

信用等级公告

联合〔2020〕2437号

花园集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对花园集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

花园集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”
花园集团有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年八月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

花园集团有限公司

2020 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

债券期限：5 年，附第 2 年末、附第 3 年末、附第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：邵钦祥、邵燕芳、邵剑芳

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2020 年 8 月 5 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	209.39	219.08	247.34	251.96
所有者权益（亿元）	100.50	109.46	119.91	121.81
长期债务（亿元）	27.72	15.15	19.79	19.44
全部债务（亿元）	78.35	77.19	98.81	99.36
营业收入（亿元）	234.59	267.42	304.48	56.90
净利润（亿元）	7.62	9.03	8.72	1.74
EBITDA（亿元）	14.98	17.06	17.06	--
经营性净现金流（亿元）	4.20	7.83	14.23	1.19
营业利润率（%）	7.28	7.02	6.23	6.96
净资产收益率（%）	8.26	8.60	7.61	--
资产负债率（%）	52.01	50.04	51.52	51.66
全部债务资本化比率（%）	43.81	41.36	45.18	44.92
流动比率（倍）	1.47	1.22	1.07	1.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.22	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.44	4.96	4.74	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.50	1.71	1.71	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债和其他应付款中有息债务部分已调至短期债务核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）的评级反映了公司作为多元化经营的企业集团，已形成集生物医药、建筑、铜加工和市场商贸等多元发展格局，维生素 D3 业务全产业链优势突出，红木家具市场行业集群优势明显，出租率高且现金流稳定。近年来，公司收入规模持续增长，经营活动现金流持续净流入且净流入规模不断扩大。同时，联合评级也关注到公司维生素 D3 产品价格波动较大、铜贸易业务存在一定市场风险和操作风险、资产质量一般、在建项目尚需投资规模较大以及债务负担较重且短期偿债压力较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目建成投产并释放产能，公司整体竞争实力有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由公司实际控制人邵钦祥先生、公司股东邵燕芳女士以及公司股东邵剑芳女士提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其所提供的担保体现了邵钦祥先生、邵燕芳女士以及邵剑芳女士对公司未来发展的信心，对本期债券信用水平有一定积极影响。

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

优势

1. 业务结构多元，经营规模持续扩大。近年来公司已形成了集生物医药、建筑、铜加工和市场商贸等多元化经营格局，资产与收入规模持续增长，经营活动现金流持续净流入且净流入规模不断扩大。

2. 维生素 D3 系列产品市场竞争优势明显。公司作为行业领先的维生素 D3 生产供应商，生

产工艺及业务体量均处于行业领先水平；同时，公司进行产业链的纵向延伸，形成全产业链业务布局，利润空间大幅拓宽。

3. 红木家具市场可贡献稳定的利润及现金流。公司花园红木家具市场为中国最大的红木家具展示批发市场，商铺出租率高，为公司贡献了稳定的利润及现金流。

关注

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

2. 铜加工业务上下游集中度较高，铜贸易业务存在一定市场风险和操作风险。公司铜加工板块上下游集中度较高，若上下游客户的生产经营发生较大幅度的变动，将会对公司生产经营产生不利影响。铜贸易业务方面，公司根据经营需要开展一定的套期保值业务，但大宗商品套利业务受金属价格波动较大影响，存在一定市场风险和操作风险。

3. 在建项目尚需投资规模较大且存在一定资金支出压力。公司多个业务板块均有在建项目，投资规模较大。截至 2020 年 3 月底，公司在建项目尚需投资 15.79 亿元，公司未来仍面临一定的资金支出压力。

4. 资产质量一般，债务负担较重且短期偿债压力较大。公司应收账款与存货规模较大，对资金占用明显，库存商品存在一定跌价风险，资产受限比例高；整体债务负担较重，债务结构以短期债务为主，面临较大的短期偿债压力。

分析师

王进取 登记编号（R0040218020003）

杨 野 登记编号（R0040219090001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

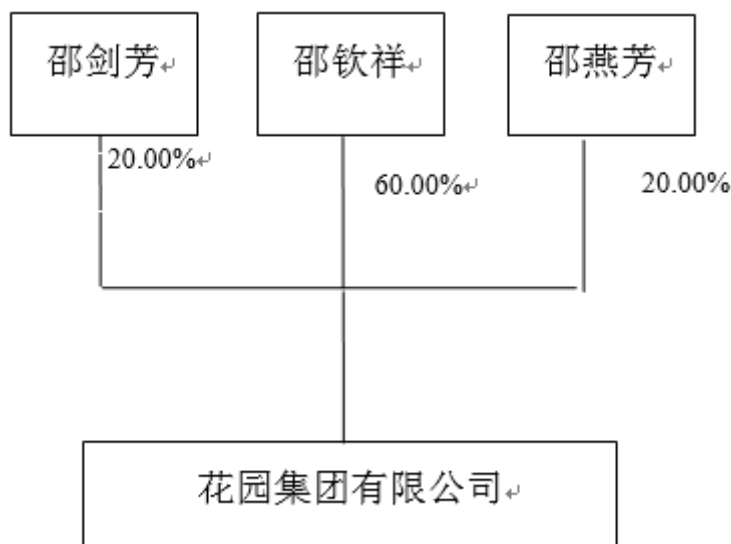
分析师：



一、主体概况

花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）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，于 1995 年 1 月 16 日在杭州市登记注册，原名浙江花园工贸集团有限公司（后于 1997 年更名为花园工贸集团有限公司，以下简称“花园工贸”），注册资本为 5,970.80 万元。经过多次股权转让及增资，2003 年公司股东变更为邵钦祥、邵燕芳（邵钦祥之女）、邵燕青（邵钦祥之女）。2012 年 5 月 14 日，公司名称变更为现名。2014 年 4 月 10 日，公司原股东邵燕青将所持有的 20% 股权转让给邵剑芳（邵钦祥之女）。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 100,000.00 万元，公司股东为邵钦祥（持股 60%）、邵燕芳（持股 20%）和邵剑芳（持股 20%）三位自然人，其中邵钦祥为公司实际控制人。截至 2020 年 3 月底，公司股东对所持公司股份无质押情况。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：许可项目包括药品生产；饲料添加剂生产；食品添加剂生产；第二类医疗器械生产；医疗服务；旅游业务；住宿服务；餐饮服务；自来水生产与供应；货物进出口；技术进出口；房地产开发经营；各类工程建设活动(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，具体经营项目以审批结果为准)。一般项目包括金属材料制造；化工产品生产（不含许可类化工产品）；轻质建筑材料制造；纸制品制造；电子专用材料制造；通用设备制造（不含特种设备制造）；建筑砌块制造；木材加工；水泥制品制造；食用农产品初加工；集贸市场管理服务；教育咨询服务（不含教育培训活动）；规划设计管理；园区管理服务；会议及展览服务；养老服务；供应链管理服务；互联网数据服务；生物化工产品技术研发；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；文艺创作；化工产品销售（不含许可类化工产品）；饲料添加剂销售；食品添加剂销售；林业产品销售；家具销售；日用百货销售；农副产品销售；服装服饰批发；金属制品销售；金属材料销售；金属矿石销售；建筑材料销售；电气设备销售；建筑装饰材料销售；电子专用材料销售；电子产品销售；纸制品销售；包装材料及制品销售；园艺产品种植；水果种植；蔬菜种植（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设财务管理部、资金管理部、审计处、总裁办公室、人力资源部、信息管理部等职能部门（详见附件 1）；纳入合并范围子公司合计 46 家，拥有在职员工 5,632 人。

公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司于 2014 年 10 月 9 日在深圳证券交易所创业板挂牌上市（股票简称：花园生物，股票代码“300401.SZ”）。截至 2020 年 3 月底，公司全资子公司浙江祥云科技股份有限公司（以下简称“祥云科技”）持有花园生物股份 1.72 亿股，持股比例 35.87%，其中，已质押 1.28 亿股，占其所持股份的 74.64%，质押比例较高。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 247.34 亿元，负债合计 127.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）119.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益 105.39 亿元。2019 年，公司实现营业收入 304.48 亿元，净利润（含少数股东损益）8.72 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.33 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 251.96 亿元，负债合计 130.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）121.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益 106.84 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 56.90 亿元，净利润（含少数股东损益）1.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.19 亿元，现金及现金等价物净增加额 -2.87 亿元。

公司注册地址：浙江省东阳市南马镇花园村花园；法定代表人：邵钦祥。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“花园集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 10.00 亿元（含），债券期限为 5 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权、附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权、附第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券的发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》及相关法律法规规定的合格投资者。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券为固定利率债券，票面利率由公司的主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定。

本期债券由公司实际控制人邵钦祥先生、公司股东邵燕芳女士以及公司股东邵剑芳女士提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务。

三、行业分析

1. 行业概况

（1）进出口贸易

近年来，受世界经济增长乏力，需求不振等不利因素影响，我国外贸进出口总值虽保持增长，但增速明显放缓。

近年来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明

显放缓。2017年以来，世界经济温和复苏，国内经济稳中向好，推动了我国全年外贸进出口持续增长。2017年，中国进出口总值27.79万亿元人民币，同比增长14.20%，其中，出口15.33万亿元人民币，同比增长10.77%；进口12.46万亿元，同比增长18.74%；贸易顺差2.87万亿元，收窄14.20%。进入2018年，虽受贸易战、需求放缓等不利因素影响，但我国贸易行业仍总体保持平稳，稳中有进。2018年，中国进出口总值30.50万亿元，同比增长9.70%。其中，出口16.42万亿元人民币，同比增长7.10%；进口14.09万亿元，同比增长12.90%；贸易顺差收窄18.30%。2019年，我国外贸行业发展呈现了总体平稳、稳中提质的态势，但增速明显放缓，全年进出口贸易总值为31.54万亿元，同比增长3.40%。其中我国贸易出口总值为17.23万亿元，增长5.00%；进口总值为14.31万亿元，同比增长1.60%；贸易顺差2.92万亿元，较上年扩大25.40%。

