信用评级公告

联合〔2021〕4091 号

联合资信评估股份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主体长期信用等级为 AA^+，“20 花园 01”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

花园集团有限公司公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
花园集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20花园01	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20花园01	10.00亿元	10.00亿元	2025/8/12

评级时间：2021年6月17日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
项目投产：高性能铜箔项目全面建成投产和花园药业中标国家药品集中采购，将成为公司新的业绩增长点，对未来公司稳定发展形成一定支撑。				+1

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1－F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

花园集团有限公司（以下简称“公司”）为以生物医药、新能源与新材料、红木家具产业、旅游文化与教育卫生和新建材与建筑为主的多元化经营企业。跟踪期内，公司持续优化产业结构，子公司浙江花园生物高科股份有限公司（以下简称“花园生物”）完成非公开发行，资本实力有所提升，其维生素D_3业务上下游布局基本完成，具备明显的产业链优势，部分产品市场占有率高；红木家具市场行业集群效应和竞争优势较为显著，租金收入为公司带来稳定收益；建筑业务在手合同充足，为该业务未来稳定发展提供保障；子公司浙江花园药业股份有限公司（以下简称“花园药业”）部分产品中标国家药品集中采购，有望成为生物医药业务收入增长点。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司在建项目投资规模较大，项目收益有待观察、短期债务占比高、短期偿债压力较大、资产流动性偏弱和未来投资需求较大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对“20花园01”保障能力强。公司实际控制人邵钦祥、股东邵燕芳及原股东邵剑芳对“20花园01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

未来，随着高性能铜箔项目及花园生物以维生素D_3上下游产业链布局为主的募投项目建成投产，公司有望形成新的业绩增长点。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“20花园01”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司作为全球最大的维生素D_3生产供应商，产业链优势明显，竞争优势突出。**公司维生素D_3约占全球供给量的40%以上，产品市场占有率高。同时，受益于公司具备的维生素D_3产业链优势，核心原材料NF级胆固醇主要来源自给，跟踪期内，公司生物医药板块保持高盈利水平。

2. **公司拥有全球最大的专业红木家具展示批发市场，行业集群和竞争优势较为显著。**2018－2020年，公司红木家具市场商铺出租率分别为100%、95.80%和95.00%，分别实现收入2.52亿元、2.73亿元和2.74亿元，为公司带来稳定收益。

3. **花园生物完成非公开发行股票，资本实力有所增强。**2020年8月，花园生物完成非公开发行7171.92万股股票，合计募集资金9.09亿元，主要用于维生素D_3上下游产业链建设。本

分析师：谭心远　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

次非公开发行完成后，花园生物所有者权益总额增长至 28.64 亿元。

关注

1. **公司在建项目投资规模较大，项目收益有待观察。**截至 2021 年 3 月底，公司在建项目主要围绕铜加工及生物医药领域，计划总投资 43.17 亿元，累计已投资 32.44 亿元，未来尚需投资 10.73 亿元，项目收益有待观察。
2. **公司有息债务结构有待改善，短期偿债压力较大。**受在建项目持续投入影响，公司存量有息债务规模较大，期限以短期为主，债务结构有待改善。截至 2021 年 3 月底，公司剔除受限后现金类资产对短期债务保障倍数为 0.42 倍，公司短期偿债压力较大。
3. **公司资产流动性偏弱。**截至 2021 年 3 月底，公司受限资产合计 81.94 亿元，占当期资产总额的 29.79%。受限资产中，货币资金 5.91 亿元，固定资产 18.23 亿元，投资性房地产 53.95 亿元，受限规模大。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.05	21.23	27.36	29.36
资产总额(亿元)	219.08	247.34	270.69	275.04
所有者权益(亿元)	109.46	119.91	136.47	142.70
短期债务(亿元)	62.04	78.02	71.31	69.19
长期债务(亿元)	15.21	19.83	27.37	28.50
全部债务(亿元)	77.25	97.85	98.68	97.69
营业收入(亿元)	267.42	304.48	326.76	86.26
利润总额(亿元)	11.80	11.43	9.84	2.84
EBITDA(亿元)	17.06	17.06	15.85	--
经营性净现金流(亿元)	7.83	14.23	5.71	1.67
营业利润率(%)	7.02	6.23	5.26	5.40
净资产收益率(%)	8.25	7.27	5.35	--
资产负债率(%)	50.04	51.52	49.59	48.12
全部债务资本化比率(%)	39.76	44.93	41.96	40.64
流动比率(%)	122.37	107.22	125.25	133.18
经营现金流动负债比(%)	9.61	15.20	6.21	--
现金短期债务比（倍）	0.33	0.27	0.38	0.42
EBITDA 利息倍数(倍)	4.96	4.81	3.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.23	5.74	6.22	--

公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	70.10	70.97	76.58	81.86
所有者权益(亿元)	20.34	23.65	24.24	23.70
全部债务(亿元)	39.10	29.25	37.70	37.70
营业收入(亿元)	10.64	16.76	18.20	3.91
利润总额(亿元)	0.41	0.42	0.59	-0.53
资产负债率(%)	70.98	66.68	68.35	71.04
全部债务资本化比率(%)	65.78	55.29	60.87	61.40
流动比率(%)	97.32	61.19	82.35	77.81
经营现金流动负债比(%)	19.88	24.20	1.56	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；其他流动负债和其他应付款中的有息债务已计入短期债务；长期应付款中有息债务已计入长期债务
资料来源：公司提供，公司审计报告和财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 花园 01	AA+	AA+	稳定	2020-8-5	王进取　杨野	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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。 如有利益冲突情形，请按照公司要求披露。

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

花园集团有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

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工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，初始注册资本为 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，原股东邵燕青将其持有的公司 20%股权以现金 1:1 的比例转让给邵剑芳（邵钦祥之女）。2021 年 3 月 15 日，公司原股东邵剑芳将所持有的 20%股权以现金 1：1 的比例转让给邵鸿轩（邵钦祥之子）。截至 2021 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%）、邵鸿轩（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 2021 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、党群办等职能部门。

截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内全资或控股子公司 48 家，其中 3 级子公司浙江花园生物高科股份有限公司（以下简称“花园生物”）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.SZ”。截至 2021 年 3 月底，公司间接持有花园生物股权 14437.64 万股，占其股份总数的 26.20%，累计质押占所持股份总数的 68.27%。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 270.69 亿元，所有者权益合计 136.47 亿元（含少数股东权益 23.09 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 326.76 亿元，利润总额 9.84 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 275.04 亿元，所有者权益合计 142.70 亿元（含少数股东权益 24.36 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 86.26 亿元，利润总额 2.84 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级

的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，相关债券尚未到付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 花园 01	10.00	10.00	2020-8-12	5 年 (2+1+1+1)

资料来源：联合资信整理

公司存续债券“20 花园 01”由公司实际控制人邵钦祥、股东邵燕芳及原股东邵剑芳提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

公司存续公司债券“20 花园 01”设置投资人保护约束条款，公司在本期公司债券存续期间约定下列约束事项，若未遵守约定事项，则触发投资者保护机制。①公司拟出售或转移重大资产或重要子公司；②公司拟解除重要子公司股权委托管理，解除后公司不再控制该子公司的；③债券存续期内净资产增长率为负；④债券存续期内公司不含花园生物的合并范围资产负债率高于 60%，上述资产负债率计算公式如下：不含花园生物的合并范围资产负债率=（公司合并范围总负债-花园生物总负债）/（公司合并口径总资产-花园生物总资产+公司持有的花园生物股权的账面价值）；⑤债券存续期内公司不含上市公司的合并范围有息负债规模高于 95 亿元；⑥公司主体评级下调。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%～6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2　2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70

进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高

速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 维生素 D_3 行业

维生素D_3广泛应用于饲料及食品添加剂、保健品及医药领域，市场规模较小，行业整体产能过剩，研发能力、成本控制能力、资金实力将对企业竞争力产生重要影响。受供需关系影响，维生素D_3行业周期性明显，产品价格波动剧烈。2020年以来，受一季度新冠疫情影响，维生素D_3在需求带动产品价格快速回升后快速回落，2020年底处于价格低点。

