跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1320 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持花园集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15花园MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

花园集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 花园 MTN001	7 亿元	2015/09/23-2018/09/23	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 20 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.52	16.58	19.97	22.85
资产总额(亿元)	88.07	115.93	139.48	152.09
所有者权益合计(亿元)	46.14	56.24	61.04	62.19
长期债务(亿元)	5.44	4.50	8.10	7.00
全部债务(亿元)	31.72	40.70	57.21	67.34
营业收入(亿元)	115.15	130.96	154.32	32.21
利润总额(亿元)	7.22	5.31	6.27	0.82
EBITDA(亿元)	9.36	8.93	10.56	--
经营性净现金流(亿元)	1.03	5.71	3.99	0.95
营业利润率(%)	10.20	9.01	6.32	6.70
净资产收益率(%)	12.52	7.52	7.66	--
资产负债率(%)	47.60	51.49	56.24	59.11
全部债务资本化比率(%)	40.74	41.99	48.38	51.99
流动比率(%)	144.07	121.70	116.27	113.47
全部债务/EBITDA(倍)	3.39	4.56	5.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.66	3.24	3.09	--
经营现金流动负债比(%)	3.11	11.33	6.14	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计；短期债务考虑其他流动负债中的短期融资券；现金类资产已经剔除受限资金。

分析师

方 晓　杨 涵
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 D_3 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 D_3 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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 花园 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 公司是全球最大的维生素D_3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. 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。
3. 跟踪期内，公司资产与收入规模持续增长，整体经营保持稳定。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“15 花园 MTN001”保障能力强。

关注

1. 原材料价格波动及劳动力成本攀升等因素对

公司经营造成一定不利影响。建筑业竞争激烈，整体盈利水平低，受房地产市场的波动影响较大。

2. 公司铜、镍贸易套利业务增长快，存在一定风险。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务压力加重；债务结构以短期债务为主，负债结构有待改善。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及“15花园 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2016 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；矿产品（除国家专控部分）、有色金属（国家限制或禁止的项目除外）及金银制品销售。

截至 2016 年 3 月底，公司总部下设总裁办公室、人力资源部、财务管理部、报社、企业文化研究中心、信息管理部、车辆管理处、党群办等 19 个职能部门。

截至 2016 年 3 月底，公司直接持股的全资或控股子公司 36 家，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”）。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 139.48 亿元，所有者权益合计 61.04 亿元（其中少数股东权益 6.33 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 154.32 亿元，利润总额 6.27 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 152.09 亿元，所有者权益合计 62.19 亿元（其中少数股东权益 6.88 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 32.21 亿元，利润总额 0.82 亿元。

公司注册地址：浙江省东阳市南马镇花园村花园；法定代表人：邵钦祥。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）

67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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。1998～2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。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，2015 年，中国医药制造业实现主营业务收入 25537.1 亿元，同比增长 9.10%，利润总额 2627.3 亿元，同比增长 12.90%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2016 年 1-3 月，中国医药制造业实现主营业务收入 6100.3 亿元，同比增长 10.10%，利润总额 632.6 亿元，同比增长 14.20%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

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，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，随着医疗改革体系逐渐成熟，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 D_3 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

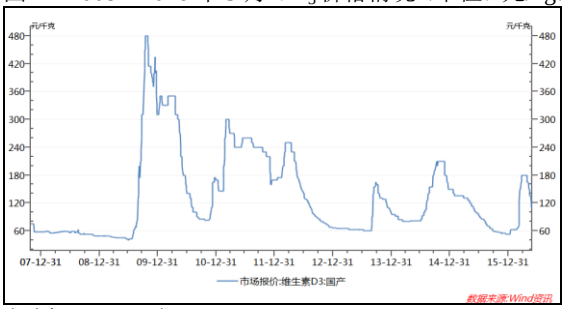
作用，必须在生物体内转化为最终活性物质 1α，25-羟基维生素 D3（又称全活性维生素 D3）才能发挥生理作用，其最基本的功能是促进肠道钙、磷的吸收，促进骨骼的钙化，因此维生素 D3 被广泛用于饲料添加剂、食品添加剂、营养保健品和药品中。美国、德国等发达国家已立法，强制在有关营养强化食品中添加维生素 D3，中国目前虽尚未立法，但已将“维生素，生物饲料添加剂，高效安全的食品添加剂”列为“十二五”发展的主要任务和重点之一。