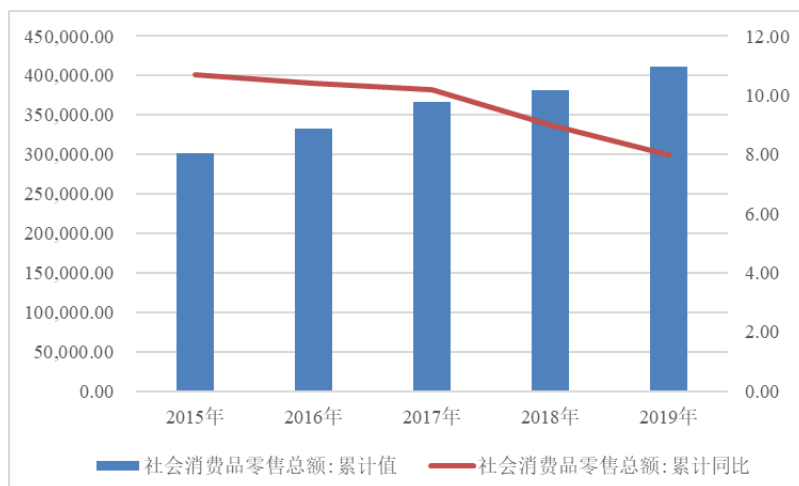
近年来，中国采取了一系列措施，如保持出口退税、减税降费、优化口岸营商环境和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展。但值得注意的是，受国际环境剧烈变化、需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境仍不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，受中国经济增速放缓影响，国内贸易增速也不断下降，势必导致国内贸易行业竞争更加激烈，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。

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速有所回落。根据国家统计局数据，2019年，社会消费品零售总额411,649亿元，较上年增长8.00%。其中，除汽车以外的消费品零售额372,260亿元，增长9.00%。

图2 2015—2019年社会消费品零售总额及增长率情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

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。

2. 行业竞争

(1) 国际贸易竞争优势不断弱化

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

(2) 国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

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

3. 行业政策

我国出台多项政策促进进口，并支持外贸，同时大力扶持自由贸易，建立自由贸易试验区。

(1) 支持外贸、促进进口、调整结构政策不断升级

2017年1月，商务部发布《对外贸易发展“十三五”规划》，明确了“十三五”时期我国外贸发展的总体思路、目标任务和保障措施。强调在完善外贸政策体系的同时，更加注重发挥产业和双向投资对外贸的促进作用，优化国内营商环境和国际发展环境，依靠创新驱动发展。

2018年7月，商务部等部门又出台了《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展意见的通知》，要求在稳定出口的同时进一步扩大进口，促进对外贸易平衡发展，推动经济高质量发展，维护自由贸易。

2019年，国务院出台了一系列政策和措施加大对贸易的扶持力度，并且在战略性布局上做出了一定的调整。一是通过降低制度性成本、减免关税、出口退税等方式，增加贸易便利化和自由化程度，稳定进出口增速。二是通过立法保护外商在中国境内的合法权益、降低外商投资准入门槛、扩大自贸区范围、举办国际进口博览会等，表明对外开放的坚定态度，稳定国际投资者预期。

(2) 大力扶持自由贸易，建立自由贸易试验区

中国对于具有全局性影响的自由贸易协定进行大力扶持。中国已与东盟、新西兰等6个国家和地区签订了自贸协定，与澳大利亚等6个国家和地区的自贸协定也在商洽之中，具有战略意义的自贸协定以及配合战术层面的关税、产业政策将进一步拓展贸易空间，降低关税壁垒，推进外贸行业的发展。2013年9月29日，中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌成立；2015年4月21日，中国（厦门）自由贸易试验区挂牌成立。根据《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》（国发〔2013〕38号）要求，自贸区按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式，把扩大开放与体制改革相结合，形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度框架。2018年4月13日，国家决定支持海南全岛建设自由贸易试验区，支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。2019年8月，国务院公布中国将新设山东、江苏、广西、河北、云南、黑龙江等6个自贸区。国家设立新一批自贸试验区，目的是要通过在更大范围、更广领域、更多层次差别化探索，开展对比试验、互补试验，激发高质量发展的内生动力，更好服

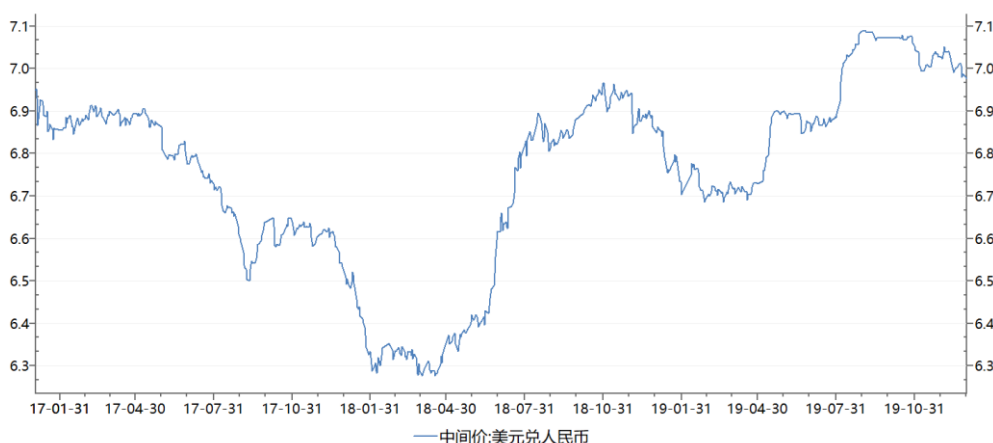
务于对外开放总体战略布局。

4. 行业关注

(1) 人民币汇率风险不断加大

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1.0%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 3 2017—2019 年美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind

2013 年以来人民币兑美元加速升值，人民币对美元汇率中间价年内累计升幅将近 3%。尽管 2014 年以来，人民币出现短期贬值，但其波动幅度不大。但自 2015 年 8 月以来，随着世界经济的动荡，人民币贬值幅度巨大。2018 年以后，美元兑人民币大幅走高。

在全球大宗商品贸易方面，以往在国际上对于大宗商品的报价都采用美元，而目前中国是全球最大的大宗商品需求国，这就造成了在中国参与大宗商品贸易时，美元直接阻碍了中国参与全球大宗商品贸易的便捷性和效率的提高，更阻碍了我国在该领域的话语权和定价权。自 2015 年 11 月，人民币正式加入 IMF 特别提款权（SDR¹）货币篮子，人民币开始走向国际化，人民币作为结算货币得到广泛应用，有利于降低国内企业汇率风险，提升了人民币对大宗商品的定价能力。

未来，随着美联储逐步退出量化宽松政策，全球经济面临着新的风险，国际债券市场和外汇市场将面临冲击。在美联储停止 QE、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、热钱涌入、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性将更加明显，外贸经营企业将继续面临汇率波动风险，但随着人民币加入 SDR 货币篮子，有利于减少国内企业的汇率风险。

(2) “一带一路”战略实施对我国商品贸易的影响

2015 年 3 月 28 日，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。“一带一路”战略实施后，亚欧交通网络所覆盖的范围会更广，交通便利化的目标能够得以实现，进而可以提高物流速度，大幅度降低物流成本，有利于沿线国家商品贸易往来。同时，“一带一路”战略的实施，能直接拉动我国劳务及施工机械的输出，

¹ SDR：特别提款权，是国际货币基金组织根据成员国认缴的份额分配的，可用于偿还国际货币基金组织债务、弥补会员国政府之间国际收支逆差的一种账面资产。

并带动基础设施建设相关商品材料的出口，大工业出口规模将进一步扩大。此外，亚洲基础设施投资银行的设立为“一带一路”战略的实施提供了资本互通的渠道，会极大影响中国对外贸易资本项目格局，加速人民币国际化进程。

2019年，我国在面临外部压力加大的背景下，外贸市场仍取得了积极且富有成效的进展，在与传统贸易伙伴保持良好增长速度的同时，“一带一路”倡议也稳步推进，2019年，中国与“一带一路”沿线国家进出口总值是9.27万亿元，增长了10.80%，高出外贸整体增速7.40个百分点，占进出口总值将近30.00%，占进出口总值的比重较2018年提升了2个百分点。2014年到2019年，中国与“一带一路”沿线国家贸易累计超44万亿元，中国已经成为沿线25个国家最大的贸易伙伴。

（3）中美贸易争端对我国商品贸易的影响

中美贸易争端指在国际贸易中，中国与美国之间在进行贸易往来的过程中，在贸易平衡上所产生的影响。受中美贸易战持续进行的影响，我国主要贸易伙伴位次发生变化，东盟替代美国成为我国第二大贸易伙伴。2019年，第一大贸易伙伴仍然是欧盟，对欧盟进出口4.86万亿元，同比增长8.00%，占进出口总额的15.41%；对东盟进出口4.43万亿元，同比增长14.10%，占进出口总额的14.05%；对美国进出口3.73万亿元，同比下降10.70%，占进出口总额的11.83%。第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口2.17万亿元，同比增长0.40%，占进出口总额的6.88%。此外，我国对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，同比增长10.80%，高出整体增速7.4个百分点。

（4）新冠肺炎疫情疫情影响

根据世贸组织发布的最新商品贸易指数，随着新冠肺炎疫情在全球范围内的不断蔓延，2020年第一季度全球商品贸易出现下降，全球商品贸易受到较大冲击。预计后疫情时代，全球有可能面临大萧条以来最严重的经济衰退，我国外贸行业面对的外部环境中不稳定、不确定因素显著增多。

5. 行业发展

未来，贸易企业将由中间商向综合服务商转型，服务链的延伸将成为行业发展趋势。

中国正积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。国务院办公厅公布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，落实工作取得积极成效，商务部、海关总署、人民银行等众多部门出台专项对外贸易政策，同时广东、江苏等25省、自治区、直辖市先后出台配套措施。这些政策使贸易便利化水平得以提升，不合理税费得到进一步清理，企业对外贸易成本下降，新型贸易业态发展加速。

