维生素 D3 高位态势，2018 年 1～3 月实现营业收入 2.52 亿元，同比大幅增长；其他板块整体同比变动不大，保持相对稳定。

表3　2015～2018年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	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	3.05	1.98	29.51	4.12	2.28	36.41	5.41	2.30	50.65	2.52	4.69	66.27
建筑	42.19	27.34	9.91	42.92	23.78	8.57	48.53	20.69	9.56	9.43	17.57	8.7
市场商贸	71.59	46.39	5.13	84.84	47.00	4.74	97.03	41.36	3.48	22.15	41.25	3.73
铜业	27.66	17.92	2.71	35.19	19.49	3.75	67.23	28.66	3.48	16.36	30.48	4.29
其他	9.83	6.37	19.90	13.44	7.45	25.15	16.39	6.99	4.48	3.23	6.01	37.15
合计	**154.32**	**100.00**	**7.42**	**180.51**	**100.00**	**7.70**	**234.59**	**100.00**	**7.52**	**53.70**	**100.00**	**9.80**

资料来源：公司提供

2. 生物医药板块

公司生物医药板块由子公司祥云科技下属子公司：花园高科、浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）以及三级子公司杭州下沙生物科技有限公司（以下简称“下沙生物”）经营运行。

（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）及食品添加剂、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 上下游系列产品，主要有：NF 级胆固醇、25-羟基维生素 D3、维生素 D3 等；此外，公司各生产环节的中间产品均可对外出售，包括 7-去氢胆固醇、脲、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。截至 2017 年底，花园高科资产总额 13.95 亿元，所有者权益 12.81 亿元；2017 年花园高科实现营业收入 4.20 亿元，利润总额 1.51 亿元。

原材料采购

花园高科及其下属各子公司拥有独立的原材料采购、研究开发、生产、检测和产品营销体系，可根据自身情况、市场规则及运作机制独立进行经营活动。公司主要原材料包括羊毛脂、化工辅助原材料等。其它生产辅助材料为葵花油、金属锂、醋酐、石油醚、甲醇、正己烷等化工用品，均由公司招标采购。

2015 年底，公司羊毛脂综合利用项目（技术改造升级）投产，年产 NF 级胆固醇 200 吨，其中 100 吨自用，剩余外销。NF 级胆固醇的原材料为羊毛脂，国内洗毛厂众多，货源充足，由公司招标采购。随着公司 NF 级胆固醇自行生产，公司利润对羊毛脂采购价格的敏感度不高，羊毛脂采购价格的上涨给公司业绩带来的影响不大。

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。

公司作为全球最大的维生素 D3 生产厂家，全球近半的需求由公司供给（市场份额仍维持在 40%以上），具有较强的行业话语权与定价权，能够将成本价格向下游转移，市场风险较小。

生产

公司目前在浙江东阳市、杭州市各有一个生产基地。出于技术保密考虑，维生素 D3 系列产品由两个基地分段生产。其中花园高科主要生产：NF 级胆固醇及其衍生品、25-羟基维生素 D3、食品医药级维生素 D3；子公司下沙生物主要生产 7-去氢胆固醇、饲料级维生素 D3 油、饲料级维生素 D3 粉。

公司拥有的 25-羟基维生素 D3 生产工艺是维生素 D3 产业链的高端产品，全球原仅荷兰帝斯曼掌握了该项工艺。公司 2006 年开始研

究，2008 年申请了三项发明专利：分离 24-去氢胆固醇和胆固醇的方法、溶剂结晶纯化 3β-胆甾-5,24-二烯-3-醇的方法、固定床吸附纯化 3β-胆甾-5,24-二烯-3-醇的方法。与荷兰帝斯曼生产工艺相比，公司的工艺流程简单、成本低、收率高，公司利用 NF 级胆固醇副产品某甾体化合物作原材料，以公司独特的工艺技术可方便获取 25-羟基胆固醇，该项技术已达到了国际先进水平。2017 年公司生产 25-羟基维生素 D 3051.77 公斤，折合 25-羟基维生素 D3 粉 157.48 吨，实现营业收入 11484.68 万元。

从生产能力看，截至 2018 年 3 月底，公司已形成年产 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 油剂 4000 吨、饲料级维生素 D3 粉剂 2000 吨、食品级维生素 D3 粉 480 吨、食品医药级维生素 D3 结晶 4000 万 1.U/g 为 10 吨的产能规模。

销售

在销售方面，公司维生素 D3 系列产品主要采取以直销为主、代理销售为辅的销售模式。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。

公司维生素 D3 产品大部分用于出口，销售区域主要集中在欧美等地区；近三年花园高科与下沙生物维生素 D3 产品出口占维生素 D3 销售收入的比重分别为 74.07%、76.67%和 71.80%。公司与法国安迪苏、德国巴斯夫、美国 RITA、荷兰帝斯曼 DSM、以色列 Lycored、荷兰 OROVIMI、荷兰 ORFFA 等一批有国际影响力的核心企业建立了稳定的业务关系。2017 年，公司前五名客户销售额度共计 2.33 亿元，占总额的 55.41%，客户集中度高。

表 4　公司维生素 D3 产品销售分部区域与销售情况（单位：万元、%）

销售区域	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	3920.76	25.93	7676.93	23.33	11840.65	28.20
国外	11201.34	74.07	25232.44	76.67	30146.22	71.80
合计	**15122.11**	**100.00**	**32909.37**	**100.00**	**41986.87**	**100.00**

资料来源：公司提供

（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健片，该产品为花园药业独家剂型产品，国家中药保护品种，主治功能为醒神健脑，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。截至 2017 年底，花园药业总资产为 18631 万元，负债总额 10319 万元，所有者权益 8312 万元；2017 年度实现营业收入 11247 万元，利润总额 856 万元。

