

信用等级公告

联合[2014] 322 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。



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: 2014年3月10日

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	13年9月
资产总额(亿元)	39.73	46.31	58.71	70.93
所有者权益(亿元)	20.24	27.12	31.89	35.32
长期债务(亿元)	1.48	1.28	1.04	5.64
全部债务(亿元)	15.37	16.91	19.98	30.37
营业收入(亿元)	71.45	85.40	100.39	82.29
利润总额(亿元)	5.45	6.44	6.04	4.51
EBITDA(亿元)	6.66	8.06	8.09	--
营业利润率(%)	11.05	11.15	10.55	9.70
净资产收益率(%)	21.09	18.66	14.80	--
资产负债率(%)	49.04	41.44	45.67	50.20
全部债务资本化比率(%)	43.16	38.40	38.51	46.23
流动比率(%)	154.09	178.76	137.41	152.12
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	2.10	2.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.31	9.89	5.95	--

注: 2013年三季度财务数据未经审计。

分析师

田甜 靳晓龙

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)

Http: //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”)的评级反映了公司作为全球最大的维生素D₃生产供应商,具备原材料供应稳定、研发技术领先、市场占有率高等方面的综合优势;近年来公司通过跨行业发展,已形成了以生物医药、建筑、贸易和铜加工业为主的多元化经营格局,资产与收入规模持续增长,整体抗风险能力不断提升。同时,联合资信也关注到公司主要原料及维生素D₃产品价格波动大、建筑行业竞争激烈等因素给公司经营发展带来的不利影响。

伴随中国居民人均收入不断提高以及医疗消费的升级,医药产品实际消费增速加快,人们更加重视疾病预防与保健需求,维生素类生物医药的市场前景良好;长期来看,受益于城市化进程加快、保障房与新农村建设等因素,公司建筑业务发展良好,有助于支撑公司的信用水平。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全球最大的维生素D₃生产供应商,原材料供应稳定,品牌知名度与市场占有率高,在产品价格上具有一定定价权。
2. 近年来公司进行业务多元化发展,资产与收入规模持续增长,整体抗风险能力不断提升。
3. 公司建筑资质较为齐全,项目储备充足。
4. 公司子公司浙江花园生物高科技股份有限公司拟进行IPO融资,已通过证监会创业板发行审核委员会首发审核,未来成功上市后公司所有者权益有望大幅提升。

关注

1. 原材料价格波动及劳动力成本攀升等因素对公司经营造成一定不利影响。
2. 建筑业竞争激烈，整体盈利水平低，受房地产市场的波动影响较大。
3. 受维生素 D3 价格下降的影响，公司盈利能力有所下降。
4. 公司子公司较多且涉及不同行业，对公司管控能力要求较高，部分业务操作方式和规范性有待加强。
5. 公司对外投资规模较大，未来融资压力较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与花园集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与花园集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因花园集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由花园集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、花园集团有限公司主体长期信用等级自 2014 年 3 月 10 日至 2015 年 3 月 9 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。

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年公司股东会决议同意股权变更，股东由原来的邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司工会委员会变更为邵钦祥、邵燕芳（邵钦祥之女）、邵燕青（邵钦祥之女）。2012年5月14日，公司由“花园工贸集团有限公司”更名为“花园集团有限公司”。截至2013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%)、邵燕青(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：批发、零售：红木，红木家具，服装，电子产品，医药中间体，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，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（具体范围按96外经贸政审函字第九号文经营），电子产品、医药中间体的技术开发，企业管理，承接会展会务；含下属分支机构的经营范围。

截至2013年9月底，公司总部下设总裁办公室、人力资源管理部、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、秘书科、行政管理科等20个职能部门。

截至2013年9月底，公司共拥有8家一级子公司、17家二级子公司（详见附件1-3）。公司共有在职员工5604人。

截至2012年底，公司（合并）资产总额58.71亿元，所有者权益合计31.89亿元（其中少数股东权益2.53亿元）；2012年公司实现营

业收入100.39亿元，利润总额6.04亿元。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额70.93亿元，所有者权益合计35.32亿元（其中少数股东权益2.53亿元）。2013年1~9月，公司实现营业收入82.29亿元，利润总额4.51亿元。

公司注册地址：杭州市下城区西湖铭楼3层301号房；法定代表人：邵钦祥。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开对中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年前三季度中国实现国内生产总值386762亿元，同比增长7.7%；三季度GDP同比增速回升至7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标7.5%。

图1 2009年以来中国GDP季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长9.6%，增速比上半年加快0.3个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额40453亿元，同比增长13.5%，增速比上半年加快2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币

信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 月末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照

“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业及区域经济环境

1. 生物医药行业

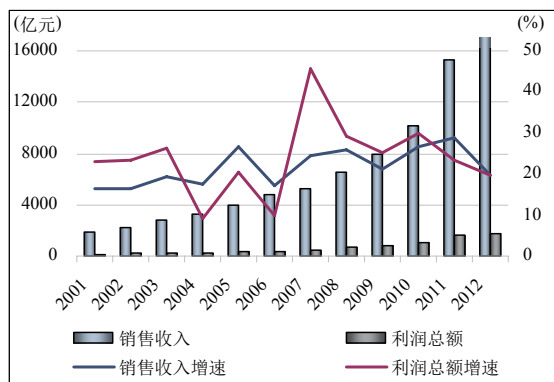
医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20世纪70年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

根据2008年国务院发布的《中国的药品安全监管状况》白皮书，自1999年以来，医药制造业增速大约为GDP增速的1-1.5倍。1998-2004年中国医药工业总产值年复合增长率达到17.5%，高于同期GDP复合增长率4.85个百分点。2005-2006年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007-2008年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。2009年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速略有下滑，但依然保持了21.02%的较高增速。

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，2010年实现医药工业总产值11933.82亿元，同比增长27.07%。2011年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，实现产值15707亿元，同比增长28.5%。2012年中国药品市场规模高速扩容，市场规模达9261亿元。截至2012年底，中国医药产业总资产16408亿元，同比增长18.4%。2012年完成产值18255亿元，同比增长21.7%。其中，化学药品原药3305亿元，同比增长16.6%；化学药品制剂5089亿元，增长24.7%；中药饮片1020亿元，增长26.4%；中成药4136亿元，增长21.3%；生物生化药品1853亿元，增长20.5%；

医疗器械 1573 亿元，增长 20.6%。同期，医药产业工业增加值增长 14.5%，高出工业增速 4.5 个百分点。

图 2 2001~2012 年年中国医药行业效益情况



资料来源：WIND 资讯

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额均保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。从盈利指标看，化学药制剂、中成药制剂和生物生化制药的表现最好。2011 年医药产业实现主营业务收入 15255 亿元，同比增长 28.8%；利润总额 1577 亿元，同比增长 23.2%；销售收入利润率 10.3%，同比降低 0.5 个百分点。其中受中药材价格大幅下跌影响，中药饮片和中成药销售收入利润率同比均提高 0.4 个百分点，利润分别同比增长 65.3%和 40.4%；受国家下调部分药品价格、原材料价格上涨等因素影响，化学药品制剂销售收入利润率同比降低 1.2 个百分点，利润同比增长 12.8%；生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低 3.6 个百分点，利润同比仅增长 6.5%，远低于主营业务收入增幅。2012 年，中国医药行业收入和利润总额分别是 17083 亿元和 1732 亿元，均同比增长 19% 左右，但整体增速低于 2011 年。从子行业来看，化学制剂药、医药设备及器械、中药饮片以及卫材及医药用品表现优于行业整体水平。

总体看，随着市场不断扩容，必将拉动医药行业发展；同时随着医疗改革步伐的不断加快，以及国家政策的助推，未来中国医药行业

有望快速有序的发展。

维生素 D₃ 子行业

随着中国居民人均收入不断提高，生物医药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

维生素 D₃（专用技术词语释义请见附件 1-3），属于维生素类较小的品种，是人与动物生长、发育、繁殖、维持生命和保持健康必不可少的一种脂溶性维生素，不能直接发挥作用，必须在生物体内转化为最终活性物质 1 α , 25-羟基维生素 D₃（又称全活性维生素 D₃）才能发挥生理作用，其最基本的功能是促进肠道钙、磷的吸收，促进骨骼的钙化，因此维生素 D₃ 被广泛用于饲料添加剂、食品添加剂、营养保健品和药品中。美国、德国等发达国家已立法，强制在有关营养强化食品中添加维生素 D₃，中国目前虽尚未立法，但已将“维生素，生物饲料添加剂，高效安全的食品添加剂”列为“十二五”发展的主要任务和重点之一。

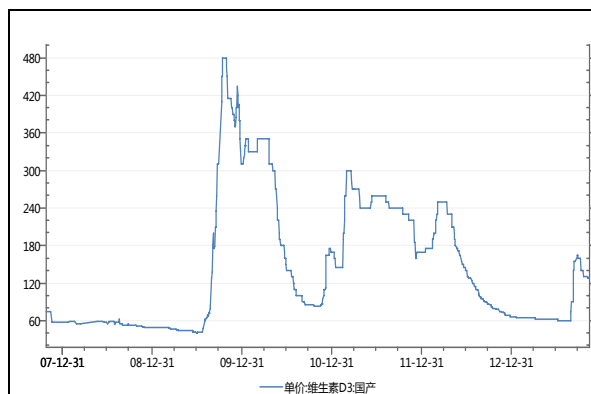
目前居住在城市里、高纬度或多阴雨天气地区的人缺钙较为严重，对这类人群，维生素 D₃ 已不再是保健品，而是必须药品，是他们用于强壮身体和身心健康的必要手段。此外老年人普遍存在骨质疏松问题，主要是体内维生素 D₃ 缺乏，即使食用再多的含钙食品和药品都不能为人体有效吸收，必须每天添加一定剂量的维生素 D₃。目前维生素行业仍属中国的朝阳产业，发展前景广阔。

从上游来看，维生素 D₃ 生产主要原材料为胆固醇，主要依靠国外进口，而生产胆固醇的主要原材料羊毛脂约占生产成本的 80%。羊毛脂是一种附属于羊毛上的脂纺状动物脂酯，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。2006 年以来，羊毛脂价格呈现上升趋势，2007 年其价格为 14.45

元/公斤，2011 年底价格为 26.67 元/公斤，2012 年底价格升至 39.92 元/公斤，2013 年 1~9 月价格小幅回落至 35.72 元/公斤，生产商成本压力较大，对行业内中小型企业生产经营产生一定负面影响。

从下游来看，2010 年以前，VD₃ 价格曾处于较高位置，由于高利润吸引了较多竞争者进入，价格开始大幅下滑，不少企业选择退出市场。2010 年上半年有一波价格反弹，下半年至 2012 年底价格呈下滑趋势。VD₃ 价格于 2012 年底到达月 60 元/kg 的低点。2013 年 8 月后，VD₃ 价格大幅提升，最高升至约 180 元/kg。VD₃ 价格反弹的原因主要包括：由于产品价格持续低迷，包括台州海盛、厦门金达威等部分行业重要参与者停产或技改；下游饲料行业的快速复苏使终端库存减少，增加了生产企业的定价权。近三年 VD₃ 价格走势如图 4 所示：

图 3 2008~2013 年 VD₃ 价格情况（单位：元/kg）



资料来源：WIND 资讯

公司是全球最大的维生素 D₃ 生产供应商。目前全球主要制造商有：中国花园高科、金达威、海盛化工、浙江新维普、浙江医药，荷兰 DSM、德国巴斯夫、印度 Fermenta 公司等，其中公司市场份额占比达 42.48%。

产业政策

中国作为维生素生产大国，维生素行业长期以来都是国家支持的重点之一，在国家发改委发布的《生物产业发展“十一五”规划》中，将“维生素、生物饲料添加剂、高效安全的食品添加剂”列为“十一五”发展的主要任务和

重点；在国家发改委、科技部、商务部、国家知识产权局联合发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007 年度）》中，将“维生素的绿色生产技术”列为高技术产业化重点领域；此外，在国家发改委发布的《医药行业“十一五”发展指导意见》中，把“巩固和提升我国传统化学原料药和普药生产的优势”以及“开发特色原料药”作为医药行业“十一五”期间的主要任务。目前，出口方面，维生素 D₃ 享受国家 17% 的出口退税，享有税收上的优惠。

中国科技部 2011 年 11 月 28 日发布《“十二五”生物技术发展规划》，表示将建立多渠道投入机制，加大财税金融等政策扶持力度，推动“十二五”期间中国生物技术整体水平进入世界先进行列，推动生物医药、生物农业、生物制造、生物能源、生物环保等产业快速崛起；五大类产品将成为产业发展重点，包括生物医药技术及产品、生物农业技术及产品、生物制造技术及产品、生物能源技术及产品、生物环保技术及产品。该《规划》指出，至 2015 年，中国生物产业整体布局将基本形成，力争推动生物产业成为国民经济支柱产业之一，生物技术人力资源总量位居世界第一，生物产业年均增长率保持在 15% 以上。

行业关注

①研发和创新能力薄弱

中国大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。从研发模式看，中国新药研发体系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。中国制药行业以企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

医药产业长期存在“重销售、轻研发”的现象，企业创新能力严重不足，产品不能按现代科学技术对有效成份的作用机理和靶向部位进行明确，使中药产品很难进入国际市场，也一定程度制约了医药企业的发展。

②药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。自 1997 年以来，中国连续 26 次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药价虚高的问题，但降价将直接影响到医药生产企业的经济效益。

③原材料成本波动

维生素 D3 的主要原材料胆固醇，主要依靠国外进口，而生产胆固醇的主要原材料为羊毛脂。近年来，羊毛脂等价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。羊毛脂价格波动的原因主要是世界范围内羊的养殖数量及动物疫病的影响。目前，国内开始逐渐自产原材料，主要由江浙一带厂家提供，虽然供应厂家较多，但也存在着市场供求变化等不确定性因素，原材料价格的波动将对该行业内企业盈利能力产生影响，也将影响其生产规模的扩张。

未来发展

2009 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，其中医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

为确保国家基本药物质量安全，国家几次修订颁布药品生产质量管理规范，2010 年新修订版 GMP 出台，要求新开办企业、基本药物生产企业和注射剂品种生产企业先行实施，其余应在 5 年内通过认证。此次 GMP 的修订强调动态监管和全程监管，提高了质量标准，众多中

小型企业面临较大的资本支出压力，资质差、生产水平低、生产技术落后的企业将面临淘汰或重组，资源进一步向具有实力的制药企业集中。

2012 年初，工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》，针对产业规模、基药供应、技术创新、质量安全、产业集中度、国际竞争力以及节能减排等几个方面给出了具体目标。规划提出“十二五”期间，工业总产值年均增长 20%，工业增加值年均增长 16%。从中国医药产业发展的阶段看，仍处在高速增长和集约化的过程中，创新和品牌将成为未来行业发展的主要方向。

2. 建筑业

行业现状

建筑业是国民经济的重要组成部分，在西方国家与钢铁、汽车工业并列为三大支柱产业，在中国也和农业、工业、交通运输业、商业合并称为五大物质生产部门。建筑业作为关系到中国国计民生的关键部门，在整个经济的发展过程中处于产业链的中间环节。