随着贸易行业竞争日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势。在新的竞争格局下，资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具优势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

作为多元化企业集团，公司在部分细分行业及区域市场具备一定的竞争优势；同时，多种业态业务格局有利于分散经营风险。

公司为多元化企业集团，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，主营业务包括生物医药、建筑、铜业和市场商贸等四大板块。

医药方面，维生素 D3 系列产品是公司的核心产品，从上游原材料 NF 级胆固醇、精制羊毛脂到下游应用公司已完成全产业链布局，维生素 D3 生产工艺、NF 级胆固醇生产工艺、25-羟基维生素 D3 生产工艺均处于国内或国际领先水平，并拥有自主知识产权。公司维生素 D3 生产销售规模位居行业领先水平，并于 2007 年参与制定了维生素 D3 油的行业标准，目前正在推动和参与食品添加剂维生素 D3 标准制订工作。

建筑施工方面，公司拥有房屋建筑施工总承包一级资质和市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包三级资质；通过了 ISO9001:2000 质量管理体系、ISO14001:2004 环境管理体系、GB/T28001 职工健康安全管理体系认证；公司目前正在申请国家建筑工程施工总承包特级资质，并积极拓展装配式建筑领域。

铜加工方面，公司子公司浙江花园铜业有限公司（以下简称“花园铜业”）曾获“中国铜板带行业十强企业”“浙江省名牌产品”“金华市著名商标”称号。花园铜业年近年投产的“年产 10 万吨高精度宽幅铜板带生产线项目”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”以及“浙江省重大工业化项目”。

市场商贸方面，公司所拥有的红木家具市场是目前我国最大的专业展示批发市场。公司拥有花园红木家具市场一期至五期市场群，在全国乃至全球确立了红木家具专业批发市场和红木产业集聚地的地位。截至 2020 年 3 月底，公司拥有红木家具市场经营面积 34.98 万平方米，商铺 1,816 个，入驻红木品牌经营户 2,300 余户，商铺出租率 95%以上。

2. 人员素质

公司管理人员团队稳定且具有丰富的从业经验，在职员工年龄、学历结构合理，能够满足公司日常生产经营管理要求。

截至 2020 年 3 月底，公司有董事 3 人，高级管理人员 6 人。公司核心管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验。

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

截至 2020 年 3 月底，公司职工总数 5,632 人，从学历构成上看，硕士及以上学历占 2.14%，本科学历占 44.83%，大专及大专以下学历占 53.02%；从年龄结构看，35 岁以下占 43.24%，35~45 岁占 46.52%，45 岁以上占 10.25%；从专业结构看，生产人员占 49.72%，技术人员占 14.24%，销售人员占 14.63%，行政人员占 8.01%，财务人员占 8.40%，其他人员占 5.01%

五、公司管理

1. 治理结构

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

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

公司设股东会，由全体股东组成，是公司最高权力机构。股东会享有的职权主要包括：决定公

司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事的报酬；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设董事会，对股东会负责。公司董事会由 3 名董事组成，设董事长 1 人；董事由股东会选举产生，无职工代表董事。公司董事会行使决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职能。

公司不设监事会，设监事 1 名，由非职工代表担任，经股东会选举产生，监事对股东会负责，行使检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，总裁对董事会负责。

2. 管理制度

公司建立了较为完善的内部控制及管理制度，能够满足公司日常经营需求。

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

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

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

采购管理方面，公司为规范采购管理工作，明确供应链管理体系与采购管理流程，规定供货和采购原辅材料、设备的履行过程中，一律采用统一印制的合同文本及送货单。对 3 万以上的机器设备、大宗零部件采购及安装，应由招（投）标领导小组统一安排通过招（投）标采购，原则上应向生产厂家、批发公司进货。在未验收合格之前，不得付清全部货款，暂欠款不得低于货款总额的 20.00%。

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

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

六、经营分析

1. 经营概况

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，主营业务较突出，但综合毛利率水平一般，逐年小幅下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入和净利润规模均有所下降。

公司主营业务包括生物医药、建筑、铜业和市场商贸等四大板块，其他业务范围涵盖新材料生产、生态农业、学校及休闲旅游等。2017—2019年，公司主营业务收入占营业收入比重均在99%以上，公司主营业务十分突出。2017—2019年，受益于铜业和市场商贸板块业务规模扩大，公司收入规模逐年增长，年均复合增长13.93%；2019年，公司实现营业收入304.48亿元，同比增长13.86%。2017—2019年，公司分别实现净利润7.62亿元、9.03亿元和8.72亿元，波动增长；2019年，公司净利润同比减少3.37%，主要系综合毛利率下降、投资收益同比减少以及期间费用上升共同影响所致。

表 1 2017—2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生物医药	5.41	2.31	50.65	7.30	2.73	63.97	7.79	2.56	66.75
建筑	48.53	20.69	9.56	45.85	17.15	8.57	38.19	12.54	9.11
铜业	67.23	28.66	3.48	77.68	29.05	3.68	100.45	32.99	3.32
市场商贸	97.03	41.36	4.48	122.71	45.89	3.43	143.70	47.20	2.87
其他	16.39	6.98	21.78	13.88	5.19	26.73	14.34	4.71	24.13
合计	234.59	100.00	7.52	267.42	100.00	7.25	304.48	100.00	6.44

资料来源：公司提供

收入构成方面，2017—2019 年，公司生物医药板块收入规模逐年增长，年均复合增长 20.00%；2019 年，受益于销售规模扩大，公司生物医药业务实现收入 7.79 亿元，同比增长 6.71%，占营业收入比重为 2.56%，较上年变动不大。2017—2019 年，为把控应收账款回笼风险，公司对项目建造进度进行节奏控制，建筑业务收入逐年减少，年均复合减少 11.29%；2019 年，公司建筑业务实现收入 38.19 亿元，同比减少 16.71%，占营业收入比重小幅下降至 12.54%。2017—2019 年，公司铜业板块收入规模持续增长，年均复合增长 22.23%，主要系宽幅铜板带项目产能逐步释放以及铜贸易业务规模扩大等综合影响所致；2019 年，公司铜业板块实现收入 100.45 亿元，同比增长 29.31%，占营业收入比重上升至 32.99%。公司市场商贸板块以贸易业务为主，2017—2019 年，随着贸易规模扩大，公司市场商贸业务收入逐年增长，年均复合增长 21.70%；2019 年，公司市场商贸业务实现收入 143.70 亿元，同比增长 17.11%，占营业收入比重小幅上升至 47.20%。公司其他业务规模不大，对收入贡献有限。

毛利率方面，2017—2019 年，受中小企业产能出清、环保压力向供给端传导等因素影响，公司生物医药业务毛利率逐年上升，2019 年提高至 66.75%；建筑和铜业板块毛利率相对稳定，2019 年分别为 9.11%和 3.32%，较上年变动不大，公司铜加工业务利润空间有限，同时铜业板块中包含较大规模的铜贸易业务，公司铜业板块毛利率持续处于低位。2017—2019 年，公司市场商贸业务毛利率逐年下降，主要系宏观经济低迷、贸易行业景气度下降所致，2019 年下降至 2.87%。受以上因素综合影响，2017—2019 年，公司综合毛利率逐年小幅下降，分别为 7.52%、7.25%和 6.44%。

2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入 56.90 亿元，较上年同期减少 22.35%；实现净利润 1.74 亿元，较上年同期减少 37.04%。

2. 生物医药板块

2017—2019 年，花园生物收入规模逐年增长；随着产业链向上游的延伸，利润空间得以拓宽，成本控制能力大幅增强。维生素 D3 系列产品销售价格大幅波动，对产品销售影响较大；同时，需关注供应商和客户集中度较高、汇率波动以及中美贸易摩擦对其业务经营的影响。

公司生物医药板块主要由子公司花园生物和花园药业股份有限公司（以下简称“花园药业”）运营，以花园生物为主。花园生物主营业务为维生素 D3 上下游系列产品的研发、生产和销售，主要产品包括：饲料级维生素 D3、食品医药级维生素 D3 和 25-羟基维生素 D3²。此外，花园生物各生产环节的中间产品销售对公司生物医药板块形成一定补充，包括 NF 级胆固醇、7-去氢胆固醇、腺、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。

2017—2019 年，花园生物收入规模逐年增长，年均复合增长 30.80%。2019 年，受益于产品销量增长，花园生物实现收入 7.18 亿元，同比增长 8.81%，其中，维生素 D3 及 D3 类似物收入占比 72.90%，羊毛脂及其衍生品收入占比 26.06%。

（1）原材料采购

花园生物生产所需基础原材料主要为羊毛脂、NF 级胆固醇及化工辅助材料等，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，均由花园生物招标采购。

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。随着花园生物羊毛脂综合利用项目投产，花园生物 NF 级胆固醇可自行生产，利润空间大幅提高，对原材料价格敏感度有所减弱。截至 2020 年 3 月底，花园生物年产 NF 级胆固醇 200 吨，其中，100 吨自用。

2017—2019 年，花园生物羊毛脂的采购金额分别为 10,324.95 万元、14,156.68 万元和 13,623.01 万元，波动增长；采购均价较为稳定，2019 年为 18.72 元/公斤，同比下降 0.64%。采购集中度方面，2017—2019 年，花园生物前五大供应商采购占比例呈波动上升态势，分别为 46.01%、39.90%和 52.34%，集中度较高。结算方面，羊毛脂由供应商先行供货，30~60 天后统一以现款结算。

（2）生产和销售

花园生物目前在浙江东阳市、杭州市各有一个生产基地。截至 2020 年 3 月底，花园生物已形成年产 NF 级胆固醇 200 吨、饲料级 25-羟基维生素粉 100 吨、饲料级维生素 D3 粉剂 2,000 吨以及食品级维生素 D3 粉 480 吨的产能规模。