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 年波动较大，从一季度约 80 元/kg 快速上涨到 210 元/kg 左右，11 月之后价格下降至约 150 元/kg 左右，之后迅速下滑，2015 年 VD3 价格整体呈下滑趋势，由年初约 140/kg 下滑至年底约 50 元/kg。进入 2016 年 1 季度 VD3 价格呈现快速上涨趋势，涨至约 180 元/kg，进入 5 月份后，价格回落至约 110-130 元/kg，近年 VD3 走势如下图所示：

图 1　2008～2016 年 5 月 VD_3 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

（1）行业现状

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 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、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2015 年，全社会建筑业增加值 46456 亿元，比上年增长 6.8%。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 6508 亿元，同比增长 1.6%，其中国有及国有控股企业 1676 亿元，同比增长 6.0%。

图 2　2011~2015 年中国建筑业增加值及其增长速度
（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2013 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2015 年全社会固定资产投资 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%，固定资产投资增长较快。

2015 年，全国固定资产投资（不含农户）562000 亿元，同比名义增长 9.8%。分产业看，第一产业投资 15561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311939 亿元，增长 10.6%，其中基础设施投资 101271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 18.4%。

2015 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 95979 亿元，比上年名义增长 1.0%，其中住宅投资增长 0.4%。房屋新开工面积 154454 万平方米，比上年下降 14.0%，其中住宅新开工面积下降 14.6%。全国商品房销售面积 128495 万平方米，比上年增长 6.5%，其中住宅销售面积增长 6.9%。全国商品房销售额 87281 亿元，比上年增长 14.4%，其中住宅销售额增长 16.6%。

考虑到基础设施投资规模持续增长，以及房地产行业有所回暖等因素，建筑业发展环境仍较好。

（2）建筑行业政策及竞争格局

企业资质

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

竞争格局

中国建筑市场存在四类参与者：“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 2　中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

（3）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

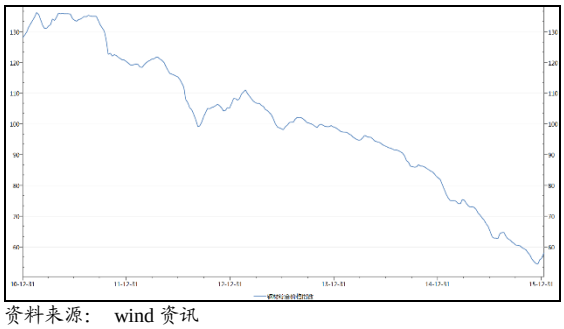
中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问

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。

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下降，有利于建筑企业的成本控制。

图 3　近年钢材综合价格指数



资料来源：　wind 资讯

2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。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 年至 2015 年 12 月底，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地位水平，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 月份又有向下回调。2015 年 1~6 月，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，下半年，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年底降至 79.25；同期，全国水泥均价降至 266.60 元/吨，同比下降 18.91%。

流动资金压力大

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

（4）建筑行业发展趋势

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

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%。

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）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。

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 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、塑料及制品等六个大类。
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

（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。

4. 区域经济环境

2015 年，浙江省经济发展稳健，初步核算，全年地区生产总值（GDP）42886 亿元，比上年增长 8%。其中，第一产业增加值 1833 亿元，

第二产业增加值 19707 亿元，第三产业增加值 21347 亿元，分别增长 1.5%、5.4%和 11.3%，第三产业对 GDP 的增长贡献率为 65.7%。三次产业增加值结构由上年的 4.4:47.7:47.9 调整为 4.3:45.9:49.8，三产比重提高 1.9 个百分点。从主要经济指标看浙江省增速平稳，稳中有升，波幅较小。

从进出口贸易来看，2015 年，浙江省货物进出口总额 21566 亿元（3474 亿美元），比 2014 下降 1.1%（-2.1%）。其中，出口 17174 亿元（2767 亿美元），增长 2.3%（1.2%）；进口 4392 亿元（707 亿美元），下降 12.5%（-13.4%）。民营企业出口 12579 亿元，增长 7.1%，占全省出口总值的 73.2%，拉动全省出口增长 5.0 个百分点。机电产品出口 7236 亿元，增长 4.7%；高新技术产品出口 1047 亿元，增长 10%。全省跨境电子商务出口 270 亿元，增长 34.7%。全年服务贸易进出口额 442 亿美元，比上年增长 16%，其中，出口 285 亿美元，增长 16.5%；进口 158 亿美元，增长 15.3%。

