信用评级公告

联合〔2022〕3156 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：

二〇二二年六月十四日

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 2022 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：2022 年 6 月 14 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	5
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
高性能铜箔项目和花园药业将成为公司未来业绩增长点				+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”）已形成生物医药、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格局。跟踪期内，公司经营业绩保持增长，其中生物医药板块经营实体浙江花园生物高科股份有限公司（以下简称“花园生物”）维生素 D_3 业务保持明显的产业链优势，部分产品市场占有率高；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，成为公司经营性利润增长点；红木家具市场租金收入稳定。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大，项目收益有待观察、短期债务占比高、受限资产规模大和未来投资需求仍较大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

未来，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，有望对公司持续稳定发展形成支撑。

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. **公司作为全球重要的维生素 D_3 生产供应商之一，产业链优势明显，跟踪期内保持了突出的竞争优势。**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，为公司带来稳定收益。**2019－2021 年，公司红木家具市场商铺出租率分别为 95.80%、95.00%和 94.00%，分别实现租金收入 2.73 亿元、2.74 亿元和 2.21 亿元。

3. **花园药业部分制剂产品中标国家集采，成为业绩增长点。**2021 年花园药业制剂产品缬沙坦氨氯地平片(I)、多索茶碱注射液、左氧氟沙星片、硫辛酸注射液以及草酸艾司西酞普兰片陆续中标第四批、第五批国家集采和广东联盟集团带量采购名单。2021 年，花园药业实现营业收入 5.00 亿元，净利润 1.63 亿元，同比均大幅增长。

分析师：刘祎烜　谭心远　闫力
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

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 2022 年 3 月底，公司在建项目主要围绕高性能铜箔及生物医药领域，计划总投资 43.57 亿元，累计已投资 36.12 亿元，未来仍需持续较大规模投资，项目收益有待观察。

2. **公司有息债务结构有待改善，短期偿债压力大。**受在建项目持续投入影响，公司存量有息债务规模大，期限以短期为主，债务结构有待改善。截至 2022 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务保障倍数为 0.38 倍；以行权口径计，一年内到期债券余额 19.80 亿元，公司短期偿债压力大。

3. **公司资产受限规模大。**截至 2022 年 3 月底，公司受限资产合计 92.07 亿元，占当期资产总额的 31.91%，受限规模大。其中，受限货币资金 10.80 亿元、受限固定资产 12.13 亿元、受限投资性房地产 65.67 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.69	34.13	25.66	29.35
资产总额(亿元)	247.34	270.69	279.50	288.54
所有者权益(亿元)	119.91	136.47	146.85	151.04
短期债务(亿元)	78.02	71.31	70.75	77.20
长期债务(亿元)	19.83	27.37	24.57	23.56
全部债务(亿元)	97.85	98.68	95.32	100.76
营业总收入(亿元)	304.48	326.76	342.71	92.63
利润总额(亿元)	11.43	9.84	13.94	3.46
EBITDA(亿元)	17.06	15.85	21.85	--
经营性净现金流(亿元)	14.23	5.71	7.15	4.72
营业利润率(%)	6.23	5.26	6.40	6.83
净资产收益率(%)	7.27	5.35	7.24	--
资产负债率(%)	51.52	49.59	47.46	47.65
全部债务资本化比率(%)	44.93	41.96	39.36	40.02
流动比率(%)	107.22	125.25	114.10	111.56
经营现金流动负债比(%)	15.20	6.21	7.65	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.48	0.36	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	4.81	3.80	4.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.74	6.22	4.36	--

公司本部（母公司）

项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	70.97	76.58	87.47	89.93
所有者权益(亿元)	23.65	24.24	32.67	32.46
全部债务(亿元)	29.25	37.70	28.11	28.60
营业总收入(亿元)	16.76	18.20	23.70	7.43
利润总额(亿元)	0.42	0.59	8.63	-0.21
资产负债率(%)	66.68	68.35	62.65	63.90
全部债务资本化比率(%)	55.30	60.87	46.25	46.84
流动比率(%)	61.20	82.35	97.73	86.07
经营现金流动负债比(%)	24.21	1.56	13.16	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；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；长期应付款中的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	2021-6-17	谭心远　刘祎烜	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
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

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受花园集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

花园集团有限公司 2022 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、企业基本情况

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 2022 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。

跟踪期内公司营业范围无重大变化。

截至 2022 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 2022 年 3 月底，公司合并范围内全资或控股子公司 46 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 2022 年 5 月 11 日，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 68.78%。

截至 2021 年底，公司（合并）资产总额为 279.50 亿元，所有者权益合计 146.85 亿元（含少数股东权益 21.09 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 342.71 亿元，利润总额 13.94 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 288.54 亿元，所有者权益合计 151.04 亿元（含少数股东权益 22.45 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 92.63 亿元，利润总额 3.46 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 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，募集资金均已按指定用途使用完毕，相关债券按时付息。

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：联合资信根据公开资料整理

截至 2022 年 3 月底，公司存续期内普通优先债券为“20 花园 01”，合计金额 10.00 亿元。“20 花园 01”附债券存续第 2 年末、第 3 年末和第 4 年末公司调整利率选择权及投资者回售选择权。“20 花园 01”由公司实际控制人邵钦祥、股东邵燕芳及邵鸿轩，自然人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[1]；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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2　2021年一季度－2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不

[1] 该部分有息负债不含应付票据。

及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世

界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

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年初受新冠疫情影响，维生素D_3在需求带动下产品价格快速回升后迅速回落，2021年以来维生素D_3价格波动较小，2022年4月底处于价格低点。

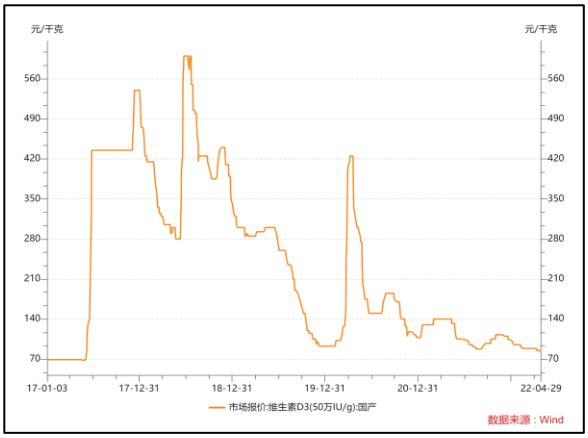
公司所处行业属于以医药化工为主的制造行业，主要子行业包括化学原料药及制剂、中药材、抗生素、生物制品、化学药品等。

