

信用等级公告

联合[2018] 129 号

联合资信评估有限公司通过对花园集团有限公司信用状况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⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年一月十八日



花园集团有限公司主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 1 月 18 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	16.89	19.97	21.91	33.18
资产总额(亿元)	115.93	139.48	183.50	196.63
所有者权益(亿元)	56.24	61.04	84.14	89.53
短期债务(亿元)	36.28	49.11	56.31	45.19
长期债务(亿元)	4.50	8.10	13.20	34.38
全部债务(亿元)	40.78	57.21	69.51	79.57
营业收入(亿元)	130.96	154.32	180.51	182.02
利润总额(亿元)	5.31	6.27	27.92	7.47
EBITDA(亿元)	8.93	10.56	31.98	--
经营性净现金流(亿元)	5.71	3.99	7.85	5.34
营业利润率(%)	9.01	6.32	7.20	6.78
净资产收益率(%)	7.52	7.66	25.13	--
资产负债率(%)	51.49	56.24	54.15	54.47
全部债务资本化比率(%)	42.03	48.38	45.24	47.05
流动比率(%)	121.70	116.27	120.97	157.17
经营现金流动负债比	11.33	6.14	10.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.57	5.42	2.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.24	3.09	11.10	--

注: 2017 年三季度财务数据未经审计; 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务。

分析师

刘晓濛 方晓 闫旭

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对花园集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司已形成了以生物医药、建筑、市场商贸和铜加工业为主的多元化经营格局。公司作为全球最大的维生素 D₃ 生产供应商,市场占有率高,2016 年公司完成技术改造、实现 25-羟基维生素 D₃ 投产,市场竞争力和盈利能力进一步提升;2017 年 4 月,花园村新并入 9 个自然村和行政村,并就新并入村开发事宜与公司签署合作开发框架协议;公司拥有全球最大的专业红木家具市场,2017 年 12 月,公司已完成 2018 年度租金收取工作,出租率 100%,具有行业集群和竞争优势;公司完成新型蜂窝型建筑材料自主研发,符合国家装配式建筑及建筑工业化政策。同时,联合资信也关注到公司贸易板块毛利水平较低、建筑行业竞争激烈、债务规模持续增长等因素给公司经营发展带来的不利影响。

未来,随着公司高精度宽幅紫铜板带项目(以下简称“铜业二期项目”)逐步完工并释放产能,附加值较高的宽幅铜板带将有助于提升铜业盈利水平;随着国家标准和行业标准的出台,新型蜂窝型建筑材料有望成为公司新的收入增长点。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全球最大的维生素 D₃ 生产供应商,约占全球供给量的 50%,在产品价格上具有一定定价权。公司完成生产技术升级改造,并且 25-羟基维生素 D₃ 的投产将进一步提高公司竞争力和盈利水平。
2. 公司建筑业务资质齐全,且在手合同量充足;公司已与花园村签订新并入 9 个村的合作开发框架协议。
3. 公司拥有全球最大的专业红木家具展示批

发市场，2017 年 12 月，公司已完成 2018 年度租金收取工作，商铺出租率达 100%。

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

关注

1. 原材料价格波动及劳动力成本攀升等因素对公司经营造成一定不利影响。建筑业竞争激烈，整体盈利水平有所下滑，受房地产市场的波动影响较大。
2. 公司贸易业务盈利能力较低，且受人民币汇率波动影响，面临一定汇兑风险。
3. 公司债务规模持续增长；债务结构以短期债务为主，短期偿债压力较大。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2018 年 1 月 18 日至 2019 年 1 月 17 日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

花园集团有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）是由邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司委员会共同投资组建的有限责任公司，于 1995 年 1 月 16 日在杭州市工商行政管理局登记注册，公司注册资本为 5970.80 万元人民币。经过多次股权转让与增资，2003 年股东会决议同意股权变更，股东由原来的邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司工会委员会变更为邵钦祥、邵燕芳（邵钦祥之女）、邵燕青（邵钦祥之女）。2012 年 5 月 14 日，公司由“花园工贸集团有限公司”更名为“花园集团有限公司”。2014 年 4 月 10 日，公司原股东邵燕青将所持有的 20% 股权以现金 1:1 的比例转让给邵剑芳（邵钦祥之女）。截至 2017 年 9 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（股权占比 60%）、邵燕芳（股权占比 20%）、邵剑芳（股权占比 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：一般经营项目：批发、零售：红木家具，服装，电子产品（除地面卫星接收设备、无线电发射设备）、医药中间体（除危险化学品、监控化学品、易制毒化学品外）、建筑材料（不含竹木板材及砂石料）、防盗产品、包装材料、装饰材料（除危险品）、机电设备、五金交电、百货（不含食品、书刊、音像制品、电子出版物及弩）、日用杂货；服务：建筑装潢（凭资质证书经营）；采购集团成员企业生产所需的原辅材料；进出口业务；电子产品、医药中间体的技术开发，企业管理，承接会展会务；矿产品（除国家专控部分）、有色金属（国家限制或禁止的项目除外）及金银制品销售；房地产开发销售；集中式供水生产和

供应。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）房地产开发，建筑施工，木材经营加工，饮用水供应（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年 9 月底，公司总部下设总裁办公室、人力资源部、财务管理部、报社、企业文化研究中心、信息管理部、车辆管理处、党群办等 19 个职能部门。

截至 2017 年 9 月底，公司直接持股的全资或控股子公司 39 家，其中公司 3 级子公司浙江花园生物高科股份有限公司于 2014 年 10 月 9 日在深圳证券交易所创业板挂牌上市（股票代码为“300401”，截至 2018 年 1 月 9 日，公司持股 70233011 股，占股份总数的 36.63%；其中，所持股份累计质押 48770000 股，占所持股份总数的 69.44%，占总股份的 26.88%。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 183.50 亿元，所有者权益合计 84.14 亿元（其中少数股东权益 7.38 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 180.51 亿元，利润总额 27.92 亿元（其中，公允价值变动损益 20.20 亿元）。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 196.63 亿元，所有者权益合计 89.53 亿元（其中少数股东权益 8.12 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 182.02 亿元，利润总额 7.47 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、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个

百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，我国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年1~9月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PIRM保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017年1~9月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月，我国固定资产投资（不含农户）45.8万亿元，同比增长

7.5%（实际增速2.2%），增速较1~6月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较1~6月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较1~6月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月，我国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，我国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值

机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿石、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

三、行业及区域经济环境

1. 医药工业现状

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居

民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。2017 年上半年，医药工业规模以上企业实现主营业务收入 15314.40 亿元，同比增长 12.39%，增速较上年同期提高 2.25 个百分点；实现利润总额 1686.52 亿元，同比增长 15.83%，增速较上年同期提高 1.22 个百分点。2017 年上半年，规模以上医药工业主营收入利润率为 11.01%，高于全国工业整体水平 3.88 个百分点。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

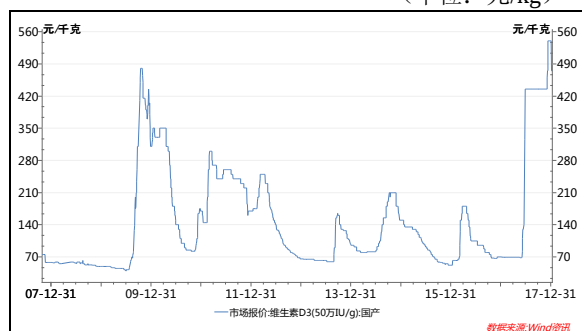
（1）维生素 D₃ 子行业

维生素 D₃（以下简称“VD₃”或“维生素 D₃”），属于维生素类较小的品种，是人与动物生长、发育、繁殖、维持生命和保持健康必不可少的一种脂溶性维生素。维生素 D₃ 生产主要原材料为胆固醇，而生产胆固醇的主要原材料为羊毛脂，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。近三年羊毛脂价格稳步提升，2014 年价格为 18.59 元/公斤，2015 年 19.14 元/公斤，2016 年 20.7 元/公斤。

随着供给端市场竞争环境的震荡，VD₃ 价

格波动大。2017 年以来，VD₃ 价格呈持续上涨态势，由年初 70 元/公斤几番跳涨至目前的 540 元/公斤。根据最新行业消息，由于近期印度最大的 VD₃ 工厂起火导致停产，对行业整体情绪带来提振作用。

图 1 2001~2017 年 12 月 VD₃ 价格情况
(单位: 元/kg)



资料来源: Wind 资讯

(2) 行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2017 年 6 月底已接近 7600 家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。总体看，医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，近年来，行业内监管趋严，政策调控力度加大，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段。预计未来行业集中度将有所提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，交易发生计提商誉减值事件。

研发能力不足，政策加速企业分化

药品的研发周期长、风险高、投资大。据统计，2016 年全球医药研发投入达 1454 亿美元，2012 年到 2016 年的年复合增长率为 2.4%。

中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达 96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016 年中国医药研发投入 107 亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的 7.4%，同比提高 0.9 个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府对于仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。

2015 年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

药品降价

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。

广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

2014年11月25日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿，从2015年1月1日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015年10月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等16个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016年5月20日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中慢性乙肝一线治疗药物“替诺福韦酯”、非小细胞肺癌靶向治疗药物“埃克替尼”和“吉非替尼”与此前公立医院的采购价格相比，谈判价格降幅均在50%以上。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