公司所处行业属于以医药化工为主的制造行业，主要子行业包括化学原料药及制剂、中药材、抗生素、生物制品、化学药品等。

维生素是医药与保健品市场的大宗产品之一，主要应用于医药、营养保健品、食品、化妆品、饲料等领域。

维生素 D_3 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。维生素 D_3 又名胆骨化醇、胆钙化醇，具有促进钙磷吸收和骨骼生长的作用，用于钙、磷代谢的激素前体，与阳光有密切关系，所以维生素 D_3 又被称为“阳光维生素”。目前全球维生素 D_3 的年需求量约为 10000 吨，其中饲料级年需求占比约70%左右，余下为食品级、医药级。饲料级需

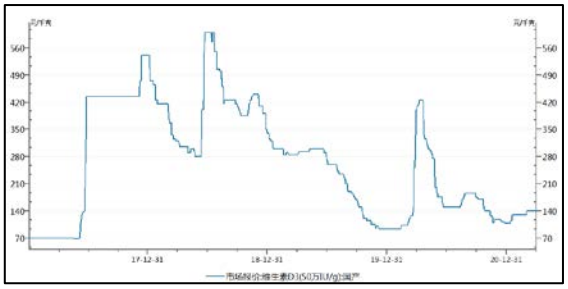
求为首。

维生素 D_3 的生产工艺包括溴化/脱溴化氢法和氧化还原法，两个合成路线的共同核心原料同为 NF 级胆固醇。NF 级胆固醇指纯度为95%以上的胆固醇，2007 年以前，全球 NF 级胆固醇的生产主要被印度迪氏曼、日本精化及新加坡凯恩所垄断，后由花园生物采用分子蒸馏法打破相关技术垄断，目前主流厂家大多采用羊毛脂为起始原料的技术路线。目前羊毛脂约占生产成本的 60%，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，被广泛应用于医药、化妆品、纺织、皮革等行业。

维生素 D_3 行业的发展具有一定的周期性，其波峰波谷出现的时点及持续时间受国际金融环境、国内宏观经济环境及行业自我调整等多种因素共同影响，这种周期性主要体现为行业产能增减变化及产品价格涨跌。行业景气度较高时，产品价格持续上升，市场新进入者增多，行业开始扩产。行业高景气度经过一段时间的发展后，由于产能过剩，产品价格下降，激烈的竞争导致部分生产成本相对较高、竞争能力欠佳的企业逐步被市场所淘汰，行业进入“关停并转”阶段，并再次整合，待市场自我调整后，行业发展逐步迎来新一轮波峰。

随着供给端市场竞争环境的震荡，维生素 D_3 价格波动大。2020 年以来，一季度维生素 D_3 行业整体处于波谷，随着新冠疫情的全球性蔓延，国际市场维生素 D_3 的供给不断缩减，企业安全库存的增加，叠加物流不畅影响，2020 年 3 月开始维生素 D_3 的市场售价开始快速上涨，截至 2020 年 4 月底价格达到 410 元/千克。截至 2020 年底，维生素 D_3 市场价格回落至 107.5 元/千克。

图 1　2017 年以来维生素 D_3 市场价格走势



资料来源：Wind 资讯

3. 贸易行业

1. 供应链管理服务及物流行业

（1）行业概况

近年来，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。2020 年以来，在疫情冲击下，全球范围内出台各类经济刺激计划，中国大宗商品价格指数波动增长至历史高位。

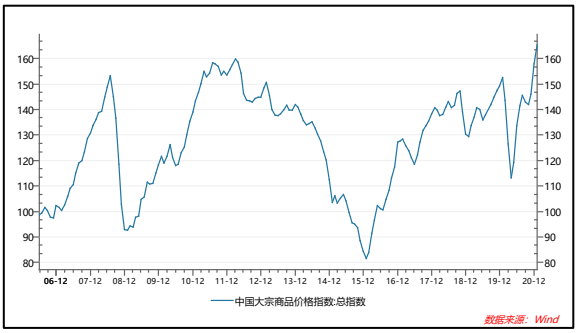
供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要

包括黄金、白银等。

从中国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，2015 年末达历史低位，2016 年初，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，大宗商品价格出现反弹，投资者预计削减过剩产能会导致原材料短缺，纷纷买入大宗商品期货，一度造成铁矿石、棉花等原材料价格暴涨。2017 年中期在经历短暂价格回调之后，中国大宗商品价格指数持续上扬，截至 2019 年末，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图 2　近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多，行业集中度较低。随着中国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，实现高效率、低成本运营。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 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%）、邵鸿轩（持股 20%）三位自然人；其中邵钦祥为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，花园集团保持了生物医药、建筑、新能源、红木家具产业、旅游教育多元化经营格局，高性能锂电铜箔项目的正式投产实现对新能源领域的布局，产业规模有望进一步扩张。

跟踪期内，公司在全国工商联发布的 2020 年中国民营企业 500 强排行榜中名列 304 位；2020 年中国民企制造业 500 强名列 265 名，浙江省百强企业第 60 位。

生物医药方面，维生素 D_3 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 D_3 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 D_3 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 D_3 上下游产品生产商”；目前，公司维生素 D_3 约占全球供给的 40%左右。2020 年 7 月，花园生物与浙江工业大学合作研发的 25-羟基胆固醇合成方法发明专利

荣获国家知识产权局颁发的“中国专利优秀奖”。该发明专利实施前，荷兰帝斯曼（DSM）是全球唯一生产厂家，其生物法生产技术垄断全球市场，该发明专利化学法生产技术填补了国际空白。

建筑板块方面，公司现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；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。

红木家具产业方面，公司所拥有的花园红木家具市场一至五期市场群是目前全球最大的专业红木家具批发市场，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。来自全国各地的 2100 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。市场铺位不同于普遍的招商模式，采取商户竞拍市场考察选择方式出租，自市场首期开业至今商铺出租率均维持高水平。

新能源方面，子公司浙江花园新能源有限公司（以下简称“花园新能源”）目前正在投建的高性能锂电铜箔项目一期引进日本锂电池铜箔专用生产设备、高性能电子电路铜箔生产线和技术，市场定位于高性能、超薄铜箔（以 6－8 微米为主），下游行业包括高端动力锂电池、5G 高速通讯印刷线路板、集成电路载板、汽车线路板、挠性线路板等。一期项目 1 万吨产能已于 2020 年下半年投产，公司在设备档次、技术实力和管理能力方面将达到国内先进水平。

3. 研发技术水平

跟踪期内，公司持续投入构建研发平台，与多个外部研发机构保持密切合作，生物医药板块研发投入保持增长。

公司现设有七家研发中心，包括六家省市级研发中心，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 3　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	浙江省花园生物技术省级企业研究院	省级	58
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	花园药业茶叶提取开发与应用省级高新技术企业研究开发中心	省级	30
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	5
花园金波科技股份有限公司	花园金波金属波纹管省级高新技术企业研究开发中心	省级	33
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	39
花园新材料股份有限公司	花园新材新型材料省级高新技术企业研究开发中心	省级	30

资料来源：公司提供

花园生物取得了胆钙化醇 CEP 证书，CEP 证书是胆钙化醇作为原料药进入欧洲市场的准入证，将对公司胆钙化醇市场突破起到重要作用。在生物医药研发上，2018－2020 年，公司研发费用投入分别为 0.38 亿元、0.43 亿元和 0.30 亿元，分别占当年板块收入的 5.21%、5.52%和 4.84%。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中证码：3301000000028848），截至2021年4月16日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事有一位变更，由邵剑芳变更为邵鸿轩。除此之外，在其他董事及高级管理人员、法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

公司 2021 年 3 月 18 日发布《花园集团有限公司关于股权及董事变更的公告》（以下简称“公告”），公告称根据公司股东会决议，公司原股东邵剑芳将所持公司的 20%股权以现金 1:1 的比例转让给邵鸿轩，并免去邵剑芳董

事职务，选举邵鸿轩担任公司董事。公司于2021年3月15日完成了本次变更登记手续办理，并修订了相应的公司章程。本次股权变更前，公司股权结构为邵钦祥持股60%、邵燕芳持股20%和邵剑芳持股20%。本次股权变更后，公司股权结构变更为邵钦祥持股60%、邵燕芳持股20%和邵鸿轩持股20%。