整体来看，浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，将为公司提供良好的外部发展环境和强大的经济支持。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016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，截至2016年3月底，有36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2015年中国民营企业500强排行榜中名列353位。公司2015年还名列中国民企制造业500强第213名，浙江省百强企业第88位，同时还入围浙江省制造业百强企业以及浙江省成长性最快百强企业，成为东阳唯一一家同时入选以上榜单的企业。

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 6480 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，公司作为主要单位参与了《饲料添加剂维生素D3 微粒国家标准》（GB/T9840-2006）、《饲料添加剂维生素 D3（胆钙化醇）油》（NY/T1246-2006）的标准起草和制定。并作为主要单位参与了新版国家标准的起草和制定。

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 职工健康安全管理三个体系的认证。

公司所拥有的红木家具市场是目前全球最大的专业红木家具批发市场，拥有花园红木家具市场一至五期市场群，在全国乃至全球确立了红木家具专业批发市场和红木产业集聚地的地位。截至 2016 年 3 月底，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销。

3．研发与创新

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

公司现设有七家研发中心，其中包括三家省市级研发中心，有研发人员 137 人（其中博士 4 人，硕士 11 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 D3 系列产品科技研发中心	省级	41
杭州下沙生物科技有限公司	下沙生物科技省级高新技术企业研究开发中心	省级	
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	地市级	25
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
浙江花园金波科技股份有限公司	东阳市花园电子波纹管技术研究开发中心	县市级	15
浙江花园铜业有限公司	东阳市昌兴铜合金技术研究开发中心	县市级	18
花园新材料股份有限公司	花园新材料新型材料研究开发中心	县市级	25

资料来源：公司提供

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

2013～2016 年 3 月，公司研发费用（包括生物医药、农业、电子科技、铜加工及新材料等方面）投入分别为 5889.49 万元、5573.28 万元、5067.33 万元及 1028.56 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，63 岁，高级经济师，中共党员，全国当代优秀改革家、中国村社发展促进会副会长、浙江省第十二届人大代表、浙江省劳动模范、浙江省中小企业协会会长、浙江省奔小康带头人、金华市优秀

社会主义建设者、金华市工商联副会长、金华人大农业与农村委员会副主任委员；现任公司董事长、总裁、党委书记；曾任花园村生产队长、村委会主任、村党支部书记、花园服装厂厂长、东阳市花园工业公司总经理兼党组负责人。

公司常务副总裁张胜海先生，47 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 2016 年 3 月底，公司职工总数 4243 人，从学历构成看，大专以下占 31.49%，大专学历占 27.43%，本科学历占 39.52%，硕士学历占 1.25%，博士人数占 0.31%；从年龄结构看，35 岁以下占 33.75%，35 岁至 45 岁占 48.03%，45 岁以上占 18.22%；从专业结构看，生产人员占 52.72%，销售人员占 11.60%，技术人员占 12.18%，财务人员占 9.01%，行政人员占 9.47%，其他人员占 5.02%。

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

5．外部支持与税收优惠

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

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

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 15.77%，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，2015 年为 27.34%，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，2015 年为 71.59 亿元，同比增长 18.00%，在营业收入中占比也稳定上升，2015 年达到 46.39%。受宏观经济低迷和贸易行业不景气影响，公司市场商贸板块毛利率下降较明显，2015 年为 5.13%，同比减少 3.48 个百分点；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新材料产业、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波动下降趋势，毛利率呈波动上升趋势。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 32.21 亿元，同比增长 9.00%，毛利率 7.76%，较上年减少 6.06 个百分点。其中市场商贸板块实现营业收入 14.42 亿元，同比下降 15.23%，毛利率为 6.17%，同比下降 8.43 个百分点，主要受经济下行影响，公司为了控制风险，改变结算方式及条款，压缩部分风险较高的业务所致。

表5　2013~2016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	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	4.53	3.93	29.58	4.37	3.33	33.43	3.05	1.98	29.51	0.77	2.39	26.00
建筑	33.73	29.29	10.02	35.44	27.07	10.71	42.19	27.34	9.91	8.08	25.09	9.06
市场商贸	47.98	41.67	12.57	60.67	46.33	8.61	71.59	46.39	5.13	14.42	44.76	6.17
铜业	17.93	15.57	3.51	22.96	17.53	2.97	27.66	17.92	2.71	6.88	21.36	2.39
其他	10.98	9.54	17.58	7.52	5.74	22.19	9.83	6.37	19.90	2.06	6.40	24.84
合计	**115.15**	**100.00**	**11.56**	**130.96**	**100.00**	**10.18**	**154.32**	**100.00**	**7.42**	**32.21**	**100.00**	**7.76**