（3）未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定

增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

2. 贸易行业

（1）进出口贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸易形势构成一定负面因素。2016年，中国出口贸易总额2.10亿美元，同比下降7.73%（2015年同比下降2.94%），降幅有所扩大；进口总额1.59亿美元，同比下降5.46%，进口总额降幅同比收窄8.81个百分点。2016年下半年以来，中国国内需求有所回升，带动进口量有所增加，同时国际商品价格总体波动中温和回升，对进出口额拉动作用明显，出口政策效应持续释放，中国进出口贸易呈现回稳势头。截至2017年8月底，中国出口贸易总额1.63亿美元，同比增长7.50%，进口贸易总额1.34亿美元，同比增长17.30%。

（2）国内贸易

国内贸易与中国宏观经济发展密切相关，进入21世纪以来，中国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2012年以来，中国宏观经济虽保持增长势头，但内需增速较之前有所放缓，同时房地产

调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求，主要大宗商品的需求不能有效支撑相关产品贸易的运行，同时受主要贸易产品市场价格持续下跌等影响，国内贸易增速持续回落，风险事件不断诱发，社会消费品零售总额增速由2012年的14.30%下降至2016年的10.40%，行业竞争日趋激烈，市场调控难度增加。2016年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2016年，全年实现国内生产总值744127亿元，同比增长6.70%，增速同比下降0.2个百分点，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.40%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.30个百分点。

（3）行业关注

生产资料流通领域准入门槛低，流通主体数量较多，行业集中度低，盈利能力低

根据最新统计资料显示，2016年，社会消费品零售总额已达33.23万亿元，2015年亿元以上商品交易市场成交额合计10.01万亿元，其中生产资料专业市场成交额2.77万亿元，但重点生产资料流通企业销售额在社会生产资料销售总额比重不高，由于生产资料流通领域多为轻资产企业，同时部分大宗商品流通领域行业准入门槛较低，导致行业流通主体数量较多，且中小型流通主体泛滥，行业集中度低。随着流通领域信息化程度的不断提升，生产资料流通行业买卖双方信息不对称性逐渐消除，且部分产品标准化程度非常高，传统贸易流通领域购销差价逐渐被摊薄。2012年以来，物资贸易全行业销售利润率不断下行，2016年全年销售利润率仅为1.10%。总体看，中国流通领域主体数量众多，盈利能力很低。

近年来，宏观经济持续低迷，存货跌价风险激增，贸易行业诉讼规模大幅增加

2012年以来，中国宏观经济增速放缓，全社会固定资产投资完成额增速不断回落，主要

下游行业需求持续疲弱，全球经济复苏乏力，国际市场铁矿石、原油等能源产品价格不断下跌；国内钢材、建材、煤炭等行业产能受前期经济刺激及历史因素逐步释放，产能全面过剩，行业供需矛盾突出，上述因素共同导致主要大宗商品价格持续低迷且波动剧烈，工业企业和流通企业效益出现普遍下滑。

在市场环境不景气形势下，贸易产业链企业经营环境的持续恶化加剧了流通环节的经营风险，上下游企业对流通环节资金占用增加，贸易企业资金周转压力增大；大宗商品持续下跌的情形下，当价格下跌幅度超过客户支付保证金水平的情况下，下游客户弃货现象明显增加，大额应收账款无法回收的风险加大，贸易行业诉讼规模增加。同时，由于商品价格波动较大，部分贸易商持有货物周期较长且未能有效对冲价格风险，导致存货跌价风险激增。由于贸易业务风险不断暴露，资产减值损失计提力度加大，对本身盈利能力弱的贸易企业形成侵蚀。贸易类不良贷款在银行不良贷款中的占比持续上升，银行对贸易行业信贷支持持续收紧，进一步加剧了贸易企业经营及资金周转压力的恶化。

国内生产成本提升，国际经济形势持续低迷，对进出口贸易造成压力

金融危机后，全球经济复苏乏力，海外需求疲弱，国内劳动力等综合成本上升，部分低端制造业向低成本国家转移同时中国出口产品主要集中于劳动密集型行业如纺织业等，这些行业的企业在国际市场上议价能力较弱，上述因素共同导致中国出口贸易传统优势逐渐被削弱。外需不振、经济下行、出口竞争优势削弱、大宗商品价格波动、汇率波动明显加大等因素对中国进出口贸易发展形成制约，进出口企业面临较大经营压力。

人民币汇率波动风险不断加大

随着中国资本账户的逐步开放、人民币国际化步伐的加快以及人民币定价机制市场化改革的深化，人民币汇率的波动性显著增强。

2014 年初，人民币兑美元单边升值态势结束，进入双向波动区间。“8.11 汇改”之后，人民币汇率中间价定价机制改变，人民币汇率的波动性进一步增强，人民币汇率一路贬值至 6.95 元/美元，人民币兑美元贬值增加了进口成本，减少了企业利润，企业运营压力增大。出口方面当前加工贸易仍然是中国重要的贸易方式，人民币贬值可能抬高进口原材料和设备的价格，提高加工贸易企业的成本，降低其产品竞争力；虽然 2017 年以来受美元指数下跌影响，美元兑人民币汇率上升明显，但升值幅度不及其他亚洲货币，未来人民币汇率的大幅波动将贸易企业汇率控制提出挑战。考虑到中国部分外贸企业拥有较多的美元债务，人民币兑美元贬值也会加重企业财务负担，增大汇率风险，不利于外贸企业发展。

（4）行业政策

国际贸易方面，2015 年底商务部发布了促外贸八大新政方向，包括鼓励中西部承接东部地区加工贸易产业转移、以融资、保险新政支持大型成套设备出口、继续加大清理进出口环节的收费、重点支持 B2B 和建立海外仓的政策、进口体制改革、进一步加大服务业部分领域外贸开放力度、以诚信体系建设推动规范出口秩序，2016 年其中部分政策已经落地，总体来看中国采取了一系列措施保证了中国外贸较快发展，包括保持出口退税和加工贸易政策稳定，推动自由贸易园区战略和“一带一路”建设，修订和完善出口退税政策，简化审批流程提高办事效率，加强各地中小企业扶持力度，在支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场方面形成了强大助力，减费降税利好进出口企业。

国内贸易方面，2016 年 11 月，商务部提出《国内贸易流通“十三五”发展规划》（以下简称《规划》），围绕流通升级战略，《规划》提出了消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，积极推进流通创新发展。《规划》全面总结了“十二五”期间内贸流通发展取得

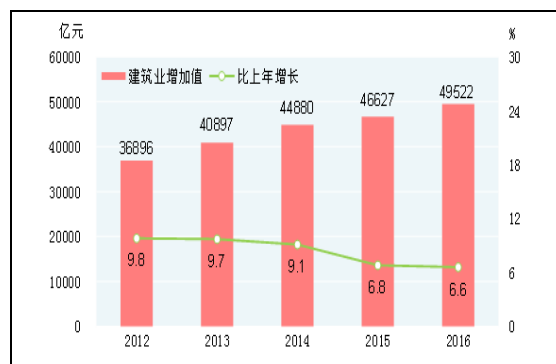
的显著成就，分析了“十三五”期间内贸流通发展面临的机遇和挑战，并根据对流通发展趋势的研判，提出了流通升级战略，消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，9 项主要任务和 17 个重点项目，对于完善内贸流通体制机制，建设法治化营商环境，加快构建现代流通体系，推动从流通大国向流通强国转变具有重要意义。

3. 建筑行业

（1）建筑行业概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2016 年，全社会建筑业增加值 49522 亿元，比上年增长 6.6%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6745 亿元，同比增长 4.6%，其中国有及国有控股企业 1879 亿元，同比增长 6.8%。

图 2 2012~2016 年中国建筑业增加值及其增长速
(单位：亿元、%)



资料来源：国家统计局

2013 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2016 年全社会固定资产投资 596501 亿元，比上年增长 8.1%，扣除价格因素，实际增长 8.8%，固定资产投资仍保持较快增长。分产业看，第一产业投资 18838 亿元，

比上年增长 21.1%；第二产业投资 231826 亿元，增长 3.5%；第三产业投资 345837 亿元，增长 10.9%。

2016 年，全国基础设施总投资 118878 亿元，较上年增长 17.4%，占全部固定资产投资（不含农户）的 19.9%。基础设施投资仍保持高位运行，但增速略有放缓。2016 年，房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，比上年名义增长 6.9%，其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。考虑到基础设施投资规模持续增长、房地产行业有所回暖等因素，建筑业仍面临良好的发展前景。

（2）建筑行业政策及竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业工程管控及成本控制方面是其较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑市场企业竞争格局很难打破。

（3）行业关注

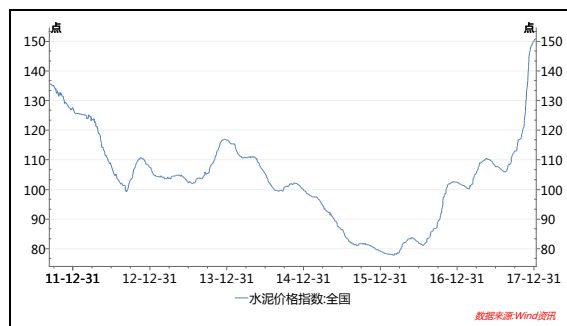
行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年之前，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本控制；2016 年后，钢材和水泥价格呈大幅上涨趋势，对建筑企业成本控制造成一定影响。

图 3 近年全国水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2014 年至 2015 年 12 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。2016 年全国钢材价格受基建和工业需求有所回升而出现大幅度上涨，整体价格累计同比涨幅已经超过 30%。

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以

及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。2017年1~12月，受煤炭价格止跌反弹影响，水泥价格整体继续推涨。截至2017年底，全国水泥价格指数增至149.90。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