花园药业在原材料采购方面，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。

花园药业经过近十年的发展，已有稳定的供销渠道，目前公司主要的原辅料供应商有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、国药控股江门仁有限公司等大型销售商，形成了

良好的供销网络。

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

浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”）为公司建筑板块的经营主体，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。截至 2017 年底，花园建设资产总额 22.41 亿元，负债总额 9.79 亿元，所有者权益 12.63 亿元；2017 年实现营业收入 50.39 亿元，净利润 2.31 亿元。

经营模式

公司通过树立“花园建设”的统一品牌，强化精品、服务创造价值的理念，明确了以“大市场、大业主、大项目”为主的目标市场策略，并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，以及总承包型企业和专业化公司相互配合的横向营销体系。2015 年面对全行业低迷的市场现状，公司对运营模式进行较大幅度的调整：组建财务清算及遗留问题处理两个小组，对全部原有 16 家分公司进行逐一清算，重点处理客户以及项目部的应收款清算催收；对项目部将资金管理和工程款的收付工作通过 ERP 系统统一由花园建设掌控，对每一个项目均由公司安排统计、工程两个人员进行管理。所有材料均由统计员登记入库，并对工程管理通过高清摄像头进行远程监控，实时掌握项目现场施工情况。对分公司财务进行统一集中化信息化管理，计划分三步完成，2015 年已实现财务信息化，2016 年着重协同办公信息化，2017 年已经实现信息化管理。

2017 年，公司承建了浙江师范大学附属花园外国语学校、宁波某港区鼠浪湖房建道堆工程、怀化武陵山国际商贸物流城一期工程、磐安县石坑里安居小区一期 PPP 项目等共计 146 个项目工程。业务主要集中在华东地区及华北地区，其中华东地区项目 74 个，主营收入合计 211000.37 万元，占比 41.89%，利润合计 18104.32 万元，占比 47.04%，是公司主要的发展区域。

截至 2017 年 12 月底，公司已签尚未完工的施工合同项目共计 121 个，合同未结算总造价 190.2 亿元，未完工面积 1030.5 万平方米。2018 年 1-3 月新签合同 4 个，合同总金额 3.82 亿元，合同建筑面积 21.2 万平方米。

截至 2018 年 3 月底，公司已签施工合同项目共计 120 个，合同总造价 188.93 亿元，总建筑面积 1026.48 万平方米，项目储备较为充足。

工程结算方式上，公司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，待正负零达成后业主方开始支付工程款，按项目形象进程逐月结算并支付工程款项，一般在建筑结顶时工程款总价的 95-97%应实现回收，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。

总体看，公司建筑板块资质较为齐全，已签施工合同项目量较为充足。

4. 市场商贸板块

公司市场商贸板块的经营主体主要为公司本部东阳贸易分公司、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”）、祥云科技本部以及东阳市惠宝商贸有限公司，其中公司本部、东阳市惠宝商贸有限公司主要依托花园村红木产业链进行红木原木贸易；花园进出口及祥云科技本级主要业务为国际贸易和国内贸易（以下简称“内贸”）。

公司贸易业务在经营模式上分为自营与代理业务（纯佣金收入）相结合的模式，主要以自营业务为主。

（1）进出口贸易及内贸

从进口商品看，公司以进口偏光片、扩散片、化工产品、木材、有色金属等商品为主；从进口地区看，日本、韩国、台湾智利和非洲是公司主要进口区域。2017 年，公司进口合计金额 12.33 亿元（同比下降 32.24%，主要系为控制人民币贬值造成的汇兑损失，公司主动减少进口业务所致），占贸易收入总额的 12.44%。

表 5　公司主要进口业务收入构成情况（单位：万元）

进口商品	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
偏光片扩散片	15379	14125	4702	845
化工产品	13578	11485	4224	5251
木材	54243	40339	38678	6945
金属矿产	161600	113052	74114	42103
塑胶地板	1612	2002	918	165
大麦	140	929	633	-
合计	**246552**	**181932**	**123269**	**55309**

资料来源：公司提供

公司出口商品规模较小，以出口服装、机床、摩托车配件、小商品、医疗器材等商品为主。2017 年公司出口额合计 2774 万元，占贸易收入总额的 0.29%。

公司内贸业务的大宗商品主要为木材、化工产品（二甘醇、乙二醇、苯乙烯、聚乙烯、DOP）和金属矿产等。2017 年，公司内贸收入为 86.30 亿元，占贸易收入总额比重的 87.08%。其中，木材内贸额大幅增长，主要系公司为满足周边红木家具产业需求而增加了木材贸易所致；金属矿产内贸额近三年持续增长，主要系贸易性融资增加所致。

表 6 公司主要内贸业务收入构成情况（单位：万元）

内贸商品	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
木材	75487.00	86290.00	117686.00	28794.00
化工产品	39358.00	29766.00	95651.00	3492.00
金属矿产	313124.48	549204.54	649676.86	126194.87
棉花	--	--	--	--
其他	15718.52	233.00	--	--
合计	**443688.00**	**665493.54**	**863013.86**	**158480.87**

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/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 90 天居多。

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和部分化工产品业务。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等大宗化工品种，并销售给实业型企业，由于销售的价格仍较市场普遍价格为低，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作为最终价格），避免了铜价波动的风险。

（2）红木家具市场

花园红木家具市场是专业从事红木家具市场的建设开发、管理、租赁招商、运营等业务为一体的综合性公司，是目前全球最大的专业红木家具展示批发市场，拥有花园红木家具市场一至五期市场群。

截至 2018 年 3 月底，公司拥有市场经营面积 306120.98 平方米、商铺 1432 个、入驻红木品牌经营户 1800 余户，商铺出租率 100%。2017 年，花园红木实现营业收入 2.52 亿元，利润总额 1.51 亿元；2018 年 1～3 月，实现收入 0.70 亿元，利润总额 0.56 亿元。