八、重大事项

花园生物非公开发行股票

花园生物已于2020年8月13日完成非公开发行新股上市，本次合计非公开发行新股7171.92万股，募集资金合计9.09亿元。本次非公开发行股票完成后，浙江祥云科技股份有限公司（以下简称“祥云科技”）仍为花园生物控股股东，截至2021年3月底，持股比例为26.20%。

本次花园生物非公开发行股票募集资金主要用于建设维生素D_3上下游产业链，主要募投项目包括年产1200吨羊毛脂胆固醇及8000吨精制羊毛脂项目、年产40.5吨正固醇项目、年产26吨25-羟基维生素D_3原等5个项目及补充流动资金，预计总投资额11.11亿元，使用募集资金9.09亿元。

本次非公开发行股票事项完成后，花园生物资本实力显著增强。募投项目投产后，花园生物将进一步打通维生素D_3产业链，完善对维生素D_3上下游的产业布局，增加维生素行业上游原材料羊毛脂胆固醇的市场占有率，进一步加强在产业链中的议价能力和巩固行业地位。其中，25-羟基维生素D_3原项目建成后，公司产业链下游活性维生素D_3产能将进一步扩增，花园生物盈利能力有望进一步增长。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司生物医药业务保持行业优势地位，仍是公司主要利润来源。铜加工及贸易业务规模扩增，公司营业收入规模稳定增长，综合毛利率水平有所下滑。

跟踪期内，公司多元化经营格局保持稳定，对主营业务进行重新分类，形成了生物医药、新能源与新材料、红木家具产业链、新建材与建筑和旅游教育卫生及其他等五大产业板块，并对2018－2019年主营业务收入构成进行了追溯调整。2020年，公司营业收入同比增长7.32%至326.76亿元。

分板块来看，新能源与新材料业务收入主要由铜贸易、铜加工、高性能铜箔和有色金属贸易组成。2020年，新能源与新材料业务作为公司主要收入来源，实现收入202.78亿元，同比增长9.53%，占公司营业收入的61.98%。受主要产品价格下降影响，公司生物医药业务收入同比下滑15.40%至6.59亿元。红木家具产业链业务实现收入67.89亿元，同比增长6.75%，主要由花园红木家具城租金收入及贸易业务收入构成，占当年公司收入总额的20.87%。旅游文化与教育卫生业务2020年实现收入6.52亿元，同比变动不大。同期，新建材与建筑业务实现收入42.98亿元，同比变动不大，占当年营业收入的13.14%。

毛利率方面，受低毛利率的商贸业务占比增长及各板块毛利率下滑影响，2020年公司综合毛利率进一步降至5.44%，同比下降1.00个百分点。其中，生物医药业务仍是公司主要利润来源，受主要产品价格波动影响，公司生物医药板块毛利率同比下滑至59.03%，仍保持较高水平；新能源与新材料板块以附加值低的贸易业务为主，2020年毛利率为2.32%。同期，旅游文化与教育卫生业务毛利率同比下降3.85个百分点至32.06%。

2021年1－3月，公司实现营业收入86.26亿元，同比增长51.60%，主要来自新能源与新材料业务增长；综合毛利率为5.56%，同比下降1.64个百分点。

表 4　2018－2021 年 3 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	7.30	2.73	64.03	7.79	2.56	66.75	6.59	2.01	59.03	1.75	2.03	62.86
新能源与新材料	152.15	56.89	2.70	185.13	60.80	2.45	202.78	61.98	2.32	55.13	63.91	2.54
红木家具产业链	53.18	19.89	7.03	63.60	20.89	5.69	67.89	20.87	5.13	19.42	22.51	4.27
旅游文化与教育卫生	6.34	2.37	34.82	6.21	2.04	35.91	6.52	1.99	32.06	1.99	2.31	46.23
新建材与建筑	48.46	18.12	9.61	41.75	13.71	9.65	42.98	13.14	8.40	7.97	9.24	7.03
合计	**267.42**	**100.00**	**7.25**	**304.48**	**100.00**	**6.44**	**326.76**	**100.00**	**5.44**	**86.26**	**100.00**	**5.56**

资料来源：公司提供

2．生物医药板块

跟踪期内，公司生物医药主业稳步发展，维生素 D_3 产业链优势使公司主要产品毛利率维持高水平，核心产品竞争力强，品牌知名度与市场占有率高。浙江花园药业股份有限公司（以下简称“花园药业”）部分产品中标国家药品集中采购，有望成为生物医药业务收入增长点。

公司生物医药板块由子公司祥云科技下属子公司花园生物、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。

（1）维生素 D_3 系列产品

花园生物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 D_3 上下游系列产品，主要包括维生素 D_3 及 D_3 类似物和羊毛脂及其衍生品；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、脘、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。截至 2020 年底，花园生物资产总额为 34.25 亿元，所有者权益 29.10 亿元；2020 年，花园生物实现营业收入 6.15 亿元，利润总额 3.15 亿元。2020 年，公司生物医药业务实现收入 6.59 亿元，占花园生物总收入的 93.32%。

截至 2021 年 3 月底，花园生物资产总额 33.96 亿元，所有者权益 30.01 亿元；2021 年一季度花园生物实现营业收入 1.59 亿元，利润总额 1.07 亿元。

原材料采购

花园生物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。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，均通过招标采购。

花园生物首发募投项目羊毛脂综合利用项目年产 NF 级胆固醇 200 吨，其中约 40 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，由花园生物招标采购。随着 NF 级胆固醇自行生产，花园生物利润对原材料采购价格的敏感度下降，有助于降低成本控制难度。

生产与销售

从生产能力看，截至 2021 年 3 月底，花园生物已形成年产 NF 级胆固醇 200 吨、饲料级 25－羟基维生素粉 100 吨、饲料级维生素 D_3 油剂 4000 吨、饲料级维生素 D_3 粉剂 2000 吨、食品级维生素 D_3 粉 480 吨、食品医药级维生素 D_3 结晶 4000 万 1.U/g 为 10 吨的产能规模。

花园生物拥有的 25－羟基维生素 D_3 生产工艺是维生素 D_3 产业链的高端产品，全球原仅荷兰帝斯曼掌握了该项工艺。与荷兰帝斯曼生产工艺相比，花园生物的工艺流程简单、成本低、收率高，利用 NF 级胆固醇副产品某甾体化合物作原材料，以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。

花园生物主要产品维生素 D_3 及 D_3 类似物包括饲料级维生素 D_3、食品医药级维生素 D_3、25－羟基维生素 D_3 及其他维生素 D_3 衍生品。2020 年产销量分别为 2656.84 吨和 2307.84 吨，同比均大幅增长，主要系维生素 D_3 产品价格下降，市场需求增加所致。

受 2020 年维生素 D_3 市场价格下滑影响，维生素 D_3 及 D_3 类似物当年收入合计 3.94 亿元，同比下降 24.81%。维生素 D_3 及 D_3 类似物是花园生物收入主要组成部分及利润来源，2020 年毛利率为 72.10%，仍保持高水平。2020 年，羊毛脂及其衍生品实现收入 2.11 亿元，同比增长 12.83%，毛利率同比变动不大。

受益于全产业链经营，花园生物具备对维生素 D_3 及 25－羟基维生素 D_3 等高附加值产品生产能力，花园生物毛利率水平维持高位。

表 5　近年来花园生物主要产品收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品名称	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
维生素 D3 及 D3 类似物	4.49	84.01	5.24	80.66	3.94	72.10
羊毛脂及其衍生品	2.06	33.04	1.87	39.59	2.11	39.73
其他业务	0.06	39.77	0.07	57.54	0.10	34.04
合计	**6.60**	**67.75**	**7.18**	**69.71**	**6.15**	**60.36**

资料来源：公司提供

在销售方面，跟踪期内，花园生物维生素 D_3 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。

花园生物维生素 D_3 产品大部分用于出口，销售区域主要集中在欧美等地区；2020 年，花园生物与下沙生物维生素 D_3 产品出口占维生素 D_3 销售收入的比重为 72.04%。公司主要客户均为行业内知名经销商或预混料企业，公司保持与荷兰帝斯曼 DSM、法国安迪苏、德国巴斯夫、美国 RITA、以色列 Lycored、荷兰 PROVIMI、荷兰 ORFFA 等核心企业的稳定业务关系。2020 年，花园生物前五名客户销售额共计 3.04 亿元，占总额的 49.35%，客户集中度同比有所下滑。