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 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，2020 年初维生素 D_3 价格波动大。2020 年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 年初开始维生素 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/千克后迅速回落，2021 年以来市场价格基本保持稳定，截至 2022 年 4 月底，维生素 D_3 市场价格回落至 82.50 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

2. 贸易行业

（1）大宗商品供应链管理服务行业

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。

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，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，截至 2019

年底，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。2021 年，国际大宗商品价格呈先涨后跌走势，前 10 个月持续上涨，个别产品价格创出历史新高，10 月底开始震荡回落，总体水平比上年明显上涨。2022 年一季度，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动。中国政府重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，稳定大宗商品价格的政策接连发布，保供稳价效果已经显现。

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。

（2）国内贸易

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；受疫情影响，2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。2021 年以来，国内贸易逐步恢复常态，随着政策的进一步出台，中国贸易结构和贸易质量有望进一步优化，贸易企业将朝良性发展。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。2020 年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

2021 年以来，国内贸易逐步恢复常态。2021 年，社会消费品零售总额 440823 亿元，比上年增长 12.5%，两年平均增速为 3.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 397037 亿元，增长 12.9%。扣除价格因素，2021 年社会消费品零售总额比上年实际增长 10.7%。

2021 年 8 月，商务部等 9 部门联合印发《商贸物流高质量发展专项行动计划（2021-2025 年）》，提出要坚持创新驱动、转型升级，坚持因地制宜、有序推进，着力提升商贸物流网络化、协同化、标准化、数字化、智能化、绿色化和全球化水平。到 2025 年，初步建立畅通高效、协同共享、标准规范、智能绿色、融合开放的现代商贸物流体系，为形成强大国内市场、构建新发展格局提供有力支撑。坚持问题导向、目标导向，针对中国商贸物流领域的短板和不足，提出了优化商贸物流网络布局、建设城乡高效配送体系、促进区域商贸物流一体化、提升商贸物流标准化水平、发展商贸物流新业态新模式、加快推进冷链物流发展、培育商贸物流骨干企业等 12 项重点任务和构建良好营商环境、加大政策支持力度、完善重点企业联系制度、发挥行业组织作用、加强商贸物流行业统计等方面的保障措施。

长期来看，国家始终高度重视外贸行业和国内贸易行业发展，随着政策的进一步出台，中国贸易结构和贸易质量有望进一步优化，贸易企业将朝良性发展。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 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。

跟踪期内，公司在全国工商联发布的 2021 年中国民营企业 500 强排行榜中名列 321 位。

生物医药方面，截至 2022 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 68.78%。维生素 D_3 系列产品是花园生物的核心产品，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，花园生物维生素 D_3 约占全球供给的 40%左右。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”。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。2022 年 1 月，花园生物全资子公司浙江花园营养科技有限公司（以下简称“花园营养”）与荷兰帝斯曼签署 7-脱氢胆固醇产品的采购协议，帝斯曼每年将采购花园生物设计产能的 30%，合同期为 15 年。

医药制造方面，花园生物子公司浙江花园药业股份有限公司（以下简称“花园药业”）研发的缬沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片于 2021 年先后入选国家第四批、第五批集采及广东联盟集团带量采购名单，对公司生物医药业务收入及利润的增长形成支撑。

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国内领先的专业红木家具批发市场，在全国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”）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
花园生物	浙江省花园生物技术省级企业研究院	省级	74

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	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	23
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，2021 年，花园生物研发费用投入 0.59 亿元，占当年板块收入的 5.28%。

5. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中证码：3301000000028848），截至2022年4月22日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年5月18日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在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。

八、重大事项

花园生物收购花园药业

2021 年 10 月 28 日，花园生物发布《关于拟收购浙江花园药业有限公司 100%股权暨关联交易的公告》，拟以 10.70 亿元的交易对价收购公司及 31 位自然人股东持有的花园药业 100%股权（公司直接持有 87.23%，对应价款 9.33 亿元，截至报告出具日交易对价已到位 6.60 亿元），本次交易完成后，花园药业将成为花园生物全资子公司。本次交易于 2021 年 11 月 12 日经股东大会通过批准，11 月 18 日完成工商变更。

花园药业主营业务为化学制剂的研发生产和销售，拥有片剂、硬胶囊剂、茶剂、小容量注射剂等多种剂型的生产线，均通过了 GMP 认证，主要产品有缬沙坦氨氯地平片(I)、左氧氟沙星片、多索茶碱注射液、硫辛酸注射液、草酸艾司西酞普兰片、阿奇霉素分散片和罗红霉素胶囊等 36 个品种。产品研发方面，花园药业及其子公司共拥有发明专利 5 项，实用新型专利 10 项，外观专利 3 项，软件著作权 12 项，36 个药品批准文号。2021 年 2 月和 2021 年 6 月，花园药业四个品种中选第四批及第五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。

根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的无保留意见的《浙江花园药业有限公司审计报告》（大华审字〔2021〕0016327 号）。截至 2020 年底，花园药业资产总额 1.47 亿元，所有者权益-0.03 亿元；2020 年实现营业总收入 4471.22 万元，净利润-1170.55 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 9 月底，花园药业资产总额 3.28 亿元，所有者权益 1.10 亿元；2021 年 1－9 月实现营业总收入 3.13 亿元，净利润 1.23 亿元。

本次交易完成后，花园生物在生物医药业务的产业布局整合进一步完善。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司经营格局保持稳定，营业总收入规模持续增长，综合毛利率水平有所上升，

其中生物医药业务仍是公司主要利润来源。

跟踪期内，公司多元化经营格局保持稳定。2021 年，公司营业总收入同比增长 4.88%至 342.71 亿元。

分板块来看，新能源与新材料业务仍是公司主要收入来源，主要由贸易、铜加工和高性能铜箔销售收入组成。2021 年，新能源与新材料业务实现收入 208.26 亿元，同比变动不大，占公司营业总收入的 60.77%。受益于花园生物子公司花园药业部分药品中标国家集采，公司生物医药业务收入同比大幅增长 69.50%至 11.17 亿元。同期，红木家具产业链业务实现收入 73.57 亿元，同比增长 8.37%，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 21.47%。旅游文化与教育卫生业务和新建材与建筑业务分别实现收入 7.22 亿元和 42.49 亿元，均同比变动不大。

毛利率方面，2021 年公司综合毛利率为 6.61%，同比增长 1.17 个百分点。其中，生物医药业务仍是公司主要利润来源，当期毛利率同比上升至 68.67%；新能源与新材料板块以附加值低的贸易业务为主，2021 年毛利率为 2.79%。同期，旅游文化与教育卫生业务和新建材与建筑业务毛利率分别为 31.99%和 8.28%，均同比变动不大。