总体看，贸易板块是公司主要收入来源，近年来毛利率持续下滑；红木家具市场是公司

贸易板块主要利润来源。

5. 铜业板块

浙江花园铜业有限公司（原浙江昌兴铜业有限公司，以下简称“花园铜业”）为公司铜业板块的经营主体，经营范围为铜及其他有色金属加工、销售，及相关技术服务。公司主要业务为从事高精度紫铜板、紫铜带、紫铜棒、紫铜排及异型铜材的加工生产，目前，公司加大科技投入，引进行业内专业的技术人才，组建了铜合金技术研究开发中心，研发市场上急需的“高、精、尖”产品，大大提高了产品的技术含量和附加值，产品产量和质量得到了大幅提升。截至 2017 年底，花园铜业资产总额 13.38 亿元，所有者权益 7.94 亿元；2017 年实现营业收入 67.26 亿元，利润总额 2.10 亿元。

原材料采购

公司铜业生产原材料以电解铜为主，辅以部分废铜，采购情况及采购方式如下：

表 7　公司铜业主要原材料采购情况

主要原材料			采购量（吨）				采购价格（元/吨）			
名称	16 年占成本比重（%）	17 年占成本比重（%）	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
电解铜	87.60	92.35	60963	105728	142934	36260	40750	38435	49054	52456
废铜	2.30	1.35	9792	2952	2248	257	39028	36468	45813	50768
合计	**89.90**	**93.70**	**70755**	**108680**	**145182**	**36517**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

原材料采购方面，2017 年公司共采购电解铜 142934 吨，同比增长 35.19%；2017 年电解铜采购价格 49054 元/吨，同比增长 27.63%。

电解铜是通过上海、宁波等地的贸易商参照当月沪铜期货价，按上海现货价升贴水实时采购，避免了直接进口引起的汇率波动及铜价波动风险；废铜的采购定价模式主要参照佛山灵通废铜收购价。结算方面，电解铜到货付暂估铜款 93%，现款现货；废铜采用到货半个月内付款模式。2017 年公司主要原材料采购量大幅增长，采购成本有所增加。公司与各主要供应商维持良好合作关系，2017 年前 5 大原材料供应商采购合计 35.03 亿元（不含税），占比 57.61%。

生产销售

公司拥有年产 4 万吨铜合金板带材、2 万吨榛排材的生产能力，形成了涵盖紫铜系列，拥有 T2、T3、TP2、TU2 及以上各类牌号，产品厚度从 0.05mm 到 2.5mm、宽度从 30mm 到 1050mm，包括高中低档不同规格、不同牌号、不同状态的几十个品种，上千个规格的板带材产品，棒材直径从 10mm 到 150mm、铜排从宽度 15mm 到 200mm，厚度从 3mm 到 60mm 的各类排材，满足了铜板、带、薄、棒、排材等消费群体，对多品种、多规格、小批量的特性需求。

花园铜业目前建设的年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带生产线（铜业二期项目）被列入浙江省《2012 年重点建设项目名单》、2014 年度国家火炬计划项目、浙江省重大工业化项目。2016 年 9 月底项目主体厂房已建造完毕，厂房面积达 33454 平方米，第一条生产线（产能 3 万吨）已于 2015 年 8 月进行安装，2016 年 2 月部分设备进入调试阶段，2016 年 5 月全线贯通并于第四季度进行试产。项目厂房及基建、公辅设施按 10 万吨产能建造。2016 年生产 0.23 万吨（试产为主），2017 年生产 2.12 万吨，2018 年 1~3 月生产 0.58 万吨。

公司实行“以销定产”的定单生产模式，2017 年，公司的产能利用率达到 93.33%，保持较高水平。2017 年公司铜业产品合计产能较 2016 年增加 3.68 万吨。

2017年，公司合计生产铜业产品9.33万吨，同比增长82.79%。其中，宽幅带产/销量同比大幅增长，主要系铜业二期项目第一期建设结束试生产，进入正常生产阶段所致。

表8 公司主要铜业产品的产能和产销量情况（单位：吨）

主要产品	2015年		2016年		2017年		2018年1~3月	
	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量
铜锭	40000	38587	38000	27126	44000	41678	10000	9821
铜排	8000	6526	8000	7606	8000	7916	2000	1804
铜板	6000	5004	5000	5173	10000	9874	3000	2941
铜棒	4000	3174	6000	5966	10000	9886	3000	2691
铜带	3200	1818	3200	2837	3000	2820	800	593
宽幅板	--	--	2000	1615	5000	2680	1200	613
宽幅带	--	--	1000	732	20000	18472	5500	5223
合计	**61200**	**55109**	**63200**	**51056**	**100000**	**93326**	**25500**	**23686**

资料来源：公司提供

注：2018年1~3月产能是按照全年产能的四分之一折算。

公司销售渠道较为通畅，2017年前5大主要客户销售合计18.28亿元，占销售收入的27.19%，集中度较低。

销售价格方面，受铜价上涨影响，2017年公司铜业主要产品价格均较2016年有不同程度增长。宽幅板和宽幅带附加值较高，售价均高于公司传统铜加工产品。

表9 近年公司产品销售价格情况（单位：元/吨）

产品	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
铜板	46850	42369	53539	56103
铜带	46873	43159	53560	56142
铜排	44758	41275	52438	54855
铜棒	43865	41806	52384	54825
铜锭	40950	39923	49056	54256
宽幅板	--	46284	54285	56417
宽幅带	--	45279	55100	57455

资料来源：公司提供

凭借生产规模优势以及稳定、可靠的品质，公司产品开始广泛应用于电力、机械制造、交通等各行业，产品销量不断增长，其中2017年，公司铜业板块销售收入同比增长91.12%，达到67.26亿元（贸易商品收入26.02亿元，同比增长53.50%，贸易商品主要为电解铜）。2018年1～3月，公司铜业板块实现收入16.36亿元（贸易商品收入5.15亿元）。