产品销售方面，花园生物维生素 D3 系列产品采取以直销为主、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。

2017—2019 年，花园生物维生素 D3 及 D3 类似物的产、销量均波动较大，维生素 D3 销售价格与销售量呈一定的反向关系，价格高时，下游客户采购意愿不强，导致销量较少。2018 年，维生素 D3 及 D3 类似物销售均价大幅上涨，受此影响，花园生物维生素 D3 系列产品销量同比减少 37.88%；同时，由于 2019 年底下沙生物工厂预计搬迁，为保障未来搬迁期间维生素 D3 正常销售，花园生物加大了库存储备导致当年产量同比增长 22.51%。2019 年，受维生素 D3 价格回落以及公司部分去库存影响，花园生物维生素 D3 及 D3 类似物产量同比减少 27.29%，销量同比增长 143.60%。受以上因素综合影响，2017—2019 年，花园生物维生素 D3 及 D3 类似物的产销率波动很大，分别为 109.57%、55.56%和 186.14%。

表2 2017—2019年花园生物维生素D3及D3类似物的产销情况（单位：吨、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
产量	1,583.10	1,939.42	1,410.19
销量	1,734.56	1,077.55	2,624.87
产销率	109.57	55.56	186.14

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

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

花园生物产品大部分用于出口，2019 年国外销售收入占比为 75.66%，较上年变动不大，销售区域以欧美等地区为主，主要采用美元作为结算货币，业务经营在一定程度上受到人民币汇率波动以及地缘政治的影响。

表3 2017-2019年花园生物维生素D3系列产品国内外销售情况（单位：亿元、%）

地区	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内销售	1.18	28.20	1.58	24.39	1.75	24.34
国外销售	3.01	71.80	5.02	75.61	5.44	75.66
总计	4.19	100.00	6.60	100.00	7.18	100.00

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2017-2019 年，花园生物向前五大客户的销售额占比分别为 55.41%、59.77% 和 55.41%，销售集中度较高。

3. 建筑板块

公司建筑板块资质较为齐全，在手合同金额较大，为后续收入实现提供一定支撑；但花园建设关联交易规模较大。

公司建筑板块经营主体主要为子公司浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”）。花园建设拥有房屋建筑施工总承包一级资质，市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包三级资质。公司建筑施工业务以房屋建筑工程（主要为商品房工程）、公用建筑工程和工业建筑工程为主。

2017-2019年，花园建设收入规模逐年减少，年均复合减少3.97%。2019年，花园建设实现收入46.47亿元，同比减少6.01%，主要系花园建设为把控应收账款回笼风险，控制项目建造进度所致。其中，商品房工程占42.23%，公用建筑工程占11.14%，工业建筑工程占40.03%。2019年，花园建设前十大项目收入合计23.60亿元，其中，收入贡献前五大项目均为关联方项目。

表4 2019 年花园建设前十大项目收入明细（单位：万元）

项目名称	收入
花园村九村合并	43,374.58
花园雷迪森大世界	40,632.91
花园家居用品市场项目（红木六期）	25,522.68
年产 5 万吨高性能铜箔建设项目工程（一期）	24,981.58
花园生物（金西）科技园一期项目	23,446.74
彰泰红项目 B 区	18,035.45
中铁鹰鹏金华工业城	17,711.93
帝景国际	14,249.48
彰泰红项目（恒大苹果园四期）	14,185.83
花园宁波保税区通信设备生产基地项目	13,821.39
合计	235,962.57

资料来源：公司提供

花园建设项目主要通过公开投标方式以及市场化竞争获得，项目覆盖全国大部分区域，建筑类型涵盖住宅、酒店、商业中心、工业厂房等多种形式。花园建设在项目中标签约之后，绝大多数组

织成立项目经理部，具体负责项目运营管理，少数项目采用和其他企业组成联合体的形式进行工程承包，目前，花园建设经营主要以施工总承包为主。

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

截至 2020 年 3 月底，公司已签订尚未完工的施工合同项目共计 152 个，合同造价 234.78 亿元，总建筑面积 1,264.28 万平方米，其中，未结算总造价 123.58 亿元；主要工程项目包括：中铁鹰鹏金华工业城、玉泉湾小区工程、柳树屯棚户区改造工程、中环名邸工程以及郑州姚家七里岗社区安置房工程项目。

4. 铜业板块

2017—2019 年，公司铜加工业务运营稳中向好，整体产能以及产品产销量持续上升；公司铜加工业务供应商和客户集中度均较高，盈利能力较弱；铜贸易业务规模增长较快，公司开展套期保值业务以规避其价格波动风险。

公司铜业板块主要运营主体为花园铜业，主要从事铜加工和铜贸易业务，其中，铜加工产品包括铜锭、铜板、铜带、铜排、铜棒、宽幅板和宽幅带等，以铜锭、宽幅板和宽幅带为主。

2017—2019 年，随着产品销量增长以及铜贸易规模扩大，花园铜业收入规模不断增长，年均复合增长 22.21%。2019 年，花园铜业实现收入 100.45 亿元，同比增长 22.67%。其中，铜加工业务实现收入 52.68 亿元，同比增长 11.29%，毛利率为 5.07%；铜贸易业务实现收入 47.77 亿元，同比增长 35.22%，毛利率为 1.37%。

（1）铜加工业务

材料采购方面，公司主要原材料为电解铜和废铜，均以国内采购为主，原材料成本占总成本比重约为 90%左右。电解铜主要通过上海、宁波等地贸易商进行采购，具体为：公司与贸易商签订采购合同，约定发货时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进行点价，最终按点价时的沪铜期货价加现货升贴水与贸易商为最终价格，以此控制采购价格风险；废铜方面，采购多数从浙江台州、宁波、永康就近回收，其采购价格一般参照佛山灵通废铜当日收购价，货物到达厂区经检验合格后半个月之内以现款方式向供货商结算。

2017—2019 年，公司铜加工业务原材料采购量分别为 14.29 万吨、16.25 万吨和 21.35 万吨，逐年增长；采购价格受大宗商品行情影响较大，2019 年公司电解铜采购价格为 48,249.00 元/吨，废铜采购价格为 47,708.00 元/吨，较上年均有所下降。采购集中度方面，2017—2019 年，公司铜加工业务前五大供应商采购占比分别为 57.61%、44.06%和 41.85%，采购集中度较高。

生产模式方面，为规避铜材料价格波动对利润的影响，公司实行“以销定产”的定单生产销售模式。客户订单下达时，锁定当时的铜原料价格予以采购，并加收一定比例的加工费作为利润，一般订单的签订不得晚于当日下午 4 时（铜交易市场收盘时间），以避免隔夜价格的波动。

产能方面，近年来，随着 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目的建成投产并逐步释放产能，以及其他传统生产线的升级改造，公司铜加工整体产能逐年提高，截至 2019 年底为 11.82 万吨/年。2017—2019 年，随着公司产品市场认可度的提高，公司铜加工产品整体产销量逐年上升；同时，产能利用率保持在较高水平，分别为 93.33%、97.07%和 96.41%。

表 5 2017—2019 年公司铜加工产品产、销情况（单位：吨/年、吨）

主要产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	产能	产量 (销量)	产能	产量 (销量)	产能	产量 (销量)
铜锭	44,000.00	41,678.00	44,000.00	44,530.00	50,000.00	47,194.00
铜排	8,000.00	7,916.00	8,000.00	7,653.00	8,500.00	8,493.00
铜板	10,000.00	9,874.00	10,000.00	9,880.00	9,000.00	8,977.00
铜棒	10,000.00	9,886.00	10,000.00	9,846.00	10,000.00	9,782.00
铜带	3,000.00	2,820.00	3,000.00	2,973.00	3,500.00	3,304.30
宽幅板	5,000.00	2,680.00	5,000.00	3,897.00	7,200.00	7,132.20
宽幅带	20,000.00	18,472.00	25,000.00	23,149.00	30,000.00	29,078.00
合计	100,000.00	93,326.00	105,000.00	101,928.00	118,200.00	113,960.00

注：由于公司实行以销定产的生产模式，因而公司的产销率达 100%

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司铜加工业务采取直销和中间贸易商经销相结合的模式，70%客户均采用现款现货销售模式，少部分长期战略合作伙伴可允许部分欠款，但账期不会超过 60 天。销售产品主要用于电力、机械制造、交通等行业。客户集中度方面，2017—2019 年，公司铜加工业务前五大客户销售集中程度呈逐年上升态势，分别为 27.19%、39.19%和 40.02%，客户集中度逐年上升。

（2）铜贸易

2017—2019 年，公司铜贸易收入规模逐年增长，分别为 26.02 亿元、30.95 亿元和 47.77 亿元。公司进行铜现货贸易的同时，为规避价格波动的风险，相应开展套期保值业务。公司套期保值主要方法包括：买入套期保值（公司签订远期购货合同后，若预期远期价格上涨，则公司在期货市场上买入等量的商品期货合约，规避价格上涨的风险），卖出套期保值（公司买入现货后，若此时期货价格较高，远期现货价格有走低预期，则公司在期货市场卖出等量的商品期货合约，保护利润空间）和跨期套利（在同一期货品种的不同合约月份，建立数量相等、方向相反的交易部位，并以对冲或实物交割方式结束交易的操作）。

5. 市场商贸板块

2017—2019 年，公司贸易业务规模持续扩大，同时面临由于大宗商品价格波动、汇率波动导致的经营风险。公司红木家具市场整体经营稳定，租金收入规模逐年增长，为公司带来稳定的现金流。

