

信用等级公告

联合[2015] 712 号

联合资信评估有限公司通过对花园集团有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的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

花园集团有限公司
2015 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

花园集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 7 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行贷款

评级时间: 2015 年 6 月 5 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	58.71	88.07	115.93	118.62
所有者权益(亿元)	31.89	46.14	56.24	58.36
长期债务(亿元)	1.04	5.44	4.50	4.50
全部债务(亿元)	19.98	31.72	40.70	44.04
营业收入(亿元)	100.39	115.15	130.96	29.55
利润总额(亿元)	6.04	7.22	5.31	2.31
EBITDA(亿元)	8.09	9.32	8.90	--
经营性净现金流(亿元)	5.94	1.03	5.71	0.63
营业利润率(%)	10.55	10.20	9.01	12.55
净资产收益率(%)	14.80	12.52	7.52	--
资产负债率(%)	45.67	47.60	51.49	50.80
全部债务资本化比率(%)	38.51	40.74	41.99	43.01
流动比率(%)	137.41	144.07	121.70	123.54
全部债务/EBITDA(倍)	2.47	3.40	4.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.95	6.84	3.26	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	1.16	1.33	1.27	--

注: 公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

田甜 荣毅 方晓

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)

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。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。

近年来公司通过跨行业发展, 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。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, 受益于城镇化建设进程加快、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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

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. 公司拥有的花园红木家具市场为中国最大的红木专业家具展示批发市场, 红木产业集聚地的地位优势突出。

5. 公司经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较好。

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. 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。
4. 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 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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”。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2015年3月底，公司注册资本和实收资本均为人民币10亿元，公司股东为邵钦祥(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。

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。许可经营项目：批发、零售：红木。

截至2015年3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、党群办等18个职能部门。

截至2015年3月底，公司共拥有12家一级

子公司、18家二级子公司，其中公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司于2014年10月9日在深圳证券交易所创业板挂牌上市（股票代码为“300401”）；公司共有在职员工5692人。

截至2014年底，公司（合并）资产总额115.93亿元，所有者权益合计56.24亿元（其中少数股东权益4.96亿元）；2014年，公司实现营业收入130.96亿元，利润总额5.31亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额118.62亿元，所有者权益合计58.36亿元（其中少数股东权益5.00亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入29.55亿元，利润总额2.31亿元。

公司注册地址：浙江省东阳市南马镇花园村花园；法定代表人：邵钦祥。

二、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册总额度为20亿元的中期票据，并计划于2015年发行第一期额度为7亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”），期限为3年。本期中期票据按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集的资金中，7亿元全部用于偿还银行贷款，调整公司债务结构。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为

主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义

货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、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。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 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有所下滑。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27.1%。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%。截至2012年底，医药产业共有6625家企业，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，同比增长24.7%；中药饮片1020亿元，同比增长26.4%；中成药4136亿元，同比增长21.3%；生物生化药品1853亿元，同比增长20.5%；医疗器械1573亿元，同比增长20.6%。2012年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。2013年，

中国医药制造业实现主营业务收入20592.93亿元，利润总额2071.67亿元。

2014年，中国医药制造业实现主营业务收入23325.61亿元，同比增长12.94%，利润总额2322.20亿元，同比增长12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在20%以上；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革的体系的逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2012年			2013年			2014年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	17083.26	1731.68	10.14	20592.93	2071.67	10.06	23325.61	2322.20	9.96
化学药品原药制造	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35
化学药品制剂制造	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64
中药饮片加工	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04
中成药制造	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	10.30
兽用药品制造	802.52	80.21	10.00	938.21	90.33	9.63	1067.38	99.05	9.28
生物、生化制品制造	1775.43	230.13	12.96	2381.36	282.41	11.86	2749.77	321.84	11.70
卫生材料及医药用品制造	1122.44	114.77	10.22	1398.22	142.18	10.17	1662.32	152.39	9.17

资料来源：国家统计局

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。

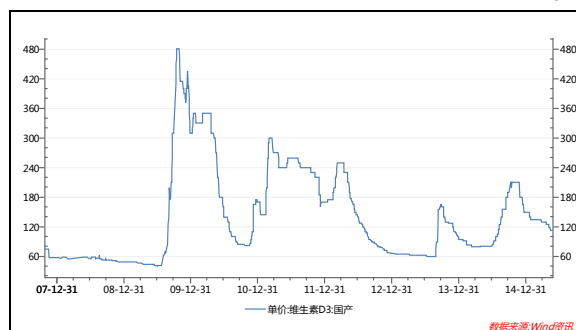
目前居住在城市里、高纬度或多阴雨天气地区的人缺钙较为严重，对这类人群，维生素 D₃ 已不再是保健品，而是必须药品，是他们用于强壮身体和身心健康的必要手段。此外老年人普遍存在骨质疏松问题，主要是体内维生素 D₃ 缺乏，即使食用再多的含钙食品和药品都不能为人体有效吸收，必须每天添加一定剂量的维生素 D₃。目前维生素行业仍属中国的朝阳产业，发展前景广阔。

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。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 年回落至 31.99 元/公斤，之后价格继续下降，2014 年为 18.59 元/公斤，价格波动剧烈对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。2013 年 9 月后，VD₃ 价格继续下行，2014 年 4 月至 8 月间保持在 80 元/kg 的地位，2014 年 8 月后价格迅速走高，11 月最高达到 210 元/kg，之后迅速下滑，截至 2015 年 5 月底为 112.50 元/kg。近年 VD₃ 走势如下图所示：

图 1 2008~2015 年 5 月 VD₃ 价格情况（单位：元/kg）



资料来源：Wind 资讯

目前，公司是全球最大的维生素 D₃ 生产供应商，公司维生素 D₃ 年产能保持稳定，2014 年为 6500 吨。公司国内主要竞争对手主要为台州市海盛化工有限公司等，国际竞争对手主要为荷兰帝斯曼集团与德国巴斯夫股份有限公司等。

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。

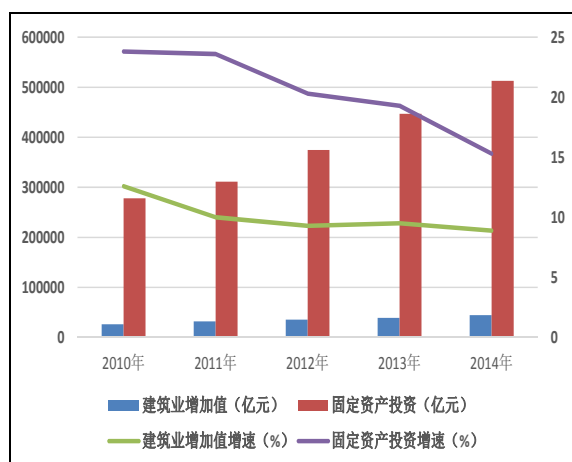
2. 建筑业

行业现状

建筑行业与固定资产投资密切相关，2011年以来，在国家宏观经济调控背景下，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。2014年，全社会建筑业增加值44725亿元，比上年增长8.9%。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6913亿元，增长13.7%，其中国有及国有控股企业1639亿元，增长11.7%。

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。2014年全社会固定资产投资512761亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%，固定资产投资增长较快。

图2 2010~2014年中国建筑业增加值、固定资产投资及二者的增长率



资料来源：国家统计局

同时2014年房地产市场持续低迷，城市住宅市场成交量同比下降较快，住宅、办公楼及商品房销售面积同时下降。但考虑到水利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

行业关注

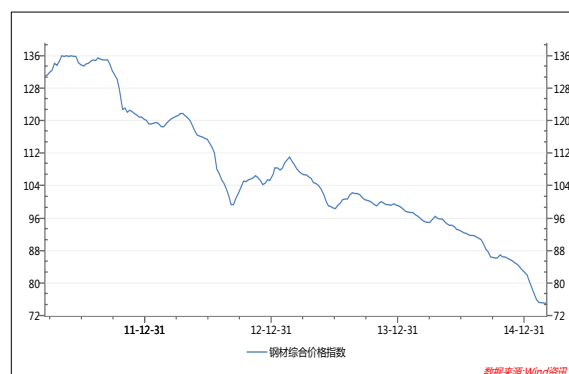
(1) 行业竞争加剧挤压利润空间

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。近年来，钢材和水泥价格波动较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

图3 近年以来钢材价格综合指数



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。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年，钢材价格延续了震荡走低的态势。总体看，钢铁行业产能过剩现象

加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱，短期内难以改善。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与 2013 年走势相反，与 2012 年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又向下回调。

（3）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。

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的减少的影响，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。2013 年 6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，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，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[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；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投60%提升至70%。2014年政府工作报告中对房地产业发展全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房3600万套（户），到2015年全国保障性住房覆盖面达到20%左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。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。

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

(1) 行业现状

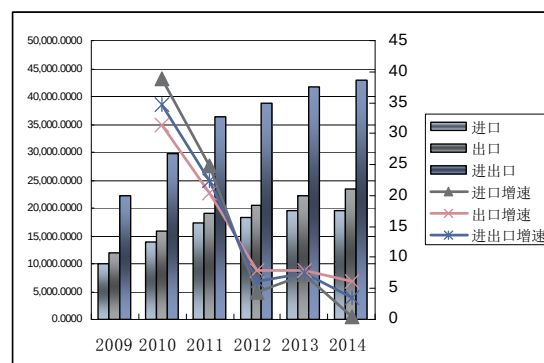
中国对外贸易增速放缓趋稳

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。2013年中国进出口总值达到4.16万亿美元，扣除汇率因素同比增长7.6%，比2012年提高1.4个百分点，但仍较2011年增速有较大差距；其中出口2.21万亿美元，同比增长7.9%；进口1.95万亿美元，同比增长7.3%；贸易顺差2597.5亿美元，同比扩大12.8%。总体看，自2010年开始，中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势，2012年则达到相对低位，进入2013年，对外贸易增速趋稳并略有回升。2014年中国进出口总值达到4.30万亿美元，同比增长3.4%，比2013年增速下降4.1个百分点；其中出口2.34万亿美元，同比增长