(4) 建筑行业发展趋势

联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年9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(股权占比60%)、邵燕芳(占比20%)、邵剑芳(占比20%)三位自然人，其中邵钦祥为公司实际控制人。

2. 公司规模及竞争力

花园集团是全国大型企业集团，截至2017年9月底，有39家全资和控股公司，是全国文明乡镇企业和国家高新技术企业，在全国工商联发布的2016年中国民营企业500强排行榜中名列313位。公司2016年名列中国民企制造业500强第189名，浙江省百强企业第77位。

维生素D3系列产品是公司的核心产品，

其独特的生产工艺达到国际先进水平，并拥有自主知识产权。VD3项目是“国家重点火炬计划项目”、“国家重点技术创新项目”以及“国家高科技产业化示范工程项目”；“花园”牌维生素D3是与中科院产学研结合的产物，生产技术和生产工艺处于国际领先水平，荣获“国家科技进步二等奖”和“中石化协会科技进步一等奖”。公司正致力于打造成为“世界最大的维生素D3上下游产品生产商”。目前，公司VD3年产能达6480吨，是全球最大的VD3生产厂家，约占全球供给的50%左右。

建筑板块方面，公司现有房屋建筑施工总承包壹级资质，市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包叁级资质；公司拥有高、中、初级各类专业技术职称人员500余人(其中一级建造师17人，高级职称13人)，各技术工种和特殊工种全部实行持证上岗；公司通过了ISO9001:2000质量管理、ISO14001:2004环境管理、GB/T28001:2001职工健康安全管理体系三个体系的认证。

新材料方面，公司自2015年开始自主研发以难燃纸蜂窝芯板为芯材，不燃板材为面板，经过粘结、加压而成的复合墙板。该产品系国内首创，具有保温节能、重量轻、施工速度快、防火防水、隔音、抗震性高等多种优越功能。该种新型建筑材料符合国家及各省市区对于装配式建筑以及建筑工业化政策，其中，浙江省出台了提高装配式建筑覆盖面的大力度政策，要求政府投资工程全面应用装配式技术建设，保障性住房项目全部实施装配式建造。2017年1月1日起，杭州、宁波、绍兴中心城区出让或划拨土地上的新建项目全部实施装配式建造，到2020年，实现装配式建筑占新建建筑比例达30%。同时根据财政部、国税总局【2015】73号《关于新型墙体材料增值税政策的通知》，对新型墙体材料实行增值税即征即退50%的政策，将极大地促进该产品的应用和推广。后续可借此实现公司内部新材料与建筑施工的业务联动，带动建筑施工的产业

升级转型。

公司所拥有的红木家具市场是目前全球最大的专业红木家具批发市场，拥有花园红木家具市场一至五期市场群，在全国乃至全球确立了红木家具专业批发市场和红木产业集聚地的地位。截至 2017 年 9 月底，商铺出租率达 100%。来自全国各地的 1800 余家红木家具生产企业上百余个知名品牌、数万种红木家具及木质工艺品常年在市场里展销。

3. 研发与创新

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

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

表 1 公司研发中心基本情况

公司名称	研发中心名称	级别	人数
浙江花园生物高科股份有限公司	花园高科维生素 D3 系列产品科技研发中心	省级	41
杭州下沙生物科技有限公司	下沙生物科技省级高新技术企业研究开发中心	省级	
花园药业股份有限公司	金华市花园药业高新技术研究开发中心	地市级	36
浙江花园农业发展有限公司	浙江花园优质安全高效蔬果科技研发中心	省级	3
浙江花园金波科技股份有限公司	东阳市花园电子波纹管技术研究开发中心	县市级	15
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	18
花园新材料股份有限公司	花园新材料新型材料研究开发中心	县市级	25

资料来源：公司提供

公司生物医药注重产品研发工作，在立足自主创新的同时先后与中国药科大学等十余个高等院校、科研机构建立了长期的协作关系以促进产品的更新换代，提高企业核心竞争力。经过十余年的发展，公司已形成了良好的研发、生产、质量管理及成熟的供销网络。

2016~2017 年 9 月，公司研发费用（包括生物医药、农业、电子科技、铜加工及新材料等方面）投入分别为 7167.89 万元及 1551.97 万元。

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

4. 人员素质

公司现有董事和高级管理人员 9 人。

公司董事长兼总经理邵钦祥先生，64 岁，高级经济师，中共党员，全国当代优秀改革家、中国村社发展促进会副会长、浙江省第十二届人大代表、浙江省劳动模范、浙江省中小企业协会会长、浙江省奔小康带头人、金华市优秀社会主义建设者、金华市工商联副会长、金华人大农业与农村委员会副主任委员；现任公司董事长、总裁、党委书记；曾任花园村生产队长、村委会主任、村党支部书记、花园服装厂厂长、东阳市花园工业公司总经理兼党组负责人。

公司常务副总经理张胜海先生，48 岁，高级经济师，中共党员，曾任建设银行东阳支行行长兼党委书记、浙商银行计财部经理、浙大网新集团总裁助理。

截至 2017 年 9 月底，公司职工总数 4629 人，从学历构成看，大专以下占 23.06%，大专学历占 33.03%，本科学历占 42.23%，硕士学历占 1.36%，博士人数占 0.32%；从年龄结构看，35 岁以下占 41.42%，35 岁至 45 岁占 47.76%，45 岁以上占 10.82%；从专业结构看，生产人员占 50.68%，销售人员占 15.36%，技术人员占 13.00%，财务人员占 8.81%，行政人员占 8.40%，其他人员占 3.75%。

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

5. 外部支持与税收优惠

2017年4月20日，公司与东阳市南马镇花园村签署《关于整体合作开发建设浙江省东阳市南马镇花园村约定区域的框架协议》，协议显示，2017年3月15日，东阳市市委、市政府研究决定，将花园村周边的9个自然村或行政村统一并入花园村，并入后新增农户1643户，村民4577人，区域面积10294.85亩（折合6.86平方公里）。花园村与公司签订整体合作开发约定区域的框架协议，主要包括：（1）土地整理投资；（2）基础设施建设与维护；（3）公共设施建设与维护；（4）产业发展服务；（5）其他与合作区域开发建设相关的工作。同时，协议中规定了协议项下花园村对公司的委托是排他性的。截至2017年底，完成房屋拆迁4306间，共217246平方；建造房屋12207.5间，3万平方；道路修建改造58公里；土地平整15万平方米；供水排水管网4.1816万米；供电改造辐射2平方公里，以及其他基础设施投入。预计完成整个村基建需要2年时间，投入资金28亿元。

公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司及其子公司杭州下沙生物科技有限公司、花园药业股份有限公司、花园金波科技股份有限公司以及花园新材料股份有限公司等五家企业均是高新技术企业，享受企业所得税按15%征收的税收优惠政策。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》以及《公司章程》等法律、法规及规范性文件的要求，建立了由公司股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经营管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。公司的权力机构是股东大会，公司的管理实行董事会领导下的总经理负责制。公司设董事会成员3人，对股东会负责，公司董事

由非职工代表担任，经股东会选举产生，其中设董事长一人。公司设监事会，设监事一人，由非职工代表担任，经股东会选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。

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实现完全分离。

2. 管理水平

公司重视内部控制体系的建设，制定了《花园集团有限公司管理规章》，同时制定并不断完善了包括预算管理、财务管理、内部审计、采购管理、投资管理、融资及资金管理、下属企业管理等在内的一系列详细的内部控制制度。

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

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个方面制定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限额，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。公司在现金管理方面，严格了库存现金和收支的制度，明确了各级限额和审批权限，有效强化了公司对现金的管理。公司制定了的存货管理制度明确了存货管理职责、存货管理要求和存货账务处理。在资产管理方面，公司从固定资产管理、固定资产计提折旧、固定资产添置、固定资产重估、无形资产管理和摊销、递延资产管理等方面做出了具体规定。另外，公司还制定具体利润核算、费用开支的管理办法。在财务报表及相关管理部分，公司制定了以公司财务管理部及各企业主办会计为考核对象、以公司审计处处长及各企业主办会计为考核负责人的财务工作考核和奖惩制度，明确了内部财务管理办法、相关部门的工作职责。

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

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，规定在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（商店、站）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%。

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

融资及资金管理方面，公司为了加强对融资业务的控制，降低融资成本，有效防范资金管理风险，专门制定了融资管理制度。集团对下属各级公司采取严格的控制，对外融资统一由集团资金部、财务部统筹，并成立专门团队负责与金融机构对接，结合下属各家公司的实际生产经营情况设计融资结构与品种，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，集团按照原先各下属公司上报的资金需求，严格遵照银行相关规定进行资金的投放。拟上市公司花园生物高科则独立进行融资安排。

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。但不论何种责任制，资产所有权归集团公司，经营权属于承包者。经营者对所经营的资产应保值或增值。

公司对下属企业浙江花园生物高科股份有限公司、花园集团东阳服装有限公司、浙江花园药业有限公司等有污水和废渣处理的企业制定了专项环境保护规定，对相关部门和操作工制定了具体岗位责任和奖惩制度，对企业环保设备的安装、整改及验收做出了具体规定。同时公司还制定了《安全生产规定》、《计划生育若干规定》等具体规定，对安全生产、计划生育等方面的奖赔做出了规范。

整体而言，公司目前建立了较为完善的内部控制及管理制度，但公司作为家族式企业，股权及管理高度集中，对公司管理的科学和民主性具有一定影响。同时由于公司子公司较多且涉及不同行业，公司对下属企业的管控能力