2022年1－3月，公司实现营业总收入92.63亿元，同比增长7.38%；综合毛利率为7.00%，同比下降1.44个百分点。

表 4　2019－2022 年 3 月公司营业总收入构成情况（单位：亿元）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	7.79	2.56	66.75	6.59	2.01	59.03	11.17	3.26	68.67	3.87	4.18	72.35
新能源与新材料	185.13	60.80	2.45	202.78	61.98	2.32	208.26	60.77	2.79	58.24	62.87	2.15
红木家具产业链	63.60	20.89	5.69	67.89	20.87	5.13	73.57	21.47	4.53	20.04	21.63	4.19
旅游文化与教育卫生	6.21	2.04	35.91	6.52	1.99	32.06	7.22	2.11	31.99	2.01	2.17	43.78
新建材与建筑	41.75	13.71	9.65	42.98	13.14	8.40	42.49	12.40	8.28	8.47	9.14	8.38
合计	**304.48**	**100.00**	**6.44**	**326.76**	**100.00**	**5.44**	**342.71**	**100.00**	**6.61**	**92.63**	**100.00**	**7.00**

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。花园药业部分产品中标国家药品集中采购，成为公司生物医药业务收入增长点。

公司生物医药板块由花园生物和花园药业经营。

（1）维生素 D_3 系列产品

花园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、脲、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。截至 2021 年底，花园生物资产总额为 35.25 亿元，所有者权益 22.79 亿元；2021 年，花园生物实现营业总收入 11.17 亿元，利润总额 5.85 亿元。截至 2022 年 3 月底，花园生物资产总额 38.76 亿元，所有者权益 24.30 亿元；2022 年一季度花园生物实现营业总收入 3.87 亿元，利润总额 1.77 亿元。

原材料采购

跟踪期内，花园生物原材料采购方面未发生重大变化。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 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 2022 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 750 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。2021 年产销量分别为 4688.54 吨和 4575.46 吨，销量同比变动不大，受产品去库存影响，产量同比下降 10.82%。

2021 年花园生物维生素 D_3 及 D_3 类似物收入合计 4.16 亿元，同比增长 5.78%，毛利率为 68.00%，同比下降 4.10 个百分点，仍保持高水平。2021 年，羊毛脂及其衍生品实现收入 1.92 亿元，同比减少 8.79%。

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	2019 年		2020 年		2021 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	5.24	80.66	3.94	72.10	4.16	68.00
羊毛脂及其衍生品	1.87	39.59	2.11	39.73	1.92	44.11
药品	--	--	--	--	4.99	79.14
其他业务	0.07	57.54	0.10	34.04	0.10	--
合计	**7.18**	**69.71**	**6.15**	**60.36**	**11.17**	**68.67**

资料来源：公司提供

销售方面，跟踪期内，花园生物维生素 D_3 系列产品仍主要采取直销为主、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；2021 年，花园生物维生素 D_3 产品出口占维生素 D_3 销售收入的比重为 72.18%。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。2021 年，花园生物前五名客户销售额共计 3.42 亿元，占总额的 30.60%，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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
国内	17482.02	24.34	20361.44	27.96	17175.54	27.82

国外	54356.43	75.66	41128.00	72.04	44572.87	72.18
合计	**71838.45**	**100.00**	**61489.44**	**100.00**	**61748.41**	**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。截至 2021 年底，花园药业资产总额 4.47 亿元，所有者权益 1.50 亿元；2021 年实现营业总收入 5.00 亿元，净利润 1.63 亿元。

花园药业主要产品包括缬沙坦氨氯地平片(I)、多索茶碱注射液、左氧氟沙星片、硫辛酸注射液以及草酸艾司西酞普兰片。缬沙坦氨氯地平片(I)，用于治疗原发性高血压。该品种是全球一线降压药物之一，长效平稳降压，临床认可度高，是唯一入选国家基本药物目录的复方降压制剂，2021 年 2 月中选 2021 年第四批国家集采；多索茶碱注射液用于治疗支气管哮喘、慢性喘息性支气管炎及其他支气管痉挛引起的呼吸困难，2021 年 1 月通过一致性评价，当年 2 月中选 2021 年第四批国家集采；左氧氟沙星片属于喹诺酮类药物中的一种，具有广谱抗菌作用，是全身抗感染类药物，2021 年 2 月中选 2021 年第四批国家集采；硫辛酸注射液用于治疗糖尿病周围神经病变引起的感觉异常，2021 年 5 月通过一致性评价，当年 6 月中选 2021 年第五批国家集采；草酸艾司西酞普兰片属于抗抑郁症用药，用于治疗抑郁障碍、伴有或不伴有广场恐怖症的惊恐障碍，2021 年 11 月中选广东联盟集团带量采购名单。

表 7　花园药业主要产品 2021 年生产销售情况

（单位：万片/万支、万元）

产品	项目	2021 年
缬沙坦氨氯地平片(I)	产能	30000.00
	产量	13684.95
	销量	12492.62
	销售额	30628.49
多索茶碱注射液	产能	3000.00
	产量	843.48
	销量	699.19
	销售额	10660.80
左氧氟沙星片	产能	10000.00
	产量	1538.85
	销量	1236.67
	销售额	3070.93
硫辛酸注射液	产能	1500.00
	产量	187.47
	销量	118.30
	销售额	2494.45
草酸艾司西酞普兰片	产能	30000.00
	产量	95.31
	销量	--
	销售额	--

资料来源：公司提供

花园药业收入主要来自缬沙坦氨氯地平片(I)和多索茶碱注射液，2021 年分别实现收入 3.06 亿元和 1.07 亿元，产销率保持较高水平，但主要产品产能利用率低，主要系花园药业 2021 年陆续中标国家集采，产能未充分释放。

截至 2022 年 3 月底，花园药业新产品研发项目 11 个。其中，在国家药品监督管理局审评的新产品 3 个，主要包括氨氯地平阿托伐他汀钙片、奥美拉唑碳酸氢钠胶囊和 HYHP01（抗厌氧菌感染药物）；在研产品 9 个，包括干眼综合治疗仪、HYHP02（消化系统药物）等。

3. 新能源与新材料

跟踪期内，铜加工业务产销量同比保持稳定，产能利用率水平较高，但贸易业务规模占比大一定程度拉低了该板块毛利率水平。此外，高性能铜箔一期项目建成投产，主要产品处于爬坡阶段，联合资信将持续关注高性能铜箔项目收益实现情况。

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”）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，主要业务包括贸易、铜加工和锂电铜箔新材料业务。