表10 近年公司铜业板块产品销售收入情况

（单位：万元）

项目	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
铜排	24965.02	26833.78	35478.64	8459.5
铜棒	11899.79	18484.62	44262.45	12611.77
铜板	20037.38	21605.91	45183.21	14106.63
铜带	7283.34	10466.79	12909.41	2844.93
铜锭	135054.50	92560.59	174747.52	45542.47
转口商品	16639.26	3101.50	--	--
贸易商品	58884.23	169528.20	260232.19	51452.12
宽幅板	--	6388.85	12434.6	2954.18
宽幅带	--	2832.86	86991.75	25650.27
其他	1788.87	119.17	356.61	18.01
合计	**276552.39**	**351922.27**	**672596.38**	**163639.88**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，通过产品结构调整升级，公司向高质量、高精度的宽幅铜板带材生产加工发展，2017年铜业二期项目第一条生产

线进入正常生产经营阶段，提升了公司铜业产销规模；但公司铜业板块贸易业务的快速增长一定程度拉低了铜业板块毛利率。

6. 其他业务板块

公司其他业务板块包括新材料、旅游休闲、食品和教育等。2017 年，该板块收入 16.39 亿元，同比增长 21.95%。

新材料

花园新材料股份有限公司（以下简称“花园新材料”）成立于 2012 年 3 月，现注册资本 6000 万元，其中花园集团有限公司持股比例是 82.73%。花园新材料占地面积 64643.58 平方米，生产厂房面积 45173.08 平方米，办公楼面积 9881 平方米；拥有年产 1.8 亿平方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。

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。2016 年 4 月至今，公司作为第二主编单位参与制定的《建筑用纸蜂窝复合墙板》国家建筑工业行业标准已完成意见征求网上公示，现已报国家建筑标准司签发，预计将在 18 年内完成发布。但公司在 2017 年内已取得住建部《建筑用纸蜂窝复合板》科技新产品认证证书，成为全国在该行业中唯一取得此证书的企业，在对外推广销售上已无任何障碍，奠定坚实的行业基础。

截至 2017 年底，花园新材料资产总额 26294 万元，负债总额 15619 万元，所有者权益 8519 万元；2017 年实现营业收入 24604 万元，纸板 15910 万元，纸箱 6033 万元，墙板 1638 万元，利润总额 2432 万元。2018 年一季度，公司实现营业收入 4105 万元，利润总额-149 万元，亏损主要由于花园新材料 2017 年 12 月向花园新能源有限公司转让 38502.59 平方工业用地使用权，转让税于一季缴纳所致。

教育

学校架构设置及运营方面，公司在教育产业投资上独创性地进行了架构设计，进行分级投资，其中出资 5000 万元与浙江师范大学合作成立浙江师范大学附属东阳外国语学校，由公司出资、浙江师范大学负责在全国范围内选招优秀的师资团队并提供持续的师资培训和管理输出，办理国有划拨土地手续、修建教学楼等基本设施；出于提供特需教育、制定激励方案、稳定师资及打造优质后勤管理、餐饮及住宿保障、国内外学术交流及新型教育模式试点等综合考虑，公司于 2016 年 3 月 28 日另行成立东阳市花园教育产业投资管理有限公司，注册资金人民币 1 亿元整，经营范围为教育产业投资管理，由其投资建设学校配套之宿舍楼、高级教师公寓、食堂、综合楼、体育馆、游泳馆及科技馆等高品质配套建筑物，并供浙江师范大学附属东阳花园外国语学校使用，纳入其统一管理，学校独家许可其按照校方的规范和标准，作为特需教育、后勤服务提供商及教育产业供应链服务商独家依据市场标准向学校输出有偿服务，获得收益。

浙江师范大学附属东阳花园外国语学校规划建设总用地面积为 339.06 亩，总建筑面积 155869 平方米，总投资 6.80 亿元（其中自筹 2.80 亿元）。学校包含幼儿园、小学、初中、普高和职高，设计规模 110 个班，其中幼儿园 20 班，小学 36 班，初中 18 班，普高 6 个班，中职 32 个班。学校采用“小班化、寄宿制、双语教学”的办学形式，设国际班（从幼儿园至高中）和国内双语班（从幼儿园至高中）。2017 年 4 月，东阳市人民政府与浙江师范大学签定

了共建浙江师范大学附属东阳花园外国语学校合作协议。东阳市委、市政府按照合作办学协议精神，在政策优惠、人员编制等各个方面予以支持。

学校已全部完工并于 2017 年 9 月 1 日正式开学，实现十五年一贯制教育。学校最终开办 90 个班，在校学生可以达到 3000 人。

7. 经营效率

2015～2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均逐年上升。2017 年三项指标分别为 20.62 次、6.51 次和 1.19 次。总体来看，公司经营效率尚可。

8. 项目建设与未来发展

项目建设

目前，公司在建工程项目主要有年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目、年产 4000 吨环保灭鼠剂项目、年产 60 吨心脑健片原料提取生产线技改项目以及年产六万吨 1320mm 超宽幅精密铜板带项目。截至 2018 年 3 月底，主要项目已完成投资 95047.13 万元，未来还需投入 237432.44 万元。

一期年产 2 万吨高性能铜箔项目建设周期为 30 个月，分步投入，2019 年 3 月完成一万吨设备生产调试，2019 年 6 月一万吨可以进行批量生产，2019 年 12 月完成第二批一万吨设备投入调试，2020 年 6 月全部达产，项目建成后，可年新增销售收入 20.50 亿元，利润 4.87 亿元，销售税金 1.52 亿元。