6.0%；进口1.96万亿美元，同比增长0.4%。

图4 2009~2014年中国对外贸易进出口情况

(单位:亿美元、%)



资料来源：海关总署

2013年，中国经济呈现企稳回升态势，拉动了大宗商品进口量的增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，中国贸易顺差达到2597.5亿美元，同比增长12.8%。2014年，中国贸易顺差为3824.58亿美元。

预期政府下一步将继续稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口，从总体上鼓励进口，控制贸易顺差规模。

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，一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计，2013年，一般贸易进出口总额为2.2万亿美元，同比增长9.3%，占中国进出口总值的52.8%，比上年提高0.8个百分点；加工贸易依旧增长缓慢，进出口总额为1.36万亿美元，增长1%，占比32.6%，比上年下降2.2个百分点。2014年，中国一般贸易进出口2.31万亿美元，同比增长5%，占同期外贸总值的53.76%；加工贸易进出口1.41万亿美元，同比增长2.80%，占同期外贸总值的32.70%。

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。

贸易伙伴趋于多元化，国际市场结构进一步

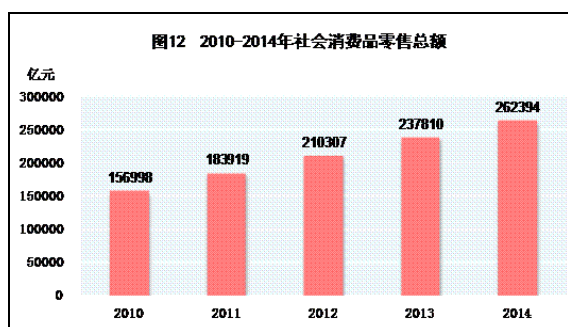
近年来，中国积极实施市场多元化战略，大力开拓新兴市场，国际市场布局进一步优化。海关统计数据显示，2014年，欧盟、美国、东盟、香港和日本为中国目前五大贸易伙伴。其中，中国对欧盟、美国的双边贸易额分别为3.78万亿元、3.41万亿元，分别同比增长8.9%、5.4%；对香港、日本的双边贸易额分别为2.31万亿元、1.92万亿元，分别下降7.2%、1%。同期，中国对东盟、非洲、俄罗斯、印度等新兴市场双边贸易额分别为2.95万亿元、1.36万亿元、5851.9亿元和4335.5亿元，分别增长7.1%、4.3%、5.6%、6.8%。

(2) 国内贸易

2011年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局最新数据，2013年全年社会消费品零售总额234380亿元，比上年增长13.1%，扣除价格因素，实际增长11.5%，增速同比下降0.6个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额202462亿元，增长12.9%；乡村消费品零售额31918亿元，增长14.6%。按消费形态统计，商品零售额208988亿元，增长13.6%；餐饮收入额25392亿元，增长9.0%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长10.4%，家具类增长21.0%，家用电器和音像器材类增长14.5%。2014年，社会消费品零售总额262394亿元，同比增长12.0%。

图5 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

整体看，社会消费品零售总额及生产资料

市场相关数据显示，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速逐渐趋稳。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。

(2) 行业关注

国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

2014年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易处于低迷状态。

外部贸易环境日趋复杂

2014年，共有22个国家和地区对中国出口产品发起贸易救济调查97起。其中，反倾销61起，反补贴14起，保障措施22起，涉案金额104.9亿美元。此外，中国产品还遭受美国337调查12起，欧盟发起的反规避调查和反吸收调查各1起。

2014年中国遭遇贸易摩擦表现出三大特点：一是贸易保护主义有所升温。2014年，世界经济弱势复苏，贸易保护主义升温。一些贸易大国强化贸易救济调查执法，加大对国内产

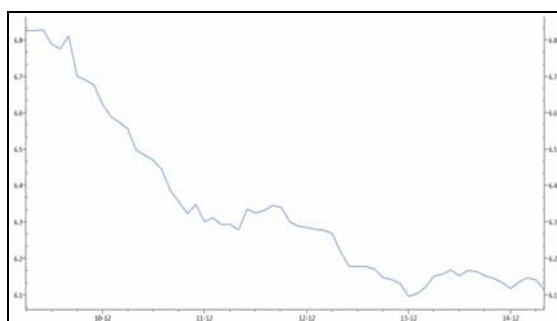
业保护力度，针对中国的调查数量依然较多。二是高科技产品成为摩擦的新热点。中国输出光伏产品、风力发电机组、手机等高科技产品相继遭到贸易救济调查。例如，美国、加拿大、澳大利亚都对中国光伏产品发起“双反”调查。三是影响产业范围很广。五金矿产、化工、机电、轻工、纺织、医药保健、食品土畜类产品遭受调查案件分别为 38 起、23 起、17 起、13 起、3 起、2 起和 1 起，其中，涉及钢铁和钢铁类产品案件是最多的，有 27 起，涉案金额 23.2 亿美元。

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。

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。

图 6 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

2013 年以来人民币兑美元加速升值，中间价已经累计 40 次创新高，人民币对美元汇率中间价年内累计升幅将近 3%。2014 年前半年，人民币兑美元出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日人民币兑美元价格报收 6.1528 元/美元，

较年初贬值 538 个基点。其中，6 月 3 日一度贬值到 6.171 元/美元。从 2014 年下半年以来，人民币兑美元汇率开始震荡下行。截至 2014 年最后一个交易日，2014 年人民币中间价累计下跌 0.36%，人民币即期汇率累计下跌 2.42%。这也是 2005 年 7 月 21 日人民币汇率改革以来人民币中间价和即期汇率首次出现年度贬值。在美联储停止 QE、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、热钱涌入、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性更加明显，外贸经营企业将继续面临汇率波动风险。

(3) 行业政策

财税和价格政策对内贸支持力度加大

“十二五”规划中提到，要着眼于搞活流通、扩大消费，优化结构，突出重点，积极发挥中央财政资金的促进作用，大力支持内贸关键领域、薄弱环节，提升国内贸易行业的综合服务能力。要认真落实现行的各项税收优惠政策，进一步完善有利于内贸行业健康发展的税收政策。实行结构性减税，重点支持农产品流通、生活服务业、连锁经营企业发展和废旧商品回收体系建设。

从国家未来发展政策来看，国家着力扩大内需、完善促进消费政策措施，为国内贸易发展提供了不竭动力；工业化进程进一步加快，城镇化积极推进，对外开放进一步扩大，为国内贸易发展提供了更大空间；深化收入分配制度改革，健全社会保障体系，建立扩大消费需求的长效机制，有利于提高居民消费能力，改善消费预期，为国内贸易发展提供了市场潜力；物联网、云计算等新一代信息技术的应用，将加快经营管理模式创新，推动流通向网络化、智能化方向发展，为国内贸易发展提供了有力支撑。

出口退税政策多次调整

2008 年下半年以来，为了降低国际金融危机的负面影响，中国连续 7 次大规模上调劳动密集型产品和机电产品的出口退税率(见表 2)，

一定程度上增强了市场信心，缓解了出口紧张局面。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波动，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2 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。
2014.12.31	提高部分高附加值产品、玉米加工产品、纺织品服装的出口退税率；取消含硼钢的出口退税；降低档发的出口退税率。

资料来源：海关总署

近期国家鼓励贸易相关政策集中出台

国务院办公厅于2014年5月4日发布了《国务院办公厅关于支持外贸稳定增长的若干意见》。该意见提出：1、着力优化外贸结构，进一步加强进口、保持货物贸易稳定增长、支持服务贸易发展、发挥“走出去”的贸易促进作用；2、进一步改善外贸环境，提高贸易便利化水平、规范进出口经营秩序、加强贸易摩擦应对；3、加强政策保障，进一步完善人民币汇率市场化形成机制、推进跨境贸易人民币结算、改善融资服务、加大出口信用保险支持、完善出口退税政策；4、增强外贸企业竞争力，支持各类外贸企业发展、创新和完善多种贸易平台；5、加强领导组织，进一步提高认识、抓好政策措施落实。

国务院办公厅于2014年11月16日发布了《国务院办公厅关于促进内贸流通健康发展的若干意见》。该意见指出：1、推进现代流通方式发展，规范促进电子商务发展、加快发展物流配送、大力发展连锁经营；2、加强流通基础设施建设，推进商品市场转型升级、增加居民生活服务设施投入、推进绿色循环消费设施建设；3、深化流通领域改革创新，支持流通企业做大做强、增强中小商贸流通企业发展活力、推进内外贸融合发展；4、着力改善营商环境，减少行政审批、减轻企业税费负担、创造公平竞争的市场环境、加大市场整治力度、加快推

进商务信用建设；5、加强组织领导，加快推进政策落实。

国家对内、外贸流通产业政策的出台充分说明在经济呈低迷态势的当前环境中，国家对拉动外贸需求以及国内贸易供给创造需求方面的政策力度，随着各地方对贸易产业鼓励细则的纷纷落实，贸易产业将迎来政策利好。

（4）行业发展

内贸方面，在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其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。

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。经初步核算，2014年浙江省实现生产总值(GDP) 40154 亿元，同比（下同）增长 7.6%。其中，第一产业增加值 1779

亿元，第二产业增加值 19153 亿元，第三产业增加值 19222 亿元，分别增长 1.4%、7.1%和 8.7%。人均 GDP 为 72967 元（按年平均汇率折算为 11878 美元），增长 7.3%。三次产业增加值结构由上年的 4.7:47.8:47.5 调整为 4.4:47.7:47.9。第三产业比重首次超过第二产业。

2014 年浙江省财政总收入 7522 亿元，比上年增长 8.9%，增速比上年提高 1.1 个百分点；地方公共财政预算收入 4121 亿元，增长 8.5%，增速比上年回落 1.8 个百分点。全年规模以上工业增加值 12543 亿元，比上年增长 6.9%，轻、重工业增加值分别为 5407 和 7137 亿元，分别增长 6.1%和 7.4%。其中国有及国有控股工业企业增加值 2211 亿元，增长 5.9%。规模以上工业销售产值 64392 亿元，增长 5.9%。规模以上工业企业完成出口交货值 12085 亿元，增长 5.2%；出口交货值占销售产值的比重为 18.8%，比上年减少 0.1 个百分点。全年固定资产投资 23555 亿元，比上年增长 16.6%。非国有投资 16343 亿元，增长 18.2%，占固定资产投资的 69.4%，其中民间投资 14782 亿元，增长 20.1%，占固定资产投资的 62.8%。