建筑业在中国国民经济中的地位稳固，2012 年，中国建筑业增加值 35459 亿元，占 GDP 的比重为 6.83%，较上年增加 0.04 个百分点（见表 1）。

表 1 建筑业增加值占 GDP 的比重（单位：亿元）

年份	国内生产总值	增长率（%）	建筑业增加值	增长率（%）	占 GDP 比重（%）
2006 年	216314	12.7	12409	17.2	5.74
2007 年	265810	14.2	15296	16.2	5.75
2008 年	314045	9.6	18743	9.5	5.97
2009 年	340903	9.2	22399	18.6	6.57
2010 年	397983	10.3	26661	13.5	6.70
2011 年	471564	9.2	32020	10.0	6.79
2012 年	519322	7.8	35459	9.3	6.83

资料来源：国家统计局

建筑业发展与固定资产投资密切相关。2001 年以来，与建筑行业密切相关的全社会固

定资产投资总额增速持续在 15%以上高位运行，尤其 2008 年到 2010 年，全社会固定资产投资中总额增速维持在 24%以上。2011 年后，由于受国外欧债危机、国内通货膨胀的影响，国家加大了宏观调控力度，全社会固定资产投资总额增速有所下降，但仍维持在 20%以上的高位。根据国家统计局《2011 年国民经济和社会发展统计公报》及《2012 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2011 年中国国内生产总值达 471564 亿元，较上年增长 9.2%，全年全社会固定资产投资较上年增长 23.6%；2012 年中国国内生产总值 519322 亿元，较上年增长 7.8%，全年全社会固定资产投资较上年增长 20.3%。

2012 年，在国家宏观经济调控背景下，受房地产、铁路等固定资产投资增速持续回落影响，建筑业增速持续下降，但在国家保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下，建筑业整体上仍保持了 9%以上的增速。根据统计显示，2012 年全全社会建筑业实现增加值 35459 亿元，较上年增长 9.3%；全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 4818 亿元，增长 15.6%，其中国有及国有控股企业 1236 亿元，增长 21.9%。

图 4 2008-2012 年中国建筑业增加值及增长率



资料来源：国家统计局

2013 年以来，《2013 年深化经济体制改革重点工作的意见》出台，再次加大对房地产的调控力度；《促进综合交通枢纽发展的指导意见》的印发和《国家公路网规划(2013-2030 年)》

和发布，将意味着公路水路交通投资建设将重新发力。但从实际数据来看，地方项目投资尚未出现明显增长。

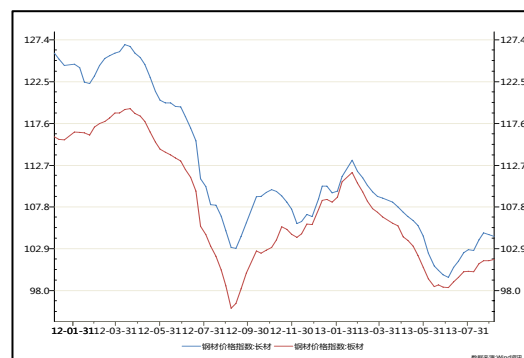
行业关注

①行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，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。

②原材料价格与劳动力成本波动

图 5 2012 年以来板材及长材价格



资料来源：www.mysteel.com

钢材是建筑施工重要的原材料。国内钢价在经历了连续三年的攀升后受国家宏观调控力度加大和新增产能逐步释放等因素影响，呈现较大波动。2011 年上半年，钢材市场价格保持了稳步上涨势头。下半年以来，欧债危机及中国对房地产调控政策进一步深化，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，钢价出现持续较大幅度下降；随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度企稳后有所反弹。2013 年来，钢材产量居高不下，下游需求增长低于预期，钢材价格整体成处于震荡下行态势，2013 年三季度有所反弹。

水泥行业作为周期性很强的行业，其价格

与整个经济周期关系密切。2012 年由于国家宏观调控效果继续延续，房地产行业受到更加严厉的资金和政策方面的调控，需求减少致使水泥价格保持继续下跌的势态，而进入 2012 年四季度，为传统水泥消费旺季，水泥价格有所反弹。2013 年以来由于基建投资快速回升、农村需求增长明显及房地产投资平稳增长等因素影响，水泥销售量实现较快增长，但由于水泥行业整体产能高企，2013 年以来，水泥价格整体呈低位震荡态势。

图 6 2010 年~2013 年中国国内水泥价格



资料来源: Wind 资讯

总体看，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2012 年以来受宏观经济影响的继续显现，钢材水泥价格下跌，有利于减轻企业成本控制压力。

劳务费用方面，近年来，随着国家总体工资水平的上涨以及一些地方“民工荒”现象的出现，建筑业人工费用在不断上涨。

在其他方面，建筑业企业的管理成本、销售费用以及财务费用也在逐年增加，未来建筑业面临的成本风险仍较大。

③行业竞争风险

中国建筑市场近年来一直处于供大于求的状况，在招投标制度下，建筑市场上存在着拖欠工程款、压价竞争和垫资施工的现象。与其他行业相比，建筑工程市场的价格竞争行为表现的更为激烈，很多建筑业企业为了保住市场或收回固定成本费用，不惜降让一部分利润以降低价格或以成本价低价竞标，使得中国建筑业利润率一直处于很低的水平。

此外，垫资施工是工程发包方降低资金成本、转嫁经营风险、获取施工企业利润的一种重要手段和途径，当前很多发包方即使是资金充裕的情况下也会要求施工企业垫资施工。

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。

④技术风险

中国正处于城镇化进程加速发展时期，过去很少涉及在跨海、长距离地下、高原等恶劣环境中施工，建筑物层高、体量等对施工技术的要求也相对较小，而现在各种大体量、超高层等高技术含量工程的比例越来越高，随之而来的施工技术风险也越来越突出。这类工程往往对项目设计、施工方案组织等技术要求非常高，极易出现项目投资、施工周期、质量、安全等方面的问题。近年来在中国各地陆续发生的安全事件有许多就是与建筑业技术要求相关的，如城市地下轨道交通的建设方面，上海、广州等地都出现过不同程度的地铁工程事故，造成了重大的经济损失。

当前建筑业技术风险已经引起社会相当大程度上的关注，在应对施工技术风险方面的理论研究和实践论证也在不断进行中。但是由于建筑业发展速度较快，对技术更新换代的要求较高，建筑业技术进步的步伐相对还是缓慢。并且，现代条件下技术风险所导致的危害更大、更容易扩散，建筑业在技术风险防范方面面临着更大的困难。

⑤流动资金压力风险

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。

未来发展

近年来，GDP 增速随宏观经济实际运行状

况有所波动，但建筑业增加值占 GDP 比重却很稳定，对经济形成持续拉动。进入 2010 年，在宽松货币政策刺激下，全球经济得以回升，但由此带来的流动性过剩也加大国内经济发展“过热”的风险。中国国内政策也由以投资带动的“保增长”转向“调结构”、“保民生”方向。中国严厉的房地产调控政策以及对政府投融资平台的管控均为防止引发系统性风险。同时，通过上调存贷利率、提高银行存款准备金以及加强信贷管控等措施遏止市场上过剩的流动资金。在此背景下，建筑企业一方面将面临利率上调带来的成本压力；另一方面也将面临贷款控制的资金压力；同时建筑企业还将受房地产和政府主导基建投资减少的影响，面临未来业务的缩量。

但区域经济的发展、中国城镇化进程以及保障房建设也为建筑企业提供了市场商机：

区域经济方面，2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对房产和基础设施建设的大量需求，为建筑业开拓了市场空间。

保障房方面，2010 年以来，政府继续增加保障性住房和普通商品住房的有效供给，加快推进保障性安居工程建设，全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作。2012 年 1 月国家财政部公布《关于切实做好 2012 年保障性安居工程财政资金安排等相关工作的通知》指出：切实落实资金来源，确保不留资金缺口。同年 5 月，

住建部住房保障司副司长表示，中央对保障性安居工程的补助力度只增不减，同时，中央代地方发行的国债优先和倾斜用于保障性安居工程。2012 年 6 月，住建部、发改委等 7 部委联合发文鼓励民间资本参与保障性安居工程建设，此外银行信贷的支持力度也在加大。由于国家的保障性住房建设规划，建筑行业在房地产开发上所能获得市场空间将会扩大。

综上所述，联合资信认为，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观调整也将处于灵活多变性，基于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，应加大保持对建筑行业的谨慎态度；从长期看，各地区兴建的开发区以及高速铁路、城市轨道交通、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了市场空间，建筑行业仍伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

3. 贸易行业

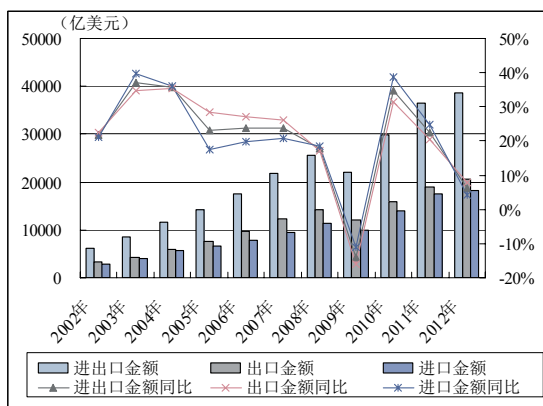
行业现状

2012 年以来，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。海关统计数据显示，2012 年中国进出口总值 38667.6 亿美元，同比增长 6.2%，增速较 2011 年回落 16.3 个百分点。其中，出口 20489.3 亿美元，同比增长 7.9%，增速较 2011 年回落 12.4 个百分点；进口 18178.3 亿美元，增长 4.3%，增速较 2011 年回落 20.6 个百分点。2012 年全年实现贸易顺差 2311 亿美元，同比大幅扩大 48.1%。

中国贸易顺差自 2008 年创下历史纪录的 2981 亿美元之后开始收窄，2009 年收窄了 34.3%，随后 2010 年进一步收窄了 6.4%。贸易顺差收窄，主要原因包括：一是为了缓解人民币升值压力，政府着力加大进口力度，二是中国经济一枝独秀，内需保持稳步增长，三是进口商品价格的上涨。2011 年，中国的进口贸易继续保持较大幅度的增长，贸易顺差进一步缩

小至 1551.4 亿美元，比上年净减少 263.7 亿美元，收窄 14.5%。

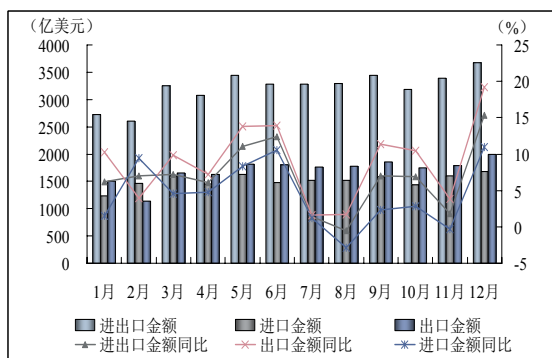
图 7 2002~2012 年中国对外贸易进出口总额情况



资料来源：Wind 资讯

受飞机和汽车的进口大幅增加影响，2012 年一季度实现贸易顺差 6.6 亿美元；2012 年二季度，由于季节性因素及国内经济增速放缓影响，进口增速进一步放缓，致使贸易顺差同比扩大，仅 6 月单月实现贸易顺差 317.3 亿美元；三季度国内需求保持低落，大宗商品进口价格持续下跌，导致进口同比进一步下降，顺差保持高位；经过 10 月份进出口顺差小高点后，11 月进口同比增速降至零点，下半年共实现贸易顺差 1625.22 亿美元。2012 年全年实现贸易顺差 2311 亿美元，同比大幅扩大 48.1%。

图 8 2012 年中国对外贸易进出口情况



资料来源：海关总署

2013 年 1~9 月，中国进出口总额 3.06 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.7%。其中出口 1.61 万亿美元，同比增长 8%；进口 1.45 万亿美元，同比增长 7.3%；贸易顺差 1694 亿美元，同比增

长 14.4%。

①贸易方式构成逐渐改变

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐渐改变，一般贸易已超过加工贸易。为减轻人民币升值压力，实现内外平衡，中国采取了稳定出口、扩大进口政策，自 2008 年来进口增速一直超过出口增速，2010 年中国进一步加强扩大进口的政策，相应地一般贸易项下由顺差转为逆差。2011 年中国一般贸易项下发生逆差 903.5 亿美元，同比扩大 85.8%。加工贸易项下实现顺差 3656.3 亿美元，同比扩大 13.4%。

2012 年，中国一般贸易进出口 20098.4 亿美元，同比增长 4.4%，占同期外贸总值的 52.0%；加工贸易进出口 13440.4 亿美元，同比增长 3.0%，占同期外贸总值的 34.8%，一般贸易占比虽有所回落但比重仍超过加工贸易。一般贸易项下发生逆差 338.1 亿美元，同比缩小 62.6%。加工贸易整体增长乏力，全年实现顺差 3816.1 亿美元，同比扩大 4.38%。

2013 年以来，一般贸易平稳增长，加工贸易增速放缓。2013 年前三季度，中国一般贸易进出口 16162 亿美元，同比增长 7.8%，占同期进出口总值的 52.8%。同期，加工贸易进出口 9894.3 亿美元，同比增长 0.7%，所占比重为 32.3%。

相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

②贸易伙伴趋于多元化

海关统计数据显示，近年来中国贸易伙伴进一步实现多元化。

表 2 2012 年中国对主要贸易伙伴进出口总值

国家 (地区)	金额 (亿美元)			同比 (%)		
	进出口	出口	进口	进出口	出口	进口
欧洲联盟	5460.43	3339.88	2120.55	-3.70	-6.20	0.40
美国	4846.83	3517.96	1328.86	8.50	8.40	8.80
东盟	4000.93	2042.72	1958.21	10.20	20.10	1.50
香港	3414.87	3235.27	179.60	20.50	20.70	15.90
日本	3294.51	1516.43	1778.09	-3.90	2.30	-8.60
韩国	2563.29	876.81	1686.48	4.40	5.70	3.70

台湾	1689.63	367.79	1321.84	5.60	4.80	5.80
澳大利亚	1223.01	377.40	845.61	4.90	11.30	2.30
俄罗斯联邦	881.58	440.58	441.01	11.20	13.20	9.20
巴西	857.16	334.15	523.01	1.80	5.00	-0.20
印度	664.72	476.73	187.99	-10.10	-5.70	-19.60
南非	599.46	153.27	446.19	31.80	14.70	39.00
加拿大	513.72	281.26	232.46	8.30	11.30	4.90
新西兰	96.75	38.65	58.09	11.00	3.40	16.60
总值	38668	20489	18178	6.20	7.90	4.30