（1）花园铜业

截至 2021 年底，花园铜业资产总额 30.41

亿元，所有者权益 14.14 亿元；2021 年实现营业总收入 113.66 亿元，利润总额 2.41 亿元。截至 2022 年 3 月底，花园铜业资产总额 33.88 亿元，所有者权益 14.45 亿元；2022 年 1－3 月实现营业总收入 29.72 亿元，利润总额 0.39 亿元。

花园铜业业务主要由铜加工业务及铜贸易业务构成，2021 年，花园铜业销售收入同比增长 7.57%至 113.66 亿元；其中贸易商品（主要为电解铜）收入 42.75 亿元，同比减少 6.80%。

表 8　2019-2021 年及 2022 年 1-3 月花园铜业收入构成情况

（单位：亿元）

产品	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
铜排	3.85	4.35	5.50	1.63
铜棒	4.43	5.07	5.57	1.59
铜板	4.22	4.22	5.69	1.63
铜带	1.58	1.64	2.69	0.64
铜锭	20.96	22.99	6.67	0.00
贸易商品	47.77	45.87	42.75	11.86
宽幅板	3.43	4.11	13.46	2.60
宽幅带	13.95	17.28	31.22	9.77
其他	0.25	0.14	0.11	0.00
合计	**100.45**	**105.66**	**113.66**	**29.72**

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，花园铜业拥有年产 11.80 万吨的铜加工生产能力，产品类型包括铜锭、铜棒、宽幅带等。2021 年，花园铜业合计生产铜产品 11.39 万吨，同比变动不大。其中，宽幅板和宽幅带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 96.52%，保持较高水平。2022 年一季度，花园铜业铜加工产品产销量同比变动不大。

花园铜业生产原材料以电解铜为主，2021 年花园铜业共采购电解铜及废铜 17.80 万吨，同比下降 19.23%，主要系当年同价上升，公司控制采购规模所致。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。2021 年，花园铜业电解铜采购价格为 65659 元/吨，同比增长 33.68%，主要系大宗商品电解铜价格上涨所致。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，2021 年前五大原材料供应商采购合计 34.08 亿元，占比 29.99%，集中度较低且同比显著下降。

表 9　2021 年花园铜业前五大供应商情况

（单位：亿元）

供应商名称	金额	占比（%）
上海天元国际贸易集团有限公司	10.09	8.88
广东正威科城供应链有限公司	7.54	6.63
南昌市市政公用项目投资建设有限公司	5.88	5.18
厦门东茂祥和供应链有限公司	5.69	5.00
均和（厦门）控股有限公司	4.88	4.29
合计	**34.08**	**29.99**

资料来源：公司提供

表 10　公司主要铜加工产品的产能和产销量情况（单位：吨/年、吨）

主要产品	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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	50000	47194	51000	50000	12000	11661	--	--
铜排	8500	8493	9350	9343	9500	9136	2500	2498
铜板	9000	8977	9000	8820	9500	9128	2500	2450
铜棒	10000	9782	11000	10780	9500	9177	2500	2450
铜带	3500	3304	3500	3374	4500	4343	1000	964
宽幅板	7200	7132	8640	8309	22000	21230	4000	3846.59
宽幅带	30000	29078	36000	35080	51000	49215	15000	14616.67
合计	**118200**	**113960**	**128490**	**125705**	**118000**	**113889**	**27500**	**26825**

资料来源：公司提供

花园铜加工业务销售渠道较为通畅，下游客户中约30%为经销商，2021年，前五大客户销售合计43.81亿元，占比为21.04%，集中度较低。

（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 24 亿元，项目用地面积 8.86 万平方米，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 2022 年 3 月底，花园新能源已完成 1.5 万吨产能（五千吨锂电铜箔和一万吨电子电路铜箔）的设备安装并投产运行。预计至 2022 年底，花园新能源产能将达到 3 万吨。

锂电铜箔方面，主要产品以6-10μm铜箔为主。花园新能源客户群体以 3C 用电池为主，投放产能 0.4 万吨/年，产能利用率 79.40%，批量供应的客户 6 家。2020 年，公司完成认证 IATF16949 资格，主要客户包括中创新航科技股份有限公司、合肥国轩高科动力能源有限公司、多氟多新能源科技有限公司等。锂电铜箔 2021 年及 2022 年一季度分别实现收入 2.67 亿元和 0.93 亿元。

电子电路铜箔方面，主要产品以 12-35μmHTE 铜箔为主，投放产能 0.9 万吨/年，产能利用率 89.50%，批量供应的客户 5 家，主要包括广东生益科技股份有限公司、联茂（东莞）电子科技有限公司、浙江华正新材料股份有限公司等。电子电路铜箔 2021 年及 2022 年一季度分别实现收入 6.97 亿元和 1.78 亿元。

截至 2021 年底，花园新能源资产总额 21.67 亿元，所有者权益 7.48 亿元；2021 年实现营业总收入 11.69 亿元，利润总额 0.57 亿元。截至 2022 年 3 月底，花园新能源资产总额 22.17 亿元，所有者权益 7.67 亿元；2022 年 1－3 月实现营业总收入 3.27 亿元，利润总额 0.17 亿元。

2022 年 5 月，花园新能源引进平阳启园股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区浩蓝金戈投资管理中心（有限合伙）、民生证券投资有限公司等战略投资者，已到位投资款 0.75 亿元。

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贸易。

（1） 贸易业务

公司贸易业务采取自营与代理业务（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。2021 年，花园进出口资产总额 16.59 亿元，所有者权益 7.18 亿元；实现营业总收入 55.26 亿元，实现利润总额 0.84 亿元；2022 年 1－3 月，资产总额 17.57 亿元，所有者权益 7.37 亿元，实现收入 15.25 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、木材等商品为主；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。2021 年，公司进口合计金额 8.31 亿元，同比变动不大。

表 11 公司进口业务主要产品收入构成情况

（单位：亿元）

进口商品	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
偏光片及扩散片	0.21	0.32	2.14	0.19
化工产品	0.47	--	--	--
木材	5.83	5.86	5.93	1.47
金属矿产	1.72	0.42	0.24	0.03
塑胶地板	0.03	--	--	--
合计	**8.26**	**6.60**	**8.31**	**1.69**

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。2021 年，公司内贸收入为 46.95 亿元，同比变动不大。贸易品种仍以木材和金属矿产为主，各贸易品类贸易额同比变动不大。2022 年 1－3 月，公司内贸业务规模基本保持稳定，内贸业务收入 13.56 亿元。