对外贸易方面，2014年浙江省进出口总额 3551.5亿美元，比上年增长5.8%。其中，进口 817.9亿美元，下降6.0%；出口2733.5亿美元，增长9.9%。月均出口228亿美元，其中7月份出口266亿美元，创历史新高。民营企业出口1911亿美元，增长14.3%，高于全省出口平均增速4.4个百分点，占全省出口总值的69.9%，比上年提高2.9个百分点；对全省出口增长的贡献率为 97.1%。

总体看，公司所处的区域经济环境发展较快，贸易保持较大规模，为公司产业发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底,公司注册资本和实收资本均为人民币10亿元,公司股东为邵钦祥(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,目前有33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”。在全国工商联发布的2014年中国民营企业500强排行榜中名列237位。

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42%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OUKOSHER、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多年的积累,“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、美国RITA、荷兰帝斯曼DSM、以色列Lycored、荷兰OROVIMI、荷兰ORFFA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职工健康管理三个体系的认证。

公司所拥有的红木家具市场是目前我国最大的专业家具展示批发市场之一,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2015年3月底,公司拥有市场经营面积30.47万平方米、商铺1420个、入驻红木家具品牌经营户1800余户,商铺出租率高达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示。

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 6 人，硕士 12 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 3 公司研发中心基本情况

公司名称	研发中心名称	级别	人数
浙江花园生物高科股份有限公司	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 29 个，其中国家在审待批的品种 13 个，研发状态的品种 16 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。

2012~2015 年 3 月，公司研发费用分别为 2332.12 万元、2333.35 万元、1976.28 万元和 462.44 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，62 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，46 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 2015 年 3 月底，公司职工总数 5692 人，从学历构成看，大专以下占 49.95%，大专学历占 19.69%，本科学历占 29.36%，硕士学历占 0.81%，博士人数占 0.19%；从年龄结构看，35 岁以下占 24.72%，35 岁至 45 岁占 50.49%，45 岁以上占 24.79%；从专业结构看，生产人员占 58.91%，销售人员占 9.60%，技术人员占 9.42%，财务人员占 7.53%，行政人员占 14.53%。

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. 重大事项

公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司于 2014 年 9 月 24 日公开发行人民币普通股 2270 万股，并于 2014 年 10 月 9 日股票在深圳证券交易所创业板挂牌上市（股票代码为“300401”），发行价格为 7.01 元/股，新股募集资金总额为人民币 15912.70 万元，扣除发行费用后净额为人民币 12992.90 万元。

花园高科是国家高新技术企业，通过了 ISO14001 环境管理体系认证和 ISO9000 质量体系认证，现已成为全球最大的维生素 D3 生产和出口企业。维生素 D3 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“中国石油化工协会科技进步一等奖”。该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”。

6. 外部支持与税收优惠

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及其子公司杭州下沙生物科技有限公司是高新技术企业，享受企业所得税按 15%征收的税收优惠政策。

六、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。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。

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。近三年，公司营业收入规模保持较快增长，年复合增长率 14.22%，生物医药、建筑、市场商贸和铜业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受产品结构调整和销售价格下降影响，收入及占营业收入的比重均有所下降，毛利率亦有所波动，但仍保持在较高水平；建筑板块收入保持稳定增长，占营业收入的比重也较为稳定，2014 年为 27.07%，但建筑行业的毛利率水平普

遍较低；市场商贸板块收入增长较快，2014 年为 60.67 亿元，同比增长 26.45%，在营业收入中占比也稳定上升，2014 年达到 46.33%，市场商贸板块毛利率水平在 10% 上下波动；公司铜业板块收入稳定增长，但毛利率水平较低；公司其他业务主要是包装产业、旅游休闲、医院、教育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。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.55 亿元，为 2014 年全年的 22.56%，毛利率 13.82%，较上年增长 3.82 个百分点。其中市场商贸板块实现营业收入 17.01 亿元，为 2014 年全年的 28.04%，毛利率为 14.60%，较上年增长 5.99 个百分点，主要系红木家具城三期项目（五期）于 2014 年底投入运营所致。

表4 2012~2015年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生物医药	4.94	4.92	43.12	4.53	3.93	29.58	4.37	3.33	33.43	0.94	3.19	35.25
建筑	33.29	33.16	9.85	33.73	29.29	10.02	35.44	27.07	10.71	8.06	27.28	9.36
市场商贸	35.02	34.88	12.45	47.98	41.67	12.57	60.67	46.33	8.61	17.01	57.55	14.60
铜业	14.41	14.36	4.02	17.93	15.57	3.51	22.96	17.53	2.97	1.71	5.79	4.91
其他	12.73	12.68	14.93	10.98	9.54	17.58	7.52	5.74	22.19	1.83	6.19	23.55
合计	100.39	100.00	12.21	115.15	100.00	11.56	130.96	100.00	10.18	29.55	100.00	13.82

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 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5 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 D3	饲料级维生素 D3 粉 (50 万 I.U./g) 饲料级维生素 D3 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 D3	食品级维生素 D3 微粒 (10 万 I.U./g -100 万 I.U./g) 食品级维生素 D3 油 (100 万 I.U./g、200 万 I.U./g、400 万 I.U./g) 维生素维生素 D3 结晶 (4000 万 I.U./g)	主要用于生产食品添加剂、维生素 D3 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 D3 油、化妆品原料
	腺、氧化物	主要用于生产饲料级维生素 D3 油

资料来源: 公司提供

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 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。2014 年公司胆固醇生产线停产整改, 减少了羊毛脂采购, 而主要采购胆固醇。胆固醇采购自荷兰帝斯曼、厦门金达威集团以及浙江爱迪亚等。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。

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。

表 6 公司 VD₃ 羊毛脂采购情况

(单位: 公斤, 元/公斤)

	采购量 (公斤)		
	2012 年	2013 年	2014 年
采购量	1900.97	741.76	516.42
采购价格	39.98	31.99	18.59

资料来源: 公司提供

2012~2014 年公司的羊毛脂总采购量分别为 1900.97 公斤、741.76 公斤和 516.42 公斤, 其中 2014 年较前两年大幅下降, 主要由于花园高科 2014 年 6 月份起胆固醇车间停产检修设备, 加上前几年羊毛脂库存量较大, 2014 年以来一直以去库存为主, 新采购羊毛脂数量较小。2014 年, 公司主要的前五大供应商采购合计占公司总采购额的 57.52%, 集中度较高。

表 7 2014 年公司前 5 大供应商情况

单位名称	金额 (万元)	占总额比 (%)
DISHMAN NETHERLANDS BV	3444.46	32.76
厦门金达威集团股份有限公司	1119.56	10.65
浙江爱迪亚动物保健品有限公司	597.87	5.69
东阳市吉曜贸易有限公司	560.00	5.33
常熟汇丰毛条有限公司	326.04	3.10
总额	6047.93	57.52

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。其中花园高科主要生产：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 2014 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，2012~2013 年，公司饲料级维生素 D₃ 油剂、饲料级维生素 D₃ 粉和食品医药级维生素 D₃ 的产销量均保持增长。2012 年后由于市场竞争激烈及产品同质化，公司积极调整产品结构，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，增加附加值更高的公司饲料级维生素 D₃ 粉和食品医药级维生素 D₃ 产量。价格方面，公司各 VD₃ 产品价格波动幅度较大，近三年平均价格分别为 98.48 元/kg、63.82 元/kg 和 91.43 元/kg，2014 年下半年开始反弹，2015 年一季度平均价格为 97.15 元/kg。

表8 公司VD₃系列产品2012~2015年3月主要产品产能与产销情况（单位：吨）

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 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	707.26	409.26	4000	--	447.74	4000	748.38	358.41	1000	97.48	82.32
饲料级维生素 D ₃ 粉	2000	1522.81	1482.29	2000	1895.71	1811.07	2000	1084.51	1096.16	500	161.13	241.40
食品医药级维生素 D ₃	480	101.93	81.87	480	146.23	137.01	480	144.28	135.95	120	17.10	22.45
合计	--	2332.00	1973.41	--	2041.94	2395.82	--	1977.17	1590.52	--	275.71	346.17

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。

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，由花园高科建立销售网络，直接确定销售策略、定价原则对外销售；下属子公司则设有独立的销售网络，根据花园高科的指令对外销售。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。

表9 公司 VD₃ 主要产品销售价格情况

(单位: 元/kg)

产品类别	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
饲料级维生素 D ₃ 油	60.18	48.24	71.29	58.28
饲料级维生素 D ₃ 粉	105.18	62.67	93.37	105.04
食品医药级维 生素 D ₃	168.45	129.97	128.87	154.85
维生素 D3 汇总	98.48	63.82	91.43	97.15

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 69.07%、69.07%、66.20 和 81.68%。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。2014 年, 公司前五名客户销售额度共计 0.88 亿元, 占总额的 55.32%, 客户集中度较高。

表 10 公司 VD₃ 产品销售分部区域与销售情况 (单位: 万元, %)

销售区域	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	6952.20	30.93	5727.79	30.93	5199.38	33.80	626.07	18.32
国外	15525.04	69.07	12589.35	69.07	10189.52	66.20	2791.82	81.68
合计	22477.24	100.00	18317.14	100.00	15388.90	100.00	3417.89	100.00

资料来源: 公司提供

表 11 2014 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 (%)
安迪苏生命科学制品(上海)有限公司	5578.78	35.12
ORFFA	1679.49	10.57
上海三凯进出口有限公司	579.74	3.65
MAVIT	476.41	3.00
中粮(北京)饲料科技有限公司	472.74	2.98
合计	8787.16	55.32