资料来源：中国海关总署（海关统计快讯）

2012 年该趋势进一步显现，海关统计快讯显示，全年中国对俄罗斯、印度、巴西、南非等新兴市场国家和澳大利亚等国的贸易总额占进出口总值比重为 10.9%，基本保持 2011 年的水平，而对美欧日的贸易总额占比由 2011 年的 37.25% 逐步降至 35.2%。与东盟的贸易也稳步扩大，贸易额占比由 2011 年的 9.96% 升至 10.35%。

2013 年前三季度，中美双边贸易增长 6.7%；与东盟双边贸易增长 11.6%；内地与香港双边贸易增长 25.6%。对欧盟、日本贸易出现好转迹象，中欧双边贸易下降 0.8%，其中第三季度同比增长 3.5%；中日双边贸易下降 7.9%，其中第三季度同比下降 5.3%，降幅收窄。2013 年前三季度中国对美国、日本、欧盟的进出口额在总进出口额中的占比约为 1/3。

③中国产业、产品结构调整与升级加快

据海关总署初步统计数据，2012 年中国机电产品出口 11794.2 亿美元，同比下降 8.7%，占出口比重 57.5%，同比增长 0.3 个百分点；高新技术产品出口 6012.0 亿美元，同比增长 9.6%，其中手机、集成电路分别增长 21.0% 和 64.1%。在家具及其零件等劳动密集型产品出口增加的带动下，纺织品、服装、家具、鞋类、箱包、塑料制品、玩具等七大类劳动密集型产品出口增长 8.59%，高于同期整体出口增速 0.69 个百分点。

2013 年 1~9 月，中国机电产品出口 9229.9 亿美元，同比增长 8%，占同期中国出口总值的 57.2%。高新技术产品出口 4804.9 亿美元，增长

13.3%。同期，服装、纺织品、鞋类、家具、塑料制品、箱包、玩具等 7 大类传统劳动密集型产品出口 3380.5 亿美元，同比增长 10.4%，高出同期中国出口总体增速 2.4 个百分点。

中国高技术、高附加值的产品正逐步替代传统行业占据对外贸易的重要地位，同时也表明中国以地产调控、以消费替代投资为代表的产业结构调整开始取得成效。随着人民币的升值，国外奢侈品的国内市场将进一步打开。

行业关注

①人民币汇率风险不断加大

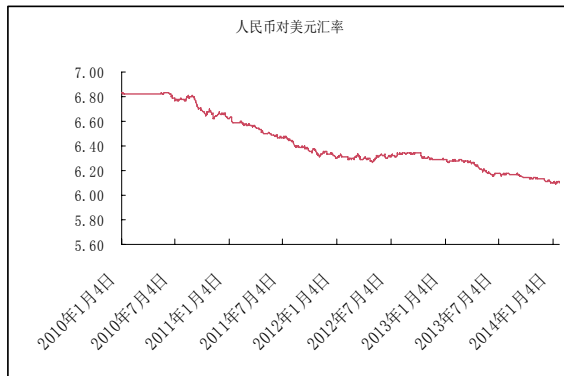
贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响。

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%，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。

2012 年，经历了从贬值预期到升值预期的转变，外汇市场出现较大分歧，但全年人民币汇率整体波动不大，仅小幅升值。2013 年人民币在外汇市场保持强劲态势，2013 年 4 个季度，人民币对美元汇率升值幅度分别为 0.3%、1.4%、0.5%、0.5%。2013 年全年人民币对美元

汇率升值2.8%。

图9 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

②外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等。

自1995年以来，中国已连续多年成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达300亿至400亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。2011年，中国出口产品共遭受69起贸易救济调查，涉案总金额约59亿美元，其中17起美国337条款调查，涉案总金额约7亿美元。2012年中国遭遇贸易救济调查77起，涉案金额277亿美元，同比分别增长11.6%和369%。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

③出口退税政策多次调整

2010年以来，国家为了促进产业结构调整、推进节能减排，于2010年7月15日起取消了六大类406种产品的出口退税，这是继2008年下半年中国重启上调出口退税率政策以来，国家首次对出口退税政策进行反向调整。此次取消退税的406个税号仅占海关税号总数的3%

左右，2009年上述产品实现出口110亿美元，仅占当年出口总额的1%左右，预计不会造成出口的大幅下滑；同时有利于引导企业优化产品结构，提高出口产品质量和档次。

2012年以来，中国外贸增速受到一定程度的影响，特别是7月份后，出口增速由于外部有效需求不断萎缩而急剧回落。2012年9月12日，国务院出台了8项措施促进外贸稳定增长，倡导加快出口退税进度、扩大出口信用保险、扩大贸易融资规模等。联合资信认为上述措施有利于一定程度上减轻行业内企业的资金流压力。

表3 2008年以来中国的出口退税调整

时间	内容
2008.8.1	提高了部分纺织品、服装及竹制品的出口退税率
2008.11.1	将纺织品、服装、玩具等部分商品的出口退税率调高到14%
2008.12.1	上调部分劳动密集型产品、机电产品和其他受影响较大产品的出口退税率，共涉及3770项商品，约占全部出口产品的27.9%；取消部分钢材、化工品和粮食的出口关税，降低部分化肥出口关税并调整征税方式，对个别产品开征或提高出口关税。
2009.1.1	提高纺织品、服装的出口退税率
2009.2.1	提高纺织品、服装的出口退税率
2009.4.1	提高轻纺、钢铁等商品的出口退税率
2009.6.1	提高部分深加工农产品、药品、钢材等优势产品的出口退税率，将罐头、果汁等深加工产品由13%提高到15%，抗菌素、人血制品、中成药等药品由13%提高到15%，玉米淀粉、酒精由0提高到5%，合金钢异型材、冷轧不锈钢等由5%提高到9%；提高箱包、鞋帽、玩具、家具等劳动密集型产品的出口退税率，将箱包、鞋帽、玩具、家具等由13%提高到15%，将部分塑料、陶瓷、玻璃由11%提高到13%，将剪刀等小五金制品由5%、11%分别提高到9%、13%；提高家用电器、单晶硅棒、胰岛素等产品的出口退税率，将电视用发送设备、缝纫机等商品的出口退税率提高到17%。
2010.7.15	取消406个税号商品的出口退税，涉及部分钢材、有色金属建材、农药化工、塑料及制品等六大类。
2011.5.1	将工商登记时间两年以上的集成电路设计、软件设计、动漫设计企业及其他高新技术企业从事的部分出口业务纳入免抵退税范围。
2012.7.1	新增规定集团内成员企业收购出口的成员企业及集团公司生产的货物可视同自产货物退（免）税；将原定视同内销货物计提销项税额或征收增值税的部分商品改为免税政策，包括出口企业未在规定期限内申报退（免）税的货物、出口企业虽已申报退（免）税但未在规定期限内向税务机关补齐有关凭证的货

物以及出口企业未在规定期限内申报开具《代理出口货物证明》的货物。

资料来源：海关总署

④国务院出台多项措施促进进口

2012年4月30日，国务院出台了《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》（下称《意见》），要求在保持出口稳定增长的同时，更加重视进口，坚持进口与出口协调发展原则，优化进口结构，稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口。

《意见》确定了加强进口的政策措施，包括以暂定税率的方式，降低部分能源原材料进口关税，降低部分与人民群众生活密切相关生活用品的进口关税；鼓励商业银行为进口企业提供多元化融资便利，拓宽进口企业融资渠道；口岸及海关特殊监管区域所在地的海关和出入境检验检疫机构实行工作日24小时预约通关和报检，以提高贸易便利化水平；清理进口环节的不合理限制与措施，降低进口环节交易成本等。

长远来看，《意见》的出台一定程度上意味着“宽出严进”政策的终结，同时可能是未来转向追求平衡的经济结构、较高的经济效率和可持续经济增长的政策信号。

行业发展

对外贸易的发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用——对外贸易进出口额增速不断回落。

从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生

不利影响。。

5. 区域经济环境

公司本部位于浙江省。近三年，浙江省经济发展较快，生产总值保持快速增长。根据《2012年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2012年浙江省实现生产总值34606亿元，同比增长8.0%；人均GDP为63266元（按年平均汇率折算为10022美元），同比增长7.7%；三次产业增加值结构由2011年的4.9:51.2:43.9调整为4.8:50.0:45.2。全年财政总收入6408亿元，比上年增长8.2%，增速比上年回落12.8个百分点；地方公共财政预算收入3441亿元，增长9.2%，增速比上年回落11.6个百分点。全年固定资产投资17096亿元，比上年增长21.4%。非国有投资11755亿元，增长22.0%，占固定资产投资的68.8%，其中民间投资10579亿元，增长22.5%，占固定资产投资的61.9%。

从外贸来看，2011年，浙江省进出口总额3094亿美元，比上年增长22%，其中进口930亿美元，增长27.3%；出口2164亿美元，增长19.9%，出口总额在全国各省（自治区、直辖市）的排位由2010年的第4位提升到第3位；2012年，浙江省全年进出口总额3122.4亿美元，比上年增长0.9%。其中，进口876.7亿美元，下降5.8%；出口2245.7亿美元，增长3.8%。月均出口187.1亿美元，其中9月份出口211.5亿美元，创历史新高。民营企业出口1403.2亿美元，比上年增长8.5%，高于全省出口平均增速4.7个百分点，占全省出口总值的62.5%，比上年提高2.7个百分点；对全省出口增长的贡献率为133.3%。

根据浙江省“十二五”规划纲要，“十二五”时期浙江省国内生产总值将年均增长8%左右，到2015年达到4万亿元左右，人均生产总值达到7.2万元左右。

总体看，公司所处的区域经济环境发展较快，外贸进出口总额保持增长，为公司产业发展以及进出口贸易发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013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%)、邵燕青(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,目前有 25 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,曾名列“中国上规模民营企业 500 强”、“中国大企业集团竞争力 500 强第 141 位”、“2009 浙商全国 500 强第 143 位”、“中国企业自主创新强第 55 位”、“浙江省制造业百强企业第 27 位”,荣获“全国优秀乡镇企业开拓创新奖”和“全省民营企业参与新农村建设贡献奖”。

维生素 D3 (以下简称“VD3”)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“中石化化工协会科技进步一等奖”。公司正致力于打造成为“世界最大的维生素 D3 上下游产品生产商”。目前,公司 VD3 年产能达 6500 吨,是全球最大的 VD3 生产厂家,约占全球供给的 45% 左右。

公司在国内维生素 D3 行业内率先通过了欧盟食品认证 FAMI-QS、ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、HACCP 食品安全管理体系 ISO / DIS 22000、犹太食品认证 OU KOSHER、清真食品认证 HALAL、职业健康安全管理体系 OHSAS18001。公司通过实施有效的成本控制管理,在保证产品质量的同时,降低产品成本,提高了市场竞争力。经

过近 10 年的积累,“Garden”品牌在饲料、食品、医药保健等行业已经具有了较高的知名度。

公司维生素 D3 销量大,在国内外都拥有一大批优质的客户群体。公司依靠产品、服务和营销网络的优势赢得了客户的信赖,积累了法国安迪苏公司、德国巴斯夫公司、荷兰泰高集团、德国罗曼公司、ORFFA 公司、PROVIMI 公司、美国 AGD 公司等一大批优质稳定的客户资源。公司在产品价格上有一定的定价权,在国家标准制订上也有一定的话语权,公司在 2007 年参与制定了 VD3 油的行业标准,目前正在推动和参与食品添加剂 VD3 标准制订工作。

公司身为全球最大的维生素 D3 供应商,在行业内位于前列,市场占有率高,具有一定的产品定价权,综合竞争力较强。

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。

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。

公司现设有六家研发中心,其中包括三家省市级研发中心,有研发人员 132 人(其中博士 2 人,硕士 7 人),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 4 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 D ₃ 系列产品科技研发中心	省级	28
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	33
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	13
浙江花园药业有限公司	金华市花园药业高新技术研究开发中心	金华市级	25
浙江花园电子器材有限公司	东阳市花园电子波纹管技术研究开发中心	东阳市级	15
浙江昌兴铜业有限公司	东阳市昌兴铜合金技术研究开发中心	东阳市级	18

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。现在研品种 24 个，其中国家在审待批的品种 12 个，研发状态的品种 12 个，每年立项 2 个三类以上新品种，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。

2010~2013 年 9 月，公司研发费用分别为 214 万元、1212 万元、1808 万元和 1216 万元，呈持续增长态势。

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 12 人。

公司董事长兼总经理邵钦祥先生，59 岁，高级经济师，中共党员，全国当代优秀改革家、浙江省劳动模范、省奔小康带头人、市优秀社会主义建设者、浙江省第十二届人大代表、金华市工商联副会长；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。

公司常务副总裁张胜海先生，43 岁，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。公司高管任职时间较长，具有较为丰富的业内管理经验。

截至 2013 年 9 月底，公司职工总数 5604 人，从学历构成看，大专及以下占 51.14%，大专学历占 19.47%，本科学历占 28.48%，硕士学历占 0.75%，博士人数占 0.16%；从年龄结构看，35 岁以下占 21.88%，35 岁至 45 岁占 51.93%，45 岁以上占 26.20%；从专业结构看，生产人员占 58.40%，销售人员占 9.76%，技术人员占 9.56%，财务人员占 7.66%，行政人员占 14.61%。

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. 政府支持与税收优惠

贸易政策方面，面对国际金融危机的加速蔓延，2009 年浙江省出台《浙江省人民政府办公厅关于进一步加大对开拓国际国内市场的若干意见》（浙政办发【2009】94 号）等政策文件，推出一系列促进贸易增长的政策措施，鼓励重点企业建立境外营销网络，加大浙江企业和产品的海外推广促销力度，进一步完善出口退税政策，简化出口退税手续，加大对企业开拓市场的外汇结算、贸易融资、资金信贷等支持力度等。

公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司是国家级高新技术企业，享受企业所得税按 15%征收的税收优惠政策；子公司浙江老汤火腿食品有限公司是福利性企业，享受福利企业退税政策；子公司浙江花园农业发展有限公司是省级农业龙头企业，享受龙头企业相关税收优惠政策。

公司子公司浙江省东阳市花园物资有限公司主要从事废旧物品回收，通过其采购废铜可以享受当地政府地方留存税收 80%返还的税收优惠。

总体看，浙江省出台的贸易政策措施以及

税收优惠将有助于公司开拓国际市场，从而促进其外贸规模稳定增长。

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或租赁经营责任制。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技股份有限公司、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，部分业务规范性有待加强。

六、经营分析

1. 经营现状

目前，构成公司营业收入的板块主要有：生物医药、建筑、贸易、铜业以及其他业务。近三年，公司营业收入规模保持较快增长，年复合增长率 18.53%，生物医药、建筑和贸易板块是公司收入与利润的主要来源。

从收入构成来看，近三年来生物医药板块保持主导地位，收入呈波动上升趋势，占营业收入的比重略有下降，但该板块盈利能力较好，毛利率保持高水平；建筑板块收入规模较大，不断增长，占营业收入的比重较高，2012 年达到了 33.16%，但建筑行业的毛利率水平普遍较低；贸易行业在营业收入中占比稳定上升，2012 年达到 34.56%，贸易行业毛利率水平在 12% 上下波动；2010 年，公司新增铜业板块，近三年该板块占比较为稳定，但毛利率水平较低；公司其他业务主要是红木家具、服装、生态农业等业务收入，受公司业务结构调整影响，近三年其他业务收入占公司营业收入的比重呈下降趋势，毛利率呈上升趋势。