表 11 截至 2018 年 3 月底公司主要投资项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措		已投资金额	计划投资额			预计竣工时间
		自筹	融资		2018 年	2019 年	2020 年	
年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目	67000.00	27000	40000	62111.13	2298.87	12000.00	2000.00	2020.12
年产 4000 吨杀鼠剂制剂项目	18119.57	7400	10719.57	1636	10478.64	6000.00	--	2019.12
年产 60 吨心脑健片原料提取生产线技改（零土地技改）	6000.00	6000	--	4000	2000	--	--	2018.10
一期年产 2 万吨高性能铜箔项目	150000	75000	75000	16000	78000	42000	14000	2020.3
花园健康休闲养老项目一期	72560	42560	30000	8000	18860	20000	25700	2020.1
呼吸类吸入用药项目	18800	18800	-	3300	3000	2000	2000	2021.1
合计	**332479.57**	**176760.00**	**155719.57**	**95047.13**	**114637.51**	**82000.00**	**43700.00**	--

资料来源：公司提供

公司未来拟建项目主要包括（饲料）核心预混料项目、花园红木产业国际物流中心和年产 800 万平方米多功能轻质符合墙板建设项目二期、三期，计划总投资 17.29 亿元（其中，自筹资金 8.06 亿元，融资 9.23 亿元）。预计 2018 年投入 5.14 亿元。

整体看，跟踪期内，公司在建及拟建项目，投资规模较大，对外融资需求较高。

未来发展

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，并具有品牌影响力的企业集团。以推进工业化为重点，以优化升级为主线，通过经济结构的调整，大力发展生物与医药、基础材料与机械制造、红木家具市场经营及产业整合、建筑、传统产业及现代农业与生态旅游等产业，逐步实现产业结构的科技化、规模化，推进花园集团经济全面、协调、可持续发展。

十、财务分析

公司提供的 2017 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，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年一

季度的财务数据未经审计。

2017 年公司合并范围新增 6 家子公司，分别为浙江花园新能源有限公司、香港欧瑞云有限公司、东阳市坚易装配建筑有限公司、东阳市花园金鸡笼中石化加油有限公司、浙江花园方赛科技有限公司和杭州佳研医药科技有限公司，除东阳市花园市场管理服务有限公司于 2017 年 5 月 22 日注销，2017 年未发生其他减少。2018 年 3 月底，纳入合并财务报表范围的减少控股子公司 1 家，增加控股子公司 2 家，总家数为 44 家。整体看，合并范围的变动对整体财务状况影响较小。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 209.39 亿元，所有者权益合计 100.50 亿元（其中少数股东权益 11.12 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 234.59 亿元，利润总额 10.22 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 222.70 亿元，所有者权益合计 103.70 亿元（其中少数股东权益 12.20 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 53.70 亿元，利润总额 3.04 亿元。

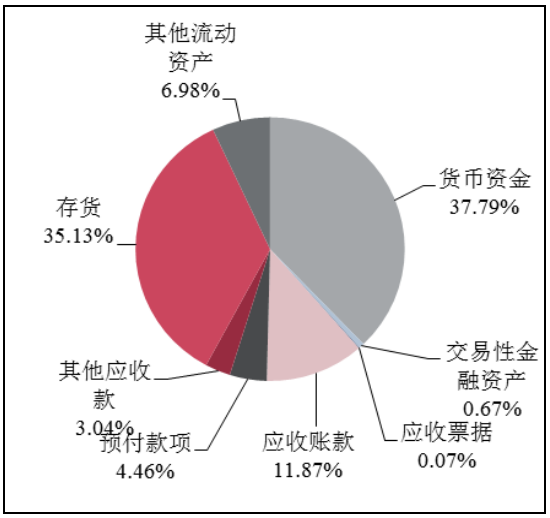
1．资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 209.39 亿元，同比增长 14.11%。其中，流动资产占 48.14%，非流动资产占 51.86%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 100.79 亿元，同比增长 10.63%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

图 2　2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 38.09 亿元，同比增长 9.42%，主要由库存现金、银行存款和其他货币资金构成，其中其他货币资金 8.11 亿元，主要为票据保证金（8.07 亿元），受限部分货币资金较 2016 年底大幅下降 5.95 亿元。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 11.96 亿元，同比增长 12.99%。公司共计提坏账准备 0.37 亿元，计提比例为 3.01%。其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 12.14 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 85.83%，1 至 2 年的占 12.27%，总体账龄较短。截至 2017 年底，公司应收账款前五名合计欠款 2.56 亿元，占应收账款总额的 20.73%，公司应收账款集中度较低。

截至 2017 年底，公司预付款项 4.49 亿元，同比增长 4.46%，主要为 1 年以内预付款项（4.47 亿元）；按预付对象归集年末余额前五名的预付款合计 2.71 亿元，占 60.34%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 35.41 亿元，主要包括原材料 1.77 亿元（占 5.00%）、在产品 2.43 亿元（占 6.87%）、库存商品 18.33 亿元（占 51.76%）、开发产品 1.99 亿元（占 5.61%）和工程施工 9.78 亿元（占 27.62%）。存货年末余额同比增长 13.37%，共计提跌价准备 0.05 亿元。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 108.60 亿元，同比增长 17.54%，以投资性房地产（占 62.64%）和固定资产（占 28.49%）为主。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 68.02 亿元，同比增长 13.12%，主要是公司位于东阳市南马镇花园村花园的自用房地产转为出租，以公允价值计量评估增值，以及公司位于东阳市南马镇花园村的红木家具城评估增值所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 30.94 亿元，同比大幅增长 77.04%，主要系公司花园铜业-二期厂房工程及花园外国语学校等重要在建工程转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（24.94 亿元）、运输设备（0.60 亿元）、生产设备（4.51 亿元）和电子设备及其他（0.89 亿元）组成。

截至 2017 年底，公司无形资产期末价值合计 3.86 亿元，同比增长 12.86%，主要系新增土地使用权 1.28 亿元所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 222.70 亿元，较 2017 年底增长 6.36%，其中流动资产为 114.42 亿元，较 2017 年底增长 13.52%，主要来自货币资金和应收账款的增加。公司非流动资产为 108.29 亿元，较 2017 年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 51.38%和 48.62%，流动资产比重较 2017 年底有所上升。截至 2018 年 3 月底，货币资金构成中所有权受到限制的为 11.97 亿元，主要为银行承兑汇报、保函或信用证保证金。