有待进一步提高。

六、重大事项

对红木家具城的持有目的从单一租赁改为租赁和出售，调整投资性房地产评估方法

公司子公司东阳市花园红木家具开发有限公司 2016 年第 3 届股东会决议，公司将对红木家具城的持有目的从单一的租赁改为租赁和出售的双重目的，并拟在合适的时间和价格出售商铺，但市场管理仍然统一规划、统一管理。公司根据相关会计准则规定，由于持有目的的改变，投资性房地产的评估方法应从收益法调整为市场法，故公司重新评估了花园红木家具市场。公司对红木家具市场资产的计量均依据浙江普阳资产评估有限公司的评估报告确定期末公允价值。2014~2015 年，花园红木家具市场资产按照收益法进行估值，2016 年，由于持有目的发生变化，红木家具城资产采用市场法进行估值。花园红木家具市场近三年的价值评估如下：

表 2 花园红木家具市场近三年价值评估

项目	2014 年	2015 年	2016 年
报告文号	[2014]064 号	[2015]061 号	[2016]061 号
标的（平方米）	344492.51	344492.51	344410.86
评估方法	收益法	收益法	市场法
评估参数-租金收入	评估参数-租金收入		--
评估参数-税金及费用	收入的 18.1%	收入的 18.6%	--
评估参数-折现率	8%	8%	--
评估参数-收益期（年）	38	37	--
评估价值（万元）	342653.98	372821.14	574795.58

资料来源：公司提供

公司的投资性房地产主要是花园红木家具市场、农贸城等。根据第三方中介机构浙江普阳资产评估有限公司针对花园红木家具市场出具的评估报告，花园红木家具市场的评估价值为 574795.58 万元，较 2015 年底增加 201974.44 万元，同比增长 54.17%。受此影响，截至 2016 年底公司的投资性房地产科目大幅增长。同时，由于花园红木家具市场的评估增值，公司 2016 年度损益表中的公允价值变动损

益（评估增值部分）增加 201974.44 万元，扣除税收等因素，对公司 2016 年度净利润影响为增加 151480.83 万元。

花园高科非公开发行股票已完成

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

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

2017 年 1 月 23 日，花园高科鉴于首发募投项目年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3 项目效益已得到较好的体现，经花园高科与保荐机构协商，决定向中国证监会申请恢复花园高科 2016 年度创业板非公开发行 A 股股票申请文件并于 2017 年 2 月 23 日，收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请恢复审查通知书》（162253 号），中国证监会决定恢复花园高科非公开发行股票申请审查。

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

联合资信将持续关注花园高科本次非公

开发股票相关事项。

七、经营分析

1. 经营现状

目前，公司已形成以高科技产业为主导，传统产业和新兴产业相配套的多元化发展格局，构成公司营业收入的板块主要有：生物医药、建筑、铜业、贸易以及其他业务。2016 年公司实现营业收入 180.51 亿元，同比增长 16.97%，综合毛利率较 2015 年略有增长至 7.70%。分板块来看，市场商贸仍然为公司最大业务板块，2016 年实现收入 84.84 亿元，同比增长 18.51%，主要系内贸金属矿产贸易规模增长所致，毛利率较 2015 年略有下降；公司建筑板块收入同比变化较小，维持在 42 亿元左右，毛利率同比下降 1.34 个百分点；2016 年公司铜业板块快速增长，实现收入 35.19 亿元，毛利率增长至 3.75%，收入和毛利率增长主要系铜业二期项目宽幅铜板带投产和铜原材料贸易规模扩大所致；2016 年公司完成对维生素 D3 及其原材料羊毛脂生产线的技术改造，生物

医药板块收入同比增长 35.08%至 4.12 亿元，毛利率增长 6.90 个百分点至 36.41%；公司其他业务 2016 年实现收入 13.44 亿元，同比增长 36.72%，主要来自于新材料、建材等销售增长。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 182.02 亿元，同比增长 30.73%，综合毛利率 7.01%，其中市场商贸板块实现营业收入 78.36 亿元，同比增长 28.97%，主要系浙江祥云科技股份有限公司（以下简称“祥云科技”）贸易规模增长以及红木家具市场其他服务收入增加所致；铜业实现收入 53.90 亿元，同比大幅增长 77.44%，主要系铜业二期试产后新产品宽幅板和宽幅带销售规模增长以及铜价格上涨所致。毛利率方面，2017 年 1~9 月，公司综合毛利率较 2016 年变化不大，生物医药板块毛利率为 48.92%，较 2016 年增加 12.51 个百分点，主要系 25 羟基维生素 D3 与荷兰帝斯曼签署了 10 年的长期销售合同，实现稳定供货，该产品毛利率较高导致生物医药板块整体毛利率提升。

表3 2014~2017年9月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-9 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	4.37	3.33	33.43	3.05	1.98	29.51	4.12	2.28	36.41	4.15	2.28	48.92
建筑	35.44	27.07	10.71	42.19	27.34	9.91	42.92	23.78	8.57	35.60	19.56	8.15
市场商贸	60.67	46.33	8.61	71.59	46.39	5.13	84.84	47.00	4.74	78.36	43.05	4.57
铜业	22.96	17.53	2.97	27.66	17.92	2.71	35.19	19.49	3.75	53.90	29.61	3.54
其他	7.52	5.74	22.19	9.83	6.37	19.90	13.44	7.45	25.15	10.01	5.50	23.58
合计	130.96	100.00	10.18	154.32	100.00	7.42	180.51	100.00	7.70	182.02	100.00	7.01

资料来源：公司提供

2. 生物医药板块

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

（1）维生素 D3 系列产品

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

醇、羊毛酸等。截至 2016 年底，花园高科资产总额 8.77 亿元，所有者权益 7.53 亿元；2016 年花园高科实现营业收入 3.29 亿元，利润总额 0.51 亿元。2016 年花园高科营业收入及利润总额同比分别增长 117.62%和 330.53%，主要系羊毛脂综合利用项目及 25-羟基维生素 D3 项目投产所致。

原材料采购

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

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

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

公司作为最大的 VD3 生产厂家，全球近半的需求由公司供给，具有较强的行业话语权与定价权，能够将成本价格向下游转移，市场风险较小，近三年仍维持在 40%以上。

生产

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

生物主要生产 7-去氢胆固醇、饲料级维生素 D3 油、饲料级维生素 D3 粉。

公司拥有的 25-羟基维生素 D3 生产工艺是维生素 D3 产业链的高端产品，全球原仅荷兰帝斯曼掌握了该项工艺。公司 2006 年开始相并研究，2008 年申请了三项发明专利：分离 24-去氢胆固醇和胆固醇的方法、溶剂结晶纯化 3 β -胆甾-5,24-二烯-3-醇的方法、固定床吸附纯化 3 β -胆甾-5,24-二烯-3-醇的方法，与荷兰帝斯曼生产工艺相比，公司的工艺流程简单、成本低、收率高，公司利用 NF 级胆固醇副产品某甾体化合物作原材料，以公司独特的工艺技术可方便获取 25-羟基胆固醇，该项技术已达到了国际先进水平。2016 年公司生产 25-羟基维生素 D 31062.5 公斤，折合 25-羟基维生素 D3 粉 58.31 吨，实现营业收入 4846 万元。

从生产能力看，截至 2017 年 9 月底，公司已形成年产 NF 级胆固醇 200 吨、饲料级 25-羟基维生素粉 100 吨、饲料级 VD3 油剂 4000 吨、饲料级 VD3 粉剂 2000 吨、食品级 VD3 粉 480 吨、食品医药级维生素 D3 结晶 4000 万 1.U/g 为 10 吨的产能规模。

表 4 公司 VD₃ 系列产品产能及售价情况

产品类别	产能 (吨)	价格(万元)		
		2014 年	2015 年	2016 年
饲料级维生素 D ₃ 油	4000	71.29	50.48	62.90
饲料级维生素 D ₃ 粉	2000	93.37	64.51	63.65
食品医药级维生素 D ₃	480	128.87	131.99	121.64
维生素 D ₃ 汇总	--	91.43	66.26	65.95

资料来源：公司提供

注：公司生产的维生素 D3 系列产品规格繁多，为方便统计核算，本表及以下销售统计情况表均以 50 万 I.U./g 统一折算。

销售

在销售方面，公司维生素 D3 系类产品主要采取以直销为主、代理销售为辅的销售模式。国内销售一般采用款到发货的交易方式；国外销售主要为电汇交割（先款后货），并结合部分赊销的交易方式。

公司 VD3 产品大部分用于出口，销售区域主要集中在欧美等地区；近三年花园高科与下

沙生物 VD3 产品出口占 VD3 销售收入的比重分别为 64.15%、74.07%、76.67%。公司与法国安迪苏、德国巴斯夫、美国 RITA、荷兰帝斯曼 DSM、以色列 Lycored、荷兰 OROVIMI、荷兰

ORFFA 等一批有国际影响力的核心企业建立了稳定的业务关系。2016 年，公司前五名客户销售额度共计 1.99 亿元，占总额的 60.57%，客户集中度高。

表 5 公司 VD₃ 产品销售分部区域与销售情况（单位：万元，%）

销售区域	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	5694.53	35.85	3920.76	25.93	7676.93	23.33
国外	10189.52	64.15	11201.34	74.07	25232.44	76.67
合计	15884.05	100.00	15122.11	100.00	32909.37	100.00