2013 年 1~9 月，受 2013 年 8 月前 VD3

产品价格持续低迷影响，生物医药毛利率有所下降，但仍保持较高水平；公司建筑收入占比小幅下降，毛利率小幅上升；贸易收入占比有所上升，毛利率有所下降；铜业收入占比小幅上升，毛利率小幅下降；其他业务收入占比基

本稳定，但由于公司新业务红木家具卖场租金收入成本较低，盈利水平有所上升。

整体而言，公司整体毛利率水平波动中下滑，近三年稳定在12%左右。

表5 2010~2013年9月公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2010年			2011年			2012年			2013年1~9月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
生物医药	4.74	6.63	46.41	5.70	6.67	52.46	4.94	4.92	43.06	3.23	3.93	26.44
建筑	21.23	29.71	9.06	27.04	31.66	9.77	33.29	33.16	9.83	24.76	30.09	10.01
贸易	24.10	33.74	12.32	28.06	32.86	11.12	34.69	34.56	11.63	30.22	36.72	10.00
铜业	10.35	14.48	5.15	13.01	15.23	4.30	14.41	14.36	4.04	12.58	15.29	3.86
其他业务	11.03	15.44	12.51	11.59	13.57	13.89	13.06	13.00	17.04	11.49	13.97	20.84
合计	71.45	100.00	12.61	85.40	100.00	12.79	100.39	100.00	12.19	82.28	100.00	11.22

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浙江祥云科技股份有限公司（以下简称“祥云科技”）及其下属子公司：浙江花园生物高科技股份有限公司（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

浙江祥云科技、其下属子公司花园高科与下沙生物是专业从事医药化工、生物化工及饲料添加剂产品的研发、开发和生产的高新技术企业，其主导产品为维生素D₃系列产品，主要有：饲料级维生素D₃、食品医药级维生素D₃；此外，公司各生产环节的中间产品均可对外出售，包括NF级胆固醇、7-去氢胆固醇、胆、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。

表6 公司主要产品种类、型号规格及用途

产品种类	产品名称、型号规格	用途
饲料级维生素 D ₃	饲料级维生素 D ₃ 粉 (50 万 I.U./g) 饲料级维生素 D ₃ 油 (100 万 I.U./g-4000 万 I.U./g)	主要用于生产饲料添加剂
食品医药级维生素 D ₃	食品级维生素 D ₃ 微粒 (10 万 I.U./g-100 万 I.U./g) 食品级维生素 D ₃ 油 (100 万 I.U./g、200 万 I.U./g、400 万 I.U./g) 维生素 D ₃ 结晶 (4000 万 I.U./g)	主要用于生产食品添加剂、维生素 D ₃ 药品
中间产品	NF 级胆固醇	主要用于生产 7-去氢胆固醇，也可作医药及液晶面板的原料
	羊毛脂衍生产品：化妆品级羊毛醇、羊毛酸、羊毛脂、羊毛甾醇、羊毛酸异丙酯等	主要用于生产化妆品原料
	7-去氢胆固醇	主要用于生产饲料级维生素 D ₃ 油、化妆品原料
	胆、氧化物	主要用于生产饲料级维生素 D ₃ 油

资料来源：公司提供

原材料采购

祥云科技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 NF 级胆固醇、羊毛脂、化工辅助原材料等。目前

公司全年 NF 级胆固醇需求量约为 100 吨左右，2009 年东阳生产基地具备了年产 80 吨 NF 级胆固醇的产能。公司除了自产 NF 级胆固醇供应外，其余 NF 级胆固醇采购自印度迪氏曼、日本精化。其余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。

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。

表 7 公司 VD₃ 羊毛脂采购情况
(单位: 公斤, 元/公斤)

	采购量 (公斤)			
	2010	2011	2012	2013.1-9
采购量	1134.41	2004.27	1900.97	271.70
采购价格	19.18	26.67	39.98	35.72

资料来源: 公司提供

2010~2012 年公司的羊毛脂总采购金额分别为 0.22 亿元、0.53 亿元和 0.77 亿元。2012 年，公司主要的前五大供应商采购合计占公司总采购额的 70.45%，集中度较高。2013 年前三季度，公司羊毛脂采购量大幅降低，主要由于 2011 年和 2012 年公司采购规模较大，库存羊毛脂较多，2013 年生产时优先使用库存原料所致。

表 8 2012 年公司前 5 大供应商情况

单位名称	金额 (万元)	占总额比 (%)
张家港宇新羊毛工业有限公司	2605.07	33.88%
无锡市一碳洗毛有限公司	1295.65	16.85%
太仓市永业羊毛有限公司	596.53	7.76%
张家港恒熠进出口公司	466.17	6.06%
江阴市振新毛条有限公司	453.16	5.89%
合计	5416.58	70.45%

资料来源: 公司提供

公司作为最大的 VD₃ 生产厂家，全球近半的需求由公司供给，具有一定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，羊毛脂价格波动较大，但公司可以通过提高 VD₃ 产品价格保持毛利率处于较高水平，近三年仍维持在 25% 以上。

生产销售

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。其中祥云科技主要生产：NF 级胆固醇及其副产品、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 产品；子公司主要生产 7-去氢胆固醇、饲料级维生素 D₃ 油、饲料级维生素 D₃ 粉。

公司生产的维生素 D₃ 系列产品规格繁多，如饲料级维生素 D₃ 油剂的规格从 100 万 I.U./g 到 4000 万 I.U./g 不等（每 50 万 I.U. 一档），食品级维生素 D₃ 微粒的规格从 10 万 I.U./g 到 100 万 I.U./g 不等（每 10 万 I.U. 一档），食品级维生素 D₃ 油的规格有 100 万 I.U./g、200 万 I.U./g、400 万 I.U./g 等，每年均有 50 个以上规格的产品对外销售，公司一般均按照客户的不同需求进行生产、销售。为方便统计核算，以下生产、销售统计情况表均以 50 万 I.U./g 统一折算。

从生产能力看，截至 2012 年底，公司已形成年产饲料级 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 I.U./g 为 10 吨的产能规模。从产销情况看，公司饲料级维生素 D₃ 油剂的产销量和价格均波动下降，食品医药级维生素 D₃ 的产销量稳步增长，但价格波动下降；饲料级维生素 D₃ 粉产销量保持增长，但价格则呈逐年下降趋势；总体来看，近三年公司 VD₃ 产品整体产销量有所波动。2010 年祥云科技饲料级维生素 D₃ 油剂生产线拟技改为 25-羟基维生素 D₃ 生产线；同时，饲料级维生素 D₃ 粉部分车间停产，技改为食品级维生素 D₃ 粉生产线，项目已于 2011 年完工，上述两项技改导

致 2010 年饲料级维生素 D₃ 油剂、饲料级维生素 D₃ 粉产能较 2009 年有所降低，产能利用率低。2012 年由于 VD₃ 市场价格持续下降，公司减少了饲料级维生素 D₃ 油的产量，同时提高

了饲料级维生素 D₃ 油的内部领用率，导致公司饲料级维生素 D₃ 粉和食品医药级维生素 D₃ 产量有所增加。

表9 公司VD₃系列产品2010~2013年9月主要产品产能与产销情况（单位：吨）

产品	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1-9 月		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
饲料级维生素 D ₃ 油剂	4000	755.7	750.59	4000	1677.31	1078.57	4000	707.26	409.26	3000	443.79	311.21
饲料级维生素 D ₃ 粉	2000	1052.71	1190.58	2000	1311.48	1259.48	2000	1522.81	1482.29	1500	1413.20	1560.04
食品医药级维生素 D ₃	480	61.17	51.75	480	85.77	102.91	480	101.93	81.87	360	96.58	93.66
合计	--	2001.84	1992.92	--	3241.71	2440.95	--	2526.68	1973.41	--	1953.57	1975.79

资料来源：公司提供

注：产量汇总数据已经内部领用的调整。内部领用主要系以某一规格的饲料级维生素 D₃ 油为原料，生产其他规格的饲料级维生素 D₃ 油，以及投入下道工序生产饲料级维生素 D₃ 粉、食品医药级维生素 D₃。2010 年母公司饲料级维生素 D₃ 油剂生产线拟技改为 25-羟基维生素 D₃ 生产线。

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，由祥云科技建立销售网络，直接确定销售策略、定价原则对外销售；下属子公司则均有独立的销售网络，根据祥云科技的指令对外销售。公司设有市场部，具体负责市场策划与产品销售，其主要职责：一是负责向客户介绍、宣传公司产品并实现产品的最终销售，二是通过信用调研评估选择销售客户签订销售合同，组织发货并取得发货、收票回执，负责销售客户和催收工作，三是加强国际代理商及终端客户的联系，信息收集，确立业务合同。销售结算方式上，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。另外，祥云科技本身有经营采购、分销等贸易活动，为下属子公司采购部分原材料，同时也为相关企业代为采购，其收入也计入生物医药板块。

表 10 公司 VD₃ 主要产品销售价格情况

（单位：元/kg）

产品类别	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
饲料级维生素 D ₃ 油	71.54	72.78	60.18	43.30

饲料级维生素 D ₃ 粉	134.12	168.94	105.18	54.60
食品医药级维生素 D ₃	263.21	188.42	168.45	132.71
维生素 D ₃ 汇总	113.9	127.27	98.48	56.40

资料来源：公司提供

总体上看，近三年及最近一期内维生素 D₃ 产品价格波动较大。自 2011 年达到峰值后，由于利润空间巨大，导致部分跟随者涌入，加上受宏观经济影响，维生素市场整体疲软，维生素 D₃ 的售价从 2012 年起大幅下滑，尤其是低端饲料级产品价格跌幅更是高达 50% 以上；而中高端食品医药级产品由于生产企业少，产量有限，而需求逐渐上升，因而下跌幅度有限。这也正是公司的发展战略：调整产品结构，从低端向中高端逐渐转移。

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；近三年及一期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 71.49%、72.74%、69.07%、和 65.20%，有所下滑但仍占主要比重。公司与法国安迪苏、德国巴斯夫、美国 AGD、荷兰 PROVIMI、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。2012 年，公司前五名客户销售额共计 1.38 亿元，占总额的 61.21%，单一客户集中度较高。

表 11 公司 VD₃ 产品销售分部区域与销售情况
(单位: 万元, %)

销售区域	2011 年		2012 年		2013 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	8719.27	27.26	6952.20	30.93	4675.57	34.80
国外	23264.88	72.74	15525.04	69.07	8760.05	65.20
合计	31984.15	100.00	22477.24	100.00	13435.62	100.00

资料来源: 公司提供

表 12 2012 年公司 VD₃ 产品前 5 名客户销售情况

单位名称	销售收入 (万元)	占比 (%)
安迪苏 (上海)	8271.84	36.60
荷兰 ORFFA	2181.12	9.65
荷兰泰高	1826.21	8.08
荷兰普乐维美公司	793.19	3.51
上海三凯进出口有限公司	760.72	3.37
合计	13833.07	61.21

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、散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，公司该产品销售收入呈稳定增长态势。

花园药业是一家整体收购浙江康莱特药业有限公司并进行异地改造后成立的公司，公司拥有冻干粉针剂、小容量水针剂、胶囊剂、片剂、原料药等生产线，并通过了 GMP 认证，目前已有二十多种中西药和原料药上市销售，其主要产品及销售情况如下表：

表 13 花园药业主要产品介绍

产品名称	主要原料	生产工艺	用途
心脑血管健片	茶叶提取物	辅料添加、干燥、整粒、总混、压片	治疗头晕目眩、记忆力减退；促进纤维蛋白原溶解等
心脑血管胶囊	茶叶提取物	辅料添加、干燥、整粒、总混、胶囊填充	治疗头晕目眩、胸闷气短、倦怠乏力、精神不振、记忆力减退等
硫糖铝咀嚼片	硫糖铝	辅料添加、干燥、整粒、总混、压片	治疗慢性胃炎及缓解胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感、反酸等
甲硝唑片	甲硝唑	辅料添加、干燥、整粒、总混、压片	治疗肠道和肠外阿米巴病等
复方磺胺甲噁唑片	磺胺甲噁唑、甲氧苄啶	辅料添加、干燥、整粒、总混、压片	治疗尿路及肠道感染、急性中耳炎、慢性支气管炎等

资料来源: 公司提供

表 14 花园药业主要产品销售收入情况

(单位: 万元)

药品名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
心脑血管健片 (含胶囊)	10012	10707	11448	7488
硫糖铝片	2571	2527	1274	1072
复方磺胺甲噁唑片	1759	1436	914	565
甲硝唑片	1517	1393	286	93
阿奇霉素分散片		1287	4307	2017
盐酸左氧氟沙星胶囊		2056	2740	2465
罗红霉素胶囊		50	2022	2071
铝碳酸镁咀嚼片		73	1255	1523

资料来源: 公司提供

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。

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。

花园药业注重产品研发工作，截至 2013 年 9 月底，在研品种有 24 个，其中国家在审待批的品种 12 个，研发状态的品种 12 个。

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海森药业有限公司、东北制药总厂等大型生产商，产品销售商主要有金华泰来医药公司、九州通医药集团股份公司、浙江省临海医药公司、浙江大宇医药公司等大型销售商等，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。此外，公司子公司花园高科拟进行IPO融资，已于2010年通过证监会创业板发行审核委员会首发审核，预计未来花园高科成功上市后，公司所有者权益将大幅提升，资产负债率将有所降低。

3. 建筑板块

花园房地产开发有限公司及其下属公司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，其主要业务为：房屋建筑工程施工总承包、市政公用工程、装饰装修工程等建筑工程。

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。该公司目前下辖天津、辽宁、石家庄、青海、银川、新疆、西安、太原、郑州、山东、武汉、云南、南京、张家港、杭州等多个分公司。

经营模式

公司通过树立“花园建设”的统一品牌，强化精品、服务创造价值的理念，明确了以“大市场、大业主、大项目”为主的目标市场策略，并形成了以花园建设为协调牵头，分、子公司等二级机构为主体的纵向市场营销体系，以及总承包型企业和专业化公司相互配合的横向营销体系。

公司在中标签约之后，绝大多数项目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。项目经理部在成立后，根据公司授权，并在公司管理框架的约束和指导下，全面负责项目履约过程中各项业务（合约、成本、进度、技术、质量、安全等）的策划、实施、管理与综合协调，并对运营绩效负责。在此过程中，公司对于项目的具体运营进行监督控制和服务支持，以确保项目的顺利实施。

采购方面，公司的工程业务采购包括物资采购（材料和设备）和分包采购。对于影响工程质量和项目成本的重要物资，公司实行总部集中采购，对部分零星物资和辅助性物资，则授权项目按照公司规定的程序自行采购。