表 6　花园生物维生素 D_3 产品销售分布区域与销售情况（单位：万元、%）

销售区域	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	15770.48	23.89	17482.02	24.34	20361.44	27.96
国外	50251.20	76.11	54356.43	75.66	41128.00	72.04
合计	**66021.68**	**100.00**	**71838.45**	**100.00**	**61489.44**	**100.00**

资料来源：公司提供

（2）花园药业系列产品

花园药业是一家经营胶囊剂、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。缬沙坦氨氯地平片（I）、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液、心脑健片（胶囊）、盐酸左氧氟沙星胶囊、阿奇霉素分散片、罗红霉素胶囊、铝碳酸镁咀嚼片等，其中心脑健产品是国家中药保护品种。

截至 2020 年底，花园药业资产总额 2.57 亿元，所有者权益 0.84 亿元；2020 年实现营业收入 4245.71 万元，利润总额-493.01 万元，亏损原因主要系新药研发及产线排产计划变更所致。截至 2021 年 3 月底，资产总额 2.96 亿元，

所有者权益 0.89 亿元；2021 年 1－3 月实现营业收入 1620.83 万元，利润总额 476.42 万元。

跟踪期内，花园药业保持稳定的供销渠道，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、国药控股江门仁仁有限公司等，形成了良好的供销网络。

2021 年 2 月，花园药业和花园集团子公司浙江福瑞喜药业有限公司四个品种中选第四批国家药品集中采购。其中，花园药业中标三个品种缬沙坦氨氯地平片（I）、多索茶碱注射液以及左氧氟沙星片，首年（2021 年 5 月～2022 年 4 月）约定采购量 5500 多万片（支），预计含税收入达 2.67 亿元，将成为公司生物医药板块未来新的收入增长点。

截至 2021 年 3 月底，花园药业新产品研发项目 10 个。其中，在国家药品监督管理局审评的新产品 6 个，一致性评价品种 3 个，具体包括硫辛酸注射液、甲硝唑片、雷尼替丁胶囊；四类新药 3 个，具体包括左氧氟沙星片（0.25g 规格）、草酸艾司西酞普兰片（5mg、10mg、20mg 三个规格）、氨氯地平阿托伐他汀钙片。

3. 新能源与新材料

跟踪期内，铜加工业务产销量保持稳定，产能利用率水平较高，但铜贸易业务规模占比大一定程度拉低了铜业毛利率水平。此外，跟踪期内高性能铜箔项目建成投产，因处于供应商产品质量认证阶段产能尚未释放，联合资信将持续关注上述项目收益实现情况。

公司新能源与新材料业务以浙江花园铜业有限公司（以下简称“花园铜业”）、祥云科技和浙江花园新能源有限公司（以下简称“花园新能源”）为经营主体，主要业务包括铜加工及铜贸易、有色金属贸易和锂电铜箔新材料业务。

截至 2020 年底，花园铜业资产总额为 23.45 亿元，所有者权益 12.34 亿元；2020 年实现营业收入 105.66 亿元，利润总额 2.82 亿元。截至 2021 年 3 月底，花园铜业资产总额为 24.10 亿元，所有者权益为 12.91 亿元；2021 年 1－3 月实现营业收入 26.71 亿元，利润总额 0.76 亿元。

花园铜业业务主要由铜加工业务及铜贸业务构成，2020 年，花园铜业销售收入同比增长 5.19%至 105.66 亿元；其中贸易商品（主要为电解铜）收入 45.87 亿元，同比减少 3.98%。

（1）花园铜业

花园铜业业务主要由铜加工业务及铜贸业务构成，2020 年，花园铜业销售收入同比增长 5.19%至 105.66 亿元。截至 2020 年底，花园铜业资产总额为 23.45 亿元，所有者权益 12.34 亿元；2020 年实现营业收入 105.66 亿元，利润总额 2.82 亿元。截至 2021 年 3 月底，花园铜业资产总额为 24.10 亿元，所有者权益为 12.91 亿元；2021 年 1－3 月实现营业收入 26.71 亿元，利润总额 0.76 亿元。

表 7　2018-2020 年花园铜业收入构成情况

（单位：亿元）

产品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
铜排	3.46	3.85	4.35	1.26
铜棒	4.46	4.43	5.07	1.44
铜板	4.57	4.22	4.22	1.28
铜带	1.37	1.58	1.64	0.54
铜锭	20.14	20.96	22.99	3.64
贸易商品	30.95	47.77	45.87	11.07
宽幅板	1.82	3.43	4.11	1.38
宽幅带	10.88	13.95	17.28	6.09
其他	0.03	0.25	0.14	0.02
合计	**77.68**	**100.45**	**105.66**	**26.71**

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，花园铜业拥有年产 12.85 万吨的铜加工生产能力，产品类型包括铜锭、铜棒、宽幅带等。2020 年，花园铜业合计生产铜产品 12.57 万吨，同比增长 10.26%；其中宽幅板产销量同比大幅增长，主要系铜业二期项目

进入正常生产阶段后，宽幅板带市场推广效果良好，下游需求上升所致。花园铜业铜加工板块产能利用率达到 97.83%，保持较高水平。2021 年一季度，花园铜业铜加工产品产销量同比变动不大。

花园铜业铜业生产原材料以电解铜为主，辅以部分废铜，2020 年花园铜业共采购电解铜及废铜 21.58 万吨，同比变动不大，占采购比例的 93.22%。电解铜的采购定价是通过上海、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确定，避免了直接进口面临的汇率波动及铜价波动风险；废铜的采购定价主要参照佛山灵通废铜收购价。2020 年，花园铜业电解铜采购价格为 49117 元/吨，同比有所增长。采购结算方面，电解铜采购采取到货付暂估铜款 90%，现款现货的结算方式；废铜采用到货半个月内付款模式。花园铜业与各主要供应商维持良好合作关系，2020 年前五大原材料供应商采购合计 56.19 亿元，占比 56.74%，集中度较高且同比有所上升。

表 8　2020 年花园铜业前五大供应商情况

（单位：万元、%）

供应商名称	金额	占比
中新联进出口有限公司	197640.52	19.96
深圳市康年科技有限公司	125940.63	12.72
河北物流集团金属材料有限公司	93218.18	9.41
江西省汇云杰实业有限公司	88842.79	8.97
冀中能源集团有限责任公司销售分公司	56307.06	5.68
合计	**561949.17**	**56.74**

资料来源：公司提供

表 9　公司主要铜加工产品的产能和产销量情况（单位：吨）

主要产品	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	44000	44530	50000	47194	51000	50000	7000	6802
铜排	8000	7653	8500	8493	9350	9343	2400	2308
铜板	10000	9880	9000	8977	9000	8820	2400	2306
铜棒	10000	9846	10000	9782	11000	10780	2700	2628
铜带	3000	2973	3500	3304	3500	3374	1000	965
宽幅板	5000	3897	7200	7132	8640	8309	2500	2415
宽幅带	25000	23149	30000	29078	36000	35080	11000	10678
合计	**105000**	**101928**	**118200**	**113960**	**128490**	**125705**	**29000**	**28102**

资料来源：公司提供

花园铜加工业务销售渠道较为通畅，目前下游客户中约30%为经销商，2020年，前五大主要客户销售合计40.12亿元，占比为37.97%，集中度较高。

销售价格方面，2020 年花园铜业主要产品价格同比均有所提升。由于公司铜加工业务处于抢占市场份额阶段，考虑到市场培育及客户引导，公司对附加值较高的宽幅板和宽幅带等产品定价仍处于较低水平。

（2）花园新能源

公司锂电铜箔业务以花园新能源为运营主体，计划投资 45 亿元新建年产 5 万吨高性能铜箔项目。项目分三期建设，一期投资 18 亿元，项目用地面积 8.86 完平方米，建设年产 1 万吨锂电铜箔和年产 1 万吨电子电路铜箔的生产能力。二期计划建设年产 2 万吨锂电铜箔和年产 1 万吨电子电路铜箔的生产能力。截至 2020 年底，花园新能源已完成 1 万吨产能（五千吨锂电铜箔和五千吨电子电路铜箔）的设备安装并投产运行。