资料来源：公司提供

（2）花园药业系列产品

花园药业是一家胶囊剂、片剂、茶剂制造和销售的企业，拥有冻干粉针剂、小容量水针剂、胶囊剂、片剂、原料药等生产线。花园药业主导产品为心脑血管健片，该产品为花园药业独家剂型产品，国家中药保护品种，功能主治为醒神健脑，化浊降脂。对心血管伴高纤维蛋白原症及动脉粥样硬化，肿瘤放疗、化疗所致的白细胞减少症有防治作用。随着中国人口老龄化时代的到来，心血管疾病呈逐年上升趋势，该产品销售收入呈稳定增长态势。截至 2016 年底，花园药业总资产为 15671 万元，负债总额 8086 万元，所有者权益 7585 万元；2016 年度实现营业收入 6711 万元，利润总额 826 万元。

花园药业在原材料采购方面，根据行业惯例以现款现货方式结算。其余如盐酸左氧氟沙星原料、茶叶提取物等均由供应商先行供货，然后在 30-60 天后统一以现款结算。

销售方面，目前除极少数国外核心大客户允许 60 天账期外，其余客户一律采用现款现货的结算方式。

花园药业经过近十年的发展，已有稳定的供销渠道，目前公司主要的原辅料供应商有浙江国邦药业有限公司，特一药业台山市新宁制药有限公司，上虞京新药业有限公司，浙江普洛康裕制药有限公司等大型生产商；产品销售商主要有吉林万通药业集团药品经销有限公司、安徽华源医药股份有限公司、华东医药股

份有限公司，浙江英特药业有限责任公司，国药控股江门仁仁有限公司等大型销售商，形成了良好的研发、生产、质量管理、供销网络。

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

3. 建筑板块

浙江花园建设集团有限公司（以下简称“花园建设”）为公司建筑板块的经营主体，花园建设拥有房屋建筑施工总承包一级资质，市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包三级资质，可承接公共建筑、住宅工程、古典建筑、工业建筑、市政道路、机电设备和装饰装修等多方位的业务。截至 2016 年底，花园建设资产总额 19.37 亿元，负债总额 9.02 亿元，所有者权益 10.36 亿元；2016 年实现营业收入 45.44 亿元，利润总额 2.76 亿元。

公司通过树立“花园建设”的统一品牌，强化精品、服务创造价值的理念，明确了以“大市场、大业主、大项目”为主的目标市场策略，并形成了以花园建设为协调牵头，分、子公司等二级机构为主体的纵向市场营销体系，以及总承包型企业与专业化公司相互配合的横向营销体系。2015 年面对全行业低迷的市场现状，公司对运营模式进行较大幅度的调整：组建财务清算及遗留问题处理两个小组，对全部原有

16 家分公司进行逐一清算，重点处理客户以及项目部的应收款清算催收；对项目部将资金管理和工程款的收付工作通过 ERP 系统统一由花园建设掌控，对每一个项目均由公司安排统计、工程两个人员进行管理。所有材料均由统计员登记入库，并对工程管理通过高清摄像头进行远程监控，实时掌握项目现场施工情况。对分公司财务进行统一集中化信息化管理，计划分三步完成，2015 年已实现财务信息化，2016 年着重协同办公信息化，后期将全面实行工程信息化管理。

2016 年，公司承建了浙江师范大学附属花园外国语学校、宁波某港区鼠浪湖房建道堆工程、怀化武陵山国际商贸物流城一期工程、磐安县石坑里安居小区一期 PPP 项目等共计 149 个项目工程（包括房建工程 96 个、公用建筑 21 个、工业建筑 32 个），实现收入 45.42 亿元。业务主要集中在华东地区项目 80 个，贡献收入 21.03 亿元，占比 46%，是公司主要的发展区域。

截至 2017 年 9 月底，公司已签施工合同项目共计 117 个，合同总造价 187.14 亿元，总建筑面积 1029 万平方米，项目储备较为充足。

工程结算方式上，公司一般根据当地建筑工程预算定额为计价依据，工程量按施工图、设计变更联系单、隐蔽工程记录单及建设单位、监理单位签发的有效书面单据为依据计算。一般工程招投标中标后公司带资进场开始建设，前期资金均由其自行筹集，待正负零达成后业主方开始支付工程款，按项目形象进度逐月结算并支付工程款项，一般在建筑结顶时工程款总价的 95~97% 应实现回收，剩余 3~5% 作为质保金将在 2~3 年后质保期届满时统一进行结算。

总体看，公司建筑板块资质较为齐全，已签施工合同项目量较为充足。

4. 市场商贸板块

公司市场商贸板块的经营主体主要为公司

本部东阳贸易分公司、浙江花园进出口有限公司（原花园工贸集团杭州进出口有限公司，以下简称“花园进出口”）、祥云科技本部以及东阳市惠宝商贸有限公司，其中公司本部、东阳市花园木材有限公司以及东阳市惠宝商贸有限公司，其中公司本部、东阳市花园木材有限公司以及东阳市惠宝商贸有限公司主要依托花园村红木产业链进行红木原木贸易；花园进出口及祥云科技本部主要业务为国际贸易和国内贸易（以下简称“内贸”）。

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

（1）进出口贸易及内贸

从进口商品看，公司以进口偏光片、扩散片、化工产品、木材、有色金属等商品为主；从进口地区看，日本、韩国、台湾智利和非洲是公司主要进口区域。2016 年，公司进口合计金额 18.19 亿元，占贸易收入总额的 21.38%。

表 6 公司主要进口业务情况（单位：万元）

进口商品	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-9 月
偏光片扩散片	24372	15379	14125	6237
化工产品	24874	13578	11485	4374
木材	53791	54243	40339	31129
金属矿产	59930	161600	113052	52709
塑胶地板	2182	1612	2002	1342
大麦	--	140	929	633
合计	175149	246552	181932	96424

资料来源：公司提供

从出口商品看，公司以出口服装、机床、摩托车配件、小商品、医疗器材等商品为主。2016 年公司出口额合计 0.29 亿元，占贸易收入总额的 0.34%。

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。2016 年，公司内贸收入为 66.55 亿元，占贸易收入总额比重的 78.24%。其中，电解镍和电解铜大幅增长主要系公司近年因市场波动较大，为规避风险而主要从事套利贸易所致。

表 7 公司主要内贸业务情况 (单位: 万元)

内贸商品	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-9 月
木材	68885.00	75487.00	86290.00	92819.00
化工产品	41770.00	39358.00	29766.00	65792.00
金属矿产	253266.00	313124.48	549204.54	505502.12
棉花	5295.00	--	--	--
其他	16420.00	15718.52	233.00	--
合计	385636.00	443688.00	665493.54	664113.12

资料来源: 公司提供

从结算方式看, 公司国际贸易业务结算货币统一为美元。除少部分木材进口采用后 T/T 汇款外, 其绝大部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和部分化工产品业务。木材的交易结算按行业惯例一律采用现款方式, 付款提货; 化工产品方面, 公司一般利用充裕的资金和现有的买家渠道, 用现款以低于市场平均水平一定幅度的价格采购如乙二醇之类的其他公司用来融资的大宗化工品种, 并销售给真正将其作为原料用于生产的实业型企业, 由于销售的价格仍较市场普遍价格为低, 故其结算仍以现款为主。电解铜采购方面主要为国内采购, 公司通过与国外、上海、宁波的贸易商按在一定期限内以沪铜期货价盘面点价模式采购 (在需要电解铜时公司与贸易商签订采购合同, 约定发货时公司支付给贸易商发货当天上海现货价的 90% 款项, 公司可在一定期限内按沪铜期货价盘面点价, 最终按点价时的沪铜期货价加现货升贴水与贸易商作为最终价格), 结算货款, 避免了铜价波动的风险。

(2) 红木家具市场

花园红木家具市场是专业从事红木家具市场的建设开发、管理、租赁招商、运营等业务

为一体的综合性公司, 是目前全球最大的专业红木家具展示批发市场, 拥有花园红木家具市场一至五期市场群。

截至 2017 年 9 月底, 公司拥有市场经营面积 306120.98 平方米、商铺 1432 个、入驻红木家具品牌经营户 1800 余户, 商铺出租率高达约 100%。2016 年, 花园红木实现营业收入 2.27 亿元, 由于公允价值变动, 利润总额 21.33 亿元 (剔除评估增值后利润总额为 1.13 亿元); 2017 年 1~9 月, 实现收入 1.88 亿元, 利润总额 1.00 亿元。

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

5. 铜业板块

浙江花园铜业有限公司 (原浙江昌兴铜业有限公司, 以下简称“花园铜业”) 为公司铜业板块的经营主体, 经营范围为铜及其他有色金属加工、销售, 及相关技术服务。公司主要业务为从事高精度紫铜板、紫铜带、紫铜棒、紫铜排及异型铜材的加工生产, 目前, 公司加大科技投入, 引进行业内专业的技术人才, 组建了铜合金技术研究开发中心, 研发市场上急需的“高、精、尖”产品, 大大提高了产品的技术含量和附加值, 产品产量和质量得到了大幅提升。截至 2016 年底, 花园铜业资产总额 12.04 亿元, 负债总额 5.67 亿元, 所有者权益 6.37 亿元; 2016 年实现营业收入 35.19 亿元, 利润总额 1.12 亿元。

原材料采购

公司铜业生产原材料以电解铜为主, 辅以部分废铜, 采购情况及采购方式如下:

表 8 公司铜业主要原材料采购情况

主要原材料			采购量 (吨)				采购价格 (元/吨)			
名称	15 年占成本比重 (%)	16 年占成本比重 (%)	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
电解铜	91.68	87.60	39527	60963	105728	118110	49030	40750	38435	48038

废铜	1.42	2.30	2622	9792	2952	575	44955	39028	36468	47627
合计	93.10	89.90	42149	70755	108680	118685	--	--	--	--