公司市场商贸板块主要从事木材、化工材料的进出口贸易、国内贸易（以下简称“内贸”）以及红木家具市场的管理运营等。该板块经营主体主要为公司本部、浙江花园进出口有限公司（原花园工贸集团杭州进出口有限公司，以下简称“花园进出口”）、祥云科技以及东阳市花园红木家具开发有限公司（以下简称“花园红木”）³等。其中，公司本部主要依托花园村红木产业链进行红木原木贸易；花园进出口和祥云科技主要业务为国际贸易和内贸；花园红木从事红木家具市场的建设开发、管理、租赁招商、运营等业务。

（1）贸易业务

公司贸易业务经营模式以自营业务为主、代理业务为辅，2017—2019 年，收入规模分别为 94.52 亿元、119.99 亿元以及 140.82 亿元，呈持续增长态势。

进口贸易

从进口商品看，公司主要以木材、电解铜和镍等金属矿产商品为主，2017—2019 年，公司进口

³公司委托邵钦祥、邵燕芳、邵剑芳代为持有花园红木 100.00%股权，花园红木经营管理团队均由公司委派，并纳入公司合并范围。

业务规模呈逐年下降趋势，主要系受进口商品价格上升等因素影响，进口贸易利润空间压缩导致进口贸易规模减少所致。2019 年，公司进口贸易合计金额 8.26 亿元，同比减少 39.15%，进口区域以日本、韩国、台湾、非洲、智利等为主。

国内贸易

公司内贸业务以木材、金属矿产（电解镍和电解铜）和化工产品（二甘醇、乙二醇、苯乙烯、聚乙烯、DOP）贸易为主。2017—2019 年，木材和金属矿产贸易量持续上升，拉动公司内贸业务规模逐年增长，年均复合增长 18.90%。2019 年，公司内贸金额合计 131.21 亿元，同比增长 20.44%。

从结算方式看，公司国际贸易业务结算货币统一为美元；除少部分木材进口采用 T/T 汇款外，其绝大部分进口均采用远期信用证结算的方式，期限自 90 天至 180 天不等，其中以 3 个月居多。公司国内贸易主要为配合花园村周边红木家具产业链而开展的木材业务和部分化工产品；木材的交易结算按行业惯例一律采用现款方式，付款提货；化工产品方面，公司一般利用充裕的资金和现有的买家渠道，用现款以低于市场平均水平一定幅度的价格采购，并销售给真正将其作为原料用于生产的实业型企业，结算以现款为主。

（2）红木家具市场

公司红木家具市场业务主要包括红木家具市场的租赁、招商及运营管理，运营主体为子公司花园红木。公司红木家具市场是国内大型专业家具展示批发市场，截至 2020 年 3 月底，红木家具市场经营面积 34.98 万平方米、商铺 1,816 个、入驻红木品牌经营户 2,300 余户，商铺出租率约 95% 以上。

公司目前的经营模式为将花园红木所拥有的商业铺位进行租赁，商铺租金价格参照周边东阳木雕城、横店红木市场等同类型市场的情况，出于招商和降低经营户成本的考虑，根据不同的楼层确定各商业铺位的租金价格。花园红木家具市场自 2013 年起租金价格每年调整一次，租赁协议期限一般为 3 年，每年 10~11 月间一次性预收次年全年租赁费用及物业管理费用。2017—2019 年，公司红木家具市场租金收入分别为 2.51 亿元、2.72 亿元和 2.88 亿元。

表 6 截至 2020 年 3 月底公司红木家具市场项目情况（单位：万平方米、个）

项目名称	开业时间	经营面积	商铺数
红木家具展示中心一期项目	2010/12/23	4.39	164
红木家具展示中心二期项目	2012/10/5	8.67	358
红木家具市场展示中心扩建工程建设项目（三期）	2013/1/21	4.56	251
精品馆项目（四期）	2013/9/30	1.15	56
红木家具城三期项目（五期）	2014/11/16	11.87	609
家居用品市场（六期）	2019/11/16	4.34	378
合计		34.98	1,816

注：尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司提供

6. 在建项目

公司在建项目规模较大，未来存在一定的资金支出压力。

公司目前在建项目主要包括维生素 D3 产业链生产线项目、铜加工生产线项目以及高性能铜箔项目，在建项目总投资额 40.26 亿元，截至 2020 年 3 月底，公司已投入 24.47 亿元，尚需投资 15.79 亿元，未来仍存在一定资金支出压力。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金筹措		已投金额	尚需投资
		自筹	融资		
年产六万吨 1,320MM 超宽幅精密铜板带项目	6.46	4.05	2.41	4.67	1.79
年产 2 万吨高性能铜箔项目（一期）	18.00	9.00	9.00	15.36	2.64
呼吸类吸入用药项目	1.88	1.88	0.00	0.94	0.94
年产 180 吨 7-去氢胆固醇项目	0.89	0.09	0.80	0.77	0.12
年产 750 吨饲料级 VD3 油剂项目	0.99	0.16	0.84	0.50	0.49
花园生物研发中心项目	2.51	0.14	2.37	1.16	1.35
年产 1,200 吨羊毛脂胆固醇及 8,000 吨精制羊毛脂项目	5.92	0.58	5.34	0.47	5.45
年产 3,600 吨饲料级 VD3 粉及 54 吨食品级 VD3 粉项目	0.76	0.06	0.69	0.09	0.67
年产 18 吨胆钙化醇项目	0.25	0.21	0.04	0.17	0.08
年产 15.6 吨 25-羟基维生素 D3 结晶项目	0.49	0.02	0.47	0.03	0.46
年产 40.5 吨正固醇项目	1.27	0.17	1.09	0.22	1.05
年产 26 吨 25-羟基维生素 D3 原项目	0.84	0.08	0.77	0.09	0.75
合计	40.26	16.44	23.82	24.47	15.79

注：尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司提供

7. 经营效率

近年来，公司整体经营效率有所提高。

从经营效率看，2017—2019 年，公司应收账款周转率分别为 20.24 次、18.68 次和 19.56 次，波动下降；存货周转率分别为 6.50 次、6.95 次和 7.79 次，持续上升；总资产周转率分别为 1.19 次、1.25 次和 1.31 次，持续上升。

8. 经营关注

（1）目前公司主营业务涉及医药、建筑、铜加工、贸易等多个业务板块，拥有多家子公司，尽管公司已经形成了一套较为完整的内部管理制度，但由于各子公司在地理位置、企业文化、行业类别上存在一定的差异，公司内部管理方面存在一定的风险。

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

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

（4）铜贸易业务方面，公司根据经营需要开展一定的套期保值业务，但大宗商品套利业务受金属价格波动影响较大，存在一定市场风险和操作风险。

（5）公司多个业务板块存在在建项目，截至 2020 年 3 月底，公司尚需投资 15.79 亿元，公司未来仍面临一定的资金支出压力。

（6）2020 年一季度，新冠肺炎疫情对公司核心业务均产生一定冲击，公司实现营业收入 56.90 亿元，较上年同期减少 22.35%；实现净利润 1.74 亿元，较上年同期减少 37.04%。

9. 未来发展

未来公司发展仍以多元化经营为核心，通过多元化产业的渠道互通，实现最优资源配置及可持

续性发展。

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

(2) 搭建产业经营与产业投资两个平台，实现互动发展。通过两个平台的互动发展，提升多渠道、具规模的融资能力、专业的投资能力和运营能力和多层次的管控能力。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度财务数据已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见，2020 年 1—3 月的财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定进行编制。合并范围方面，2017 年，公司合并范围新增子公司 6 家，减少子公司 1 家；2018 年，公司合并范围新增子公司 2 家；2019 年，公司合并范围新增子公司 3 家，减少子公司 1 家；2020 年 1—3 月，公司合并范围未发生变动。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围子公司共计 46 家。整体看，引起公司合并范围变动的子公司规模不大，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额247.34亿元，负债合计127.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）119.91亿元，其中归属于母公司所有者权益105.39亿元。2019年，公司实现营业收入304.48亿元，净利润（含少数股东损益）8.72亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润6.20亿元；经营活动产生的现金流量净额14.23亿元，现金及现金等价物净增加额2.33亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额251.96亿元，负债合计130.15亿元，所有者权益（含少数股东权益）121.81亿元，其中归属于母公司所有者权益106.84亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入56.90亿元，净利润（含少数股东损益）1.74亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.32亿元；经营活动产生的现金流量净额1.19亿元，现金及现金等价物净增加额-2.87亿元。

2. 资产质量

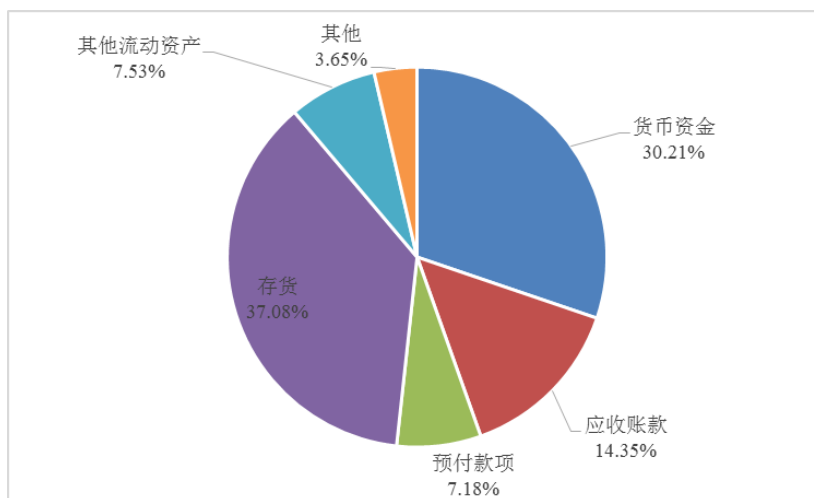
2017—2019 年，公司资产规模逐年增长，结构较为均衡。应收账款与存货规模较大，对资金占用明显，资产受限比例高，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 8.69%。截至 2019 年底，公司合并资产总额为 247.34 亿元，较年初增长 12.90%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 40.57%，非流动资产占 59.43%，公司资产结构相对均衡。