锂电铜箔方面，主要产品以 6-10μm 铜箔为主，目前花园新能源客户群体以 3C 用电池为主，批量供应的客户 15 家。2020 年，公司完成认证 IATF16949 资格，目前与比亚迪、中航锂电、宁德时代、国轩高科等国内锂电龙头企业达成前瞻性战略合作协议，产品质量达到使用要求后将批量订单生产。锂电铜箔 2020 年及 2021

年一季度分别实现收入 0.02 亿元和 0.49 亿元。

电子电路铜箔方面，主要产品以 12-35μmHTE 铜箔为主，目前电子电路铜箔产品批量供应的客户 23 家，主要下游客户为广东生益科技股份有限公司。电子电路铜箔 2020 年及 2021 年一季度分别实现收入 0.07 亿元和 1.09 亿元。

截至 2020 年底，花园新能源资产总额为 18.94 亿元，所有者权益 6.98 亿元；2020 年实现营业收入 3.42 亿元，利润总额 0.14 亿元。截至 2021 年 3 月底，花园新能源资产总额为 20.46 亿元，所有者权益为 6.90 亿元；2021 年 1－3 月实现营业收入 1.83 亿元，利润总额 812.53 万元。联合资信关注到，高性能铜箔项目因处于供应商产品质量认证阶段产能尚未释放，联合资信将持续关注其收益实现情况。

4．红木家具产业链

红木家具产业链板块主要收入来源为贸易业务，主要利润来源为红木家具市场租金收入。跟踪期内，在贸易规模持续增长带动下，板块收入保持增长，但整体盈利能力弱；红木家具市场租金收益较为稳定。

公司红木家具产业链业务主要由东阳市花园红木家具开发有限公司（以下简称“花园红木”）和浙江花园进出口有限公司（以下简称“花园进出口”）负责运营。业务模式主要为花园红木家具城租金收入和进出口贸易。

（1） 贸易业务

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，其中进出口贸易以代理模式为主，内贸业务以自营为主。截至 2020 年底，花园进出口资产总额为 16.54 亿元，所有者权益 6.55 亿元；2020 年实现营业收入 52.35 亿元，利润总额 0.82 亿元。截至 2021 年 3 月底，花园进出口资产总额为 17.44 亿元，所有者权益为 6.74 亿元；2021 年 1－3 月实现营业收入 14.87 亿元，利润总额 0.24 亿元。

进出口贸易

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。2020 年，公司进口合计金额 6.60 亿元，同比下降 20.10%，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。

表 10 公司进口业务主要产品收入构成情况

（单位：亿元）

进口商品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
偏光片及扩散片	0.39	0.21	0.32	0.03
化工产品	0.85	0.47	--	--
木材	5.82	5.83	5.86	1.43
金属矿产	2.95	1.72	0.42	0.18
塑胶地板	0.04	0.03	--	--
合计	**10.05**	**8.26**	**6.60**	**1.64**

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，其余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。

国内贸易

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。2020 年，公司内贸收入为 45.74 亿元，同比增长 8.06%。其中，木材内贸额维持较大规模，主要系为满足周边红木家具产业需求所致；金属矿产贸易维持较大规模，主要为贸易性融资。2021 年 1－3 月，公司内贸业务规模基本保持稳定，内贸业务收入 13.23 亿元。

表 11 公司主要内贸业务收入构成情况

（单位：亿元）

内贸商品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
木材	20.36	26.12	26.39	5.43
化工产品	2.22	0.83	4.50	1.82
金属矿产	9.40	15.38	14.59	5.98
其他	0.07	--	0.26	--
合计	**32.05**	**42.33**	**45.74**	**13.23**

资料来源：公司提供

公司配合花园村周边红木家具产业链而开展的木材贸易规模较大，交易结算按行业惯例一律采用现款方式，付款提货。在价格波动风险管控方面，由于公司大部分木材贸易是根据客户需求进行国外采购，下游客户价格锁定并预付部分款项，整体价格风险可控；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贴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

花园红木下属的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六期市场群。公司与入驻商户签署为期 3 年的长期租赁合同，约定在此期间每年按 10%的增幅收取租金，租金收入一般按年收取，每年的 10-12 月份及次年 1 月收取次年全年的租赁保证金。2020 年，花园红木租金收入有所下滑，主要系受疫情影响公司对租金进行一定减免所致。

受益于红木家具用品市场六期开业，2020 年花园红木市场经营面积及商铺数量较上年底均有所提升。截至 2020 年底，花园红木拥有市场经营面积 34.35 万平方米、商铺 1741 个、入驻红木品牌经营户 2300 余户，商铺出租率 95%。2020 年，花园红木实现营业收入 2.74 亿元，实现利润总额 1.69 亿元；2021 年 1－3 月，实现收入 0.63 亿元，利润总额 0.37 亿元。

表 12　截至 2020 年底花园红木家具市场 1－6 期项目整体经营情况（单位：平方米、个、万元）

项目名称	开业时间	经营面积	商铺个数	年租金收入		
				2019 年	2020 年	2021 年（预计）
红木家具展示中心一期项目	2010/12/23	43631.91	157	4850.38	4662.21	5190.33
红木家具展示中心二期项目	2012/10/5	84829.37	336	8437.80	8019.21	8740.98
红木家具市场展示中心扩建工程建设项目（三期）	2013/1/21	45090.42	250	3907.04	3377.89	3723.47
精品馆项目（四期）	2013/9/30	10835.42	46	1109.03	1034.00	1177.39
红木家具城三期项目（五期）	2014/11/16	116079.66	574	9639.52	8392.27	9343.70
家居用品市场（六期）	2019/11/16	43048.03	378	--	971.20	1990.08
合计	--	**343514.81**	**1741.00**	**27943.77**	**26456.78**	**30165.95**

资料来源：公司提供

5. 新建材与建筑

跟踪期内，花园建设在手施工合同项目充足，为未来发展提供保障。

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。截至 2020 年底，花园建设资产总额 28.62 亿元，所有者权益 18.09 亿元；2020 年实现营业收入 41.90 亿元，利润总额 2.17 亿元。截至 2021 年 3 月底，花园建设资产总额 28.60 亿元，所有者权益 18.36 亿元；2021 年 1－3 月实现营业收入 7.12 亿元，利润总额 0.35 亿元。

2020 年，花园建承建了彰泰红项目 B 区、彰泰玫瑰园项目、花园集团（金华）生物科技园项目、埂萨通用设备新建厂房项目、瑞贝卡天下

北地块二期三批二标项目等共计 152 个项目工程。花园建设业务集中在浙江金华和华中地区，项目数量分别为 45 个和 21 个，收入规模分别为 9.41 亿元和 11.89 亿元。同时，花园建设作为花园集团体系内项目建设主体，承担着花园村旧村合并、花园生物厂区改建等项目的建设任务。2019 年，花园建设前十大收入结转项目合计实现收入 16.05 亿元，占花园建设收入的 38.31%。

表 13　2020 年花园建设前十大收入结转项目

（单位：万元）

项目名称	收入	营业利润
花园村九村合并	36805.83	3628.13
花园生物（金西）科技园一期项目	26725.49	1753.93
西安综合保税区（一期）大宗农产品交易基地项目	15351.12	738.99
许昌深国投商业中心二期	13540.84	947.86
中环名邸工程	12101.13	847.08
京山县新市城区八一南路棚户区改造项目	11674.72	817.23
宜春市物流商贸中心工程	11475.30	483.41
永康市城塘、黄棠区块 B-02-03 地块 C 区块建设项目	11212.28	784.86
漯河瑞贝卡家天下项目	11098.76	782.93
梧州玫瑰园 9#10#11#17#楼及地下室建筑安装工程	10552.53	738.68
合计	**160537.98**	**11523.09**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，花园建设已签施工合同项目共计 154 个，合同总造价 249.46 亿元，总建筑面积 1344.20 万平方米，项目储备较为充足。

截至 2021 年 3 月底，公司建筑板块涉及未决诉讼 10 笔，其中花园建设作为被告涉诉 3 起，标的金额 0.45 亿元，主要是工程尾款的诉讼案件。目前案件正在审理中。