表 12　公司主要内贸业务收入构成情况

（单位：亿元）

内贸商品	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
木材	26.12	26.39	27.28	5.56
化工产品	0.83	4.50	4.70	1.85
金属矿产	15.38	14.59	14.72	6.14
其他	--	0.26	0.25	--
合计	**42.33**	**45.74**	**46.95**	**13.56**

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，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。2021 年，花园红木实现租金收入 2.21 亿元，同比有所下滑，主要系受疫情影响公司对租金进行一定减免所致。

截至 2021 年底，花园红木拥有市场经营面积 34.98 万平方米、商铺 1816 个、入驻红木品牌经营户 2300 余户，商铺出租率 94.00%。2021 年，花园红木实现营业总收入 2.45 亿元，实现利润总额 1.12 亿元；2022 年 1－3 月，实现营业收入 0.63 亿元，利润总额 0.38 亿元。

表 13　截至 2021 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		
				2020 年	2021 年	2022 年（预计）
红木家具展示中心一期项目	2010/12/23	43920.08	164	4662.21	4181.10	4129.26
红木家具展示中心二期项目	2012/10/5	86746.96	358	8019.21	7007.53	7111.85
红木家具市场展示中心扩建工程建设项目（三期）	2013/1/21	45572.25	251	3377.89	2924.93	2763.66
精品馆项目（四期）	2013/9/30	11471.98	56	1034.00	813.85	802.45
红木家具城三期项目（五期）	2014/11/16	118746.58	609	8392.27	6500.63	7133.87
家居用品市场（六期）	2019/11/16	43360.84	378	971.20	633.04	582.07
合计	--	**349818.69**	**1816**	**26456.78**	**22061.08**	**22523.16**

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 2021 年底，花园建设资产总额 30.14 亿元，所有者权益 19.62 亿元；2021 年实现营业总收入 40.07 亿元，利润总额 2.04 亿元。截至 2022 年 3 月底，资产总额 30.48 亿元，所有者权益 19.88 亿元；2022 年 1－3 月实现营业总收入 7.48 亿元，利润总额 0.35 亿元。

2021 年，花园建承建了安综合保税区（二期）、三五零七厂生活区棚户区改造项目、彰泰红项目 B 区、园中华府二期、花园集团（金华）生物科技园项目等共计 146 个项目工程，合同金额共计 221.79 亿元。花园建设业务集中在浙江金华和华北地区，项目数量分别为 47 个和 29 个，2021 年确认收入规模分别为 7.96 亿元和 10.28 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。2021 年，花园建设前十大收入结转项目合计实现收入 13.91 亿元，占花园建设收入的 34.71%。

表 14　2021 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
西安综合保税区（一期）大宗农产品交易基地项目	20485.89	1434.01
花园集团（金华）生物医药科技产业园一期项目	18666.56	1305.21
柳树屯棚户区改造工程	16783.03	1174.81
彰泰红项目（恒大苹果园三期）	16008.81	1120.62
中环名邸项目	13367.61	935.73
西安综合保税区（二期）大宗农产品交易基地项目	12899.10	902.94
花园中华府二期工程	11712.19	819.85
宜春市物流商贸中心工程	9767.90	683.75
花园村新并入九村合并项目	9747.94	722.36
山东枣庄市中区棚改安置区.美星花园项目二期	9671.65	677.02
合计	**139110.67**	**9776.29**

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，花园建设在手项目合计 144 个，在手合同额 212.19 亿元；2022 年新获订单一个，合同金额 12 亿元，项目储备较为充足。

截至 2022 年 3 月底，公司建筑板块涉及未决诉讼 13 笔，其中花园建设作为被告涉诉 3 起，标的金额 1.34 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。

2021 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分别为 19.55 次、7.08 次和 1.25 次，均同比有所下降。

7. 项目建设与未来发展

截至 2022 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 2022 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花园生物产能扩增及配套项目，总投资额合计 43.57 亿元，截至 2022 年 3 月底，主要项目已完成投资 36.12 亿元，未来还需投入 7.45 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 540 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。

表 15　截至 2022 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		2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
一期年产 2 万吨高性能铜箔项目	花园新能源	240000.00	120000.00	120000.00	185591.00	45681.00	8728.00	--
年产 180 吨 7-去氢胆固醇项目	花园生物	14650.98	6650.98	8000.00	14650.98	0.00	--	--
年产 750 吨饲料级 VD3 油剂项目		11102.32	2752.32	8350.00	11102.32	0.00	--	--
花园生物研发中心项目		25077.50	1397.50	23680.00	23682.61	1394.89	--	--
年产 1200 吨羊毛脂胆固醇及 8000 吨精制羊毛脂项目		73781.62	20401.62	53380.00	69581.62	0.00	--	--
年产 3600 吨饲料级 VD3 粉及 540 吨食品级 VD3 粉项目		11000.00	4060.00	6940.00	9014.63	1985.37	--	--
年产 18 吨胆钙化醇项目		4800.00	4410.00	390.00	4691.67	108.33	--	--
年产 15.6 吨 25-羟基维生素 D3 结晶项目		4898.08	208.08	4690.00	3543.03	1355.05	--	--
年产 40.5 吨正固醇项目		12671.55	1751.55	10920.00	11042.85	1628.70	--	--
年产 26 吨 25-羟基维生素 D3 原项目		10291.74	2611.74	7680.00	9491.74	0.00	--	--
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	0.00	17043.54	4856.46	--	--
年产 1200 吨 25-羟基维生素 D3 粉项目		5506.43	5506.43	0.00	1753.50	3752.93	--	--
合计	--	**435680.22**	**191650.22**	**244030.00**	**361189.49**	**60762.73**	**8728.00**	**--**

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 2021 年度财务报告，中审众环会计师事务所（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 2022 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2021 年底，公司合并范围子公司合计 46 家，较上年底减少 2 家；截至 2022 年 3 月底，公司合并财务报表范围较 2021 年底无变化。整体看，公司合并范围的变

动对财务数据可比性影响较小。

截至 2021 年底，公司（合并）资产总额为 279.50 亿元，所有者权益合计 146.85 亿元（含少数股东权益 21.09 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 342.71 亿元，利润总额 13.94 亿元。