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, 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 12 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
阿奇霉素分散片	阿奇霉素	辅料添加、干燥、整粒、总混、压片	用于治疗化脓性链球菌引起的急性咽炎、急性扁桃体炎、敏感细菌引起的鼻窦炎、急性中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作、肺炎链球菌、流感嗜血杆菌以及肺炎支原体所致的肺炎、沙眼衣原体及非多种耐药淋病奈瑟菌所致的尿道炎和宫颈炎和敏感细菌引起的皮肤软组织感染
罗红霉素胶囊	罗红霉素	辅料添加、干燥、整粒、总混、胶囊填充	用于化脓性链球菌引起的咽炎及扁桃体炎，敏感菌所致的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作，肺炎支原体或肺炎衣原体所致的肺炎；沙眼衣原体引起的尿道炎和宫颈炎；敏感细菌引起的皮肤软组织感染
铝碳酸镁咀嚼片	铝碳酸镁	辅料添加、干燥、整粒、总混、压片	用于治疗慢性胃炎以及与胃酸有关的胃部不适症状
盐酸左氧氟沙星胶囊	盐酸左氧氟沙星	辅料添加、干燥、整粒、总混、胶囊填充	用于敏感细菌所引起的呼吸系统、生殖系统、皮肤软组织和肠道等轻、中度感染

资料来源：公司提供

表 13 花园药业主要产品销售收入情况

（单位：万元）

药品名称	2012 年	2013 年	2014 年
心脑血管片（含胶囊）	11448.00	11261.00	9043.00
硫糖铝片	1274.00	1309.00	911.00
复方磺胺甲噁唑片	914.00	855.00	497.00
甲硝唑片	286.00	189.00	477.00
阿奇霉素分散片	4307.00	2935.00	3535.00
盐酸左氧氟沙星胶囊	2740.00	3307.00	3162.00
罗红霉素胶囊	2022.00	2627.00	2786.00
铝碳酸镁咀嚼片	1255.00	2041.00	1807.00

资料来源：公司提供

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惠松制药有限公司，浙江国邦药业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、国药控股江门仁仁有限公司、浙江省东阳市医药药材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

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。

另外，公司还先后在东阳市南马镇花园村开发了花园阳光城和湖景城高档精英楼盘两大项目。其中阳光城楼盘总户数 213 套，总可售面积为 2.48 万平方米，于 2013 年 3 月底交房，截至 2015 年 3 月底已销售 166 套，销售均价为 4946 元/平方米；湖景城楼盘总户数 279 户，总可售面积为 4.35 万平方米，拥有 265 个停车位，项目于 2013 年 4 月开工建设，于 2014 年 1 月 18 日全部结项，计划于 2015 年 5 月底交房，截至 2015 年 3 月底，已销售 162 套，销售面积 2.26 万平方米，销售均价为 6207 元/平方米。

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。

2014 年，公司承建了南环西延东侧商业综合体项目、无锡雅居乐一期项目工程、南通雅居乐花园项目工程、长治县科工贸产业聚集区集中安置房、红木家具五期等共计 82 个项目工程，实现营业收入和净利润分别为 39.21 亿元和 1.61 亿元，同比分别增长 1.16% 和 1.25%。

表 14 2014 年公司建筑业主要项目收入、利润构成
(单位: 万元)

项目名称	2014 年	
	主营收入	利润
红木家具五期	34179.40	4144.39
陕西白水县城南井头寸棚棚户区	15100.00	1713.22
长兴星新能项目（星龙湾）	12648.00	1391.75
西宁化隆县群科新区	9838.00	1083.81
雅居乐滨江花园四期项目	9700.00	992.93
雅居乐长乐渡项目	8180.00	995.14
青海乐都金榜世家住宅小区	8140.00	746.07
新疆昌吉滨湖河一号公园小	8100.00	904.41
花园湖景城	8060.00	738.74
新疆人和名居工程	7455.00	746.73
在水一方项目	7415.00	679.62
河北燕达国际创业园———	6800.00	703.23
漯河市森林湖 9#-12#楼	6800.00	623.25
金西钢贸城工程	6578.00	725.66
沧州宇泰珑湾住宅小区	6508.00	791.73
青海乌兰县商业广场及商业和住宅建筑工程	6225.00	570.55
济宁天成国际花园项目	6200.00	633.43
西安天水麦积区高家湾城中	6000.00	669.93
承德市红石砬村城中村改造	5600.00	513.27
天津澜景园住宅一期项目	5486.62	502.88
山东枣庄广府一号	5480.00	502.27
宁波舟山港衢山港区鼠浪湖	5336.00	489.07
山东海阳国际艺术村第二期	5300.00	542.53
河北康桥郡住宅小区	5294.00	540.86
信和水岸二期——润庭	5215.00	477.98
山东枣庄华宇·御园福邸	5150.00	472.02
连众·滨海名都三期工程	5078.00	465.42
合计	221866.02	23360.89

资料来源：公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司已签施工合同项目共计 89 个，合同总造价 102 亿元，总建筑面积 579 万平方米，项目储备较为充足。

表 15 截至 2015 年 3 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	陕西白水县城南井头寸棚户区	6.51	31	6.38
长兴星龙置业	长兴星龙新能项目（星龙湾）	5.00	32	4.90
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	3.38
来安雅居乐房地产开发有限公司	南京湾雅居乐花园项目一期	2.93	2.69	2.87
深圳华意隆电器股份有限公司	华意隆坪山工业厂区	2.52	26	2.47
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	13	2.42
中建三局建设工程股份有限公司	南京青奥中心双塔楼	2.26	2.05	2.22
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	2.20
陕西龙腾华德房地产开发有限公司	龙腾·万都汇·A1 地块一标段	2.23	11.27	2.19
大同市万城房地产开发有限责任公司	新建南环西延东侧商业综合体	2.34	15.09	2.29
合计	-	31.95	172.1	31.32

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. 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、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”）及祥云科技本级，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、花园进出口及祥云科技本级主要业务为国际贸易和国内贸易（以下简称“内贸”）。

2012 年~2014 年，公司市场商贸板块营业收入年均复合增长 31.62%，其中 2014 年公司实现营业收入 60.67 亿元，同比增长 26.45%，毛利率为 8.61%，同比有所下降。2015 年 1~3 月，公司市场商贸板块营业收入 17.01 亿元，毛利率为 14.60%。

（1）进出口贸易及内贸

公司贸易业务在经营模式上分为自营与代理业务相结合的模式，主要以自营业务为主。

表 16 2012~2015 年 3 月公司自营与代理业务情况

（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
自营业务	341775	468092	594428.00	152097.00
代理业务	5136	2527		
合计	346911	470619	594428.00	152097.00

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，2014 年，公司进出口贸易中进口前 5 大客户销售金额 5.04 亿元，占贸易板块收入总额 28.78%；出口前 5 大客户销售金额 380 万元，占贸易板块收入总额 2.00%；内贸前 5 大客户销售金额 0.67 亿元，占贸易板块收入总额 6.67%。

表 17 2012~2014 年公司前五名客户销售情况

（单位：万元，%）

类别	2012 年		2013 年		2014 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	110682	31.91	89068	18.93	50406	28.78
出口	15621	4.50	11128	2.36	380	2.00

内 贸	38120	10.98	37563	7.98	6724	6.67
--------	-------	-------	-------	------	------	------

资料来源：公司提供

进出口贸易

①进口贸易

从进口商品看，公司主要以进口偏光片、扩散片、化工产品、木材等商品为主，2013年公司拓展新的业务，拓展了镍和塑胶地板业务，2014年又拓展了锌、铜精矿和金精矿业务；从进口地区看，日本、韩国、台湾、非洲和智利是公司主要进口区域，2014年，公司进口合计金额17.52亿元，占贸易收入总额的29.48%。

表 18 公司主要进口业务情况（单位：万元）

进口业务类别	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
偏光片扩散片	35205	22379	24372	3852
化工产品	41443	22884	24874	3852
木材	17957	33401	53791	13139
氧化铝	23033	14311	10422	1651
电解铜	16645	34071	29358	6948
镍		15830	13113	6948
塑胶地板		2017	2182	757
锌			11092	688
铜精矿			5901	57
金精矿			44	
合计	134283	144893	175149	37892

资料来源：公司提供

②出口贸易

从出口商品看，公司主要以出口商品服装、机床、摩托车配件、小商品等商品为主，2014年新增医疗器械的出口。从出口地区看，美国、法国、非洲、东南亚是公司主要出口区域。2014年，公司出口额合计 1.90 亿元，占贸易收入总额的 3.20%。

表 19 公司主要出口业务情况（单位：万元）

内贸业务类别	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
服装	6132	5209	5332	846
摩托车配件	3104	3358	3305	640
小商品	2364	2689	2598	749
机床	4988	5621	5152	860
医疗器材		-	1972	344
合计	16588	16877	18359	3439

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 2013 年公司大力拓展市场，拓展了棉花、电解镍、电解铜等的销售业务，2014 年公司又拓展了 PTA、铅精矿、铜精矿等业务。2014 年，公司内贸收入为 40.01 亿元，占贸易收入总额比重的 67.32%。

表 20 公司主要内贸业务情况（单位：万元）

内贸业务类别	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
木材	129375	129018	68885	7108
二甘醇	7760	10586	9245	2573
乙二醇	19490	17107	14119	2614
二甲苯	8618	8764	4454	2855
DOP	16459	16743	10590	5448
甲醇	2318	2718		
棉花	-	6823		
PTA	-		5295	764
电解镍		53964	3362	3839
电解铜		35053	195966	59573
阴极铜		10219	42783	8381
手机及配件		1989	4101	
未精炼铜		1859	817	
集成电路		441		168
铅精矿			1432	657
铜精矿			11535	2349
机壳套料			3593	
锡精矿			373	
液晶玻璃			6509	5584
机壳组件			1788	444
锡锭			257	
袜子			429	
镍			103	
合计	184020	295284	385636	102357