(1) 流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 0.23%。截至 2019 年底，公司流动资产为 100.34 亿元，较年初变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 30.21%）、应收账款（占 14.35%）、预付款项（占 7.18%）、存货（占 37.08%）和其他流动资产（占 7.53%）构成。

图 4 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 10.80%。截至 2019 年底，公司货币资金为 30.31 亿元，较年初增长 21.97%，主要系业务规模扩大，经营回款增加所致；公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，占比分别为 68.75%和 31.21%；公司其他货币资金全部为受限资金，受限比例较高，主要为票据保证金。

2017—2019 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 9.73%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 15.86 亿元，较年初增长 32.60%，主要系经营规模扩大以及跨期结算增加所致。截至 2019 年底，公司应收账款账面价值为 14.40 亿元，较年初下降 9.20%，主要系应收贸易款减少所致。应收账款账龄以 1 年以内为主（占 85.68%），累计计提坏账准备 0.43 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 3.07 亿元，占比为 20.72%，集中度一般。

2017—2019 年，公司预付款项连续增长，年均复合增长 26.59%。截至 2019 年底，公司预付款项为 7.20 亿元，较年初增长 7.22%，主要系铜业、商贸业务规模扩大，预付货款增加所致；公司预付款项账龄以 1 年以内为主，占比 98.52%。

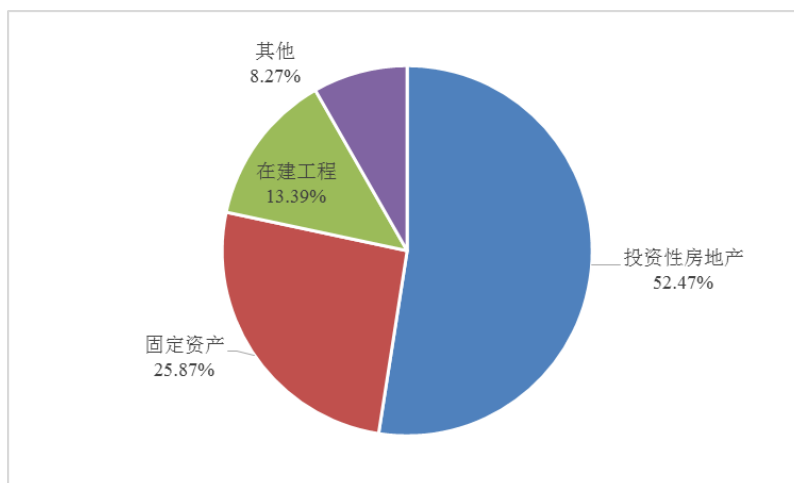
2017—2019 年，随着高精度紫铜板带生产线逐步投产以及贸易业务规模的扩大，公司存货连续增长，年均复合增长 2.51%。截至 2019 年底，公司存货为 37.21 亿元，较年初增长 3.85%；存货主要由库存商品（占 55.29%）和工程施工（占 27.11%）构成，累计计提跌价准备 16.39 万元。公司库存商品以红木原木、铜产品以及贸易产品为主，价格波动较大，面临一定跌价风险。

2017—2019 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 3.62%。截至 2019 年底，公司其他流动资产为 7.55 亿元，较年初下降 35.76%，主要系理财产品减少所致；公司其他流动资产以银行理财产品为主，占比为 74.12%。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 16.35%。截至 2019 年底，公司非流动资产为 147.00 亿元，较年初增长 23.17%，主要系固定资产和在建工程增加所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 52.47%）、固定资产（占 25.87%）和在建工程（占 13.39%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司投资性房地产连续增长，年均复合增长 6.49%。截至 2019 年底，公司投资性房地产为 77.14 亿元，较年初增长 13.17%，主要系公司红木家具用品市场（六期）投入使用转入投资性房地产并按公允价值计量所致。其中，按成本计量的投资性房地产账面价值 0.63 亿元，全部为土地使用权；按公允价值计量的投资性房地产账面价值 76.51 亿元，主要为红木家具市场。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 10.87%。截至 2019 年底，公司固定资产为 38.03 亿元，较年初增长 24.98%，主要系花园大世界项目由在建工程转入所致。固定资产主要由房屋及其建筑物构成，占比为 76.96%，累计计提折旧 8.86 亿元，固定资产成新率为 81.11%，成新率较高。

2017—2019 年，公司在建工程连续增长，年均复合增长 332.77%。截至 2019 年底，公司在建工程为 19.68 亿元，较年初增长 148.01%，主要系“年产 2 万吨高性能铜箔项目”“1,320mm 超宽幅精密铜板带项目”以及“花园健康休闲养老项目一期”等项目进一步投入所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 83.95 亿元，占当期总资产的 33.94%，受限比例高。其中，货币资金 9.46 亿元，其他流动资产 3.50 亿元，固定资产和无形资产 17.35 亿元，投资性房地产 52.19 亿元，除货币资金外，其他资产受限原因均为抵押借款。此外，祥云科技对所持花园生物部分股权进行了质押。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 251.96 亿元，较年初增长 1.87%。其中，流动资产占 40.88%，非流动资产占 59.12%。公司资产结构相对均衡，资产规模及结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

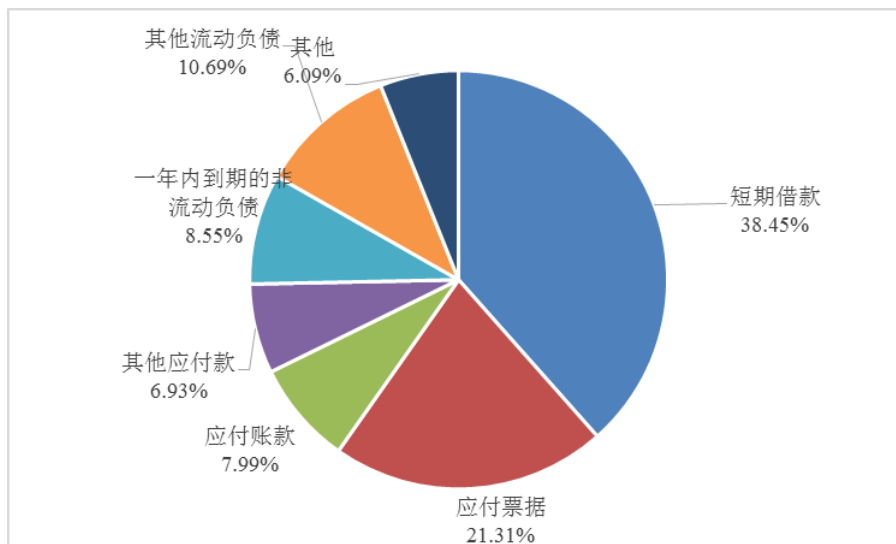
2017—2019 年，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；公司债务负担较重，债务结构有待优化，短期偿债压力较大。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 8.18%。截至 2019 年底，公司负债总额为 127.43 亿元，较年初增长 16.25%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 73.44%，非流动负债占 26.56%。公司负债以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 16.98%。截至 2019 年底，公司流动负债为 93.58 亿元，较年初增长 14.82%，主要系短期借款和应付票据增加所致。公司流动负债主要由

短期借款（占 38.45%）、应付票据（占 21.31%）、应付账款（占 7.99%）、其他应付款（占 6.93%）、一年内到期的非流动负债（占 8.55%）和其他流动负债（占 10.69%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司短期借款连续增长，年均复合增长 53.53%。截至 2019 年底，公司短期借款为 35.98 亿元，较年初增长 48.17%，主要系业务规模扩大，营运资金需求增长所致；短期借款由质押借款（占 22.51%）、抵押借款（占 49.86%）、保证借款（占 24.71%）和信用借款（占 2.92%）构成。

2017—2019 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 20.81%。截至 2018 年底，公司应付票据为 11.69 亿元，全部为银行承兑汇票，较年初减少 14.46%，主要系随着票据贴现成本增加，公司减少票据结算占比所致。截至 2019 年底，公司应付票据为 19.94 亿元，较年初增长 70.62%，主要系业务规模扩大，同时，贴现利率下降，公司扩大票据结算所致。

2017—2019 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 0.31%。截至 2018 年底，公司应付账款为 9.76 亿元，较年初增长 31.25%，主要系贸易业务规模扩大，应付材料款增长所致。截至 2019 年底，公司应付账款为 7.48 亿元，较年初下降 23.34%，主要系大宗商品贸易年末交易量减少，应付材料款减少所致。其中，材料款占 72.42%，设备款占 16.81%，工程款占 10.77%。

2017—2019 年，受往来款波动影响，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 94.36%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 6.91 亿元，较年初增长 302.61%。截至 2019 年底，公司其他应付款为 6.48 亿元，较年初下降 6.17%。其中，存入保证金占 13.58%，城投往来款占 61.69%，其他应付暂收款项占 24.74%。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 6.90%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 8.00 亿元，系将于 2020 年 8 月到期的“17 花园 MTN001”。

公司其他流动负债主要为公司发行的短期应付债券，2017—2019 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 17.52%。截至 2019 年底，公司其他流动负债为 10.00 亿元，系两期超短期融资债券“19 花园 SCP002”和“19 花园 SCP003”，截至本报告出具日，公司上述两期超短期融资债券均已到期兑付。

2017—2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 8.59%。截至 2019 年底，公司非流动