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、腙、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。

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。

2013～2015 年公司的羊毛脂总采购量分别为 741.76 公斤、516.42 公斤和 931 公斤，其中 2014 年较前两年大幅下降，主要由于是公司胆固醇生产线停产改造，减少了羊毛脂采购所致。2015 年，公司主要的前五大供应商采购合计占公司总采购额的 42.87%，集中度较高。

表 6　2015 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	1714.39	21.57
厦门金达威集团股份有限公司	503.88	6.34
浙江爱迪亚动物保健品有限公司	464.44	5.84
东阳市吉曜贸易有限公司	425.03	5.35

单位名称	金额（万元）	占总额比（%）
常熟汇丰毛条有限公司	299.40	3.77
总额	**3407.14**	**42.87**

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 2016 年 3 月底，公司已形成年产饲料级 VD_3 油剂 4000 吨、饲料级 VD_3 粉剂 2000 吨、食品级 VD_3 粉 480 吨、食品医药级维生素 D_3 结晶 4000 万 1.U/g 为 10 吨的产能规模。

表 7　公司 VD_3 系列产品产能情况

产品类别	产能（吨）	价格			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
饲料级维生素 D_3 油	4000	48.24	71.29	50.48	31.54
饲料级维生素 D_3 粉	2000	62.67	93.37	64.51	56.22
食品医药级维生素 D_3	480	129.97	128.87	131.99	117.45
维生素 D_3 汇总	--	**63.82**	**91.43**	**66.26**	**53.70**

资料来源：公司提供

产销情况看，2013~2015 年，公司饲料级维生素 D_3 油剂、饲料级维生素 D_3 粉和食品医药级维生素 D_3 的总产销量均有所波动，其中，饲料级维生素 D_3 油剂和食品医药级维生素 D_3 呈现波动递减趋势；饲料级维生素 D_3 呈现波动增长的趋势。

表8　公司VD_3系列产品2013～2016年3月主要产品生产与销售情况（单位：吨）

产品	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-3 月		
	总产量	产量	销量	总产量	产量	销量	总产量	产量	销量	总产量	产量	销量
饲料级维生素 D_3 油剂	2944.43	--	447.74	3111.86	748.38	358.41	2584.05	--	375.87	926.20	81.26	174.86
饲料级维生素 D_3 粉	1896.79	1895.71	1811.07	1084.80	1084.51	1096.16	1333.95	1226.76	1378.87	566.56	565.37	584.63

食品医药级维生素 D_3	165.2	146.23	137.01	191.27	144.28	135.95	132.77	99.16	127.06	45.12	42.58	37.52
合计	**5006.42**	**2289.14**	**2395.82**	**4387.93**	**2001.80**	**1590.52**	**4050.77**	**1617.30**	**1881.8**	**1537.88**	**801.04**	**797.01**

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。

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%、66.20%、74.60%和 62.80%。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。2015 年，公司前五名客户销售额度共计 0.80 亿元，占总额的 52.93%，客户集中度较高。

表 9　公司 VD_3 产品销售分部区域与销售情况（单位：万元，%）

销售区域	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	5727.79	31.27	5199.38	33.79	3813.10	25.40	2250.13	37.20
国外	12589.35	68.37	10189.52	66.21	11201.34	74.60	3798.21	62.80
合计	**18317.14**	**100.00**	**15388.90**	**100.00**	**15014.44**	**100.00**	**6048.34**	**100.00**

资料来源：公司提供

②花园药业系列产品

花园药业是一家胶囊剂、片剂、茶剂制造和销售的企业，拥有冻干粉针剂、小容量水针剂、胶囊剂、片剂、原料药等生产线。花园药业主导产品为心脑健片，该产品为花园药业独家剂型产品，国家中药保护品种，功能主治为醒神健脑，化浊降脂。对心血管伴高纤维蛋白原症及动脉粥样硬化，肿瘤放疗、化疗所致的白细胞减少症有防治作用。随着中国人口老龄化时代的到来，心血管疾病呈逐年上升趋势，该产品销售收入呈稳定增长态势。截至 2015 年底，花园药业总资产为 11011 万元，负债总额 4646 万元；所有者权益 6365 万元；2015 年度实现营业收入 12042 万元，利润总额 29 万元。截至 2016 年 3 月底，花园药业资产总额 11360 万元，负债总额 4964 万元，所有者权益 6396 万元； 2016 年 1-3 月底，花园药业实现营业收入 1225 万元，利润总额 32 万元。