2012年，公司承建了缙云“乐业新天地”四五六区块商住楼、河北石药工业园配套服务中心项目住宅小区一期、杭州康信汽车专卖店办公楼及商业用房项目、青海乌兰县商业广场及商业和住宅建筑工程等共计84个项目工程，实现营业收入和净利润分别为33.29亿元和1.21亿元，同比分别增长22.93%和21.69%。

表 15 2012 年公司建筑业主要项目收入、利润构成
(单位: 万元)

项目名称	2012 年	
	主营收入	利润
花园红木家具二期(木制品)	27602.30	2469.62
花园红木家具展示中心扩建(红木三期)	14737.55	1352.24
西安华西专修大学杨凌校区	6650.00	665.00
西安融城国际工程	6650.00	665.00
西安皇城印象住宅楼工程	6200.00	620.00
西安蒲城枫格大厦	6100.00	610.00
陕西白水南井头寸棚户区	5950.00	595.00
西宁化隆县群科新区	5900.00	590.00
冀州万都城项目	5890.00	589.00
秦皇岛市归提寨限价商品住	5700.00	570.00
西安帝景华庭小区住宅楼工	5550.00	555.00
西安桃园新世纪项目	5480.00	548.00
余杭组团·科技创业中心	5390.00	539.00
西安新小寨安置楼工程	5350.00	535.00
长兴星新能项目(星龙湾)	5180.00	518.00
西安阳光兰亭小区	5160.00	516.00

西安世祥中心	5150.00	515.00
济宁天成国际花园项目	5150.00	515.00
天津铂金时代商住楼项目	4960.00	496.00
西宁广馨·仁和世家一期	4860.00	486.00
沈阳雅居乐一期	4842.35	484.24
武汉瑞湖天地	4750.00	475.00
合计	153202.20	14908.09

资料来源：公司提供

截至 2013 年 9 月底，公司已签施工合同项目共计 90 个，合同总造价 84.6 亿元，总建筑面积 527.95 万平方米，项目储备较为充足。

表 16 截至 2013 年 9 月底公司前十大施工合同

建设单位	工程名称	合同造价 (亿元)	建筑面积 (万平方米)	占总造价 比重 (%)
陕西中厦置业	陕西白水南井头寸棚户区	6.51	31	7.69
长兴星龙置业	长兴星新能项目（星龙湾）	5	32	5.91
河北住达房地产开发有限公司	河北燕达国际创业园	4	26	4.72
天水广融实业有限公司	西安天水麦积区高家湾城中	3.45	23	4.07
青海鹏晟房地产开发有限公司	西宁化隆县群科新区	3	15	3.54
新疆新名居房地产开发有限公司	新疆人和名居工程	2.82	22	3.33
河北兆亿房开公司	河北康桥郡住宅小区	2.7	20	3.19
南京滨江雅居乐房地产开发有限公司	雅居乐滨江花园四期项目	2.47	16	2.91
新疆盛丰房地产开发有限公司	新疆昌吉滨湖河一号公园小	2.4	12	2.83
沧州宇泰房地产开发有限公司	沧州宇泰珑湾住宅小区	2.24	16	2.64
合计	--	34.59	213	40.83

资料来源：公司提供

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，能够保证未来建筑板块收入与效益的稳定性。

4. 贸易板块

公司贸易板块的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”）及祥云科技，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、花园进出口主要业务为国际贸易和国内贸易（以下简称“内贸”）。

2010 年~2012 年，公司贸易板块营业收入年均复合增长 19.98%，其中 2012 年公司实现营业收入 34.69 亿元，同比增长 23.63%，毛利率为 11.63%，同比小幅增长。2013 年 1-9 月，公司贸易板块营业收入 30.22 亿元，毛利率为 10.00%。

从经营模式看，公司贸易业务分为自营与代理业务相结合的模式。

 表 17 2010~2013 年 9 月公司自营与代理业务情况
 （单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
自营业务	237618	275139	341775	298169
代理业务	3435	5381	5136	4057
合计	241053	280520	346911	302226

资料来源：公司提供；

注：上表中代理业务收入的统计口径为纯佣金收入。

从集中度来看，2012 年，公司国际贸易中进口前 5 大客户销售金额 11.07 亿元，占贸易板块收入总额 31.91%；出口前 5 大客户销售金额 1.56 亿元，占贸易板块收入总额 4.50%；内贸前 5 大客户销售金额 3.81 亿元，占贸易板块收入总额 10.98%。

表 18 2010~2012 年公司前五名客户销售情况
(单位: 万元, %)

类别	2010 年		2011 年		2012 年	
	前五名客户销售合计	占比 (%)	前五名客户销售合计	占比 (%)	前五名客户销售合计	占比 (%)
进口	63429	26.30	82662	29.47	110682	31.91
出口	19352	8.05	17094	6.09	15621	4.50
内贸	15442	6.39	18717	6.66	38120	10.98

资料来源: 公司提供

国际贸易

①进口业务

从进口商品看, 公司主要以进口偏光片、扩散片、化工产品等商品为主, 2012年公司拓展新的业务, 增加了氧化铝的进口; 从进口地区看, 日本、韩国、台湾、英国、印尼是公司主要进口区域, 2012年, 公司进口合计金额 14.45 亿元, 占贸易收入总额的 41.65%。

表 19 公司主要进口业务情况 (单位: 万元)

进口业务类别	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
偏光片扩散片	22369	47607	35205	20647
化工产品	47970	40810	41443	22254
木材	9501	14219	17957	16179
硼砂硼酸	8473	8619	--	
氧化铝	-	-	23033	11668
电解铜			16645	22699
镍				13936
塑胶地板				7608
合计	88313	111255	134283	114991

资料来源: 公司提供

②出口业务

表 20 公司主要出口业务情况 (单位: 万元)

内贸业务类别	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
服装	5530	5014	6132	4103
摩托车配件	5455	4154	3104	2732
小商品	4710	3830	2364	2231
机床	5162	3995	4988	4419
医疗器材				1829
合计	20857	16993	16588	15314

资料来源: 公司提供

从出口商品看, 公司主要以出口商品服装、机床、摩托车配件、小商品、医疗器材等商品为主。从出口地区看, 美国、法国、非洲、东南亚是公司主要出口区域, 2012 年, 公司出口额合计 1.74 亿元, 占贸易收入总额的 5.02%。

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。

表 21 公司国际贸易结算方式、风控措施及管理制度

	经营产品	业务结算方式	风险防范措施	内部相关管理制度
进口贸易	偏光片扩散片	信用证 /TT	下家追加保证金	1、建立法律风险防范制度
	化工产品	信用证 /TT	套期保值	2、进行多层次教育与培训, 增强业务及法律风险防范意识
	木材	后 TT	下家锁定	3、建立业务及法律风险预警机制
出口贸易	机床、服装、小商品、医疗器械等	前 TT/托收	出口信用保险等	

资料来源: 公司提供

国内贸易

公司内贸业务的大宗商品主要为木材以及化工产品 (二甘醇、乙二醇、苯乙烯、聚乙烯、DOP) 等, 其中 2012 年公司大力拓展市场, 加大了乙二醇和 DOP 商品的业务。2013 年, 公司拓展了棉花、电解镍、电解铜等的销售业务。2012 年, 公司内贸收入为 18.40 亿元, 占贸易收入总额比重的 53.04%。

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。

表 22 公司主要内贸业务情况（单位：万元）

内贸业务类别	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
木材	106153	114062	129375	94152
二甘醇	5034	6529	7760	7801
乙二醇	5472	7035	19490	13221
二甲苯	4936	6209	8618	6458
DOP	5160	6499	16459	12952
甲醇	2077	1297	2318	
棉花			-	6028
PTA			-	2503
电解镍				11106
电解铜				12100
合计	128832	141631	184020	166321

资料来源：公司提供

总体看，受欧债危机以及贸易保护主义影响，贸易行业整体增速放缓，公司通过加大进口规模，并促进内贸发展，缓冲外围环境变化对公司进出口贸易的影响，公司近三年贸易规模保持了增长。同时联合资信关注到，公司贸易业务中的木材交易在结算方式上进口主要采用T/T汇款，国内主要依据当地市场惯例采取现金收付，同时以流水账方式记录，在操作流程和方式上有待进一步规范；公司木材交易业务进货渠道较不规范，下游客户又多为个体工商户或小微企业，与公司的单笔交易金额不大但交易频繁，且由于当地税务部门为扶持产业的

发展对此类企业多实行包税制管理，其采购木材并不要求公司开具发票，公司在该部分交易纳税申报方面存在一定的随意性，有一定程度的改善空间。

5. 铜业板块

浙江昌兴铜业有限公司（以下简称“昌兴铜业”）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。2012年，公司铜业板块实现营业收入14.41亿元，净利润0.58亿元。

目前，公司拥有年产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。

原材料采购

公司铜业生产主要原材料为电解铜、废铜，采购情况及采购方式如下：

表 23 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	11年占成本 比重（%）	12年占成本 比重（%）	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
电解铜	41	53.48	4935	8650	12773	22157	58100	66770	57907	54320
废铜	57	41	9165	11940	15367	901	56500	64370	55412	53141
合计	98	95	14100	20590	28140	23058		--		--

资料来源：公司提供

表 24 公司铜业主要原材料采购方式

原料	渠道	采购方式
电解铜	国内采购	到货付暂估铜款 93%，现款现货。
废铜	国内采购	到货半个月付款

资料来源：公司提供

表 25 2012 年公司铜业前 5 大原材料供应商

主要供应商	采购金额 （万元）	占比 （%）
广西有色再生金属有限公司	49003	30.26
浙江省东阳市花园物资有限公司	20229	12.49
浙江伟德铜业有限公司	18456	11.4

深圳市利拓投资发展有限公司	11412	7.05
双城市权顺鑫金属材料有限公司	3743	2.31
前五大供应商合计	102843	63.51
公司当年采购合计	161926	--

资料来源：公司提供

公司主要原材料电解铜，是通过上海、宁波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来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。近两年，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，2012 年前 5 大原材料供应商采购合计 10.28 亿元，占比 63.51%。

生产销售

公司实行“以销定产”的定单生产模式，因而近三年产销率均为100%。2010~2012年，公司的产能利用率分别达到64.41%、86.67%和83.03%，产能利用率有所提高。

表 26 公司主要铜业产品的产能和产销量情况

(单位：吨)

主要产 品	2010 年		2011 年		2012 年	
	产能	产/销 量	产能	产/销 量	产能	产/销 量
铜锭	10000	8078	12000	11500	15000	11720
铜排	5000	3316	5000	4300	7000	6575
铜板	3000	1220	3000	2800	4000	3450
铜棒	2000	1030	2000	1480	4000	3608
铜带	3000	1170	3000	1600	3000	2046
合计	23000	14814	25000	21680	33000	27399

资料来源：公司提供

公司销售渠道较为通畅，2012 年前 5 大主要客户销售合计 8.23 亿元，占销售收入的 57.12%，集中度较高，具体情况如下表：

表 27 2012 年公司前 5 大客户销售情况

主要客户	销售收入 (万元)	占比 (%)
铜陵有色金翔物资有限责任公司	47499	32.96
铜陵市福茂金属再生有限公司	14346	9.95
江西铜材有限公司	10882	7.55

辽宁金盘铜业有限公司	4988	3.46
海安县耀华工贸有限公司	4611	3.2
前五大客户合计	82326	57.12

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，截至2012年底，公司铜业板块销售收入达到14.41亿元，同比增长10.76%。但由于受市场竞争激烈影响，主要产品铜锭、铜排与铜棒价格下滑，该板块毛利率水平有所降低。

表 28 近年公司产品销售收入情况 (单位：万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
铜排	24542	25460	33403	23271
铜棒	7450	8990	18340	6502
铜板	8105	19320	18288	15556
铜带	7430	11050	10950	9616
铜锭	55930	65321	57413	52643
转口商品			5731	18201
其他			6	5
合计	103457	130141	144131	125794

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、高精度的铜板带材生产加工发展，并计划进一步扩大产能，近三年产销量不断增长，收入水平有望不断提高；但受行业竞争激烈影响，产品市场价格有所波动，该板块毛利率水平较低，盈利能力和稳定性不强。

6. 其他业务板块

公司其他业务板块包括包装产业、红木家具及木制品市场、旅游休闲、医院和教育等。该板块收入主要来源于花园物资有限公司（以下简称“花园物资”）、东阳市花园红木家具开发有限公司（以下简称“花园红木”）、花园集团东阳服装有限公司（以下简称“东阳服装”）、浙江花园包装有限公司（以下简称“花园包装”）、浙江老汤火腿食品有限公司（以下简称“老汤火腿”）与花园农业发展有限公司（以下

简称“花园农业”)等收入。2012年,该板块收入13.06亿元,同比上升12.68%,占营业收入的13.00%,毛利率17.04%;2013年1-9月,该板块收入11.49亿元,占营业收入的13.97%,毛利率20.84%。

花园物资成立于1997年1月23日,注册资本480万元(浙江花园集团控股有限公司持股比例为90.00%),经营业务为:废旧物资回收(不含处理);针纺织品及原材料、日用百货、五金交电、建材、食用农产品、竹木工艺品批发、零售;2012年,花园物资实现营业收入4.42亿元,利润总额0.08亿元,净利润0.06亿元;2013年1-9月,花园物资实现营业收入3.90亿元,利润总额0.05亿元,净利润0.04亿元。

花园包装成立于2012年3月,现注册资本5000万元,其中花园集团有限公司持股比例是86%;许可经营项目:包装装潢、其他印刷品;一般经营项目:包装盒(不含印刷)加工、销售,货物进出口业务。2012年,花园包装实现营业收入1.13亿元,利润总额234万元,净利润175万元;2013年1-9月,花园包装实现营业收入1.53亿元,利润总额0.06亿元,净利润0.04亿元。

花园红木成立于2009年9月,注册资本11000万元(邵钦祥持股60%,邵燕青持股20%,邵燕芳持股20%),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。截至2013年9月,花园红木已建成并营业四期市场,其中第四期于2013年9月30日开始营业,目前项目总用地面积74230平方米,总建筑面积205088平方米,共拥有商铺836个,均系公司自筹资金投入,总投资8.91亿元。铺位出租及租金收取方面,自市场成立以来,铺位每期出租率均达100%,花园红木在对市场进行近两年的孵化培养后,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,每年年初一次性收取全年租赁费用及物业管理费用。2012年,花园红木实现营业收入0.33亿元,利润总额0.25亿元;2013年1~9月,实现

收入0.92亿元,利润总额0.45亿元。

东阳服装成立于1996年9月4日,注册资本2000万元(花园集团持股比例20.00%,浙江花园集团控股有限公司持股比例80.00%),其主要业务为:服装、毛毯、服装装饰品(帽、围巾、鞋)、床上用品、毛巾、窗帘布及家纺用品制造,经营自产产品及技术的出口业务;经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务(国家限定公司经营和国家禁止进出口的商品及技术除外);经营进料加工和“三来一补”业务;服装水洗、漂洗、沙洗服务。2012年实现营业收入3.04亿元,利润总额0.40亿元,净利润0.30亿元;2013年1-9月,实现营业收入1.95亿元,利润总额0.16亿元,净利润0.12亿元。