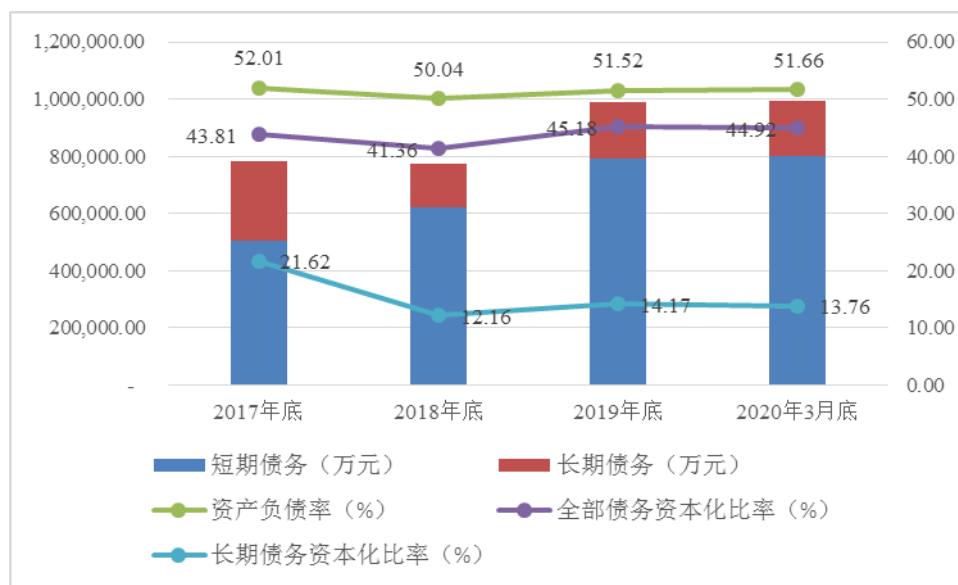
负债为 33.85 亿元，较年初增长 20.38%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 58.46%）和递延所得税负债（占 40.16%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 51.69%。截至 2019 年底，公司长期借款为 19.79 亿元，较年初增长 321.03%，主要系新增新能源项目贷款 7.2 亿元、红木家具经营性物业贷款 5.25 亿元以及外国语学校长期贷款 2 亿元所致；长期借款由抵押借款（占 94.95%）和信用借款（占 5.05%）构成。从期限分布看，2021 年到期占 4.17%，2022 年到期占 4.92%，2023 年到期占 27.29%，2024 年到期占 15.16%，2025 年及以后到期占 48.46%，公司长期借款到期分布相对分散，集中兑付压力较小。

2017—2019 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 3.46%。截至 2019 年底，公司递延所得税负债为 13.60 亿元，较年初增长 8.02%，主要系红木家具市场 6 期完工转入投资性房地产评估增值所致。

2017—2019 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 12.30%。截至 2019 年底，公司全部债务为 98.81 亿元，较年初增长 28.00%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 79.97%，长期债务占 20.03%，以短期债务为主。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 52.01%、50.04%和 51.52%，波动下降。全部债务资本化比率分别为 43.81%、41.36%和 45.18%，波动上升。长期债务资本化比率分别为 21.62%、12.16%和 14.17%，波动下降。整体看，公司债务负担较重，债务结构有待优化。

图 7 2017—2019 年公司债务结构以及债务指标情况



资料来源：联合评级整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 130.15 亿元，较年初增长 2.14%，其中，流动负债占 74.27%，非流动负债占 25.73%，公司负债规模及结构较年初变动不大。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 99.36 亿元，较年初增长 0.56%，变化不大。其中，短期债务占 80.44%，长期债务占 19.56%。截至 2020 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 51.66%、44.92%和 13.76%，较年初分别上升 0.13 个百分点、下降 0.25 个百分点和下降 0.41 个百分点。

（2）所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益规模逐年增长，所有者权益中其他综合收益与未分配利润占比

较高，权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 9.23%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计（含少数股东权益）119.91 亿元，较年初增长 9.54%，主要系其他综合收益和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 87.89%，少数股东权益占比为 12.11%。归属于母公司所有者权益为 105.39 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 9.49%、3.74%、20.40%、0.95%和 65.43%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计（含少数股东权益）121.81 亿元，较年初增长 1.59%，规模及结构较年初变化不大。

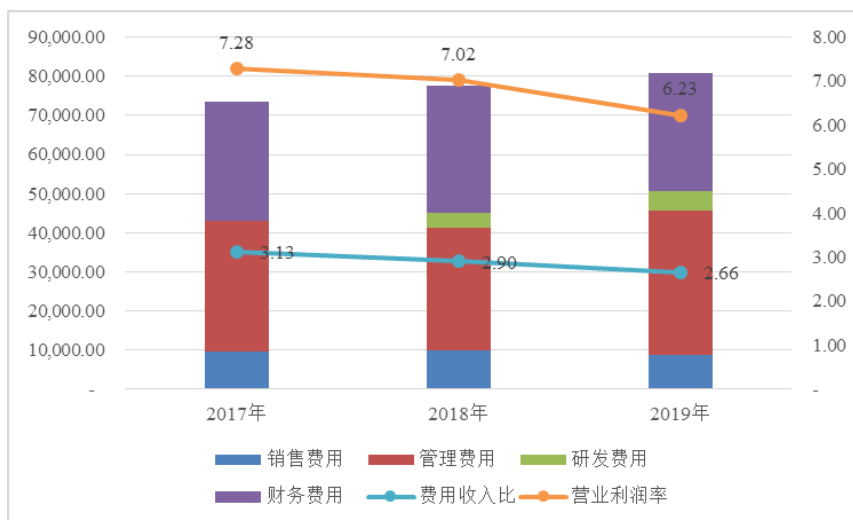
4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，净利润规模有所波动，非经营损益对利润水平影响较小，公司整体盈利能力有所下降。

2017—2019 年，受益于铜业和市场商贸板块业务规模扩大，公司收入规模逐年增长，年均复合增长 13.93%；2019 年，公司实现营业收入 304.48 亿元，同比增长 13.86%。2017—2019 年，公司分别实现净利润 7.62 亿元、9.03 亿元和 8.72 亿元，波动增长；2019 年，公司净利润同比减少 3.37%，主要系综合毛利率及投资收益下降，期间费用上升共同影响所致。

2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 4.96%。2019 年，公司期间费用总额为 8.09 亿元，较上年增长 4.26%。其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.71%、45.71%、6.37%和 37.21%，以管理费用和财务费用为主。2019 年，公司销售费用为 0.87 亿元，较上年下降 12.66%，主要系租赁费用减少所致；管理费用为 3.70 亿元，较上年增长 17.94%，主要系业务规模扩大所致；研发费用为 0.51 亿元，较上年增长 33.09%，主要系医药生物研发投入增加所致；财务费用为 3.01 亿元，较上年下降 7.22%，主要系项目贷款增加，资本化利息规模上升所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 3.13%、2.90%和 2.66%，公司费用控制能力逐年提升，但仍对利润形成一定侵蚀。

图 8 2017—2019 年公司期间费用情况（单位：万元、%）



资料来源：联合评级整理

2016—2018 年，公司投资收益分别为 0.20 亿元、0.72 亿元和 0.34 亿元，年均复合增长 31.60%；

2019 年，公司投资收益主要为理财产品投资收益和处置以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产取得的投资收益，可持续性一般。公司投资收益占当期营业利润比重分别为 1.94%、6.10% 和 2.97%，对利润水平影响较小。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 7.28%、7.02% 和 6.23%，连续下降。2017—2019 年，公司总资本收益率分别为 6.54%、6.74% 和 5.84%，波动下降。公司总资产报酬率分别为 6.86%、7.04% 和 6.24%，波动下降。公司净资产收益率分别为 8.26%、8.60% 和 7.61%，波动下降。公司盈利能力有所下降。

2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业收入 56.90 亿元，较上年同期减少 22.35%；实现净利润 1.74 亿元，较上年同期减少 37.04%。

5. 现金流

2017—2019 年，公司经营活动现金流持续净流入且净流入规模不断扩大，收入实现质量较高；随着在建项目持续投入，公司投资活动现金流持续呈净流出状态；考虑到在建项目的资金缺口以及有息债务的逐步到期，公司仍存在较大的外部融资需求。

从经营活动来看，2017—2019 年，随着业务规模扩大，货款催收力度加强，公司经营活动现金流入量分别为 265.01 亿元、294.10 亿元和 338.20 亿元，连续增长，年均复合增长 12.97%。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量分别为 260.81 亿元、286.27 亿元和 323.97 亿元，连续增长，年均复合增长 11.45%。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为 4.20 亿元、7.83 亿元和 14.23 亿元，连续增长，年均复合增长 84.06%。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 112.39%、109.37% 和 110.23%，波动下降，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量分别为 10.76 亿元、31.74 亿元和 21.27 亿元，波动增长，年均复合增长 40.61%，公司投资活动现金流入主要为所购买的理财产品的赎回。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量分别为 15.67 亿元、47.86 亿元和 40.12 亿元，波动增长，年均复合增长 60.01%，公司投资活动现金流出主要为购买理财产品支出以及购建固定资产等资本性支出。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -4.91 亿元、-16.12 亿元和 -18.85 亿元，持续净流出且净流出规模逐步扩大。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量分别为 68.35 亿元、58.69 亿元和 70.92 亿元，波动增长，年均复合增长 1.86%，公司筹资活动现金流入主要为发行债券及借款收到的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量分别为 58.42 亿元、61.89 亿元和 63.97 亿元，连续增长，年均复合增长 4.65%，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 9.94 亿元、-3.20 亿元和 6.95 亿元。

2020 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 1.19 亿元、-3.16 亿元和 -0.90 亿元。

6. 偿债能力

近年来，公司短期偿债能力指标表现持续弱化，长期偿债能力指标表现尚可；同时考虑到公司维生素 D3 领域竞争优势明显，过往债务履约情况良好，公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 1.47 倍、1.22 倍和 1.07 倍，速动比率分别为 0.96 倍、0.78 倍和 0.67 倍，均连续下降，公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 0.77 倍、0.41 倍和 0.39 倍，连续下降，现金类资产对

短期债务的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为14.98亿元、17.06亿元和17.06亿元，年均复合增长6.72%。2019年，公司EBITDA为17.06亿元，较上年变动不大，主要由折旧（占12.62%）、计入财务费用的利息支出（占18.22%）和利润总额（占67.03%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为4.44倍、4.96倍和4.74倍，波动上升，EBITDA对利息的覆盖程度尚可。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为0.19倍、0.22倍和0.17倍，波动下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。