6．经营效率

公司整体经营效率尚可。

2020 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别同比增长至 21.28 次和 7.85 次，总资产周转次数同比下降至 1.26 次。

表 14　截至 2020 年底同行业企业经营效率对比

（单位：次）

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
花园集团有限公司	21.28	7.85	1.26
红豆集团有限公司	4.40	1.03	0.39
横店集团控股有限公司	8.29	5.55	0.67
宁波富邦控股集团有限公司	8.89	2.22	0.43

资料来源：联合资信整理

7．项目建设与未来发展

截至 2021 年 3 月底，公司在建项目仍需一定规模投资，投资项目回报周期较长、部分项目所在领域存在周期性，项目投产后的收益实现有待观察。

（1）项目建设

截至 2021 年 3 月底，公司在建工程项目主要有一期年产 2 万吨高性能铜箔项目以及年产六万吨 1320mm 超宽幅精密铜板带等项目，总投资额合计 43.17 亿元，截至 2021 年 3 月底，主要项目已完成投资 32.44 亿元，未来还需投入 10.73 亿元。

子公司花园生物年产 1200 吨羊毛脂胆固醇及 8000 吨精制羊毛脂项目、年产 3600 吨饲料级 VD3 粉及 54 吨食品级 VD3 粉项目、年产 15.6 吨 25－羟基维生素 D3 结晶项目、年产 40.5 吨正固醇项目和年产 26 吨 25－羟基维生素 D3 原项目为非公开发行募投项目，计划总投资额 17.28 亿元，募集资金 9.09 亿元将用于项目建设及置换前期投入资金。

表 15　截至 2021 年 3 月底公司主要投资项目情况（单位：万元）

项目名称	投资主体	总投资	资金筹措		已投资金额	计划投资额		
			自筹	融资		2021 年	2022 年	2023 年
年产六万吨 1320MM 超宽幅精密铜板带项目	花园铜业	60100.00	35977.00	24123.00	46668.90	5000.00	5000.00	3431.10

一期年产 2 万吨高性能铜箔项目	花园新能源	180000.00	70000.00	110000.00	167748.00	10000.00	2252.00	--
呼吸类吸入用药项目	浙江福瑞喜药业有限公司	18805.59	18805.59	--	11473.51	3500.00	2000.00	1500
年产 180 吨 7-去氢胆固醇项目	花园生物	14000.00	6000.00	8000.00	13485.55	514.45	--	--
年产 750 吨饲料级 VD3 油剂项目		9939.09	1589.09	8350.00	9265.37	673.72	--	--
花园生物研发中心项目		25077.50	1397.50	23680.00	20607.48	4470.02	--	--
年产 1200 吨羊毛脂胆固醇及 8000 吨精制羊毛脂项目		59188.25	5808.25	53380.00	21930.70	37257.55	--	--
年产 3600 吨饲料级 VD3 粉及 540 吨食品级 VD3 粉项目		7597.47	657.47	6940.00	4893.90	2703.57	--	--
年产 18 吨胆钙化醇项目		3600.00	3210.00	390	3522.92	77.08	--	--
年产 15.6 吨 25-羟基维生素 D3 结晶项目		4898.08	208.08	4690.00	1012.82	3885.26	--	--
年产 40.5 吨正固醇项目		12671.55	1751.55	10920.00	8323.67	4347.88	--	--
年产 26 吨 25-羟基维生素 D3 原项目		8440.85	760.85	7680.00	2649.28	5791.57	--	--
花园生物（金西）科技园倒班宿舍等生活配套设施项目		21900.00	21900.00	--	11967.50	9932.50	--	--
年产 1200 吨 25-羟基维生素 D3 粉项目		5506.43	5506.43	--	862.14	4644.29	--	--
合计	--	**431724.81**	**173571.81**	**258153.00**	**324411.74**	**92797.89**	**9252.00**	**4931.10**

资料来源：公司提供

（2）未来发展

未来公司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

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年底，公司合并范围子公司合计 48 家，较 2019 年底新增 2 家；截至 2021 年 3 月底，公司合并财务报表范围较 2020 年底无变化。整体看，公司合并范围的变动对整体财务可比性影响较小。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 270.69 亿元，所有者权益合计 136.47 亿元（含少数股东权益 23.09 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 326.76 亿元，利润总额 9.84 亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为275.04亿元，所有者权益合计142.70亿元（含少数股东权益24.36亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入86.26亿元，利润总额2.84亿元。

2. 资产质量

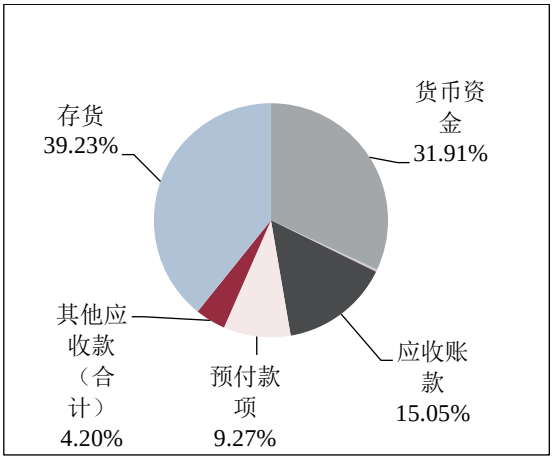
截至2020年底，公司资产规模有所增长，流动资产中存货和应收账款占比较大，对资金形成一定占用；非流动资产中投资性房地产、固定资产和在建工程占比较高。公司资产受限规模大，资产质量一般，流动性偏弱。

截至2020年底，公司资产总额为270.69亿元，较上年底增长9.44%。公司资产总额中流动资产占42.57%，非流动资产占57.43%。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 115.24 亿元，较上年底增长 14.85%，主要由货币资金 33.78 亿元（占 29.31%）、应收账款 15.92 亿元（占 13.82%）和存货 41.52 亿元（占 36.03%）构成。

图 3　截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信整理

截至 2020 年底，公司货币资金 33.78 亿元，较上年底增长 11.44%。公司货币资金主要由银行存款构成（占 79.93%），受限类货币资金合计 6.77 亿元，受限比例较高，主要为票据保证金。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 15.92 亿元，较上年底增长 10.57%。公司累计计提坏账准备 0.49 亿元，计提比例为 3.08%。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 16.42 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 71.80%，1 至 2 年的占 20.28%，总体账龄较短。截至 2020 年底，公司应收账款前五名合计欠款 4.00 亿元，占应收账款总额的 24.36%，均为非关联企业，主要为花园建设应收房地产项目建设款，公司应收账款集中度较低。

截至 2020 年底，公司预付款项规模较上年底增长 36.32%至 9.82 亿元，主要为贸易业务预付款增长所致。其中一年以内的预付款项占总额的 99.29%，预付款项账期短。

截至 2020 年底，公司存货账面价值 41.52 亿元，较上年底增长 11.59%。公司存货主要包括库存商品 21.24 亿元和工程施工 11.78 亿元。公司共计提存货跌价准备 47.95 万元，全部为库存商品。

截至 2020 年底，公司其他流动资产合计 9.41 亿元，较上年底增长 24.51%，主要系公司购买理财产品所致。公司其他流动资产主要由理财产品（7.78 亿元）和待抵扣进项税（1.63 亿元）构成。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 49.71%）、固定资产（占 29.92%）和在建工程（占 13.22%）构成。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 77.28 亿元，较上年底变动不大，主要为花园红木家具市场、农贸城和商业中心。公司计提累计摊销 353.59 万元，未计提减值准备。

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值为 46.52 亿元，较上年底增长 22.31%，主要来自新购置生产设备 7.88 亿元所致；累计折旧 10.61 亿元，计提减值准备 38.75 万元。截至 2020 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（30.13 亿元）、运输设备（0.67 亿元）、

生产设备（13.70 亿元）和电子设备及其他（2.02 亿元）组成。

截至 2020 年底，公司在建工程账面价值 20.54 亿元，较上年底变动不大。公司主要在建工程包括花园新能源一期年产 2 万吨高性能铜箔项目、花园铜业 1320mm 超宽幅板带改造等，2020 年转入固定资产合计 8.47 亿元，累计资本化利息 1.05 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 275.04 亿元，资产结构及科目较上年底变动均不大。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产合计 81.94 亿元，占当期资产总额的 29.79%，受限规模大。其中，受限货币资金 5.91 亿元、受限存货 1.73 亿元、受限固定资产 18.23 亿元、受限无形资产 2.11 亿元、受限投资性房地产 53.95 亿元（主要为用以抵押借款的红木家具市场和土地）。