资料来源：公司提供

结算方式

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

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。

公司自 2013 年开始全面整顿规范木材贸易业务，对部分难以规范的业务进行剥离，而只运作具备完整手续的正规批发业务。通过正规的原木进口渠道采购原木，并批发给当地较大的原木交易商，再与其与下游个体工商户进行交易，从而使公司木材交易业务规范化。2013 年公司主要从安哥拉红太阳集团进口红木，金额为 3.05 亿元，当年木材进口贸易收入达 3.34 亿元；2014 年随着花园村周边红木家具市场日趋成熟，规模日益扩大，当地家具制造企业对红木原木需求进一步加大，2014 年公司主要从安哥拉红太阳集团进口红木，金额为 2.82 亿元，当年木材进口贸易收入达 5.38 亿元，2014 年木材进口贸易收入较 2013 年全年增长 61.05%。

总体看，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，缓冲外部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。

(2) 红木家具市场

花园红木成立于 2009 年 9 月，注册资本 11000 万元（邵钦祥持股 60%，邵剑芳持股 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，是目前中国最大的专业家具展示批发市场的开发商之一，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。花园红木主要业务为对花园红木家具市场进行开发和建设，将市场内的商业铺位出租给红木家具经营户使用，并收取一定的租金费用。2014 年，花园红木实现营业收入 1.23 亿元，利润总额 0.64 亿元；2015 年 1~3 月，实现收入 1.80 亿元，利润总额 1.32 亿元。

位于东阳市南马镇花园村的花园红木家具城是目前全国规模最大、汇聚红木家具品牌制造商最多、层次最高的红木家具展示及专业市场。公司目前的经营模式为将花园红木所拥有的商业铺位只进行租赁，不对外进行产权销售，商铺租金价格一般以政府指导价作为定价依据，参照周边东阳木雕城、横店红木市场等同类型市场的情况，出于招商降市和降低经营户成本的考虑，在指导价的基础上，根据不同的楼层确定各商业铺位的租金价格。由于市场自成立以来，铺位一直出于供不应求状态，每期出租率均达 100%，花园红木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。

花园红木自 2010 年 1 月开始至 2014 年 11 月陆续开发三期项目工程和精品馆项目，其中第一期于 2010 年 1 月动工，当年 12 月正式开业，可出租面积为 4.39 万平方米，拥有摊位数 162 个；第二期自 2011 年 4 月开工建设，于 2012 年 10 月正式营业，可出租面积为 8.58 万平方米，拥有摊位数 337 个；扩建工程自 2012 年 5 月开始动工，2013 年 1 月开始营业，可出租面积为 4.54 万平方米，拥有摊位数 252 个；精品

馆项目于 2013 年 9 月正式营业，可出租面积为 1.09 万平方米，拥有摊位数 54 个。第三期项目工程于 2014 年 1 月动工，11 月 16 日开始营业，

拥有摊位数 615 个。目前花园红木家具城总建筑面积约 30.57 万平方米，共拥有商铺 1420 个。

表 22 花园红木家具市场 1-5 期项目整体经营情况表

项目名称	开业时间	经营面积 (M ²)	商铺数 (个)
红木家具展示中心一期项目	2010-12-23	43937.39	162
红木家具展示中心二期项目	2012-10-5	85775.07	337
红木家具市场展示中心扩建工程建设项目（三期）	2013-1-21	45387.34	252
精品馆项目（四期）	2013-9-30	10930.26	54
红木家具城三期项目（五期）	2014-11-16	119636.03	615
合计	--	305666.09	1420

资料来源：公司提供

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员，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。2014 年，公司铜业板块实现营业收入 22.96 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	13 年占成本比重 (%)	14 年占成本比重 (%)	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
电解铜	85.44	87.00	12773	32860	39527	3807	57907	52638	49030.00	45070.00
废铜	9.51	5.30	15367	4018	2621.6	223	55412	47906	44955.00	40752.00
合计	94.95	92.30	28140	36878	52148.6	4030	--	--	--	--

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 90%，现款现货。
废铜	国内采购	到货半个月内付款

资料来源：公司提供

表 25 2014 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 (%)
宁波山煤华泰贸易有限公司	46750.02	18.88
杭州同嘉贸易有限公司	38359.22	15.49
大同煤业国际贸易有限责任公司	30547.07	12.34
上海有色经贸物资有限公司	12350.70	4.99
大同煤矿集团外经贸有限责任公司	9480.20	3.83
前五大供应商合计	137487.21	55.53
公司当年采购合计	274974.42	--

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，2013 年前 5 大原材料供应商采购合计 13.75 亿元，占比 55.53%。

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%。2012~2014年，公司的产能利用率分别达到83.03%、82.40%和90.97%，产能利用率总体保持较高水平。

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	2012 年		2013 年		2014 年	
	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量
铜锭	15000	11720	25000	23120	25000	25940
铜排	7000	6575	7000	5490	7000	5266
铜板	4000	3450	4000	3110	4500	3816
铜棒	4000	3608	4000	1650	4000	1950
铜带	3000	2046	3000	2100	3200	2780
合计	33000	27399	43000	35470	43700	39752

资料来源：公司提供

公司销售渠道较为通畅，2014 年前 5 大主要客户销售合计 14.87 亿元，占销售收入的 69.15%，集中度高，具体情况如下表：

表 27 2014 年公司前 5 大客户销售情况

主要客户	销售收入 (万元)	占比 (%)
江铜国际贸易有限公司	119827.69	52.2
香港捷泰贸易有限公司	10465.45	4.56
陕西远洋有色资源有限公司上海分公司	10015.64	4.36
海亮金属贸易集团有限公司	9828.48	4.28
南昌市政公用项目投资建设有限公司	8614.57	3.75
前五大客户合计	148736.19	69.15

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2014年，公司铜业板块销售收入达到22.96亿元，同比增长28.06%。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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
铜排	33403	25727.78	27024.15	3139.62
铜棒	18340	7566.28	11048.40	2100.22
铜板	18288	14855.02	20994.63	2981.85
铜带	10950	10199.15	15485.29	1278.68
铜锭	57413	94044.44	120014.23	7631.06
转口商品	5731	26866.88	33937.00	0
其他	6	10.92	1071.60	0
合计	144131	179270.47	229575.30	17131.43

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、旅游休闲、医院和教育等。该板块收入主要来源于浙江花园包装有限公司（以下简称“花园包装”）、花园物资有限公司（以下简称“花园物资”）、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。2014年，该板块收入7.52亿元，同比下降31.51%，毛利率为22.19%；2015年1~3月，该板块收入为1.83亿元，为2014年全年的24.34%，毛利率为23.55%。

花园包装成立于2012年3月，现注册资本5600万元，其中花园集团有限公司持股比例是89.375%；主要经营项目：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；通信器材（不含卫星地面接收设施）购销及维修，音响、电器购销。花园包装拥有年产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，并配备工厂自动流转设备，打造“整厂自动化物流”，具有质量标准、生产效率高，损耗水平低等的优点。2014年，花园包装实现营业收入1.86亿元，利润总额129万元；2015年1~3月，花园包装实现营业收入0.37亿元，利润总额167万元。

花园物资成立于1997年1月23日，注册资本6600万元（公司全资子公司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、纸制品（不含书刊）销售；2014年，花园物资实现营业收入1.38亿元，利润总额0.01亿元；2015年1~3月，花园物资实现营业收入0.13亿元，利润总额0.01亿元。

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%），经营业务为生产肉制品（腌制肉），2014年实现营业收入1.15亿元，利润总额0.11亿元；2015年1~3月，

实现营业收入0.34亿元，利润总额0.05亿元。

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；初级食用农产品销售。2014年实现营业收入1.31亿元，利润总额0.07亿元；2015年1~3月实现营业收入0.27亿元，利润总额0.02亿元。

7. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数波动上升，存货周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，2014年三项指标分别为18.16次、6.91次和1.28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1亿平方米功能型彩印纸箱（盒）项目、东阳市花园红木家具城三期项目、年产5000万只新型波纹管项目和年产500万片基于PID的模糊智能温控器生产线项目等，项目总投资17.54亿元，截至2015年3月底，已完成投资10.40亿元，未来还需投入7.14亿元。

表29 截至2015年3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 2015 年 3 月底已 投资
			自筹	银行贷款	
在建项目					
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	0.68	0.60	0.50
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	4.00
东阳市花园红木家具城三期项目	项目总用地面积为 46667 平方米（折 70 亩），总建筑面积为 143883 平方米，其中地上建筑面积 127668 平方米，地下建筑面积 16215 平方米	7.99	3.99	4.00	5.90

年产 5000 万只新型波纹管项目	项目是公司上海金波公司技术消化吸收, 并进行产业化生产的转型升级项目	0.85	0.34	0.51	0.00
年产 500 万片基于 PID 的模糊智能温控器生产线项目	项目是电子科技有限公司与浙江理工大学合作的产学研项目, 目前已完成中试试验, 并已考察相关设备	0.72	0.22	0.50	0.00
小计	--	17.54	7.93	9.61	10.40
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)	胆钙化醇杀鼠剂具有低毒、安全、环保、无二次中毒的特点, 能更好的满足绿色、环保、安全、可持续发展的现代市场需求。现已被 WHO 世界卫生组织列入常用的杀鼠剂目录, 并在我国“有机食品技术规范”行业环保标准 (HJ/T80-2001) 和“有机产品”国家标准 (GB/T19630.2-2005) 中唯一规定准许使用以维生素 D 为基本有效成分的杀鼠剂。花园高科在工艺技术的选择上遵循“技术创新、降低成本、节能环保”的原则, 通过查阅大量文献及国外同类产品标准, 与浙江大学、浙江工业大学等科研院进行了“产学研”合作, 开发出的工艺路线生产成本低、安全系数高、环境污染少	1.58	0.48	1.10	--
年产 2 万吨精密无缝铜管生产线项目	铜管是铜加工材的重要品种, 广泛应用于家用电器、建筑、汽车、海洋工业等各个领域, 其消费量呈稳步上升趋势。项目建成可形成年产 2 万吨精密无缝铜管的生产能力, 产品具有质地坚硬、耐高温、耐高压、不易腐蚀等特点	0.80	0.80	--	--
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、职高于一体大型教育体	6.80	2.80	4.00	--
金波公司搬迁和年产 300 万只特种波纹管建设项目	该项目是浙江花园电子科技有限公司收购上海金波弹性元件厂后的整体搬迁项目, 项目新建 6 条 (套) 生产线, 其中: 2 条不锈钢波纹管制造工艺生产线和 4 条铜合金波纹管制造工艺生产线。建成后能形成年产 300 万只金属波纹管的生产能力	1.10	1.10	--	--
年产 25000 平方米胶印生产线技改项目	项目规划用地 1838 平方米; 建筑面积 7352 平方米, 加工各类彩印包装箱。项目建成后, 可年新增销售收入 6500 万元	0.50	0.50	--	--
小计	--	10.78	5.68	5.10	--
合计	--	28.32	13.61	14.71	10.40