资料来源：公司提供

原材料采购方面，2016 年公司共采购电解铜 105728 吨，同比增长 73.43%；2016 年电解铜采购价格 38435 元/吨，同比下降 5.68%。

电解铜是通过上海、宁波等地的贸易商参照当月沪铜期货价，按上海现货价升贴水实时采购，避免了直接进口引起汇率波动及铜价波动的风险；废铜的采购定价模式主要参照佛山灵通废铜收购价；结算方面，电解铜到货付暂估铜款 93%，现款现货；废铜采用到货半个月内存款模式。近三年，公司主要原材料采购量增长，采购成本有所增加。目前，公司与各主要供应商维持良好合作关系，2016 年前 5 大原材料供应商采购合计 24.57 亿元（不含税），占比 68.92%。

生产销售

公司铜业一期拥有年产 2 万吨铜合金板带材的生产能力，形成了涵盖紫铜、黄铜两大系列，拥有 T2、T3、TU2 及以上各类牌号，厚度从 0.05mm 到 2.5mm、宽度从 30mm 到 600mm，包括高中低档不同规格、不同牌号、不同状态的几十个品种，上百种规格的板带材产品。

花园铜业目前建设的年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带生产线（铜业二期项目）被列入浙江省《2012 年重点建设项目名单》。该项目是近年来中国有色金属加工行业起点最高、投资最大、幅面最宽的铜板带加工项目，被列入 2014 年度国家火炬计划项目、浙江省重大工业化项目。2016 年 9 月底项目主体厂房已建造完毕，厂房面积达 33454 平方米，第一条生产线（产能 3 万吨）已于 2015 年 8 月进行安装，2016 年 2 月部分设备进入调试阶段，2016 年 5 月全线贯通并于第四季度进行试产。项目厂房及基建、公辅设施按 10 万吨产能建造。2016 年生产 0.23 万吨，2017 年 1~9 月生产 1.53 万吨。

公司实行“以销定产”的定单生产模式，2016 年，公司的产能利用率达到 80.78%，保持较高水平。

2015 年年产十万吨高精度宽幅铜板带生产线项目部分完工，开始生产前端产品铜锭，从而对应铜锭产能由 2.5 万吨变为 4 万吨。2016 年公司进行产品结构调整，公司新产品宽幅板和宽幅带产能分别为 2000 吨和 1000 吨，产量分别达到 1615 吨和 732 吨。

表 9 公司主要铜业产品的产能和产销量情况（单位：吨）

主要产品	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量
铜锭	25000	25940	40000	38587	38000	27126	30000	29759
铜排	7000	5266	8000	6526	8000	7606	6600	6603
铜板	4500	3816	6000	5004	5000	5173	7500	7551
铜棒	4000	1950	4000	3174	6000	5966	7500	7534
铜带	3200	2780	3200	1818	3200	2837	2000	2002
宽幅板	--	--	--	--	2000	1615	3000	2580
宽幅带	--	--	--	--	1000	732	15000	12725
合计	43700	39752	61200	55109	63200	51056	71600	68754

资料来源：公司提供

公司销售渠道较为通畅，2016 年前 5 大主要客户销售合计 7.34 亿元，占销售收入的 20.86%，集中度较低。

销售价格方面，2016 年铜板、铜带、铜排、铜棒和铜锭价格均较 2015 年有所下降，降幅分别为 9.56%、7.92%、7.78%、4.69% 和 2.51%。

2016 年新产品宽幅板和宽幅带附加值较高，售价均高于公司传统铜加工产品。

表 10 近年公司产品销售价格情况（单位：元/吨）

产品	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
铜板	55016	46850	42369	53136

铜带	55693	46873	43159	53100
铜排	54328	44758	41275	52185
铜棒	52658	43865	41806	52093
铜锭	48267	40950	39923	50507
宽幅板	--	--	46284	54387
宽幅带	--	--	45279	55427

资料来源：公司提供

凭借生产规模优势以及稳定、可靠的品质，公司产品自 2010 年开始广泛应用于电力、机械制造、交通等各行业，产品销量不断增长，其中 2016 年，贸易商品规模，公司铜业板块销售收入同比增长 27.25%，达到 35.19 亿元（贸易商品收入 16.95 亿元）。2017 年 1~9 月，公司铜业板块实现收入 53.90 亿元（贸易商品收入 22.93 亿元）。

表 11 近年公司铜业板块产品销售收入情况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
铜排	27024.15	24965.02	26833.78	29451.07
铜棒	11048.40	11899.79	18484.62	33544.33
铜板	20994.63	20037.38	21605.91	34293.16
铜带	15485.29	7283.34	10466.79	9086.00
铜锭	120014.23	135054.50	92560.59	128464.77
转口商品	33937.00	16639.26	3101.50	-
贸易商品	--	58884.23	169528.20	229319.64
宽幅板	--	--	6388.85	11993.00
宽幅带	--	--	2832.86	60282.80
其他	1071.60	1788.87	119.17	2613.47
合计	229575.30	276552.39	351922.27	539048.24

资料来源：公司提供

总体看，通过产品结构调整升级，公司向高质量、高精度的宽幅铜板带材生产加工发展，2016 年完成二期项目建设后，公司宽幅铜板带将有助于提高铜业板块毛利水平。

6. 其他业务板块

公司其他业务板块包括新材料、旅游休闲、食品和教育等。2016 年，该板块收入 13.44 亿元，同比增长 36.72%。

新材料

花园新材料股份有限公司（以下简称“花园新材料”）成立于 2012 年 3 月，现注册资本 6000 万元，其中花园集团有限公司持股比例是 86.15%；主要经营项目：新型建筑材料、包装材料（以上不含危险品）的研发、生产、销售；包装装潢、其他印刷品印刷；包装盒加工、销售；货物进出口业务。花园新材料占地面积 46173 平方米，生产厂房面积 25726 平方米，办公楼面积 9881 平方米；拥有年产 1.8 亿平方米新型纸包装材料生产能力，采用先进的产品技术及其完善的检测工艺，分别从国内外引进代表当代瓦楞包装先进水平的流水线设备，现有 2.2 米、2.5 米五层全自动进口宽幅高速瓦楞纸板生产线各一条、1.8 米七层全自动进口宽幅高速瓦楞纸板生产线一条，年产 250 万平方米全自动纸蜂窝复合墙体板材料生产线一条。

公司主营产品包括包装纸箱、纸板和新型复合墙体板两大类。其中，包装纸箱、纸板主要为公司传统包装产品，适用于大型五金件、装备、食品、药品、家电、红木家具等；新型复合墙体板采用纸蜂窝设计和高分子蜂窝设计，可应用于学校、医院、高层建筑、办公室等公共建筑及民用建筑。2016 年 4 月至今，公司作为第二主编单位参与制定的《建筑用纸蜂窝复合墙板》国家建筑工业行业标准已完成意见征求网上公示，现已报国家建筑标准司签发，预计将在 18 年内完成发布。但公司在 2017 年内已取得住建部《建筑用纸蜂窝复合板》科技新产品认证证书，成为全国在该行业中唯一取得此证书的企业，在对外推广销售上已无任何障碍，奠定坚实的行业基础。

截至 2016 年底，花园新材料资产总额 23140 万元，负债总额 14621 万元，所有者权益 8519 万元；2016 年实现营业收入 23649 万元，利润总额 1326 万元。

教育

学校架构设置及运营方面，公司在教育产业投资上独创性地进行了架构设计，进行分级投资，其中出资 5000 万元与浙江师范大学合作

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

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

年 4 月，东阳市人民政府与浙江师范大学签订了共建浙江师范大学附属东阳花园外国语学校合作协议。东阳市委、市政府按照合作办学协议精神，在政策优惠、人员编制等各个方面予以支持

目前，学校已全部完工并于 2017 年 9 月 1 日正式开学，当年招收幼儿园小中大班及小学 1-3 年级共 36 个班，招生学生数约 1200 人。2018 年 9 月开始招收初中一年级直至开设到高三年级，实现十五年一贯制教育。学校最终开办 90 个班，在校学生可以达到 3000 人。

7. 经营效率

2014~2016 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略有下降。2016 年三项指标分别为 16.12 次、6.07 次和 1.12 次。总体来看，公司经营效率尚可。

8. 项目建设与未来发展

项目建设

目前，公司在建工程项目主要有年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目、年产 4000 吨环保灭鼠剂项目、超纯羊毛脂项目以及年产 60 吨心脑血管片原料提取生产线技改项目。截至 2017 年 9 月底，主要项目已完成投资 69257.28 万元，未来还需投入 14277.51 万元。

表 12 截至 2017 年 9 月底 公司主要投资项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资(自筹/融资)	已投资金额	计划投资额		开工时间	预计竣工时间	工程进度
			2017 年	2018 年			
年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目	67000 (27000/40000)	62111.13	5000.00	2298.87	2012	2020.12	年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目第一条生产线已试生产，2017 年 6 月将转入固定资产，后续酌情逐步增加设备，最终达到 10 万吨产能。
年产 4000 吨杀鼠剂制剂项目	18119.57 (7400/10719.57)	1636.65	6000.00	10478.64	2015.7	2017.12	预计投资总额的 10%。
超纯羊毛脂项目	2350 (2350/0)	2077.50	360.59	--	2015.1	2017.12	预计投资总额的 86%。
年产 60 吨心脑血管片原料提取生产线技改项目	6000 (6000/0)	3432.00	4500.00	1500.00	2016.10	2018.10	主体工程已经完成，等待验收。
合计	93469.57 (42750/50719.57)	69257.28	15860.9	14277.51	--	--	--