3.所有者权益和负债

（1）所有者权益

公司所有者权益中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评估增值，权益稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 136.47 亿元（含少数股东权益为 23.09 亿元），较上年底增长 13.81%，主要来自未分配利润和资本公积的增长；构成上以实收资本（10.00 亿元）、其他综合收益（21.66 亿元）和未分配利润（74.16 亿元）为主。截至 2020 年底，公司资本公积合计 6.51 亿元，较上年底增长 65.12%，主要系子公司花园生物定增股份增加资本公积 2.57 亿元所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 142.70 亿元（含少数股东权益为 24.36 亿元），较上年底增长 4.57%，公司所有者权益结构整体变动不大。

（2）负债

跟踪期内，随着资本支出规模收缩，公司有息债务增速放缓，但存量规模仍较大，期限以短期为主，债务结构有所改善，间接融资以资产抵质押方式为主。

截至 2020 年底，公司负债合计 134.22 亿元，较上年底增长 5.33%。其中，流动负债占 68.55%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债合计 92.00 亿元，较上年底减少 1.68%，以短期借款（占 51.52%）、应付票据（占 13.51%）、应付账款（占 13.76%）和其他流动负债（占 10.67%）为主。

截至 2020 年底，公司短期借款为 47.40 亿元，较上年底增长 31.74%，构成上由质押借款（7.68 亿元）、抵押借款（28.99 亿元）、保证借款（9.23 亿元）和信用借款（1.50 亿元）组成。其中，质押借款为子公司祥云科技质押所持花园生物股权取得的借款；抵押借款主要为子公司花园建设、花园新能源、花园铜业及公司本部抵押土地及房产所取得的借款。截至目前，公司无到期未偿还短期借款。

截至 2020 年底，公司应付账款 12.66 亿元，较上年底增长 69.18%，主要系公司及应付工程款大幅增长所致。同期，公司应付票据较上年底下降 37.67%至 12.43 亿元，全部为银行承兑汇票。

截至 2020 年底，公司其他应付款 2.10 亿元，较上年底大幅减少 67.59%，主要系公司 2020 年偿付东阳市建设投资集团有限公司短期有息拆借款 4.00 亿元本息所致。

截至 2020 年底，公司其他流动负债 9.82 亿元，较上年底变动不大，主要为公司存续的两期超短期融资券“20 花园 SCP002”和“20 花园 SCP003”。

截至 2020 年底，公司非流动负债 33.85 亿元，较上年底增长 20.38%。构成上以长期借款（占 58.46%）和递延所得税负债（占 40.16%）为主。

截至 2020 年底，公司长期借款 14.05 亿元，较上年底减少 29.00%，全部为抵押借款。

截至 2020 年底，公司应付债券为 10 亿元的“20 花园 01”。

截至 2020 年底，公司长期应付款合计 3.42 亿元，较上年底大幅增长，主要为应付融资租赁款大幅增长所致。公司长期应付款主要由应付融资租赁款（4.39 亿元）和应付分期支付设备购置款（544.44 万元），其中一年内到期部分为 1.03 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 132.34 亿元，负债结构及科目较 2020 年底变动均不大。

截至 2020 年底，公司全部债务为 98.68 亿元，较上年底变动不大，包括短期债务占 72.27%与长期债务 27.73%，债务结构仍以短期为主。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 97.69 亿元，债务规模及结构较上年底变动不大。

从债务指标看，截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底下降 1.94 个和 2.97 个百分点至 49.59%和 41.96%，长期债务资本化比率较上年底增长 2.51 个百分点至 16.70%。截至 2021 年 3 月底，上述三项指标分别较 2020 年底下降至 48.12%、40.64%和 16.65%。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入持续增长，主营业务盈利能力有所下降，受益于良好的期间费用控制能力，整体盈利能力较强。

2020 年，公司实现营业收入 326.76 亿元，同比增长 7.32%。同期，公司营业成本 308.97 亿元，同比增长 8.46%，增速略高于营业收入。2020 年，公司营业利润率下滑至 5.26%。

2020 年，公司期间费用为 8.53 亿元，同比增长 5.44%，期间费用率为 2.61%，同比减少 0.05 个百分点，公司期间费用控制能力良好。其中，公司财务费用为 3.41 亿元，同比增长 13.35%，主要系公司支付部分成本较高的债券利息所致。

2020 年，公司实现投资收益 0.20 亿元，同比下降 42.11%，公司投资收益规模较小，对利润补充有限。同期，其他收益 1.02 亿元，主要为各类政府补贴奖励。

2020 年，公司实现利润总额 9.84 亿元，同比下降 14.55%，主要来自经营性利润。盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比下滑，分别为 4.67%和 5.35%。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 86.26 亿元，同比增长 51.61%。同期，公司营业利润率同比增长至 5.40%，主业盈利能力有所上升，实现利润总额 2.84 亿元，同比增长 32.40%。

5. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营性净现金流有所下降，经营获现能力保持稳定；资本支出规模明显回落，考虑到在建项目仍需一定投资，公司存在一定对外融资需求。

从经营活动看，2020 年，公司经营活动现金流入量同比增长 6.92%至 361.61 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 359.02 亿元，同比增长 6.98%；收到其他与经营活动有关的现金为 1.34 亿元，主要为收到的往来款及其他。同期，公司经营活动现金流出量为 355.90 亿元，同比增长 9.86%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 343.40 亿元，同比增长 9.67%；支付其他与经营活动有关的现金下降至 2.70 亿元。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.72 亿元，同比下降 59.84%。从收入实现质量来看，2020 年公司现金收入比为 109.87%，同比变动不大，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入量同比下降 38.02%至 13.18 亿元。其中，收回投资收到的现金同比下降 42.59%至 12.04 亿元。同期，公司投资活动现金流出量同比下降 38.02%至 24.55 亿元，公司资本支

出规模明显回落。2020 年，公司投资活动产生的现金净流出11.37亿元，以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入规模同比增长 23.49%至 87.58 亿元，其中，由于公司增加银行借款规模，取得借款收到的现金同比大幅增长至 78.60 亿元。2020 年，公司筹资活动净现金流为 11.86 亿元。

2021 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 1.67 亿元、2.54 亿元和-2.41 亿元，现金收入比为 111.05%。

6. 偿债能力

公司受限资产规模大，现金类资产对短期债务保障能力较弱；公司长期偿债指标良好。考虑到公司可用授信余额充足，具备直接融资渠道，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率指标分别为 107.22%和 67.46%，较上年底均有所上升。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别进一步上升至 133.18%和 84.88%。2020 年，公司经营现金流动负债比为 6.21%。截至 2021 年 3 月底，公司剔除受限货币资金后的现金短期债务比为 0.42 倍，现金类资产对短期债务保障能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 15.85 亿元，EBITDA 利息倍数同比下降至 3.80 倍，全部债务/EBITDA 为 6.22 倍。公司 EBITDA 对长期债务的保障能力较强。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司共获得各家商业银行授信总额129.81亿元，尚未使用的额度为60.62亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司花园生物为创业板上市公司，具备直接融资渠道。

公司重大未决诉讼主要包括：①吕永富诉花园建设辽宁分公司、花园建设、东瀛房地产工程施工合同纠纷案。案值共计0.18亿元，花园建设辽宁分公司、花园建设共同给付原告建设工程款合计0.18亿元并支付逾期付款利息；东瀛房地产在欠付工程款范围内对花园建设辽宁分公司、花园建设的欠款承担给付责任；三被告承担本案诉讼费用。辽宁省沈阳市中级人民法院于2020年5月27日作出一审判决，花园建设向辽宁省高级人民法院提起上诉。②梅燕诉花园建设债权人代位权纠纷案。案值共计0.13亿元，该案原告因债权人代位权纠纷，于2020年8月将被告诉至秦皇岛经济技术开发区人民法院，请求法院判令：被告偿还借款人程生伟尚欠原告的借款本金0.13亿元及利息；被告承担本案的全部诉讼费用。现该案尚在审理中。截至报告出具日，以上诉讼仍未做出最终判决。