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、年产 2 万吨精密无缝铜管生产线项目、浙江师范大学附属花园国际学校、金波公司搬迁和年产 300 万只特种波纹管建设项目和年产 25000 平方米胶印生产线技改项目等项目, 计划总投资 10.78 亿元。

整体看, 公司在建及拟建项目合计总投资 28.32 亿元, 截至 2015 年 3 月底已完成投资 10.40 亿元, 未来尚需 17.92 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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 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, 2013~2014 年度财务报表已经利安达会计师事务所审计, 均出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年一季度的财务数据未经审计。

公司合并报表范围中, 2012 年无变化; 2013 年公司新纳入 2 家子公司, 并有 1 家子公司不再纳入合并范围; 2014 年公司新纳入 12 家子公司, 并有 1 家子公司不再纳入合并范围, 新纳入以及不纳入企业总体规模较小, 对公司财务状况影响小。

公司在 2014 年审计报告中进行了重要会计政策变更, 其中公司根据《企业会计准则第 30 号-财务报表列报》, 在资产负债表中所有者权益类增加“其他综合收益”科目, 核算未在当期损益中确认的各项利得和损失; 同时在利润

表中，将其他综合收益项目划分为两类：①以后会计期间不能重分类进损益的其他综合收益项目；②以后会计期间在满足特定条件时将重分类进损益的其他综合收益项目。公司根据上述会计政策变更将 2014 年期初资本公积中包含子公司东阳市红木家具开发有限公司的投资性房地产转换日公允价值变动额调整至其他综合收益，更正金额为 8.53 亿元。

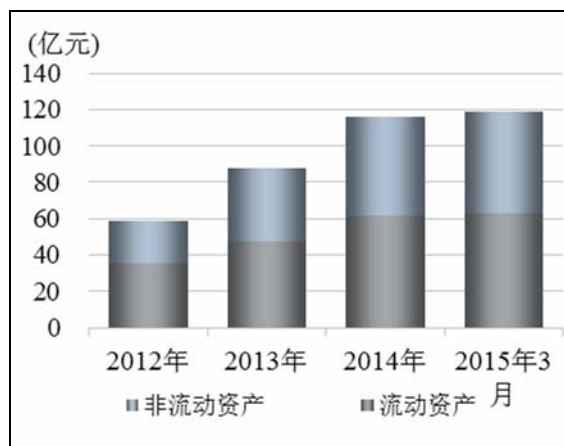
截至2014年底，公司（合并）资产总额115.93亿元，所有者权益合计56.24亿元（其中少数股东权益4.96亿元）；2014年，公司实现营业收入130.96亿元，利润总额5.31亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额118.62亿元，所有者权益合计58.36亿元（其中少数股东权益5.00亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入29.55亿元，利润总额2.31亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额保持稳定增长态势，年复合增长 40.53%。截至 2014 年底，公司资产总额为 115.93 亿元，同比增长 31.64%。其中，流动资产占 52.94%，非流动资产占 47.06%。公司资产构成以流动资产为主。

图 7 近年公司资产构成



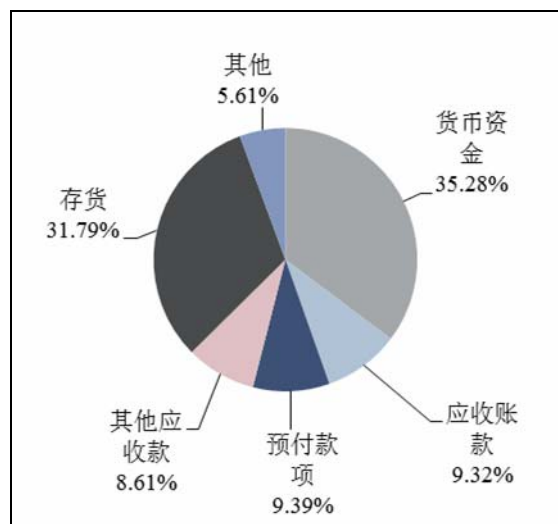
资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈较快增长态势，年复合增长 31.86%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 61.37 亿元，同比增长

28.49%，主要以货币资金(35.28%)、应收账款(9.32%)、预付款项(9.39%)、其他应收款(8.61%)及存货(31.79%)为主。

图 8 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金年复合增长46.64%。截至2014年底，公司货币资金21.65亿元，同比增长51.14%，其中3个月以上的受限货币资金5.06亿元，主要为国际信用证保证金和贷款保证金。

2012~2014 年，公司应收账款年复合下降 2.35%。截至 2014 年底，公司应收账款账面价值 5.72 亿元，同比下降 32.08%。其中，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 83.33%，1-2 年的占 9.07%，2-3 年的占 4.91%，3 年以上的占 2.68%。截至 2014 年底，公司应收账款计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例为 1.67%，计提比例较低。公司应收账款前五名包括江铜国际贸易有限公司、东莞康特尔云终端系统有限公司、杭州迪雅科技有限公司、河北中阳房地产开发有限公司和圣哥特资源有限公司，合计欠款 1.27 亿元，占应收账款总额的 21.81%，公司应收账款分散程度较高，坏账风险低。

2012~2014年，公司预付账款年复合增长30.37%。截至2014年底，公司预付款项5.76亿元，同比增长33.57%。其中，账龄在1年以内（含1年）的占92.85%，1-2年的占2.34%，2-3年的

占比0.88%，3年以上的占3.93%。公司预付账款前五名包括上海银恒国际贸易有限公司、宁波大京国际贸易有限公司、杭州产权交易所有限公司、深圳市中兴长天、杭州亚邦新材料有限公司。

2012~2014年，公司其他应收款年复合增长26.19%。截至2014年底，公司其他应收款净值5.28亿元，同比增长32.21%。其中，账龄在1年以内（含一年）的占36.84%，1-2年的占62.64%，2年以上的占0.51%。截至2014年底，公司其他应收款共计提坏账准备0.11亿元，计提比例为1.94%，计提比例一般。公司其他应收款主要债务人包括东阳市拓宇贸易有限公司往来款1.16亿元、泗洪县亿泰实业有限公司往来款0.40亿元、蔡跃堂借款0.20亿元，东阳市春吉贸易有限公司往来款0.20亿元和杜永昌借款0.17亿元均为往来款。公司其他应收款分散程度高，坏账风险低。

2012~2014年，公司存货年复合增长25.57%。截至2014年底，公司存货净值19.51亿元，同比增长34.24%。主要包括原材料2.27亿元（占11.62%）、在产品0.69亿元（占3.52%）、库存商品和发出商品13.33亿元（占68.22%）、开发成本0.96亿元（占4.90%）、开发产品0.26亿元（占1.35%）和工程施工2.00亿元（占10.26%）。公司对库存商品计提坏账准备0.03亿元，计提比例低。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产呈快速增长态势，年均快速增长52.66%。截至2014年底，公司非流动资产合计54.56亿元，同比增长35.37%，主要以投资性房地产（占67.02%）、固定资产（占21.72%）、在建工程（占5.53%）和无形资产（占3.80%）为主。

2012~2014年，公司长期股权投资分别为1.81亿元、2.17亿元和0.45亿元，年复合下降50.13%，主要由于公司为降低经营管理风险，收回对外投资公司的控制管理权，并纳入合并报表范围导致。

2013年，公司将花园大厦及子公司东阳市花园红木家具开发公司名下的红木家具城按公允价值计量，相应的由固定资产转为投资性房地产。浙江普阳资产评估有限公司对以上两项地产分别出具了评估报告。受此影响，截至2013年底，公司新增投资性房地产22.16亿元，固定资产减少6.28亿元至11.12亿元（固定资产原值14.93亿元，累计折旧3.80亿元），同比下降36.08%。截至2014年底，公司投资性房地产36.56亿元，同比增长64.96%，主要系花园花园红木家具开发公司名下红木家具城五期完工转入所致。

2012~2014年，公司固定资产年复合增长率为-17.49%，主要系公司红木家具城转入投资性房地产所致。截至2014年底，公司固定资产余额为15.78亿元，同比小幅增长5.72%，构成主要包括房屋及建筑物9.98亿元和生产设备4.51亿元；累计计提折旧3.93亿元，未计提减值准备。

2012~2014年，公司在建工程年复合增长34.78%。2014年，公司在建工程合计3.02亿元，同比增长11.48%，主要为花园铜业二期厂房工程和花园高科项目建设。

2012~2014年，公司无形资产年均波动下降8.73%。截至2014年底，公司无形资产2.09亿元，同比增长5.24%，主要是红木家具5期土地使用权转为投资性房地产和花园服装公司本期不在纳入合并范围所致。

截至2015年3月底，公司资产总额为118.62亿元，较2014年底增长2.32%。资产构成中，公司流动资产占比为53.11%，非流动资产占比为46.89%，基本上保持稳定。

总体看，公司资产规模保持较快增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中，主要以货币资金和存货为主；非流动资产中以投资性房地产为主。公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年, 公司所有者权益呈较快增长态势, 年复合增长 32.79%。截至 2014 年底, 公司所有者权益合计 56.24 亿元(其中少数股东权益为 4.96 亿元), 同比增长 21.87%, 主要来未分配利润和其它综合收益的增长, 其中未分配利润 23.97 亿元, 同比增长 14.41%; 其它综合收益 13.28 亿元, 主要为投资性房地产公允价值变动。