总体看，公司资产规模保持较快增长，流动资产与非流动资产规模相当。流动资产中，主要以货币资金和存货为主；非流动资产以投资性房地产和固定资产为主。公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 100.50 亿元（其中少数股东权益为 11.12 亿元），以实收资本（10.00 亿元）、其他综合收益（18.95 亿元）和未分配利润（56.18 亿元）为主，同比增长 19.44%，主要来自未分配利润和其他综合收益的增长；其他综合收益来自投资性房地产转换日公允价值与账面价值比较的增值部分。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 103.70 亿元（其中少数股东权益为 12.20 亿元），结构较 2017 年底变化不大。

总体看，公司未分配利润占比较高，其他综合收益主要来自于投资房地产公允价值变动，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 108.89 亿元，同比增长 9.59%。其中，流动负债占 62.80%，公司负债结构以流动负债为主，占比较 2016 年底有所下降。

截至 2017 年底，流动负债 68.38 亿元，同比下降 9.21%，以短期借款（22.32%）、应付票据（19.98%）、应付账款（10.87%）、一年内到期的非流动负债（10.24%）和其他流动负债（21.50%）为主。

截至 2017 年底，短期借款为 15.26 亿元，同比下降 4.73%，主要由质押借款（0.69 亿元）、抵押借款（5.32 亿元）和保证借款（9.25 亿元）组成。截至目前，公司无到期未偿还短期借款。

截至 2017 年底，公司应付账款 7.44 亿元，同比下降 26.76%，主要系公司应付材料款较 2016 年底减少 3.27 亿元所致。公司应付账款包括材料款 5.53 亿元、设备款 0.35 亿元和工程款 1.56 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 14.70 亿元，同比减少 43.46%；2017 年期间新发行债券共计 17 亿元，分别为三期超短期融资券和一期短期融资券，到期偿还债券 28.3 亿元，相较 2016 年净减少 11.30 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动负债 40.51 亿元，同比增长 68.49%。其中，长期借款 8.60 亿元（占 7.90%），应付债券 19.12 亿元（占

17.56%），递延所得税负债 12.70 亿元（占 11.66%）。公司应付债券新增 14.12 亿元，系公司 2017 年发行的公司债“17 花集 01”、“17 花集 02”和“17 花集 03”及中期票据“17 花园 MTN001”。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 119.00 亿元，较 2017 年底增长 9.28%；其中，流动负债为 77.51 亿元，较 2017 年底增加 13.35%，主要系公司发行 2018 年第一期短期融资券“18 花园 CP001”及第一期超短期融资券“18 花园 SCP001”共募集资金 11 亿元及短期借款增加所致。公司非流动负债为 41.49 亿元，较 2017 年底变化不大。同期公司流动负债和非流动负债占比分别为 65.13%和 34.87%，流动负债占比较 2017 年底略有上升，总体负债结构变化不大。

截至 2017 年底，公司全部债务总额为 78.35 亿元，同比增长 12.71%，包括短期债务 50.63 亿元与长期债务 27.72 亿元。公司债务规模持续上涨，主要因公司营运资金需求较大，发行公司债券、中期票据和短期融资券所致。公司短期偿债压力较大。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务达到 84.53 亿元，债务规模较上年底有所增加；其中，短期债务较上年底增加 10.24%至 55.81 亿元，长期债务较上年底增加 3.61%至 28.72 亿元，债务结构变化不大。

从债务指标看，截至 2017 年底，资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 52.01%、43.81%和 21.62%；截至 2018 年 3 月底，上述指标分别为 53.44%、44.91%和 21.69%。

总体看，跟踪期内，公司负债以流动负债为主；短期债务负担较重。

3．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 234.59 亿元，同比增长 29.96%。铜业板块和贸易板块对营业收入增加的贡献较大。公司销售经营规模的扩大导致公司各项成本和开支增加，2017 年，公司营业成本 216.95 亿元，同比增长 30.22%，增速略快于营业收入。

2017 年，公司期间费用合计 7.34 亿元，占营业收入的 3.13%，较 2016 年占比略有下降，公司期间费用控制情况较好。

2017 年，公司公允价值变动收益为 0.04 亿元，较 2016 年的 20.20 亿元大幅下降，系 2016 年红木家具市场以公允价值计量的投资性房地产变化所致。

2017 年，公司营业外收入为 0.23 亿元，主要为公司罚款收入以及从事生态农业、生物医药、新材料产业等收到的政府补贴及非流动资产处置利得。

2017 年，公司利润总额 10.22 亿元，较 2016 年的 27.92 亿元大幅下降，系 2016 年花园红木家具市场评估增值致使公允价值变动损益增加。

盈利指标方面，2017 年，公司营业利润率为 7.28%，较上年略有增长。剔除公允价值变动外，主要是公司各业务板块盈利水平增长、土地收储补偿与税费减少使得净利润增长。2017 年，总资本收益率为 5.90%，较上年减少 9.75 个百分点；净资产收益率为 7.59%，较上年减少 17.54 个百分点。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 53.70 亿元，同比增长 10.15%；利润总额 3.04 亿元，同比增长 40.74%；营业利润率为 9.48%，较上年增加 2.2 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司销售规模不断扩大，主营业务盈利能力稳步提升；2017 年红木家具市场评估回归正常导致利润水平较上年有所下降。

4．现金流及保障

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入为 265.01 亿元，同比增长 30.96%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2017 年同比增长 32.85%至 263.66 亿元；经营活动现金流