截至2022年3月底，公司（合并）资产总额为288.54亿元，所有者权益合计151.04亿元（含少数股东权益22.45亿元）；2022年1－3月，公司实现营业总收入92.63亿元，利润总额3.46亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，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高，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2021年底，公司合并资产总额279.50亿元，较上年底增长3.25%。其中，流动资产占38.15%，非流动资产占61.85%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 16　2019－2021 年及 2022 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**100.34**	**40.57**	**115.24**	**42.57**	**106.64**	**38.15**	**110.92**	**38.44**
货币资金	30.31	30.21	33.78	29.31	25.22	23.65	29.05	26.19
应收账款	14.40	14.35	15.92	13.82	18.69	17.53	18.25	16.46
存货	37.21	37.08	41.52	36.03	48.93	45.88	49.30	44.45
非流动资产	**147.00**	**59.43**	**155.45**	**57.43**	**172.86**	**61.85**	**177.62**	**61.56**
投资性房地产	77.14	52.47	77.28	49.71	76.88	44.48	76.94	43.32
固定资产	38.03	25.87	46.52	29.92	52.46	30.35	55.48	31.23
在建工程	21.03	14.31	20.54	13.22	20.08	11.62	21.34	12.01
资产总额	**247.34**	**100.00**	**270.69**	**100.00**	**279.50**	**100.00**	**288.54**	**100.00**

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，公司流动资产106.64亿元，较上年底下降7.46%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 25.22 亿元，较上年底减少 25.32%。公司货币资金主要由银行存款构成（占 70.06%），受限类货币资金合计 7.55 亿元，主要为票据保证金。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值为 18.69 亿元，较上年底增长 17.38%。公司累计计提坏账准备 0.53 亿元，计提比例为 2.76%。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 19.22 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 83.68%，1 至 2 年的占 8.91%，总体账龄较短。截至 2021 年底，公司应收账款前五名合计欠款 5.99 亿元，占应收账款总额的 31.17%，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一般。

截至 2021 年底，公司预付款项规模较上年底减少 24.53%至 7.41 亿元，其中一年以内的预付款项占总额的 96.09%，预付款项账期短。

截至 2021 年底，公司存货账面价值 48.93 亿元，较上年底增长 17.84%。公司存货主要包括库存商品 21.89 亿元和合同履约成本 13.43 亿元。公司共计提存货跌价准备 22.96 万元，全部为库存商品。

截至 2021 年底，公司其他流动资产合计 1.40 亿元，较上年底大幅减少 85.17%，主要系公司赎回理财产品所致。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产合计61.85亿元，较上年底增长 7.70%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 44.48%）、固定资产（占 30.35%）和在建工程（占 11.62%）构成。

截至 2021 年底，公司投资性房地产 76.88 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。公司累计折旧及摊销 638.21 万元，未计提减值准备。

截至 2021 年底，公司固定资产账面价值为 52.46 亿元，较上年底增长 12.77%，主要来自新购置生产设备 5.85 亿元所致；累计折旧 12.16 亿元，计提减值准备 38.75 万元。截至 2021 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（32.02 亿元）、运输设备（0.66 亿元）、生产设备（17.53 亿元）和电子设备及其他（2.25 亿元）组成。

截至 2021 年底，公司在建工程账面价值 20.08 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、花园生物研发中心项目等，2021 年转入固定资产合计 7.99 亿元，累计资本化利息 1.32 亿元。

截至 2021 年底，公司无形资产账面价值合计 12.53 亿元，较上年底大幅增长 102.71%，主要系当年公司新增福山文化景区开发经营权 3.00 亿元和天香湾森林旅游项目开发经营权 2.00 亿元所致。公司无形资产累计摊销 1.04 亿元，计提减值准备 0.11 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额为 288.54 亿元，资产结构及科目较上年底变动均不大。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产合计 92.07 亿元，占当期资产总额的 31.91%，受限规模大。其中，受限货币资金 10.80 亿元、受限存货 1.36 亿元、受限固定资产 12.13 亿元、受限无形资产 2.11 亿元、受限投资性房地产 65.67 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性房地产评估增值，权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 146.85 亿元（含少数股东权益为 21.09 亿元），较上年底增长 7.61%，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）、资本公积（12.33 亿元）、其他综合收益（21.66 亿元）和未分配利润（79.92 亿元）为主。截至 2021 年底，公司资本公积合计 12.33 亿元，较上年底增长 89.46%，主要系花园生物收购花园药业增加资本公积 3.79 亿元及祥云科技处置部分花园生物股权增加资本公积 2.12 亿元所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 151.04 亿元（含少数股东权益为 22.45 亿元），较上年底增长 6.45%，公司所有者权益结构整体变动不大。

（2）负债

跟踪期内，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，债务结构有待改善，间接融资以资产抵质押方式为主。

截至 2021 年底，公司负债合计 132.65 亿元，较上年底减少 1.18%。其中，流动负债占 70.46%，公司负债以流动负债为主。

截至 2021 年底，公司流动负债合计 93.46 亿元，较上年底变动不大，以短期借款（占 41.53%）、应付票据（占 17.69%）、应付账款（占 14.01）和其他流动负债（占 11.40%）为主。

截至 2021 年底，公司短期借款为 38.82 亿元，较上年底减少 18.12%，构成上由质押借款（5.88 亿元）、抵押借款（15.69 亿元）、保证借款（11.91 亿元）和信用借款（5.29 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 2021 年底，公司应付账款 13.10 亿元，较上年底变动不大，主要由应付材料款（6.71 亿元）和应付设备款（6.20 亿元）构成。同期，公司应付票据较上年底增长 33.08%至 16.54 亿元，以银行承兑汇票为主（16.14 亿元）。

截至 2021 年底，公司其他流动负债 10.65 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“21 花园 SCP001”和“21 花园 SCP002”。

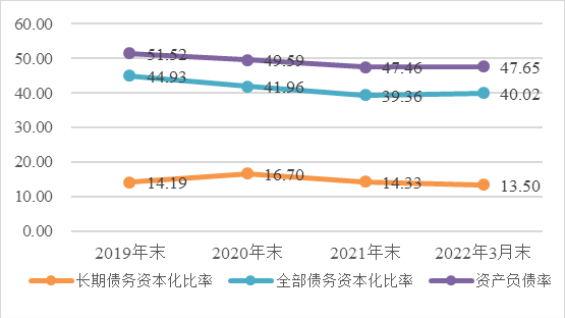
截至 2021 年底，公司非流动负债 39.19 亿元，较上年底减少 7.19%。构成上以长期借款（占 22.25%）和应付债券（占 25.52%）为主。

截至 2021 年底，公司长期借款 8.72 亿元，较上年底减少 37.93%，以抵押借款为主。截至 2021 年底，公司应付债券为 10 亿元的“20 花园 01”。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额为 37.50 亿元，负债结构及科目较上年底变动均不大。