老汤火腿成立于1998年7月6日,注册资本1480万元(花园集团持股比例20.00%,浙江花园集团控股有限公司持股80.00%),经营业务为生产加工肉及肉制品,2012年实现营业收入1.06亿元,利润总额0.10亿元,净利润0.07亿元;2013年1-9月,实现营业收入0.92亿元,利润总额0.10亿元,净利润0.10亿元。

花园农业成立于2005年12月1日,注册资本6000万元(花园集团持股比例15.00%,浙江花园集团控股有限公司持股比例85.00%),经营范围包括农业项目的投资、开发、利用、服务;园林绿化工程;农副产品销售。花园农业下设:东阳市花园生态农业有限公司;东阳市花园园艺工程有限公司;东阳市花园粮油农贸有限公司。2012年实现营业收入1.51亿元,利润总额0.12亿元,净利润0.09亿元;2013年1-9月实现营业收入1.12亿元,利润总额0.08亿元,净利润0.06亿元。

7. 经营效率

2010~2012年,公司营业收入年均增长18.53%,营业成本年均增长18.81%,增速基本相同。

2010~2012年,因公司不断加强销售渠道

拓展以及严格控制回款周期，公司销售债权周转次数呈上升趋势，2012 年为 16.82 次；公司存货周转次数呈下降趋势，总资产周转次数有所波动，2012 年两项指标分别为 7.94 次和 1.91 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 1.8 亿平方米新型纸包装材料项目、东阳市花园红木家具产业园综合服务平台项目和年产 20 万只老汤火腿技改项目，项目总投资 10.65 亿元，截至 2013 年 9 月底，已完成投资 4.15 亿元，未来还需投入 6.50 亿元。

表 29 截至 2013 年 9 月底，公司主要投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金来源		截至 2013 年 9 月底已投资
			自筹	银行贷款	
在建项目					
年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目	项目主要采用自行设计具有国内先进水平的强力热轧技术，引进具有国际先进水平的双面铣机组、带材连续脱脂-酸洗机组设备，购置 4-Φ600/Φ1300×1400 强力粗中轧机组、4-Φ330/Φ800×1200 中精轧机组、2-Φ650×1200 平整机组等国产设备	6.70	2.70	4.00	0.50
年产 1.8 亿平方米新型纸包装材料项目	将建成年产 3000 万平方米七层重型瓦楞纸板生产线一条，年产 10000 平方米五层中高档瓦楞纸板生产线一条，年产 5000 万平方米三层中高档瓦楞纸板生产线一条	2.56	0.86	1.70	2.56
东阳市花园红木家具产业园综合服务平台项目	项目总用地面积 16.3 亩，改造装修建筑面积 21130 平方米，计划打造一个集交易集散中心、价格形成中心、信息传播中心为一体的场所，且具有交易、采购、储藏、加工、运输、结算、科学管理和配套服务的现代红木家具产业综合服务平台	0.43	0.43	--	0.20
年产 20 万只老汤火腿技改项目	总建筑面积 23050.2 平方米，其中厂房共 6 栋，建筑面积 18443.4 平方米，综合楼 1 栋，建筑面积 4606.8 平方米，晒场面积 8719 平方米	0.96	0.36	0.60	0.89
小计	--	10.65	4.35	6.30	4.15
拟建项目					
年产 6 吨胆钙化醇原药与年产 4000 吨胆钙化醇杀鼠剂制剂项目（灭鼠剂项目）	--	1.58	1.10	0.48	--
年产 1 亿平方米功能型彩印纸箱（盒）项目	项目采用淀粉粘合剂改性技术、特殊的纸板异形件制作加工和成箱工艺，新增自动化纸板物流处理系统、生产管理自动化系统、七色水墨印刷开槽机、六色水墨印刷开槽机、自动五色水性印刷开槽切机、四色水性印刷开槽切堆积机、半自动粘箱机、高速钉箱机等国产先进设备，形成年产 1 亿平方米功能型彩印纸箱（盒）的生产能力	1.28	0.60	0.68	--
年产 2 万吨精密无缝铜管生产线项目	--	0.80	--	0.80	--
年产 3000 万只多波波纹管生产线技术改造项目	--	0.10	--	0.10	--
东阳市花园红木家具城三期项目	项目占地约 50 亩，建筑面积 14 万余平方米，建成后，将呈现一个集交易集散中心、价格形成中心、信息传播中心为一体的交易场所，且具有交易、采购、储藏、加工、运输、结算、科学管理和配套服务的大型、现代红木家具产业专业市场	5.20	3.00	2.20	--
浙江师范大学附属花园国际学校	为公司与浙江师范大学共同打造的“浙江师范大学附属花园国际学校”，项目占地 584 亩，总建筑面积约 12 万平米，总投资 6.8 亿元，是融幼儿园、小学、初中、普高、职高于一体的大型教育体	6.80	4.00	2.80	--
小计	--	15.76	8.70	7.06	--
合计	--	26.41	13.05	13.36	4.15

资料来源：公司提供

公司未来拟建项目主要包括年产 6 吨胆钙化醇原药与年产 4000 吨胆钙化醇杀鼠剂制剂项目、东阳市花园红木家具城三期项目和浙江师范大学附属花园国际学校等项目，计划总投资

15.76 亿元。

整体看，公司在建及拟建项目合计总投资 26.41 亿元，截至 2013 年 9 月底已完成投资 4.15 亿元，未来尚需 22.26 亿元，投资规模较大，公

司未来对外融资压力较大。

发展规划

公司将继续走多元化发展之路，在立足做精做强生物医药主业的前提下，稳步发展建筑业、进出口贸易、铜业等业务，加大投资，扩建产能，不断提高竞争力。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

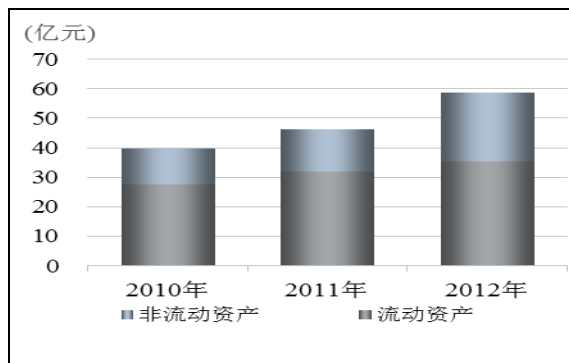
公司提供的 2010~2012 年度财务报表已经浙江普华会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2013 年三季度的财务数据未经审计。公司合并报表范围中，2010 年新增加浙江昌兴铜业有限公司和浙江花园电子器材有限公司，上述两家公司均于 2010 年新注册成立。公司 2011 年~2013 年 9 月底合并范围无变化。

截至2012年底，公司（合并）资产总额58.71亿元，所有者权益合计31.89亿元（其中少数股东权益2.53亿元）；2012年，公司实现营业收入100.39亿元，利润总额6.04亿元。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额70.93亿元，所有者权益合计35.32亿元（其中少数股东权益2.53亿元）；2013年1~9月，公司实现营业收入82.29亿元，利润总额4.51亿元。

2. 资产质量

图 10 2010~2012 年公司资产构成



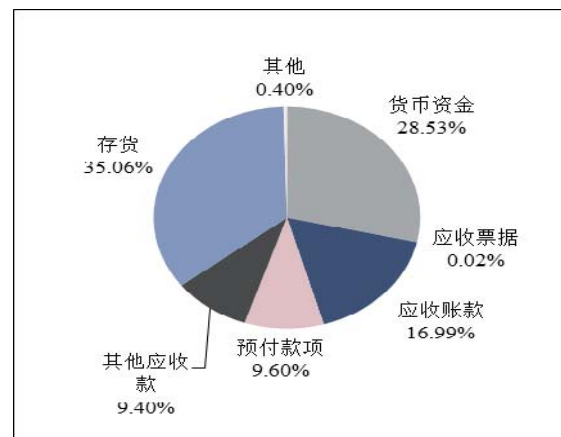
资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司资产总额保持稳定增长态势，年均复合增长 21.56%。截至 2012 年底，公司资产总额为 58.71 亿元，同比增长 26.78%，主要来自非流动资产的增加。资产构成中，流动资产占 60.11%，非流动资产占 39.89%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2010~2012 年，公司流动资产呈较快增长态势，年均复合增长 13.11%。截至 2012 年底，公司流动资产合计为 35.29 亿元，较上年同期增长 10.84%，主要是由于货币资金和存货的增加所致。流动资产构成中，主要以货币资金（占 28.53%）、应收账款（占 16.99%）、预付款项（占 9.60%）、其他应收款（占 9.40%）及存货（占 35.06%）为主。

图 11 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司货币资金年均复合增长 25.33%。截至 2012 年底，公司货币资金 10.07 亿元，同比增长 22.27%。货币资金中银行存款占 99.97%，其中所有权受到限制的为 1.53 亿元，主要为票据、信用证保证金和用于质押办理银行贷款。

2010~2012 年，公司应收账款年均复合下降 1.26%，主要为花园建设应收工程款，花园药业及花园高科应收货款。截至 2012 年底，公司应收账款 6.00 亿元，同比增长 1.58%。其中，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 87.61%，1-2 年的占 12.39%。2012 年，公司应收账款计提坏

账准备 0.14 亿元，计提比例为 2.25%，计提充分性一般。公司应收账款主要包括江铜国际贸易有限公司、铜陵金翔物资有限责任公司、张家港禾硕有限公司、上海合盛企业发展有限公司、京东方的销售欠款等，公司应收账款分散程度高，坏账风险低。

表 30 2012 年底公司应收账款欠款金额前五名客户情况 (单位: 万元)

欠款客户	金额	占应收账款总额比例 (%)
江通国际贸易有限公司	3530.52	5.89
铜陵金翔物资有限责任公司	3268.04	5.45
张家港禾硕国际贸易有限公司	1711.08	2.85
上海合盛企业发展有限公司	1328.06	2.21
京东方科技集团股份有限公司	1139.05	1.90
合计	10976.75	18.30

资料来源: 公司审计报告

2010~2012 年，公司预付账款年均复合下降 2.41%。截至 2012 年底，公司预付款项 3.39 亿元，同比减少 21.96%。其中，账龄在 1 年以内 (含 1 年) 的占 94.34%，1-2 年的占 5.66%，账龄较短；公司预付账款主要包括广西有色再生金属有限公司、铜陵福茂金属再生有限公司、BenQ Materials Corporation、C&Z INTERNATIONAL LIMITED、宁波神化化学品经营有限责任公司的预付材料款等。付款单位前 5 名占预付账款总额的 19.55%，集中度较低。

2010~2012 年，公司其他应收款年均复合增长 17.03%。截至 2012 年底，公司其他应收款 3.32 亿元，同比减少 4.85%。其中，账龄在 1 年以内 (含一年) 的占 46.66%，1-2 年的占 48.79%，2-3 年的占 4.55%。2012 年，公司其他应收款共计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例为 3.00%，计提比例一般。公司其他应收款主要债务人包括杭州余杭创新投资有限公司欠款 0.16 亿元、陕西鱼化置业有限公司欠款 0.08 亿元、青海鹏晟房地产开发有限公司欠款 0.08 亿元等。公司其他应收款分散程度高，坏账风险低。

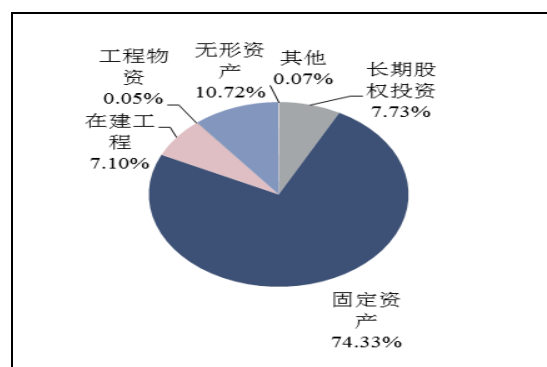
2010~2012 年，公司存货年均复合增长

20.49%。截至 2012 年底，存货账面余额为 12.37 亿元，同比增长 25.71%。存货构成中主要包括原材料 1.96 亿元 (占 15.80%)、库存商品 5.68 亿元 (占 45.92%)、自制半成品及在产品 0.92 亿元 (占 7.41%) 及工程施工 2.36 亿元 (占 19.05%)。库存商品主要为花园建设的工程物资，杭州进出口公司、祥云科技、昌兴铜业、花园高科及花园药业等公司的在产品。2012 年底公司对库存商品共计提了 25.06 万元的跌价准备。

非流动资产

2010~2012 年，公司非流动资产呈快速增长态势，三年分别为 12.14 亿元、14.47 亿元和 23.41 亿元，其中 2012 年较上年同期大幅增长 61.78%。非流动资产构成中，主要以长期股权投资 (占 7.73%)、固定资产 (占 74.33%)、在建工程 (占 7.10%) 和无形资产 (占 10.72%) 为主。

图 12 2012 年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

2010~2012 年，公司长期股权投资分别为 0.15 亿元、0.78 亿元和 1.81 亿元，年均复合增长率为 247.33%。公司主要长期股权投资明细如下：

表 31 2010-2012 年公司主要长期股权投资 (单位: 万元)

年份	金额	投资对象
2010	1500	中国农业银行股份有限公司
2011	2200	五村联合控股有限公司
	2000	辽宁花园建设有限公司
	900	东阳市花园市场管理服务服务有限公司
	680	东阳市宏业建筑有限公司

2012	10000	浙江吉泰投资有限公司
	1700	浙江花园影视文化传媒有限公司
	-1500	*减少对中国农业银行股份有限公司投资

资料来源：公司提供

2010~2012年，公司固定资产快速增长，年均复合增长31.99%。公司固定资产原值20.72亿元，累计折旧3.32亿元，固定资产净值17.40亿元，同比增长55.91%，主要是房屋及建筑物的增加。公司未对固定资产计提减值准备。2012年，公司固定资产净值主要包括房屋及建筑物13.98亿元和生产设备2.69亿元。

2010~2012年，公司在建工程快速增长，三年分别为0.27亿元、0.66亿元和1.66亿元。2012年，公司在建工程主要为花园高科年产100吨饲料级25-羟基维生素D₃项目的办公楼和厂房。

2010~2012年，公司无形资产年均复合增长21.57%。截至2012年底，公司无形资产2.51亿元，同比增长38.14%，主要包括土地使用权2.53亿元和专有技术0.16亿元。

截至2013年9月底，公司资产总额为70.93亿元，较2012年底增长20.82%。资产构成中，公司流动资产占比为64.11%，非流动资产占比为35.89%，基本上保持稳定。流动资产构成中，货币资金增长52.62%，主要是由于2013年5月发行5亿元的短期融资券。

总体看，公司资产规模保持增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中，主要以货币资金、应收账款和存货为主；非流动资产中以固定资产为主。公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2010~2012年，公司所有者权益呈较快增长态势，年均复合增长25.51%。截至2012年底，公司所有者权益合计为31.89亿元（含少数股东权益2.53亿元），较上年底增长17.59%，主要来自未分配利润的增长。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占34.06%，资本公