出为 260.81 亿元，同比增长 34.08%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主，同比增长 34.59%至 250.52 亿元；经营活动现金流量净额同比下降 46.48%至 4.20 亿元。从收入实现的质量来看，2017 年，公司现金收入比 112.39%，较 2016 年略有提升，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入为 10.76 亿元，同比略有下降，主要由收回投资收到的现金组成，系 3-9 个月的中期理财行银行产品；投资活动现金流出为 15.67 亿元，同比大幅下降 46.97%，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，投资支付的现金波动较大，2017 年为 6.22 亿元，同比下降 71.74%，主要是利用保证金和周期性闲余投资的银行理财型产品支付的现金。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-4.91 亿元，保持净流出态势。总体看，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，2017 年，司筹资活动现金流入为 68.35 亿元，同比下降 1.74%，主要来自公司取得借款收到的现金和发行债券收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出为 58.42 亿元，较上年无明显变化，主要是偿还债务支付的现金。2017 年，公司筹资活动现金净流量为 9.94 亿元，同比变化不大。

2018 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 1.12 亿元、-4.58 亿元和 6.77 亿元，现金收入比为 113.50%。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入规模较大，收入实现维持稳定。考虑到公司投资规模较大，公司对外融资需求较大。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 147.40%和 95.62%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 147.62%和 100.74%，均较 2017 年底有所提高。2017 年，公司经营现金流动负债比为 6.14%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 13.10 亿元；EBITDA 利息倍数为 4.48 倍；全部债务/EBITDA 倍数为 5.98 倍，均较上年有所下降。综合考虑债务规模变动及投资性房地产公允价值对净利润的影响，公司 EBITDA 对长期债务的偿还能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 0.30 亿元人民币，或有负债小，被担保单位为浙江海纳建设有限公司。截至 2017 年底浙江海纳建设有限公司资产总额 62493 万元，所有者权益 34724 万元，2017 年实现营业收入 140718 万元，利润总额 3322 万元，目前正常经营。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 134.22 亿元，尚未使用的额度为 92.76 亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司花园高科为创业板上市公司，具备直接融资渠道。

6．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（企业信用代码为：G10330103001496809），截至 2018 年 7 月 10 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。

7．抗风险能力

公司业务板块多元化发展，在一定程度上有助于分散风险。

基于对公司自身经营和财务风险，以及所处主要行业、浙江省区域经济水平状况的综合分析，总体看，公司整体抗风险能力强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2018 年 3 月底，公司存续期内债券共 8 期（见表 12），其中“17 花集 02”和“17 花集 03”存在回售权，行权日分别为 2018 年 7 月 28 日和 2018 年 10 月 26 日，计入一年内到期的存续债券。

表 12　公司存续债券情况（亿元）

类型	名称	余额
短期融资券	18 花园 CP001	5.00
超短期融资券	18 花园 SCP001	6.00
中期票据	15 花园 MTN001	7.00
	16 花园 MTN001	5.00
	17 花园 MTN001	8.00
公司债券	17 花集 01	2.45
	17 花集 02	1.37
	17 花集 03	2.30

资料来源：根据企业提供的年报和资料整理

2017 年，公司现金类资产对一年内到期债券余额（21.67 亿元）的保障倍数为 1.42 倍；经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别对存续债券（37.12 亿元）的保障倍数为 7.14 倍和 0.11 倍；EBITDA 对存续债券（37.12 亿元）的保障倍数为 0.35 倍。总体看，公司现金类资产及经营活动现金流入一年内到期的债券保障能力较强；经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

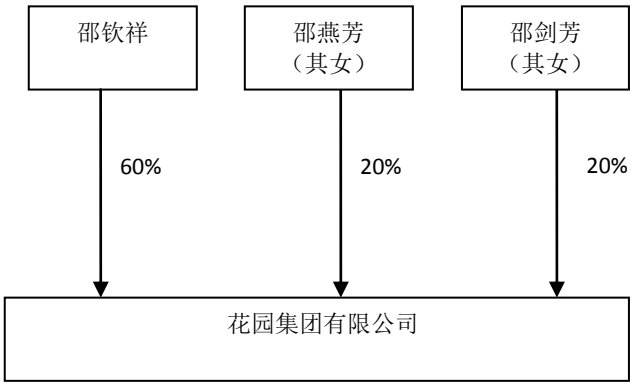
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	21.67
现金类资产/一年内到期债券余额	1.42
经营活动现金流入量/应付债券余额	7.14
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.11
EBITDA/应付债券余额	0.35

资料来源：根据企业提供的年报和资料整理
注：“17 花集 02”和“17 花集 03”存在回售权，计入一年内到期的存续债券

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持花园集团有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，“15 花园 MTN001”、“16 花园 MTN001”和“17 花园 MTN001”的信用等级为 AA^+、“18 花园 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