截至2020年3月底，公司无对外担保。

截至2020年3月底，公司共有5起未决诉讼，其中公司作为被告涉诉3起，标的金额合计0.19亿元，主要为工程款纠纷和民间借贷引起的诉讼，存在一定或有负债风险。

截至2020年3月底，公司共获得银行授信总额为123.05亿元，其中，尚未使用61.06亿元。公司子公司花园生物为创业板上市公司，具备直接融资能力。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330783704219019J），截至2020年4月27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. 公司本部财务概况

公司本部资产结构以非流动资产为主，长期股权投资和其他应收款规模较大；负债结构以流动负债为主，债务负担重，短期偿债压力大；未分配利润占所有者权益比重较大，所有者权益结构稳定性一般；经营活动现金流为净流入状态。

截至2019年底，公司本部资产总额为70.97亿元，较年初增长1.24%，较年初变化不大。其中，流动资产为27.94亿元（占39.37%），非流动资产为43.03亿元（占60.63%）。从构成看，公司流动资产主要由货币资金（占9.21%）和其他应收款（占83.02%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占61.05%）、投资性房地产（占31.24%）和固定资产（占5.18%）构成。截至2019年底，公司本部货币资金为2.57亿元。

截至2019年底，公司本部负债总额为47.33亿元，较年初下降4.90%。其中，流动负债为45.66亿元（占96.48%），非流动负债为1.67亿元（占3.52%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占21.68%）、其他应付款（占34.26%）、一年内到期的非流动负债（占17.52%）和其他流动负债（占21.90%）构成。截至2019年底，公司资产负债率为66.68%，较年初变动不大。

截至2019年底，公司本部所有者权益为23.65亿元，较年初增长16.24%。其中，实收资本为10.00亿元（占42.29%），资本公积为0.51亿元（占2.15%），未分配利润为7.33亿元（占31.01%），盈余公积为1.00亿元（占4.23%）。

2019年，公司本部实现营业收入16.76亿元，同比增长57.63%；投资收益为1.61亿元，同比减少16.42%；净利润为0.41亿元，同比变动不大。

2019年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为28.14亿元和17.08亿元，经营活动产生的现金流量净额为11.05亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.27亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-10.24亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务合计 99.36 亿元，本期拟发行的公司债券规模为不超过 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行规模一般，对公司债务水平影响一般。

以 2020 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 51.66%、44.92%和 13.76%上升至 53.50%、47.31%和 19.46%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。但考虑到募集资金将全部用于偿还现有债务，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 17.06 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 1.71 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度尚可。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 338.20 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 33.82 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司业务结构较为多元，经营风险相对分散，在维生素 D3、铜加工等领域具备一定竞争优势，资产和收入规模持续扩大，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由公司实际控制人邵钦祥先生、公司股东邵燕芳女士以及公司股东邵剑芳女士（以下简称“担保人”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；担保范围包括本期债券本金和对应的利息，以及违约金，损害赔偿金，实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及到期之日起两年。

2. 担保人信用分析

邵钦祥先生、邵燕芳女士以及邵剑芳女士资信情况良好，其所提供的担保体现了对公司未来发展的信心，对本期债券信用水平有一定积极影响。

担保人根据《中华人民共和国担保法》等法律及有关法规的规定，具有提供保证担保的法律资格。

截至 2020 年 8 月 3 日，担保人除合计持有公司 100.00%股权、花园红木 100.00%股权（邵钦祥持股 60.00%，邵燕芳持股 20.00%，邵剑芳持股 20.00%）外，无其他投资持股情况；同时不存在对花园集团以外的公司或自然人提供担保的情况

截至 2020 年 8 月 3 日，担保人无不良信贷信息记录，资信情况良好。

十、综合评价

公司作为多元化经营的企业集团，已形成集生物医药、建筑、铜加工和市场商贸等多元发展格局，维生素 D3 业务全产业链优势突出，红木家具市场行业集群优势明显，出租率高且现金流稳定。

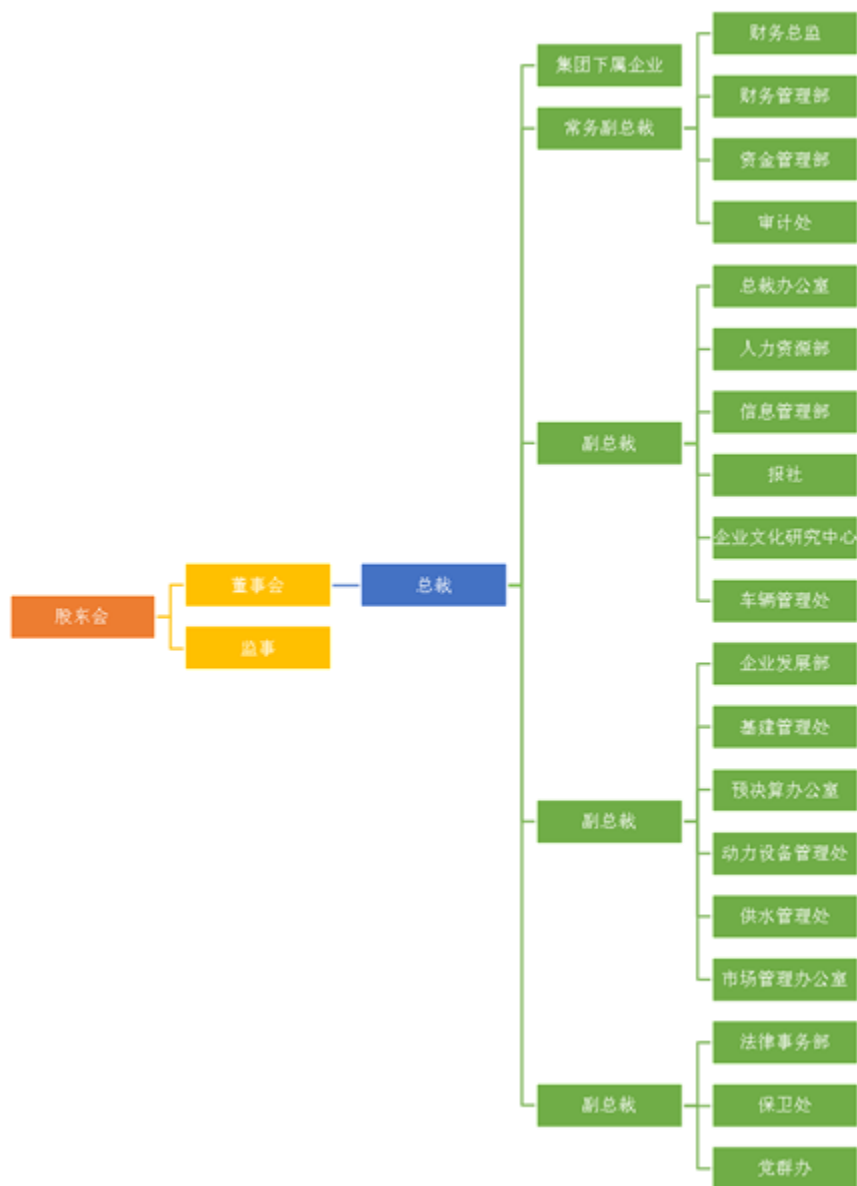
近年来，公司收入规模持续增长，经营活动现金流持续净流入且净流入规模不断扩大。同时，联合评级也关注到公司维生素 D3 产品价格波动较大、铜贸易业务存在一定市场风险和操作风险、资产质量一般、在建项目尚需投资规模较大以及债务负担较重且短期偿债压力较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目建成投产并释放产能，公司整体竞争实力有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由公司实际控制人邵钦祥先生、公司股东邵燕芳女士以及公司股东邵剑芳女士提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其所提供的担保体现了邵钦祥先生、邵燕芳女士以及邵剑芳女士对公司未来发展的信心，对本期债券信用水平有一定积极影响。

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

附件 1 截至 2020 年 3 月底花园集团有限公司组织结构图



附件 2 花园集团有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	209.39	219.08	247.34	251.96
所有者权益（亿元）	100.50	109.46	119.91	121.81
短期债务（亿元）	50.63	62.04	79.02	79.92
长期债务（亿元）	27.72	15.15	19.79	19.44
全部债务（亿元）	78.35	77.19	98.81	99.36
营业收入（亿元）	234.59	267.42	304.48	56.90
净利润（亿元）	7.62	9.03	8.72	1.74
EBITDA（亿元）	14.98	17.06	17.06	--
经营性净现金流（亿元）	4.20	7.83	14.23	1.19
应收账款周转次数（次）	20.24	18.68	19.56	--
存货周转次数（次）	6.50	6.95	7.79	--
总资产周转次数（次）	1.19	1.25	1.31	0.23
现金收入比率（%）	112.39	109.37	110.23	112.36
总资本收益率（%）	6.54	6.74	5.84	--
总资产报酬率（%）	6.86	7.04	6.24	--
净资产收益率（%）	8.26	8.60	7.61	--
营业利润率（%）	7.28	7.02	6.23	6.96
费用收入比（%）	3.13	2.90	2.66	3.66
资产负债率（%）	52.01	50.04	51.52	51.66
全部债务资本化比率（%）	43.81	41.36	45.18	44.92
长期债务资本化比率（%）	21.62	12.16	14.17	13.76
EBITDA 利息倍数（倍）	4.44	4.96	4.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.22	0.17	--
流动比率（倍）	1.47	1.22	1.07	1.07
速动比率（倍）	0.96	0.78	0.67	0.66
现金短期债务比（倍）	0.77	0.41	0.39	0.36
经营现金流动负债比率（%）	6.14	9.61	15.20	1.23
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.50	1.71	1.71	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；
2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3. 公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；4. 其他
流动负债和其他应付款中有息债务部分已调至短期债务

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用 + 研发费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 花园集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年花园集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

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

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

联合信用评级有限公司

二〇二〇年八月五日