资料来源：公司提供

公司未来拟建项目主要包括（饲料）核心预混料项目、花园红木家具国际物流中心和年产 800 万平方米多功能轻质符合墙板建设项目二期、三期，计划总投资 17.30 亿元（其中，自筹资金 8.07 亿元，融资 9.23 亿元）。预计 2018 年投入 5.14 亿元。

整体看，公司在建及拟建项目，投资规模较大，投资及建设进展良好，未来投资项目资金压力尚可。

未来发展

公司未来将定位于产业经营与产业投资并重发展，成为在核心产业领域拥有优秀企业，并具有品牌影响力的企业集团。以推进工业化为重点，以优化升级为主线，通过经济结构的调整，大力发展生物与医药、基础材料与机械制造、红木家具市场经营及产业整合、建筑、传统产业及现代农业与生态旅游等产业，逐步实现产业结构的科技化、规模化，推进花园集团经济全面、协调、可持续发展。

公司中长期的战略目标是逐渐从“以产业经营为主”向“产业经营与产业投资并重”发展战略转型，优化公司治理结构，创新体制和机制，增强核心竞争力，以卓越的企业文化，杰出的员工队伍塑造优秀的“花园”品牌，实现产业资产规模与利润翻番，实现多家控股子公司的上市，力争到“十三五”期末，公司实现营业收入 350 亿元。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 年度财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2015~2016 年度财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年第三季度的财务数据未经审计。

2014 年公司新纳入 12 家子公司，1 家子公

司不再纳入合并范围；2015 年公司新纳入 3 家子公司，2 家子公司不再纳入合并范围。除辽宁花园建设有限公司于 2016 年 12 月 28 日注销，2016 年未发生其他合并范围的减少。2016 年公司新设 3 家子公司并纳入本期合并范围，分别是东阳市花园民间资本管理股份有限公司、东阳市花园教育产业投资管理有限公司、东阳市花园假日酒店有限公司（其中，东阳市花园教育产业投资管理有限公司本期实现利润 1990.32 万），新纳入合并范围子公司对整体财务状况影响较小。2017 年 9 月底，纳入合并财务报表范围内的控股子公司减少 1 家，增加控股子公司 2 家，总家数为 39 家。

公司 2015 年审计报告中，采用追溯重述法对前期会计差错进行更正。主要为：对租赁给子公司的投资性房地产在合并中予以还原。涉及调整对公司财务报表影响较小。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 183.50 亿元，所有者权益合计 84.14 亿元（其中少数股东权益 7.38 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 180.51 亿元，利润总额 27.92 亿元（包含公允价值变动损益 20.20 亿）。

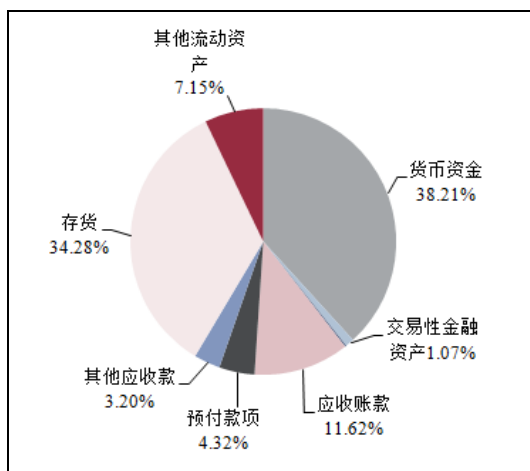
截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 196.63 亿元，所有者权益合计 89.53 亿元（其中少数股东权益 8.12 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 182.02 亿元，利润总额 7.47 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额保持稳定增长态势，年复合增长 25.81%。截至 2016 年底，公司资产总额为 183.50 亿元，同比增长 31.55%。其中，流动资产占 49.65%，占比由于非流动资产的大幅增长而降至 50% 以下。

2014~2016 年，公司流动资产呈较快增长态势，年复合增长 21.84%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 91.11 亿元，同比增长 20.65%。

图 4 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金年复合增长 26.81%。截至 2016 年底，货币资金 34.81 亿元，同比增长 39.64%，主要系本期经营活动与筹资活动金流入所致，3 个月以上的受限货币资金 14.02 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款年复合增长 36.05%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 10.59 亿元，同比稍有下降。公司共计提坏账准备 0.27 亿元，计提比例为 2.45%。其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 10.56 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 97.30%，账龄短。截至 2016 年底，公司应收账款前五名合计欠款 1.91 亿元，占应收账款总额的 17.57%，公司应收账款集中度较低，坏账风险低。

2014~2016 年，公司预付款项年复合下降 17.35%。截至 2016 年底，公司预付款项 3.93 亿元，同比下降 17.58%，主要为 1 年以内预付款项；按预付对象归集年末余额前五名的预付款合计 1.26 亿元，占 31.98%。

2014~2016 年，公司其他应收款年复合下降 25.73%。截至 2016 年底，公司其他应收款净值 2.91 亿元，同比下降 44.45%，本期减少主要系子公司建设集团对项目经理的代支款进行清理所致。其中，账龄在 1 年以内（含 1 年）占 62.84%，1-2 年占 20.31%，2 年以上占 16.85%。截至 2016 年底，公司其他应收款共计

提坏账准备 0.09 亿元。

2014~2016 年，公司存货年复合增长 26.53%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 31.23 亿元，包括原材料 2.50 亿元（占 7.99%）、在产品 1.45 亿元（占 4.64%）、库存商品和发出商品 15.91 亿元（占 50.94%）、开发成本 0.11 亿元（占 0.35%）、开发产品 3.29 亿元（占 10.53%）和工程施工 7.98 亿元（占 25.55%）。存货年末余额同比增长 31.99%，存货增长幅度较大的原因主要是建设板块的验收周期延长，制造和贸易板块的经营扩大导致。

2014~2016 年，公司非流动资产呈快速增长态势，年均增长 30.13%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 92.39 亿元，同比增长 44.42%，以投资性房地产（占 65.08%）和固定资产（占 18.91%）为主。

2014~2016 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 28.24%。截至 2016 年底，公司投资性房地产 60.13 亿元，同比增长 61.21%，主要是花园红木家具开发公司名下红木家具城一至五期增值所致，该批地产持有目的从单一租赁改为租赁和出售，建筑面积 344410.86 平方米的地产平均单价上涨至 16689.24 元，增值率 54.17%。

2014~2016 年，公司固定资产波动增长，年复合增长率 21.44%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 17.47 亿元，同比略下降 0.99%，包括房屋及建筑物（12.70 亿元）、运输设备（0.51 亿元）、生产设备（3.77 亿元）和电子设备及其他（0.50 亿元）。

2014~2016 年，公司在建工程年复合增长 73.91%。截至 2016 年底，公司在建工程合计 9.13 亿元，同比增长 134.15%，主要为花园铜业二期厂房工程、教育公司-花园外国语学校建设。

2014~2016 年，公司无形资产年均增长 27.94%。截至 2016 年底，公司无形资产 3.42 亿元，同比增长 36.60%，主要系新增土地使用权 1.12 亿元所致。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 196.63 亿元，较 2016 年底增长 7.16%。公司流动资产与非流动资产比例保持相对稳定。

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

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益呈较快增长态势，年复合增长 22.32%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 84.14 亿元（其中少数股东权益为 7.38 亿元），以实收资本（10.00 亿元）、其他综合收益（13.78 亿元）和未分配利润（49.69 亿元）为主，同比增长 37.85%，主要来自未分配利润同比增长 70.57%；其他综合收益来自投资性房地产转换日公允价值与账面价值比较的增值部分。截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 89.53 亿元（其中少数股东权益为 8.12 亿元），结构较 2016 年底变化不大。

总体看，公司未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2014~2016 年，随着公司经营规模的扩大，公司的负债规模增长较快，年复合增长 29.01%。截至 2016 年底，公司负债合计 99.36 亿元，同比增长 26.66%。其中，流动负债占 75.81%，负债结构以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债年复合增长 22.21%。截至 2016 年底，流动负债 75.32 亿元，同比增长 15.97%，以短期借款（21.27%）、应付票据（18.97%）、应付账款（13.48%）、其他流动负债（34.52%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款波动较大。截至 2016 年底，短期借款增长 50.56%至 16.02 亿元，主要是本期营运占用资金增加导致对外

融资增加，包括抵押借款 4.02 亿元和保证借款 12.00 亿元。截至目前，公司无到期未偿还短期借款。

2014~2016 年，公司应付票据年复合增长 45.32%。截至 2016 年底，公司应付票据余额 14.29 亿元，同比减少 4.20%，均为银行承兑汇票。

2014~2016 年，公司应付账款大幅增长，年均复合增长 84.64%。截至 2016 年底，公司应付账款 10.15 亿元，较 2015 年增长 17.55%，包括材料款 8.80 亿元、设备款 0.15 亿元、工程款 1.19 亿元和劳务分包款 0.02 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动负债保持快速增长态势，复合增长 35.91%。截至 2016 年底，公司其他流动负债 26.00 亿元；2016 年期间新发行债券共计 36 亿元，到期偿还债券 31 亿元，相较 2015 年净增加 5 亿元。