积占7.53%，盈余公积占5.57%，未分配利润占52.83%。2011年底，公司实收资本同比增长了122.22%，主要是由于公司于2011年4月通过股东决议，增加注册资本5.50亿元，其中货币出资2.00亿元，未分配利润转增资本3.50亿元所致。

截至2013年9月底，公司所有者权益合计为35.32亿元（含少数股东权益2.53亿元），较2012年底增长10.76%，其中未分配利润为19.06亿元，较上年底增长22.89%。公司所有者权益中其他项目无变化。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2010~2012年，随着公司经营规模的扩大，公司的负债规模增长速度也较快，三年年均复合增长17.30%。截至2012年底，公司负债合计26.81亿元，同比增长39.71%。负债构成中，流动负债占95.80%，非流动负债占4.20%。公司负债以流动负债为主。

2010~2012年，公司流动负债年均复合增长19.78%。截至2012年底，公司流动负债合计25.69亿元，同比大幅增长44.20%。公司流动负债主要是短期借款（占68.70%）、应付账款（占12.23%）和预收款项（占6.70%）。

2010~2012年，公司短期借款年均复合增长17.84%。截至2012年底，公司短期借款17.65亿元，同比增长17.23%，其中保证借款16.14亿元（占91.44%），抵押借款1.51亿元（占8.56%）。

截至2012年底，公司应付票据1.29亿元，同比增长125.21%，全部为银行承兑汇票；公司应付账款3.14亿元，同比增长260.92%，主要为原材料采购款和子公司花园建设的工程款；公司预收款项1.72亿元，同比增长252.10%，主要为公司产品销售定金以及红木家具市场预收租金。

2010~2012年，公司非流动负债年均复合下降15.64%。截至2012年底，公司非流动负债合计1.13亿元，同比下降18.38%。其中，长

期借款 1.04 亿元，占 92.04%，包括信用借款 0.27 亿元及抵押借款 0.77 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司负债合计 35.61 亿元，较上年底增长 32.82%，其中流动负债为 29.89 亿元（占比 83.94%），非流动负债为 5.72 亿元（占比 16.06%），非流动负债在负债合计中占比有所增加。公司流动负债的增长来自新增交易性金融负债 9.00 亿元，为公司业务发展需要，分别于 2013 年 5 月份发行的短期融资券 5 亿元及 2013 年 9 月份发行非公开定向发行债务融资工具 4 亿元；非流动负债的增长来自新增长期借款 4.60 亿元，主要是东阳市工行向东阳市花园红木家具有限公司发放经营性物业贷款 5.5 亿元。

2010~2012 年，公司全部有息债务年均复合增长 13.99%。截至 2012 年底，公司全部债务总额为 19.98 亿元，同比增长 18.15%，其中短期债务 18.94 亿元（占 94.79%），同比增长 21.18%，主要来自短期借款的增长；长期债务 1.04 亿元（占 5.21%），同比下降 18.75%，全部为长期借款。截至 2013 年 9 月底，公司全部债务为 30.37 亿元，较 2012 年底增长 52.01%，其中短期债务 24.73 亿元（占全部债务的 81.43%），较上年底增加 5.79 亿元，主要为新增交易性金融负债 9.00 亿元，此外货币资金减少 4.92 亿元；长期债务 5.64 亿元（占全部债务的 18.57%），较上年底增长 4.60 亿元，全部为长期借款。

图 13 2010~2013 年 9 月底公司债务指标



资料来源：公司审计报告

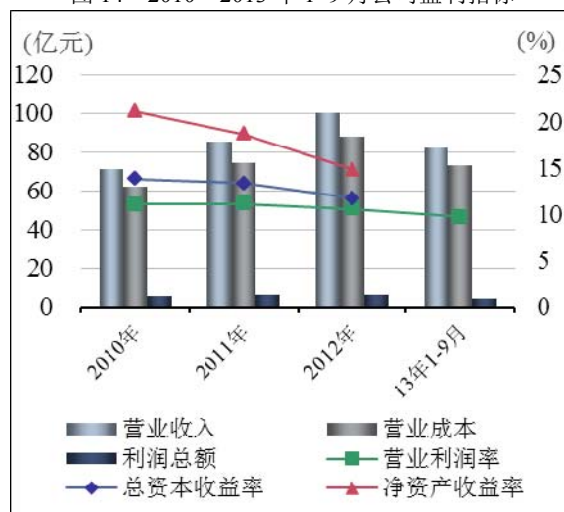
2010~2012 年，公司资产负债率呈波动下降态势，三年分别为 49.04%、41.44%和 45.67%。近三年，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈下降趋势，三年平均分别为 4.29%和 39.41%，2012 年底分别为 3.16%和 38.51%。截至 2013 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.20%、46.23%和 13.77%，较上年底分别增长 4.53、7.72 和 10.61 个百分点。公司总体债务负担适宜，但在 2013 年有所加重。

总体看，公司债务结构中短期债务占比较大，负债结构有待改善。流动负债中，短期借款占比较大，非流动负债全部为长期借款。公司整体负债水平适宜，债务负担较轻，但 2013 年后有所加重。预计未来几年公司债务负担将继续加重。

4. 盈利能力

2010~2012 年，公司营业收入保持较快增长，年均复合增长 18.53%。2012 年，公司实现营业收入 100.39 亿元，同比增长 17.55 %。公司销售经营规模的扩大导致公司各项成本和开支增加，近三年公司的营业成本年均复合增长 18.81%，与营业收入增速基本一致，其中 2012 年为 88.15 亿元，同比增长 18.35%。

图 14 2010~2013 年 1~9 月公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司的期间费用年均复合增长 34.12%，2012 年为 4.79 亿元，较上年增长 36.36%，占营业收入比重的 4.77%，主要是由于销售费用中的运输成本、管理费用中的人员工资以及财务费用中的利息支出增加所致。

2010~2012 年，公司营业外收入有所波动，三年分别为 0.24 亿元、0.43 亿元和 0.23 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采购废铜地方留存部分 90%返回。

2010~2012 年，公司实现利润总额和净利润年均复合增长率分别为 5.28%和 5.15%，2012 年分别为 6.04 亿元和 4.72 亿元，同比分别下降 6.21%和 6.72%。

盈利指标方面，2011 年公司营业利润率为 11.15%，较上年上升 0.10 个百分点，2012 年为 10.55%，较上年下降 0.60 个百分点，主要是由于公司生物医药板块主要产品价格降低导致利润率下降所致。2010~2012 年公司净资产收益率和总资产收益率均呈下降态势，2012 年分别为 14.80%和 11.72%，同比分别下降 3.86 和 1.63 个百分点。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 82.29 亿元，为 2012 年全年收入的 81.97%；利润总额和净利润分别为 4.51 亿元和 3.61 亿元，分别为 2012 年全年的 74.71%和 76.48%。公司营业利润率为 9.70%，较上年下降 0.85 个百分点，主要是由于公司生物医药板块主要产品价格继续处于低位所致。

总体看，公司经营情况良好，销售规模扩大，收入与利润保持增长；受公司生物医药板块主要产品价格下降影响，公司整体盈利能力有所下滑。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010~2012 年公司流动比率和速动比率波动下降，2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 137.41%和 89.24%，同比分别大幅下降 41.35 和 34.28 个百

分点；截至 2013 年 9 月底，流动比率和速动比率分别回升至 152.12%和 104.44%。2010~2012 年，公司经营现金流动负债比分别为-2.98%、9.00%与 23.11%，呈上升趋势。综合看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2010~2011 年公司 EBITDA 呈较快增长趋势，年均复合增长 10.16%，其中 2012 年为 8.09 亿元，同比增长 0.38%；同期利息支出总额分别为 0.65 亿元、0.81 亿元和 1.36 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 10.31 倍、9.89 倍和 5.95 倍，呈下降趋势。2010~2012 年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.31 倍、2.10 倍和 2.47 倍。综合看，公司 EBITDA 对长期债务的保护能力较好。

截至 2013 年 9 月底，公司对外担保余额为人民币 2.34 亿元，占净资产的比重为 6.62%。公司对外担保规模较小，担保比率较低，或有负债风险较小。

表 32 截至 2013 年 9 月底公司对外担保明细

(单位：亿元)

担保企业	担保余额
万事利集团有限公司	1.14
浙江海天建设集团有限公司	1.20
合计	2.34

资料来源：公司提供

公司对外担保公司为万事利集团有限公司公司及浙江海天建设集团有限公司。截至 2013 年 9 月底，万事利集团有限公司资产总额 47.64 亿元，所有者权益 15.13 亿元，2013 年 1~9 月，万事利集团实现营业收入 42.79 亿元，利润总额 1.09 亿元；浙江海天建设集团有限公司资产总额 62.12 亿元，所有者权益 26.74 亿元，2013 年 1-9 月，海天建设集团实现营业收入 98.95 亿元，利润总额 3.55 亿元。两公司目前均正常经营。

截至 2013 年 9 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 52.20 亿元，尚未使用的额度为 22.11 亿元。公司间接融资渠道畅通。

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2014年2月28日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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。

目前，公司经营情况良好，资产与收入规模保持增长，盈利水平有所下滑，债务负担有所上升，但整体偿债能力仍保持在较好水平。

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正常。

农村建设等因素，公司建筑业务发展良好；中国铜板带材的消费水平较发达国家相比仍有相当大的市场发展空间。

总体看，公司主体信用风险较低。

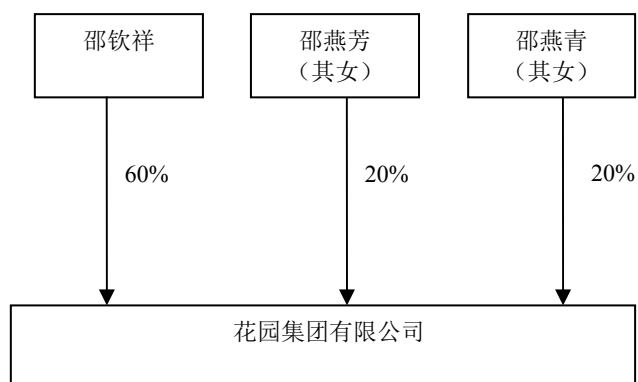
八、结论

公司作为全球最大的维生素 D₃ 生产供应商，具备原材料供应稳定，研发技术领先、市场占有率高，以及拥有一定定价权等综合优势；建筑板块资质较为齐全，已签施工合同项目量较为充足；贸易方面，近三年公司通过加大进口规模与促进内贸发展，进出口规模保持增长，但部分业务规范性有待进一步加强；铜业加工方面，公司板块毛利率保持在低水平，公司计划向高质量、高精度的铜板带材方向发展，进一步扩大产能，近三年产销量不断增长。

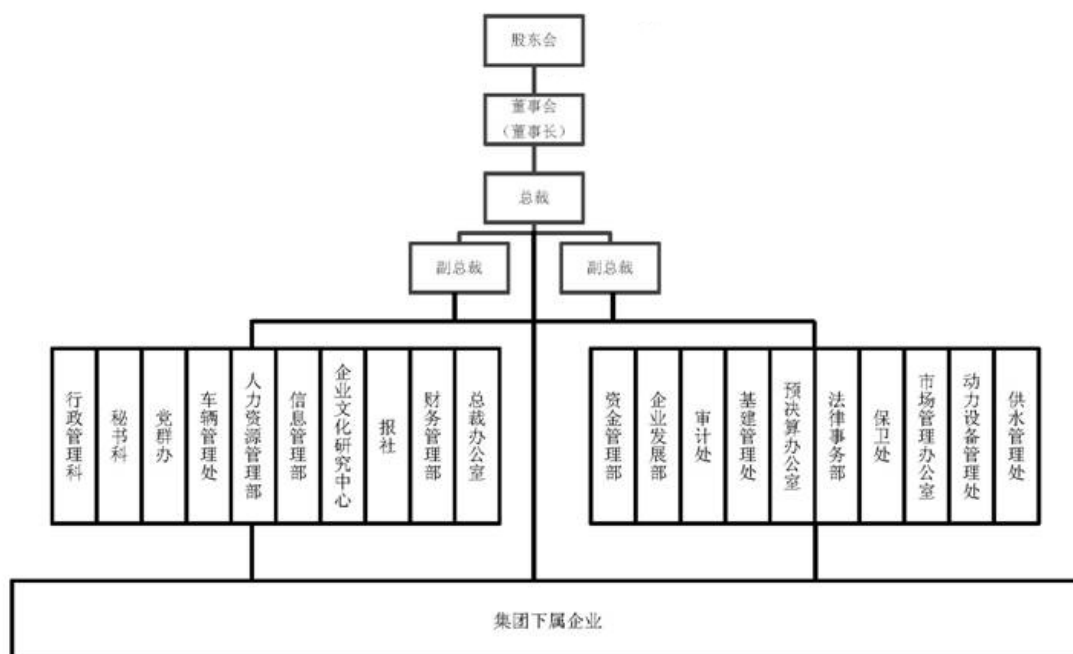
目前，公司资产规模保持增长，资产结构以流动资产为主，整体资产质量一般。公司经营状况良好，收入与利润规模呈增长态势，营业利润率有所下滑，但近年总体维持在适宜水平，债务负担有所上升，整体偿债能力保持在较好水平。

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，维生素类生物医药的市场前景良好；受益于城市化进程加快、保障房与新

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 2012 年底公司下属子公司

(单位: 人民币万元、%)

子公司名称	注册地点	注册资本	持股比例	表决权比例	公司等级
浙江祥云科技股份有限公司	浙江杭州	30000.00	86.63	86.63	一级
浙江花园集团控股有限公司	浙江东阳	10380.00	70.00	70.00	一级
东阳市花园旅游发展有限公司	浙江东阳	100.00	80.00	100.00	一级
东阳市花园职业技术学校	浙江东阳	500.00	100.00	100.00	一级
东阳市南马镇花园幼儿园	浙江东阳	500.00	100.00	100.00	一级
浙江花园影视文化传媒有限公司	浙江东阳	2000.00	85.00	85.00	一级
浙江花园包装有限公司	浙江东阳	2000.00	86.00	86.00	一级
浙江吉泰投资有限公司	浙江杭州	10000.00	100.00	100.00	一级
浙江花园生物高科技股份有限公司	浙江东阳	6800.00	0.00	50.57	二级
浙江花园药业有限公司	浙江东阳	6000.00	15.00	88.30	二级
浙江昌兴铜业有限公司	浙江东阳	18000.00	0.00	100.00	二级
浙江花园电子器材有限公司	浙江东阳	1000.00	0.00	90.00	二级
杭州洛神科技有限公司	浙江杭州	8000.00	0.00	70.00	二级
浙江花园农业发展有限公司	浙江东阳	6000.00	15.00	100.00	二级
浙江花园进出口有限公司	浙江杭州	8656.00	20.00	100.00	二级
花园集团东阳服装有限公司	浙江东阳	2000.00	20.00	100.00	二级
浙江老汤火腿食品有限公司	浙江东阳	1480.00	20.00	100.00	二级
东阳市花园房地产销售有限公司	浙江东阳	1200.00	0.00	100.00	二级
东阳市花园大厦有限公司	浙江东阳	1000.00	40.00	100.00	二级
东阳市花园红木家具开发有限公司	浙江东阳	11000.00	0.00	100.00	二级
花园集团东阳化工有限公司	浙江东阳	800.00	0.00	100.00	二级
浙江省东阳市花园物资有限公司	浙江东阳	6600.00	0.00	90.00	二级
东阳市花园印刷有限公司	浙江东阳	420.00	20.00	100.00	二级
浙江省东阳市花园旅行社有限公司	浙江东阳	100.00	0.00	100.00	二级
浙江东阳花园健身休闲有限公司	浙江东阳	200.00	0.00	90.00	二级