截至 2021 年底，公司全部债务为 95.32 亿元，较上年底减少 3.40%，包括短期债务 70.53 亿元（占 74.22%）与长期债务 24.57 亿元（25.78%），债务结构仍以短期为主。从债务指标看，截至 2021 年底，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较上年底下降 2.13 个百分点、2.60 个百分点和 2.37 个百分点至 47.46%、39.36%和 14.33%。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务合计 100.76 亿元，较 2021 年底增长 5.70%，债务结构仍以短期债务为主（占 7.66%）。截至 2022 年 3 月底，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 47.65%、40.02%和 13.50%。

图 2　2019－2022 年 3 月末公司偿债指标情况



注：图中指标为百分比

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

表 17　截至 2022 年 3 月底公司银行借款及债券融资到期分布情况及债务类别（单位：亿元）

有息债务类别	到期时间						合计
	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上	
直接融资（以行权计）	19.80	--	--	--	--	--	19.80
信用借款	1.60	--	--	--	--	--	1.60
保证借款	11.42	1.22	0.39	0.18	0.20	--	13.40
抵押借款	27.36	3.94	2.28	1.21	1.08	0.62	36.48
质押借款	5.87	--	--	--	--	--	5.87

注：尾差系债务统计口径有差异

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入持续增长，主营业务盈利能力有所增强，非经常性损益对利润形成一定补充，但持续性不强，公司整体盈利能力较强。

2021 年，公司实现营业总收入 342.71 亿元，同比增长 4.88%。同期，公司营业成本 320.07 亿元，同比增长 4.88%，增速与营业总收入一致。2021 年，公司营业利润率上升至 6.40%。

2021 年，公司期间费用为 11.10 亿元，同比增长 30.15%，期间费用率为 3.24%，同比增长 0.63 个百分点，公司期间费用控制能力尚可。公司 2021 年期间费用增长主要来自销售费用，同比增长 127.75%至 2.38 亿元，主要系花园药业转变营销模式，委托推广销售公司增加服务费 1.69 亿元所致。同期，公司财务费用为 3.71 亿元，同比增长 8.80%。

2021 年，公司实现投资收益 2.48 亿元，同比大幅增长，主要来自子公司祥云科技处置其持有的 5%花园生物股权产生的 2.15 亿元投资收益（回笼资金 3.60 亿元），对公司利润形成一定补充。同期，其他收益 0.80 亿元，主要为各类政府补贴奖励。

2021 年，公司实现利润总额 13.94 亿元，同比大幅增长 43.77%，增长主要来自花园药业制剂产品销售及投资收益。盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别同比上升 1.43 个百分点和 1.90 个百分点至 6.09%和 7.24%。

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 92.63 亿元，同比增长 7.38%。同期，公司营业利润率同比上升至 6.83%，实现利润总额 3.46 亿元，同比增长 21.63%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流有所上升，经营获现能力保持稳定；资本支出规模仍较大，考虑到在建项目尚需一定投资，公司存在较大对外融资需求。

从经营活动看，2021 年，公司经营活动现金流入量同比增长 15.45%至 417.49 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 415.30 亿元，同比增长 15.76%；收到其他与经营活动有关的现金为 1.48 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 410.35 亿元，同比增长 15.30%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 391.90 亿元，同比增长 14.12%；支付其他与经营活动有关的现金下降至 6.89 亿元，主要包括付现销售费用（1.01 亿元）、付现管理费用及研发费用（1.62 亿元）和往来款（4.26 亿元）。2021 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 7.15 亿元，同比增长 25.07%。从收入实现质量来看，2021 年公司现金收入比为 121.18%，同比有所上升，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入量同比增长 70.66%至 22.49 亿元。其中，收回投资收到的现金同比增长 54.32%至 18.58 亿元，主要为公司及花园生物赎回理财产品。同期，公司投资活动现金流出量为 23.82 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 12.07 亿元，同比增长 21.62%，公司仍维持较大规模的资本支出。2021 年，公司投资活动产生的现金净流出 1.33 亿元。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入规模同比减少 39.25%至 53.21 亿元，其中，取得借款收到的现金同比减少至 53.17 亿元。2021 年，公司筹资活动净现金流为-15.15 亿元。

2022 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 4.72 亿元、-5.44 亿元和 1.29 亿元，现金收入比为 111.91%。

6. 偿债指标

公司受限资产规模大，现金类资产对短期债务保障能力弱，长期偿债指标较好。

表 18 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	107.22	125.25	114.10
	速动比率（%）	67.46	80.12	61.75
	经营现金/流动负债（%）	15.20	6.21	7.65
	经营现金/短期债务（倍）	0.18	0.08	0.10
	现金类资产/短期债务（倍）	0.39	0.48	0.36
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	17.06	15.85	21.85
	全部债务/EBITDA（倍）	5.74	6.22	4.36
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.06	0.07
	EBITDA/利息支出（倍）	4.81	3.80	4.73
	经营现金/利息支出（倍）	4.01	1.37	1.55

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率指标分别为 114.10%和 61.75%，较上年底均有所下降。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 111.56%和 61.97%。2021 年，公司经营现金流动负债比为 7.65%。截至 2022 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.38 倍，现金类资产对短期债务保障能力弱。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 21.85 亿元，同比增长 37.82%，EBITDA 利息倍数同比上升至 4.73 倍，全部债

务/EBITDA 为 4.36 倍。公司 EBITDA 对长期债务的保障能力较强。

截至 2022 年 3 月底，公司无对外担保。

截至2022年3月底，公司共获得各家商业银行授信总额137.50亿元，尚未使用的额度为59.71亿元。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胡友安诉花园建设建设工程施工合同纠纷案，案值992.36万元，审理机构为青海省高级人民法院，截至报告出具日处于再审阶段；②宁夏源城房地产开发有限公司诉花园建设建设工程施工合同纠纷案，案值870.29万元，审理机构宁夏回族自治区石嘴山市中级人民法院，截至报告出具日处于二审阶段；③中国十五冶金建设集团有限公司诉花园集团、花园建设和花园新能源建设工程施工合同纠纷案，案值1.15亿元，审理机构为浙江省金华市中级人民法院，截至报告出具日处于一审阶段。

7. 母公司分析

公司本部资产规模逐年增长，盈利主要来自子公司分红；本部债务规模有所下降，但负担仍较重。

截至 2021 年底，本部资产总额为 87.47 亿元，其中流动资产 41.95 亿元，非流动资产 45.51 亿元，公司本部资产结构较为均衡。流动资产主要由其他应收款 36.74 亿元构成，主要为对东阳市花园大世界酒店有限公司、东阳市花园教育产业投资管理有限公司及浙江花园农业发展有限公司等子公司的拆借款；非流动资产以长期股权投资 24.53 亿元和投资性房地产 14.25 亿元为主。