总体看, 公司所有者权益稳定性一般。

负债

2012~2014 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, 年复合增长 60.26%。截至 2014 年底, 公司负债合计 59.69 亿元, 同比增长 42.39%, 主要是应付票据、预收款项和其他流动负债增加所致。公司负债以流动负债为主(占 84.62%)。

2012~2014 年, 公司流动负债年复合增长 40.12%。截至 2014 年底, 公司流动负债 50.43 亿元, 同比增长 52.09%。公司流动负债主要是短期借款(占 30.61%)、应付票据(占 13.42%)、预收款项(占 13.59%)和其他流动负债(占 27.91%)为主。

2012~2014 年, 公司短期借款有所减少, 截至 2014 年底, 公司短期借款 15.44 亿元, 同比下降 1.64%。其中, 质押借款 0.37 亿元, 抵押借款 1.35 亿元和保证借款 13.71 亿元。

2012~2014 年, 公司应付票据年复合增长 129.04%, 截至 2014 年底, 公司应付票据 6.77 亿元, 主要为商业承兑汇票 0.6 亿元和银行承兑汇票 6.17 亿元。

2012~2014 年, 公司预收款项快速增长, 年复合增长 99.43%, 截至 2014 年底为 6.85 亿元, 同比增长 154.28%, 其中, 工程预收款 2.55 亿元、房屋预售款 1.34 亿元和商品预售款 2.97 亿元。

截至 2014 年底, 公司其他流动负债余额 14.07 亿元, 较上年新增 5.02 亿元, 为公司发

行的短期融资券和私募债(“14 花园 CP001”, 额度 5.00 亿元; “14 花园 PPN001”, 额度 5.00 亿元; “14 花园 PPN002”, 额度 4.00 亿元)。

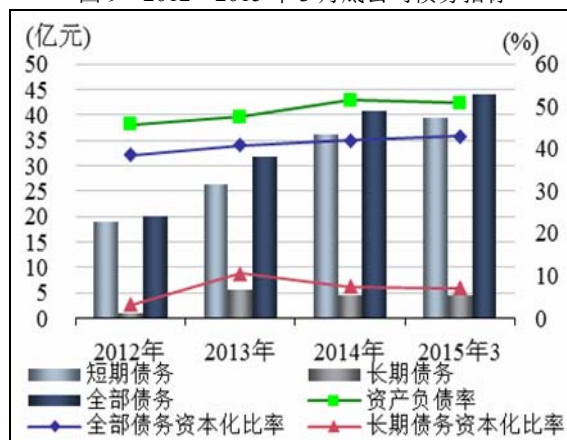
2012~2014 年, 公司非流动负债分别为 1.13 亿元、8.77 亿元和 9.27 亿元。2014 年底公司非流动负债中, 长期借款 4.50 亿元, 占 48.55%, 全部为质押借款。

2012~2014 年, 公司递延所得税负债快速增加, 截至 2014 年底为 4.71 亿元, 同比增长 44.64%。

截至 2015 年 3 月底, 公司负债合计 60.26 亿元, 较上年底增长 0.94%, 其中流动负债为 50.99 亿元(占比 84.62%), 非流动负债为 9.26 元(占比 15.38%)。公司流动负债的增长主要来自其短期借款和他流动负债(截至 2015 年 3 月底为 14.09 亿元, 包括公司发行的短期融资券 14.00 亿元和预提利息 0.09 亿元)的增长。

2012~2014 年, 公司全部有息债务年复合增长 42.74%。截至 2014 年底, 公司全部债务总额为 40.70 亿元, 同比增长 28.32%, 其中短期债务 36.20 亿元(占 88.94%), 长期债务 4.50 亿元(占 11.06%), 全部为长期借款。截至 2015 年 3 月底, 公司全部债务为 44.04 亿元, 较 2014 年底增长 8.19%, 其中短期债务 39.54 亿元(占全部债务的 89.78%)。总体看, 公司债务以短期债务为主, 债务结构有待改善。

图 9 2012~2015 年 3 月底公司债务指标



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年, 公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势, 长期债务资本化

比率波动上升。2013 年，三项指标分别为 51.49%、41.99%和 7.41%。截至 2015 年 3 月底，三项指标分别上升至 50.80%、43.01%和 7.16%。公司总体债务负担适宜，但近年有所加重。

总体看，公司负债以流动负债为主，短期借款和其他流动负债（短期融资券为主）占比较大，非流动负债主要为长期借款。债务结构以短期债务为主，负债结构有待改善。公司整体负债水平适宜，债务负担适宜，但近年有所加重。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入保持较快增长，年复合增长 14.22%。2014 年，公司实现营业收入 130.96 亿元，同比增长 13.73%；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复合增长 15.52%，与营业收入增速基本一致。2014 年，公司营业成本 117.63 亿元，同比增长 15.49%。

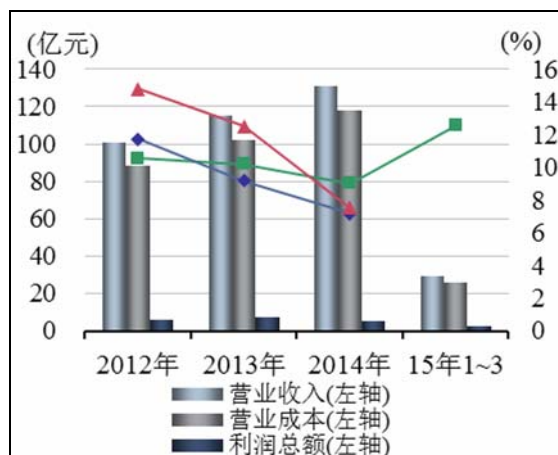
2012~2014 年，公司的期间费用年复合增长 18.52%，2014 年为 6.73 亿元，占营业收入比重的 5.14%，公司期间费用控制情况较好。

2013 年和 2014 年公司分别实现公允价值变动收益 0.34 亿元和 0.27 亿元，系以公允价值计量的投资性房地产变化。

2012~2014 年，公司营业外收入有所波动，三年分别为 0.23 亿元、0.29 亿元和 0.14 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。2012~2014 年，公司利润总额年复合下降 6.23%，2014 年为 5.31 亿元，同比下降 26.44%。

盈利指标方面，2012~2014 年，公司营业利润率为呈下降趋势，2014 年为 9.01%，较上年下降 1.19 个百分点。主要是由于公司铜加工业以及市场商贸业务受经济不景气影响利润率下降所致。2012~2014 年公司净资产收益率和总资产收益率均呈下降态势，2014 年分别为 7.52%和 7.18%，同比分别下降 5.00 和 1.99 个百分点。

图 10 2012~2015 年 1~3 月公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.55 亿元，为 2014 年全年收入的 22.57%；利润总额 2.31 亿元，为 2014 年全年的 43.52%。公司营业利润率为 12.55%，较上年底上升 3.54 个百分点。

总体看，公司经营情况较好，销售规模扩大；受公司铜业和市场商贸业务毛利率下降影响，公司整体盈利能力有所下滑。

5. 现金流分析

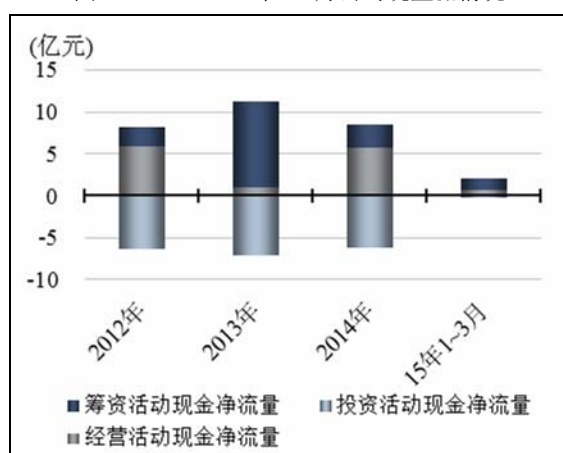
从经营活动看，2012~2014 年，随着公司营业收入规模的快速增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金年复合增长 17.71%，2014 年为 143.96 亿元；同期，公司经营活动现金流入年复合增长为 17.57%，2014 年为 145.90 亿元，同比增长 12.19%。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流出年复合增长 18.63%，略高于同期现金流入增长速度，2014 年为 140.18 亿元；公司近三年经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 5.94 亿元、1.03 亿元和 5.71 亿元。

从收入实现质量看，2012~2014 年，公司现金收入比分别为 103.49%、111.00%和 109.92%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流入分别为 0.94 亿元、4.62 亿元和 6.38 亿元，主要系收回投资及取得投资收益所

收到的现金；投资活动现金流出分别为 7.35 亿元、11.65 亿元和 12.54 亿元，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-6.41 亿元、-7.03 亿元和-6.15 亿元。近三年，公司筹资前现金净流量分别为 0.47 亿元、-6.00 亿元和-0.44 亿元。总体看，公司经营性活动产生的现金不能满足公司投资所需资金需求，公司有一定的对外融资需求。

图11 2012~2015年1~3月公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

从筹资活动来看，2012~2014年，公司筹资活动现金流入量快速上升，三年分别为14.94亿元、36.52亿元和40.37亿元，主要来自公司取得借款收到的现金及公司发行债券等收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出同样快速增长，三年分别为12.64亿元、26.39亿元和37.63亿元，主要是偿还债务支付的现金。近三年公司筹资活动净流量波动上升，2014年为2.74亿元，同比大幅下降72.96%。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.63 亿元、-0.26 亿元和 1.45 亿元，现金收入比为 104.04%。

总体来看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，收入实现质量尚可；未来随着公司投资规模的扩大，公司将有较大的外部融资压