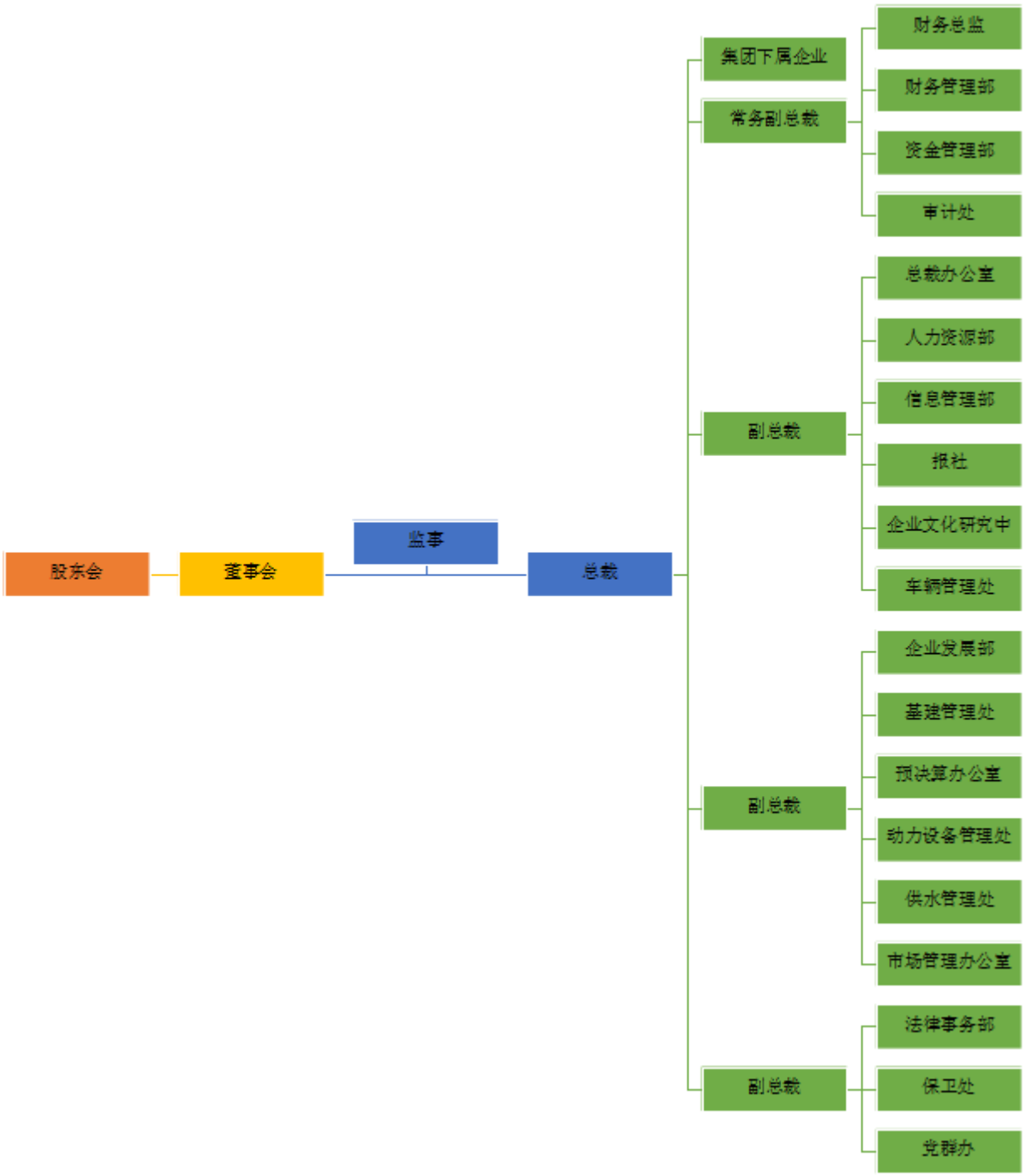
附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司二级子公司情况

序号	二级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	业务范围
1	浙江祥云科技股份有限公司	30000.00	100.00	投资、贸易
2	浙江花园集团控股有限公司	10380.00	100.00	投资管理
3	东阳市花园旅游发展有限公司	2000.00	60.00	旅游开发
4	东阳市花园职业技术学校	500.00	100.00	职业教育
5	东阳市花园幼儿园	50.00	100.00	初级教育
6	花园新材料股份有限公司	6000.00	86.15	瓦楞纸包装
7	浙江花园药业有限公司	6200.00	76.15	生物医药
8	浙江花园建设集团有限公司	36000.00	100.00	建筑
9	东阳市花园红木家具开发有限公司	11000.00	100.00	家具市场
10	东阳市花园田氏医院	1000.00	45.00	医疗
11	浙江吉泰投资有限公司	10000.00	100.00	投资
12	浙江花园影视文化传媒有限公司	2000.00	100.00	文化传媒
13	东阳市花园商业购物中心有限公司	2000.00	100.00	批发零售
14	东阳市花园华泰建材有限公司	500.00	66.00	混凝土
15	东阳市花园民间资本管理有限公司	10000.00	50.00	投资
16	东阳市花园金鸡笼中石化加油有限公司	800.00	51.00	石油化工
17	东阳市花园教育产业投资管理有限公司	10000.00	100.00	投资管理
18	浙江花园新能源有限公司	10000.00	100.00	生物医药
19	杭州佳研医药科技有限公司	2250.00	94.00	生物医药
20	东阳市花园大世界酒店有限公司	1000.00	100.00	生物医药

附件 1-3　公司组织结构图



附件 2　主要财务计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.97	21.91	30.74	31.15
资产总额(亿元)	139.48	183.50	209.39	222.70
所有者权益(亿元)	61.04	84.14	100.50	103.70
短期债务(亿元)	49.11	56.31	50.63	55.81
长期债务(亿元)	8.10	13.20	27.72	28.72
全部债务(亿元)	57.21	69.51	78.35	84.53
营业收入(亿元)	154.32	180.51	234.59	53.70
利润总额(亿元)	6.27	27.92	10.22	3.04
EBITDA(亿元)	10.56	31.98	13.10	--
经营性净现金流(亿元)	3.99	7.85	4.20	1.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.22	16.12	20.62	--
存货周转次数(次)	6.04	6.07	6.51	--
总资产周转次数(次)	1.11	1.12	1.19	--
现金收入比(%)	105.12	109.95	112.39	113.50
营业利润率(%)	6.32	7.20	7.28	9.48
总资本收益率(%)	6.84	15.65	5.90	--
净资产收益率(%)	7.66	25.13	7.59	--
长期债务资本化比率(%)	11.72	13.56	21.62	21.69
全部债务资本化比率(%)	48.38	45.24	43.81	44.91
资产负债率(%)	56.24	54.15	52.01	53.44
流动比率(%)	116.27	120.97	147.40	147.62
速动比率(%)	79.84	79.50	95.62	100.74
经营现金流动负债比(%)	6.14	10.42	6.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.09	11.02	4.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.42	2.17	5.98	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；其他应付款中的有息债务已计入短期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息