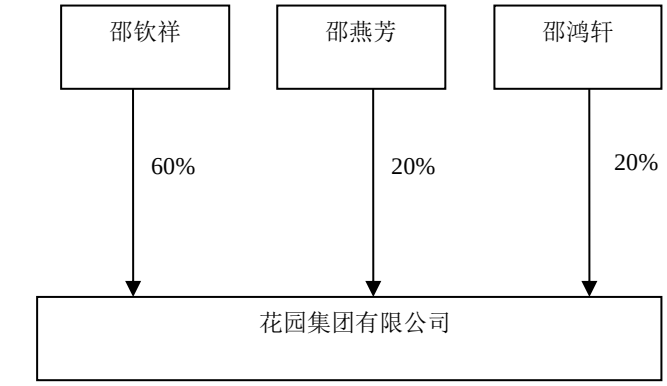
截至2021年底，本部负债合计54.80亿元，其中流动负债42.93亿元，非流动负债11.87亿元；流动负债以短期借款（7.31亿元）、其他流动负债（10.43亿元）和其他应付款（22.74亿元）为主。截至2021年底，公司本部有息债务较上年底下降至28.11亿元，债务结构以短期债务为主。截至2021年底，本部所有者权益合计32.67亿元，较上年底增长34.78%，主要来自未分配利润增长。

2021年，公司本部实现营业总收入23.70亿元，投资收益9.66亿元；当期利润总额8.63亿元；经营活动现金流量净额为5.65亿元。

十一、结论

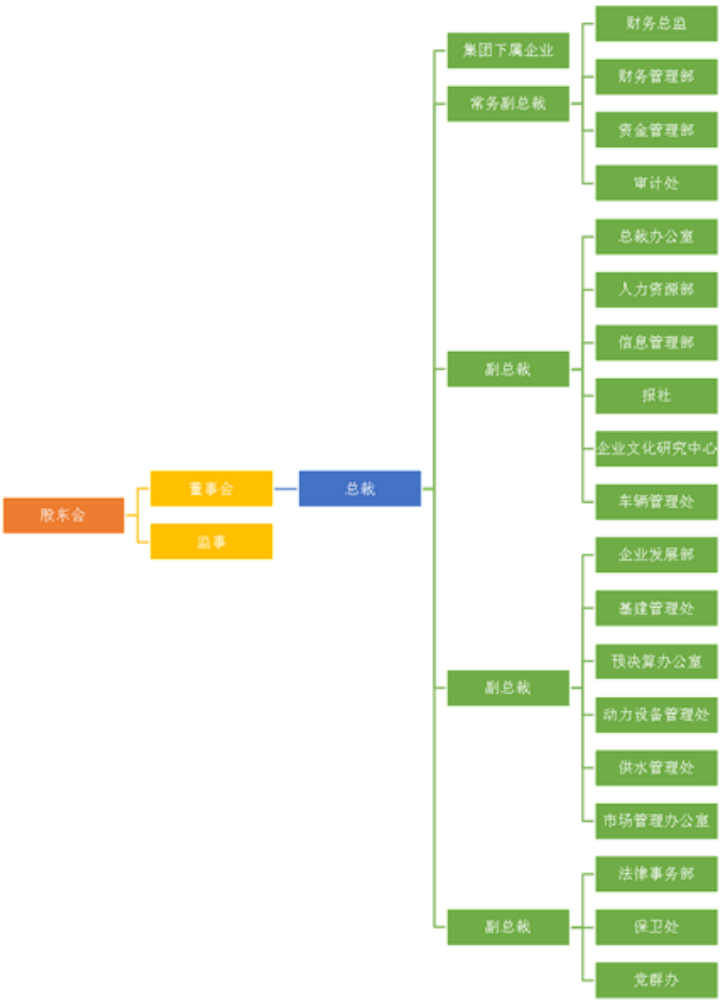
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“20花园01”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 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 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.69	34.13	25.66	29.35
资产总额(亿元)	247.34	270.69	279.50	288.54
所有者权益(亿元)	119.91	136.47	146.85	151.04
短期债务(亿元)	78.02	71.31	70.75	77.20
长期债务(亿元)	19.83	27.37	24.57	23.56
全部债务(亿元)	97.85	98.68	95.32	100.76
营业总收入(亿元)	304.48	326.76	342.71	92.63
利润总额(亿元)	11.43	9.84	13.94	3.46
EBITDA(亿元)	17.06	15.85	21.85	--
经营性净现金流(亿元)	14.23	5.71	7.15	4.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.77	21.28	19.55	--
存货周转次数(次)	7.80	7.85	7.08	--
总资产周转次数(次)	1.31	1.26	1.25	--
现金收入比(%)	110.23	109.87	121.18	111.91
营业利润率(%)	6.23	5.26	6.40	6.83
总资本收益率(%)	5.43	4.67	6.09	--
净资产收益率(%)	7.27	5.35	7.24	--
长期债务资本化比率(%)	14.19	16.70	14.33	13.50
全部债务资本化比率(%)	44.93	41.96	39.36	40.02
资产负债率(%)	51.52	49.59	47.46	47.65
流动比率(%)	107.22	125.25	114.10	111.56
速动比率(%)	67.46	80.12	61.75	61.97
经营现金流动负债比(%)	15.20	6.21	7.65	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.48	0.36	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	4.81	3.80	4.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.74	6.22	4.36	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.57	1.23	2.18	3.20
资产总额(亿元)	70.97	76.58	87.47	89.93
所有者权益(亿元)	23.65	24.24	32.67	32.46
短期债务(亿元)	29.25	27.70	18.11	18.60
长期债务(亿元)	0.00	10.00	10.00	10.00
全部债务(亿元)	29.25	37.70	28.11	28.60
营业总收入(亿元)	16.76	18.20	23.70	7.43
利润总额(亿元)	0.42	0.59	8.63	-0.21
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	11.05	0.63	5.65	5.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3,352.80	759.30	331.80	--
存货周转次数(次)	15.05	20.94	13.30	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.25	0.29	--
现金收入比(%)	100.45	112.31	111.67	119.27
营业利润率(%)	2.30	1.57	2.97	3.15
总资本收益率(%)	0.77	0.95	13.87	--
净资产收益率(%)	1.72	2.43	25.80	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	29.21	23.44	23.55
全部债务资本化比率(%)	55.30	60.87	46.25	46.84
资产负债率(%)	66.68	68.35	62.65	63.90
流动比率(%)	61.20	82.35	97.73	86.07
速动比率(%)	59.22	80.37	91.55	80.64
经营现金流动负债比(%)	24.21	1.56	13.16	--
现金短期债务比（倍）	0.09	0.04	0.12	0.17
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2022 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持