7. 母公司分析

公司本部资产流动性弱；经营规模较小，盈利主要来自子公司分红；本部债务负担加重，面临较大短期偿债压力。

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 76.58 亿元，其中流动资产 33.50 亿元，非流动资产 43.08 亿元，公司本部资产结构以非流动资产为主。流动资产主要由其他应收款 26.15 亿元构成；非流动资产以长期股权投资 26.44 亿元和投资性房地产 13.44 亿元为主。

截至2020年底，公司本部负债合计52.35亿元，其中流动负债40.78亿元，非流动负债11.67亿元；流动负债以短期借款（17.90亿元）、其他流动负债（9.80亿元）和其他应付款（12.34亿元）为主。截至2020年底，公司本部有息债务较上年底增长至37.70亿元，主要用于项目投资。公司本部债务负担有所加重，债务结构以短期债务为主。截至2020年底，公司本部所有者权益合计24.24亿元，较上年底变

动不大。

2020年，公司本部实现营业收入18.20亿元，投资收益2.15亿元；当期利润总额0.59亿元；经营活动现金流量净额为0.63亿元。

十一、 存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对公司未来待偿还本金峰值保障能力强。

截至本报告出具日，公司存续债券余额为19.80亿元，其中，一年内到期的债券（以行权计）合计9.80亿元。2021年3月底，公司现金类资产是公司一年内到期债券余额的0.99倍，保障能力一般。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及EBITDA对未来待偿还本金峰值的覆盖倍数分别为36.16倍、0.57倍和1.59倍。

表16 截至2021年3月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项目	2020 年
一年内到期债券余额	9.80
未来待偿债券本金峰值	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.99
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	36.16
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.57
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.59

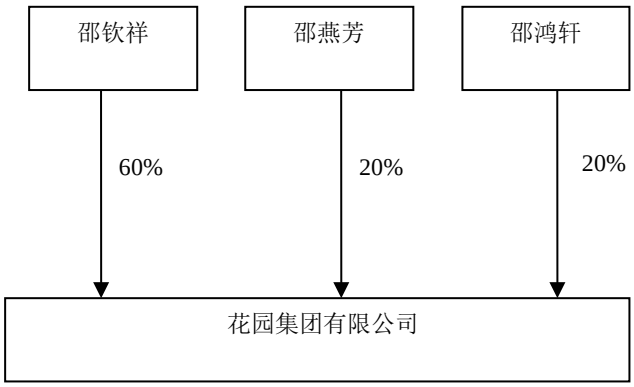
注：现金类资产已剔除受限资金；现金类资产使用最新一期（2021年3月底）财务数据，经营活动现金流入量和净流量、EBITDA使用最新一年（2020年）财务数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

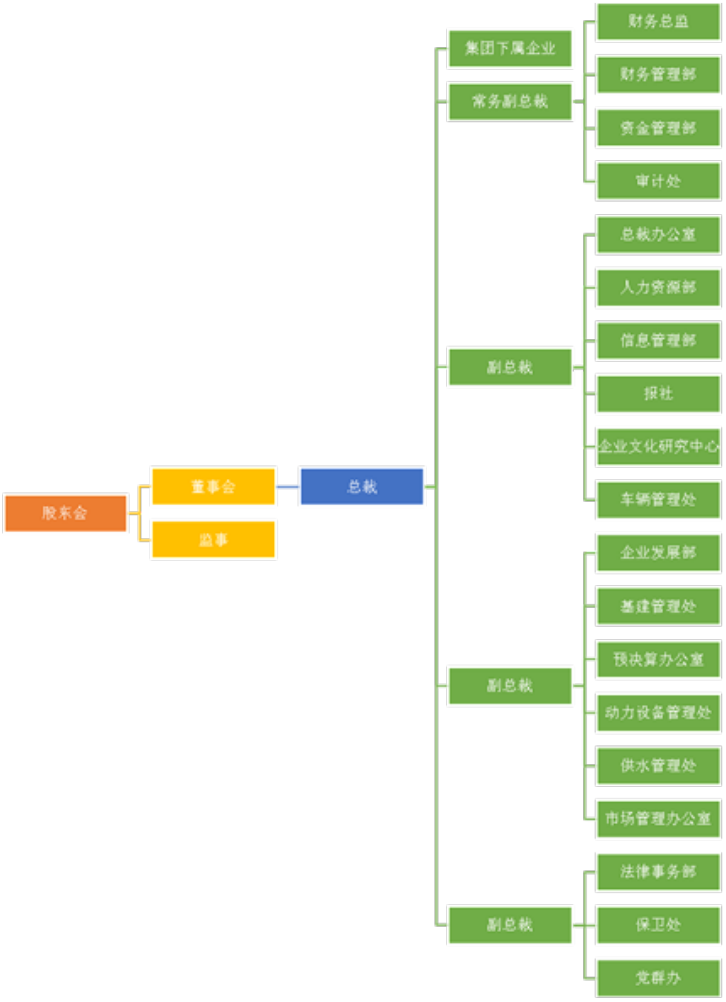
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“20花园01”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.05	21.23	27.36	29.36
资产总额(亿元)	219.08	247.34	270.69	275.04
所有者权益(亿元)	109.46	119.91	136.47	142.70
短期债务(亿元)	62.04	78.02	71.31	69.19
长期债务(亿元)	15.21	19.83	27.37	28.50
全部债务(亿元)	77.25	97.85	98.68	97.69
营业收入(亿元)	267.42	304.48	326.76	86.26
利润总额(亿元)	11.80	11.43	9.84	2.84
EBITDA(亿元)	17.06	17.06	15.85	--
经营性净现金流(亿元)	7.83	14.23	5.71	1.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.94	19.77	21.28	--
存货周转次数(次)	6.96	7.80	7.85	--
总资产周转次数(次)	1.25	1.31	1.26	--
现金收入比(%)	109.37	110.23	109.87	111.05
营业利润率(%)	7.02	6.23	5.26	5.40
总资本收益率(%)	6.78	5.43	4.67	--
净资产收益率(%)	8.25	7.27	5.35	--
长期债务资本化比率(%)	12.20	14.19	16.70	16.65
全部债务资本化比率(%)	39.76	44.93	41.96	40.64
资产负债率(%)	50.04	51.52	49.59	48.12
流动比率(%)	122.37	107.22	125.25	133.18
速动比率(%)	78.41	67.46	80.12	84.88
经营现金流动负债比(%)	9.61	15.20	6.21	--
现金短期债务比（倍）	0.33	0.27	0.38	0.42
EBITDA 利息倍数(倍)	4.96	4.81	3.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.23	5.74	6.22	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；其他流动负债和其他应付款中的有息债务已计入短期债务；长期应付款中有息债务已计入长期债务

资料来源：公司提供，公司审计报告和财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.05	2.57	1.23	5.81
资产总额(亿元)	70.10	70.97	76.58	81.86
所有者权益(亿元)	20.34	23.65	24.24	23.70
短期债务(亿元)	28.65	29.25	27.70	27.70
长期债务(亿元)	10.45	--	10.00	10.00
全部债务(亿元)	39.10	29.25	37.70	37.70
营业收入(亿元)	10.64	16.76	18.20	3.91
利润总额(亿元)	0.41	0.42	0.59	-0.53
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	7.68	11.05	0.63	4.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	1676.00	759.30	--
存货周转次数(次)	9.09	18.17	20.94	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.23	0.25	--
现金收入比(%)	118.92	101.02	112.31	144.83
营业利润率(%)	4.22	2.26	1.57	3.16
总资本收益率(%)	0.68	3.04	-	-
净资产收益率(%)	2.00	1.73	2.43	--
长期债务资本化比率(%)	33.94	55.29	29.21	29.67
全部债务资本化比率(%)	65.78	55.29	60.87	61.40
资产负债率(%)	70.98	66.68	68.35	71.04
流动比率(%)	97.32	61.19	82.35	77.81
速动比率(%)	94.04	59.22	80.37	77.81
经营现金流动负债比(%)	19.88	24.20	1.56	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.13	0.04	0.21
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计，其他流动负债中有息债务部分调至短期债务。
资料来源：公司提供，公司审计报告和财务报表，联合资信整理

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对公司因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。