力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率和速动比率波动下降，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 121.70% 和 83.01%，较 2013 年底分别下降 22.36 和 17.21 个百分点；截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 123.54% 和 80.62%，较 2013 年底变动较小。2012~2014 年公司经营现金流负债比分别为 23.11、3.11 和 11.33 倍。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年公司 EBITDA 稳定增长，三年分别为 8.09 亿元、9.32 亿元和 8.90 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.95 倍、6.84 倍和 3.26 倍，呈波动下降趋势。由于公司全部债务增长较快，2012~2014 年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.47 倍、3.40 倍和 4.57 倍，持续上升。综合看，公司 EBITDA 对长期债务的保护能力较好。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额为人民币 0.30 亿元，公司或有负债小。被担保单位为浙江海纳建设集团有限公司，截至 2014 年底，浙江海纳建设集团有限公司资产总额 5.99 亿元，所有者权益 2.68 亿元，2014 年实现营业收入 17.95 亿元，利润总额 0.46 亿元，目前正常经营。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 69.06 亿元，尚未使用的额度为 29.19 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司子公司花园高科为创业板上市公司，直接融资渠道畅通。

7. 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2015年5月22日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的贷款记录中有9笔贷款被列为关注类，均已正常还款。

8. 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正常。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据额度为 7 亿元，为 2015 年 3 月底公司全部债务的 15.90%，对公司现有债务规模影响较大。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 50.80%、7.16% 和 43.01%。以 2015 年 3 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别为 53.54%、16.46% 和 46.65%，公司债务负担将有所加重。考虑到公司本期中期票据募集资金中全部用于偿还银行贷款，公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2012 年~2014 年，公司的经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 15.08 倍、18.58 倍和 20.84 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 0.85 倍、0.15 倍和 0.82 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较好。

2012 年~2014 年，公司的 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 1.16 倍、1.33 倍和 1.27 倍，对本期中期票据覆盖程度良好。

总体看，公司的 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较好。

十、结论

公司作为全球最大的维生素 D₃ 生产供应商，原材料供应稳定，研发技术领先、市场占有率高，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；公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司于 2014 年 10 月 9 日在创业板上市，公司所有者权益有所提升。

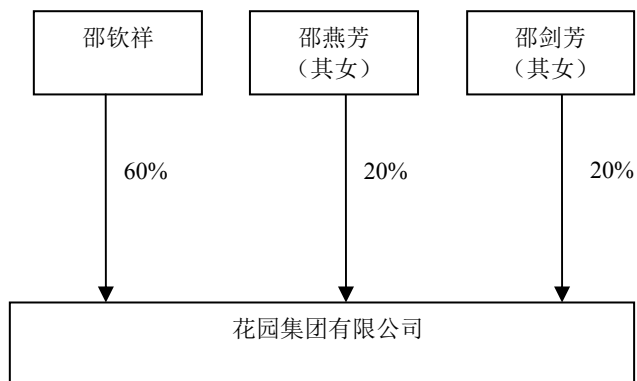
未来随着中国居民人均收入不断提高以及医疗消费的升级，维生素类生物医药的市场前景良好；受益于城市化进程加快、保障房与新农村建设等因素，公司建筑业务发展良好。

目前，公司资产规模保持较快增长，构成以流动资产为主，整体资产质量尚可；公司整体债务负担适宜，债务结构以短期债务为主，负债结构有待改善。受公司铜业和市场商贸业务毛利率下降影响，公司整体盈利能力有所下滑。

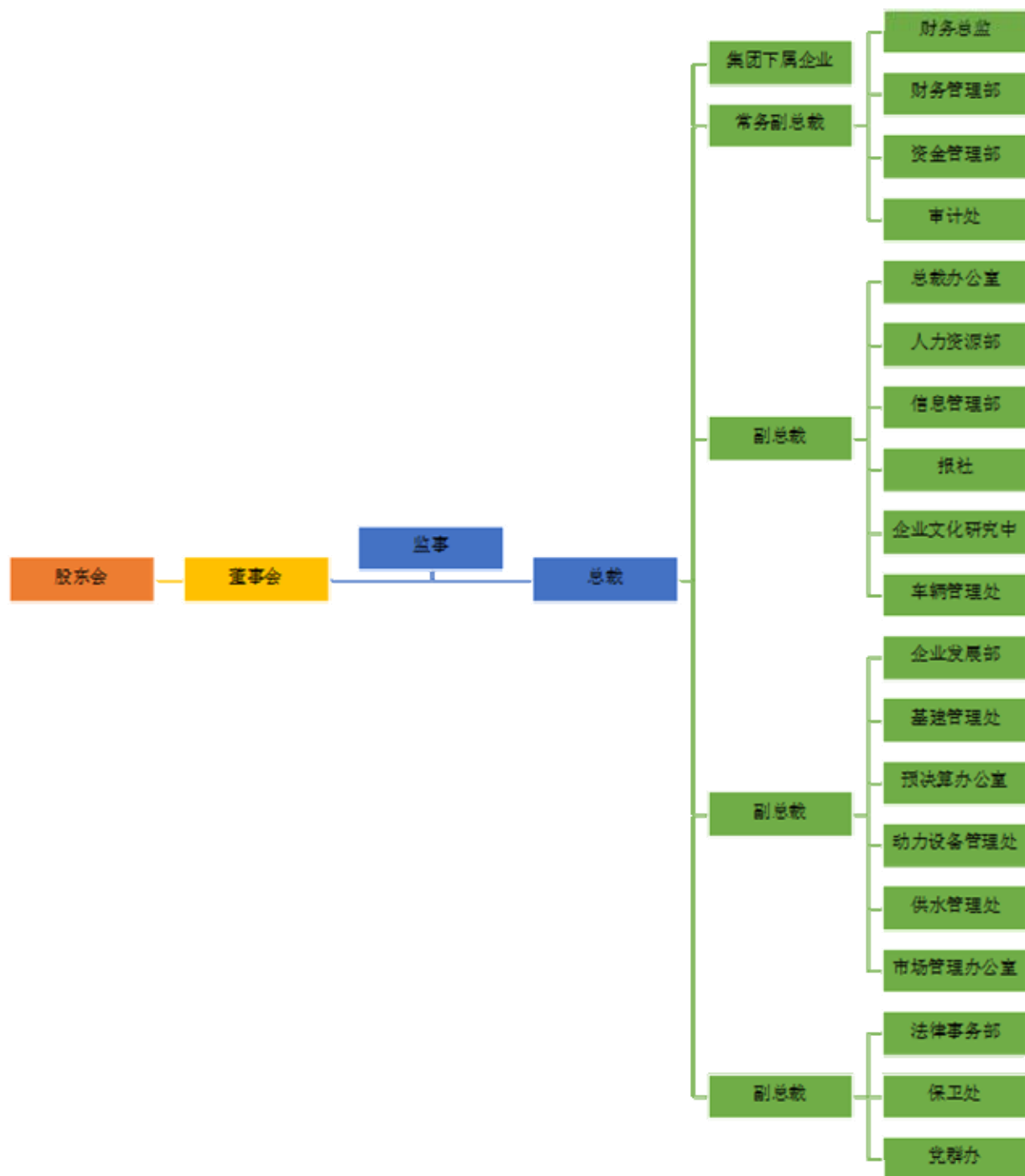
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较好，整体偿债能力适宜。

综合分析，联合资信认为，公司本期中期中票到期不能偿还的风险低，安全性高。

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 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.08	14.40	21.95	23.03
资产总额(亿元)	58.71	88.07	115.93	118.62
所有者权益(亿元)	31.89	46.14	56.24	58.36
短期债务(亿元)	18.94	26.28	36.20	39.54
长期债务(亿元)	1.04	5.44	4.50	4.50
全部债务(亿元)	19.98	31.72	40.70	44.04
营业收入(亿元)	100.39	115.15	130.96	29.55
利润总额(亿元)	6.04	7.22	5.31	2.31
EBITDA(亿元)	8.09	9.32	8.90	2.93
经营性净现金流(亿元)	5.94	1.03	5.71	0.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.82	15.89	18.16	--
存货周转次数(次)	7.94	7.57	6.91	--
总资产周转次数(次)	1.91	1.57	1.28	--
现金收入比(%)	103.49	111.00	109.92	104.04
营业利润率(%)	10.55	10.20	9.01	12.55
总资本收益率(%)	11.72	9.17	7.18	--
净资产收益率(%)	14.80	12.52	7.52	--
长期债务资本化比率(%)	3.16	10.55	7.41	7.16
全部债务资本化比率(%)	38.51	40.74	41.99	43.01
资产负债率(%)	45.67	47.60	51.49	50.80
流动比率(%)	137.41	144.07	121.70	123.54
速动比率(%)	89.24	100.23	83.01	80.62
经营现金流动负债比(%)	23.11	3.11	11.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.95	6.84	3.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.47	3.40	4.57	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	15.08	18.58	20.84	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.85	0.15	0.82	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.16	1.33	1.27	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

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</u> 、 <u>钴</u> 、 <u>镍</u> 及其 <u>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> 物质或者天然物质。目前我国食品添加剂有 23 个类别，2000 多个品种，包括 <u>酸度调节剂</u> 、 <u>抗结剂</u> 、 <u>消泡剂</u> 、 <u>抗氧化剂</u> 、 <u>漂白剂</u> 、 <u>膨松剂</u> 、 <u>着色剂</u> 、 <u>护色剂</u> 、 <u>酶制剂</u> 、 <u>增味剂</u> 、 <u>营养强化剂</u> 、 <u>防腐剂</u> 、 <u>甜味剂</u> 、 <u>增稠剂</u> 、 <u>香料</u> 等。
硬胶囊剂	指将一定量的药物加辅料制成均匀的粉末或颗粒充填于空心胶囊中制成，或将药物直接分装于空心胶囊中制成。
片剂	是指药物与辅料均匀混合后压制而成的片状或异形片状的固体制剂。片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，可广泛用做调制软膏的基质。
电解铜	将 <u>粗铜</u> （含铜 99%）预先制成厚板作为阳极，纯铜制成薄片作 <u>阴极</u> ，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 五种类型。 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 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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
 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3 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 花园集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，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。