附件 1-4 专用技术词语释义

维生素 D ₃	活性的 7-脱氢胆固醇。由 7-脱氢胆固醇经紫外线照射后生成。实际上它是一种激素原，本身无活性，需先在肝脏中代谢成 25-羟胆钙化醇，再在肾脏进一步羟基化后才有活性。
磁性材料	磁性材料与信息化、自动化、机电一体化、国防、国民经济的方方面面紧密相关。而通常认为，磁性材料是指由过度 <u>元素铁、钴、镍及其合金</u> 等能够直接或间接产生磁性的物质。
饲料添加剂	是指在饲料生产加工、使用过程中添加的少量或微量物质，在饲料中用量很少但作用显著。饲料添加剂是现代饲料工业必然使用的原料，对强化基础饲料营养价值，提高动物生产性能，保证动物健康，节省饲料成本，改善畜产品品质等方面有明显的效果。
食品添加剂	是为改善食品色、香、味等品质，以及为防腐和加工工艺的需要而加入食品中的 <u>化合物</u> 或者天然物质。目前我国食品添加剂有 23 个类别，2000 多个品种，包括酸度调节剂、抗结剂、消泡剂、 <u>抗氧化剂</u> 、 <u>漂白剂</u> 、 <u>膨松剂</u> 、着色剂、护色剂、 <u>酶制剂</u> 、增味剂、营养强化剂、 <u>防腐剂</u> 、 <u>甜味剂</u> 、 <u>增稠剂</u> 、香料等。
硬胶囊剂	将一定量的药材提取物、药材提取物加药材细粉或辅料制成的均匀粉末或颗粒，充填于空心胶囊中制成的制剂。
片剂	将药材提取物、药材提取物加药材细粉或药材细粉与适宜辅料混匀压制而成的圆片状或异形片状的制剂。以口服普通片为主，也有含片、舌下片、口腔贴片、咀嚼片、分散片、泡腾片、阴道片、速释或缓释或控释片与肠溶片等。
茶剂	含茶叶或不含茶叶的药材或药材提取物制成的用沸水冲服、泡服或煎服的制剂。
冻干粉针剂	在无菌环境下将药液冷冻，将原料药“掺”在某些辅料或溶在某些溶媒中，经过一定的加工处理制成不同形式的制剂，就是我们所说的“冻干粉针剂”。
胆固醇	学名：5-胆烯-3-β-醇。在类固醇核的 C-3 上连接一羟基，而在 C-17 位上接有一条八碳或更多碳原子的脂族侧链。是由乙酰辅酶 A 通过异戊二烯单位的缩合反应而合成，可作为胆酸和类固醇激素的前体。动物组织中含有大量胆固醇，又以肾上腺、神经组织与胆汁最为富集。血浆中胆固醇水平过高，是引起动脉粥样硬化的危险因子。
羊毛脂	由 30 多种高分子脂族、类固醇与三类萜的醇生成的酯和多酯以及相同数目的脂肪酸组成。沉积在羊毛纤维上的绵羊皮脂腺的脂肪样分泌物。是从羊毛蜡纯化所获产品，正常时含有 25%~30% 的水，可广泛用作调制软膏的基质。
电解铜	将粗铜（含铜 99%）预先制成厚板作为阳极，纯铜制成薄片作阴极，以硫酸(H ₂ SO ₄)和硫酸铜(CuSO ₄)的混和液作为电解液。通电后，铜从阳极溶解成铜离子(Cu)向阴极移动，到达阴极后获得电子而在阴极析出纯铜（亦称电解铜）。粗铜中杂质如比铜活泼的铁和锌等会随铜一起溶解为离子（Zn 和 Fe）。由于这些离子与铜离子相比不易析出，所以电解时只要适当调节电位差即可避免这些离子在阳极上析出。比铜不活泼的杂质如金和银等沉积在电解槽的底部。这样生产出来的铜板，称为“电解铜”，质量极高，可以用来制作电气产品。沉淀在电解槽底部的称为“阳极泥”，里面富含金银，是十分贵重的，取出再加工有极高的经济价值。
饲料级维生素 D ₃ 油	饲料级维生素 D ₃ 油剂，规格自 100 万 I.U./g 至 4000 万 I.U./g 不等
饲料级维生素 D ₃ 粉	含 50 万 I.U./g 的饲料级维生素 D ₃ 粉
维生素 D ₃ 结晶	含有 4000 万 I.U./g 的纯品维生素 D ₃ 结晶
食品级维生素 D ₃ 油	食品级维生素 D ₃ 油剂，规格一般为 100 万 I.U./g、200 万 I.U./g、400 万 I.U./g
食品级维生素 D ₃ 粉	食品级维生素 D ₃ 粉，规格自 10 万 I.U./g 至 100 万 I.U./g 不等
高强瓦楞纸	是由挂面纸和通过瓦楞棍加工而形成的波形的瓦楞纸粘合而成的板状物，一般分为单瓦楞纸板和双瓦楞纸板两类，按照瓦楞的尺寸分为：A、B、C、E、F 五种类别。 瓦楞纸板是由面纸、里纸、芯纸和加工成波形瓦楞的瓦楞纸通过粘合而成

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	64097.51	82358.84	100684.60	25.33	153657.63
交易性金融资产					
应收票据	5143.79	237.49	81.29	-87.43	294.81
应收账款	61509.57	59042.10	59973.75	-1.26	71889.93
预付款项	35589.00	43441.03	33893.25	-2.41	33491.52
应收利息					
应收股利					
其他应收款	24223.36	34872.54	33176.70	17.03	38394.36
存货	85232.44	98388.40	123736.12	20.49	142516.63
一年内到期的非流动资产					-7.04
其他流动资产	59.27	57.13	1400.00	386.00	14450.00
流动资产合计	275854.95	318397.54	352945.69	13.11	454687.82
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	1500.00	7796.00	18096.00	247.33	19762.00
投资性房地产					
固定资产	99886.21	111564.33	174021.36	31.99	173444.38
在建工程	2695.23	6642.49	16620.41	148.33	25759.38
工程物资	146.53	68.11	106.12	-14.90	112.11
固定资产清理			10.58		156.99
无形资产	16983.80	18167.55	25098.96	21.57	35025.76
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	70.56	132.20	136.68	39.18	314.18
递延所得税资产	97.44	182.89	16.33	-59.06	29.25
其他非流动资产	68.45	152.86			
非流动资产合计	121448.22	144706.42	234106.44	38.84	254604.05
资产总计	397303.17	463103.97	587052.13	21.56	709291.88

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	127068.00	150532.11	176460.75	17.84	146950.11
交易性金融负债					90000.00
应付票据	11859.02	5727.50	12898.22	4.29	10313.81
应付账款	27344.38	8714.24	31438.92	7.23	22140.95
预收款项	1626.33	4885.14	17234.82	225.54	16663.40
应付职工薪酬	1045.97	1363.71	1491.82	19.43	1064.78
应交税费	5502.75	3749.24	1907.08	-41.13	2994.57
应付利息			139.27		111.22
应付股利					
其他应付款	4222.11	2804.36	15281.05	90.24	8315.98
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	355.82	341.10			342.80
流动负债合计	179024.38	178117.39	256851.93	19.78	298897.61
非流动负债：					
长期借款	14800.00	12800.00	10400.00	-16.17	56400.00
应付债券					
长期应付款	1030.38	1004.67			
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债			867.14		764.65
非流动负债合计	15830.38	13804.67	11267.14	-15.64	57164.65
负债合计	194854.77	191922.06	268119.07	17.30	356062.26
所有者权益：					
实收资本（或股本）	45000.00	100000.00	100000.00	49.07	100000.00
资本公积	22103.54	22129.02	22129.02	0.06	21006.07
专项储备					
盈余公积	9725.07	16356.85	16356.85	29.69	16356.85
未分配利润	111585.61	112747.96	155123.90	17.91	190562.46
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	188414.23	251233.83	293609.77	24.83	327925.38
少数股东权益	14034.18	19948.08	25323.29	34.33	25304.24
所有者权益合计	202448.40	271181.91	318933.06	25.51	353229.62
负债和所有者权益总计	397303.17	463103.97	587052.13	21.56	709291.88

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	13 年 1~9 月
一、营业收入	714511.04	853975.51	1003881.33	18.53	822885.41
减: 营业成本	624412.15	744709.87	881452.64	18.81	730528.63
营业税金及附加	11152.11	14013.78	16470.90	21.53	12537.73
销售费用	6703.44	8951.08	12961.84	39.05	8470.83
管理费用	13479.81	18053.86	21380.05	25.94	18911.57
财务费用	6461.57	8142.46	13585.64	45.00	10156.00
资产减值损失			-435.65		100.03
加: 公允价值变动收益					
投资收益		53.43	57.38		701.70
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	52301.97	60157.89	58523.31	5.78	42882.33
加: 营业外收入	2377.54	4343.86	2281.56	-2.04	2343.31
减: 营业外支出	211.68	88.16	435.97	43.51	167.27
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	54467.83	64413.59	60368.90	5.28	45058.38
减: 所得税费用	11780.32	13801.93	13172.12	5.74	8938.87
四、净利润	42687.51	50611.66	47196.78	5.15	36119.51
其中: 归属于母公司所有者的净利润	37129.90	43009.44	42521.56	7.01	35438.57
少数股东损益	5557.61	7602.21	4675.21	-8.28	680.94

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	13 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	749709.11	923979.97	1038898.46	17.72	950074.81
收到的税费返还	10652.26	14552.20	5718.82	-26.73	
收到其他与经营活动有关的现金	4582.25	11666.45	10830.98	53.74	32385.04
经营活动现金流入小计	764943.62	950198.62	1055448.26	17.46	982459.85
购买商品、接受劳务支付的现金	686097.90	822061.98	923454.72	16.02	878172.33
支付给职工以及为职工支付的现金	7984.96	9252.90	11063.49	17.71	25965.21
支付的各项税费	32522.23	44270.13	42273.73	14.01	32642.60
支付其他与经营活动有关的现金	43676.91	58586.26	19298.54	-33.53	10826.72
经营活动现金流出小计	770282.01	934171.27	996090.47	13.72	947606.86
经营活动产生的现金流量净额	-5338.39	16027.35	59357.79		34852.99
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		53.43	9161.25		
取得投资收益收到的现金		7.97	61.28		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	9970.89		206.61	-85.61	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净					
收到其他与投资活动有关的现金					701.70
投资活动现金流入小计	9970.89	61.40	9429.14	-2.75	701.70
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	12737.03	24790.62	48922.64	95.98	9138.98
投资支付的现金	1500.00	6296.00	24575.87	304.77	1666.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净					
支付其他与投资活动有关的现金	4326.57		10.58	-95.05	20468.32
投资活动现金流出小计	18563.60	31086.62	73509.09	98.99	31273.29
投资活动产生的现金流量净额	-8592.72	-31025.22	-64079.96	173.08	-30571.59
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		20000.00	10656.73		
取得借款收到的现金	144210.59	180943.13	137648.90	-2.30	90000.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
发行债券收到的现金	604.40		1120.07	36.13	342.80
筹资活动现金流入小计	144814.99	200943.13	149425.70	1.58	90342.80
偿还债务支付的现金	113239.59	159470.00	113613.78	0.17	29510.64
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6298.16	8193.67	12753.77	42.30	10156.00
支付其他与筹资活动有关的现金	10.87		10.22	-3.03	1984.52
筹资活动现金流出小计	119548.62	167663.67	126377.78	2.82	41651.16
筹资活动产生的现金流量净额	25266.37	33279.45	23047.93	-4.49	48691.64
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-59.02	-20.26			
五、现金及现金等价物净增加额	11276.25	18261.33	18325.76	27.48	52973.03
加: 期初现金及现金等价物余额	52821.26	64097.51	82358.84	24.87	100684.60
六、期末现金及现金等价物余额	64097.51	82358.84	100684.60	25.33	153657.63

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	42687.51	50611.66	47196.78	5.15
加: 资产减值准备	326.31	1338.69	338.88	1.91
固定资产折旧及其他	4844.00	6408.56	6386.50	14.82
无形资产摊销	300.17	1171.49	232.46	-12.00
长期待摊费用摊销	574.27	432.06	301.82	-27.50
处置固定资产、无形资产等损失	-1.57	-1.69	-50.11	465.35
固定资产报废损失	105.81	36.89	85.76	
公允价值变动损失				
财务费用	6234.81	8193.67	13051.27	44.68
投资损失		-53.43	-57.38	
递延所得税资产减少	-23.48	-85.45	166.56	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-16961.68	-13155.96	-23128.98	16.77
经营性应收项目的减少	-36904.66	-41065.52	-36966.07	0.08
经营性应付项目的增加	-6435.89	2200.16	51944.70	
其他	-83.98	-3.79	-144.39	31.12
经营活动产生的现金流量净额	-5338.39	16027.35	59357.79	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	64097.51	82358.84	100684.60	25.33
减: 现金的期初余额	52821.26	64097.51	82358.84	24.87
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	11276.25	18261.33	18325.76	27.48

附件 5 公司主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	12.46	13.56	16.82	--
存货周转次数(次)	8.14	8.11	7.94	--
总资产周转次数(次)	1.94	1.99	1.91	--
现金收入比(%)	104.93	108.20	103.49	115.46
盈利能力				
营业利润率(%)	11.05	11.15	10.55	9.70
总资产收益率(%)	13.80	13.35	11.72	--
净资产收益率(%)	21.09	18.66	14.80	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	6.81	4.51	3.16	13.77
全部债务资本化比率(%)	43.16	38.40	38.51	46.23
资产负债率(%)	49.04	41.44	45.67	50.20
偿债能力				
流动比率(%)	154.09	178.76	137.41	152.12
速动比率(%)	106.48	123.52	89.24	104.44
经营现金流动负债比(%)	-2.98	9.00	23.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.31	9.89	5.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.31	2.10	2.47	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	-0.09	-0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.16	-1.84	-0.35	--

注：2013 年三季度财务数据未经审计。

附件6 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

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+一年内到期的长期负债+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
 筹资活动前现金流量净额=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
 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 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 花园集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在花园集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，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件，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相关信息，如发现花园集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

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，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如花园集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送花园集团有限公司、主管部门、交易机构等。