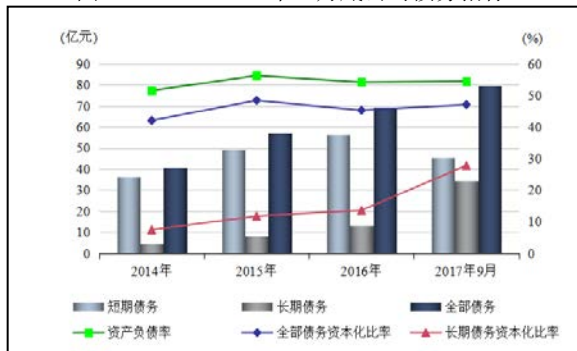
2014~2016 年，公司非流动负债保持快速增长趋势，复合增长 61.06%。截至 2016 年底，公司非流动负债 24.04 亿元，同比增长 78.07%。其中，长期借款 1.20 亿元（占 4.99%），应付债券 12 亿元（占 49.92%）和递延所得税负债 10.80 亿元（占 44.93%）。公司应付债券新增 5 亿元，系公司 2016 年发行“16 花园 MTN001”。递延所得税负债增长 101.96%，主要由于公允价值增加导致提取所得税负债增加。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额 107.10 亿元，较 2016 年底增长 7.79%；其中，流动负债较上年下降 17.83%至 61.89 亿元，主要是部分银行间债务融资票据到期偿还所致。公司非流动负债同比增长 88.03%至 45.21 亿元，大幅增长主要是公司为调整负债结构进行了股权质押借款以及新发行公司债及中期票据所致。

2014~2016 年，公司全部有息债务复合增长 30.56%。截至 2016 年底，公司全部债务总额为 69.51 亿元，同比增长 21.51%，包括短期债务 56.31 亿元与长期债务 13.20 亿元。公司近三年债务规模持续上涨，主要因公司营运资金需求较大，发行中期票据、短期融资券所致。

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务达到 79.57 亿元，债务规模较上年底有所增加；其中，短期债务较上年底下降 19.75% 至 45.19 亿元，长期债务较上年底增加 21.18 亿元至 34.38 亿元，债务结构向长期债务倾斜。

图 5 2014~2017 年 9 月底公司债务指标



资料来源：根据公司审计报告整理

从债务指标看，2014~2016 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所波动，长期债务资本化比率呈上升趋势；近三年各项指标均值分别为 54.25%、45.54% 和 11.78%；截至 2016 年底，三项指标分别为 54.15%、45.24% 和 13.56%；截至 2017 年 9 月底，上述指标分别为 54.47%、47.05% 和 27.74%。

总体看，公司负债保持增长趋势；长期债务大幅增长较快，债务结构有所优化，但短期偿债压力仍较大。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入保持较快增长，复合增长 17.40%。2016 年，公司实现营业收入 180.51 亿元，同比增长 16.97%，主要由贸易收入（占 46.85%）、工业品销售（占 24.18%）和工程收入（占 23.79%）构成。铜业板块和贸易板块对营业收入增加的贡献较大。综合来看，营业收入呈现平稳较快的增长趋势；公司经营规模的扩大导致公司各项成本和开支增加，2016 年，公司营业成本 166.61 亿元，同比增长 16.62%。

2014~2016 年，公司期间费用呈下降趋势，复合下降 3.88%，2016 年为 6.22 亿元，占营业

收入比重的 3.45%，公司期间费用控制情况较好。

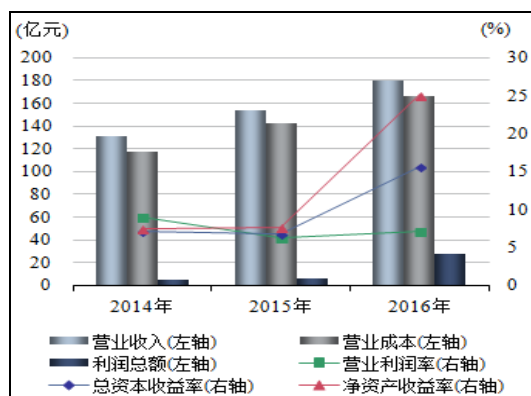
2014~2016 年，公司分别实现公允价值变动收益 0.27 亿元、3.02 亿元和 20.20 亿元，2016 年大幅增长系红木家具市场以公允价值计量的投资性房地产变化所致。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 0.14 亿元、0.16 亿元和 0.66 亿元，主要为公司从事生态农业、生物医药、新材料产业等收到的政府补贴及非流动资产处置利得。

2014~2016 年，公司利润总额分别为 5.31 亿元、6.27 亿元和 27.92 亿元；2016 年同比大幅增长，系花园红木家具市场评估增值致使公允价值变动损益大幅增长。

盈利指标方面，2014~2016 年，公司营业利润率有所波动，2016 年为 7.20%，较上年略有回升。排除公允价值变动外，主要是公司各业务板块盈利水平增长、土地收储补偿与税费减少使得净利润增长。2014~2016 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈上升态势；2016 年，总资产收益率为 15.66%，较上年增加 8.82 个百分点；净资产收益率为 25.13%，较上年增加 17.47 个百分点。

图 6 2014~2016 年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 182.02 亿元，与 2016 年全年收入规模相当；利润总额 7.47 亿元；营业利润率为 6.78%，较上年底减少 0.42 个百分点。

总体看，公司销售规模不断扩大，主营业

务盈利能力稳定；2016 年红木家具市场评估增值导致利润水平激增，未来商铺销售有望提升公司的综合盈利水平。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率有所波动，截至 2016 年底为 120.97%和 79.50%。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 157.17%和 106.40%，较 2016 年底有所提高。2014~2016 年公司经营现金流动负债比分别为 11.33%、6.14%和 10.42%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 持续增长，三年分别为 8.93 亿元、10.56 亿元、和 31.98 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.24 倍、3.09 倍和 11.10 倍，呈波动增长趋势；全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.57 倍、5.42 倍和 2.17 倍，波动较大。综合考虑债务规模变动及投资性房地产公允价值对净利润的影响，公司 EBITDA 对长期债务的偿还能力尚可。

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

截至 2017 年 9 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 108.50 亿元，尚未使用的额度为 67.47 亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司花园高科为创业板上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（企业信用代码为：G10330103001496809），截至 2018 年 1 月 12 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 7 笔贷

款被列为关注类，均已正常还款。

7. 抗风险能力

公司业务板块多元化发展，在一定程度上有助于分散风险。未来随着中国居民人均收入不断提高以及医疗消费的升级，公司主导行业维生素类生物医药的市场前景良好。

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

九、结论

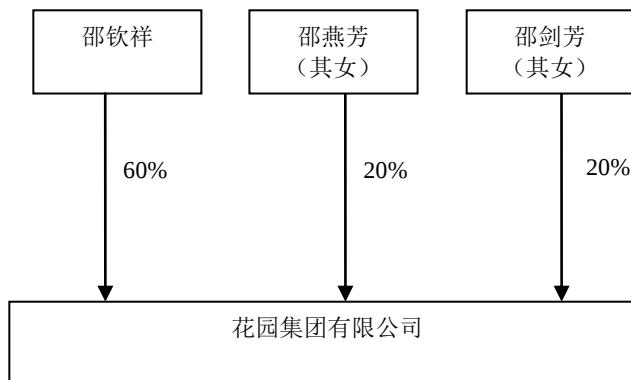
公司目前已形成了以生物医药、建筑、市场商贸和铜加工业为主的多元化经营格局。作为全球最大的维生素 D₃ 生产供应商，公司市场占有率高；2017 年 4 月，花园村新并入 9 个自然村和行政村，并就新并入村开发事宜与公司签署合作开发框架协议；公司拥有全球最大的专业红木家具市场，出租率高，具有行业集群和竞争优势。

目前，公司资产和收入规模保持稳定增长，现金流较好，主业盈利能力稳定；公司债务规模快速增长，且以短期债务为主；公司在建、拟建和土地开发项目较多，仍将存在外部融资需求。

未来，随着公司高精度宽幅紫铜板带项目逐步完工并释放产能，附加值较高的宽幅铜板带将有助于提升铜业盈利水平；随着国家标准和行业标准的出台，新型蜂窝型建筑材料有望成为公司新的增长点。

综合看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司二级子公司情况

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

附件 1-3 公司组织机构图



附件 2 公司主要财务数据及计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.89	19.97	21.91	33.18
资产总额(亿元)	115.93	139.48	183.50	196.63
所有者权益(亿元)	56.24	61.04	84.14	89.53
短期债务(亿元)	36.28	49.11	56.31	45.19
长期债务(亿元)	4.50	8.10	13.20	34.38
全部债务(亿元)	40.78	57.21	69.51	79.57
营业收入(亿元)	130.96	154.32	180.51	182.02
利润总额(亿元)	5.31	6.27	27.92	7.47
EBITDA(亿元)	8.93	10.56	31.98	--
经营性净现金流(亿元)	5.71	3.99	7.85	5.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.16	17.53	16.12	--
存货周转次数(次)	6.91	6.62	6.07	--
总资产周转次数(次)	1.28	1.21	1.12	--
现金收入比(%)	109.92	105.12	109.95	112.73
营业利润率(%)	9.01	6.32	7.20	6.78
总资本收益率(%)	7.20	6.84	15.66	--
净资产收益率(%)	7.52	7.66	25.13	--
长期债务资本化比率(%)	7.41	11.72	13.56	27.74
全部债务资本化比率(%)	42.03	48.38	45.24	47.05
资产负债率(%)	51.49	56.24	54.15	54.47
流动比率(%)	121.70	116.27	120.97	157.17
速动比率(%)	83.01	79.84	79.50	106.40
经营现金流动负债比(%)	11.33	6.14	10.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.24	3.09	11.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.57	5.42	2.17	--

注：2017 年 1-9 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已分别计入短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 花园集团有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在花园集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

花园集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。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项，花园集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注花园集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现花园集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如花园集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与花园集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。