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，目前已有多种中西药和原料药上市销售。

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

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。2015 年花园建设在东阳市所有建筑施工企业中名列第 7 位。

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。

2015 年开始，针对市场潜在的风险，花园建设调整以往项目经理经营承包责任制的管理模式，推行垂直经营链管理，通过全工地视频监控、ERP 系统及总部人员派驻基层项目部相结合的方式，将过去管理到人调整为管理到物，通过精细化的管理严格把控物流采购及工程进程匹配的流程化管理环节，杜绝资金挪用及工期延误等问题的发生。同时，2015 年公司将原有 16 个分公司精简为南京、杭州、天津、太原、湖北、西安等 6 个分公司及 1 个直属经营部。

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。2015 年面对全行业低迷的市场现状，公司对运营模式进行较大幅度的调整：组建财务清算及遗留问题处理两个小组，对全部原有 16 家分公司进行逐一清算，重点处理客户以及项目部的应收款清算催收；对项目部将资金管理和工程款的收付工作通过 ERP 系统统一由花园建设掌控，对每一个项目均由公司安排统计、工程两个人员进行管理。所有材料均由统计员登记入库，并对工程管理通过高清摄像头进行远程监控，实时掌握项目现场施工情况。对分公司财务进行统一集中化信息化管理，计划分三步完成，2015 年已实现财务信息化，2016 年将着重协同办公信息化，后期将全面实行工程信息化管理。

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。

2015 年，公司承建了郑州长隆广场项目、南京滨江项目二期 G40 地块项目、怀化武陵山国际商贸物流城一期工程、磐安县石坑里安居

小区一期 PPP 项目、京山县新市城区八一南路棚户区改造项目等共计 99 个项目工程，实现营业收入和净利润分别为 40.8 亿元和 0.86 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司已签施工合同项目共计 98 个，合同总造价 141.75 亿元，总建筑面积 767.94 万平方米，项目储备较为充足。

表 10　截至 2016 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（%）
西安国际港务区综保农产品交易有限公司	西安综合保税区（一期）大宗农产品交易	15.00	40.00	10.58
陕西中厦置业	陕西白水县南井头寸棚户区	6.51	31.00	4.59
长兴星龙置业	长兴星新能项目（星龙湾）	5.00	32.00	3.53
广东省韶关市第二建筑工程公司	韶雨 雁唐府邸	4.80	30.00	3.39
京山金楚红人置业有限公司	京山县新市城区八一南路棚户区	4.00	28.00	2.82
河南腾辉鸾洲房地产开发有限公司	洛玻集团唐宫路唐三街坊工矿棚	4.00	18.3	2.82
天水广融实业有限公司	西安天水麦积区高家湾城中	3.45	23.00	2.43
怀化武陵山国际商贸物流城有限公司	怀化武陵山国际商贸物流城一	3.00	18.00	2.12
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	20.69	2.06
深圳华意隆电器股份有限公司	华意隆坪山工业厂区	2.52	26.00	1.78
合计	-	**51.21**	**266.99**	**36.12**

资料来源：公司提供

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，按项目形象进程逐月结算并支付工程款项，一般在建筑结顶时工程款总价的 95-97%应实现回收，剩余 3-5%作为质保金将在 2-3 年后质保期届满时统一进行结算。

总体看，公司建筑板块资质较为齐全，已签施工合同项目量较为充足。

4. 市场商贸板块

公司市场商贸板块的经营主体主要为公司本部、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”）及祥云科技本部，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”）。

2013～2015 年，公司市场商贸板块营业收入年均复合增长 22.15%，其中 2015 年公司实现营业收入 71.59 亿元，同比增长 18.00%，毛利率为 5.13%，同比下降 3.48 个百分点。2016 年 1~3 月，公司市场商贸板块营业收入 14.42 亿元，毛利率为 6.17%。

（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。2015 年，公司国内贸易实现收入 44.37 亿元，进口合计 24.66 亿元，出口 0.69 亿元。

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、木材、化工产品、电解铜和镍等商品为主，2015年，公司进口合计金额24.66亿元，占贸易收入总额的35.38%。其中，镍进口额大幅增长，主要系公司通过镍贸易套利所致。

表 11　公司主要进口业务情况（单位：万元）

进口业务类别	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
偏光片扩散片	22379	24372	15379	3985
化工产品	22884	24874	13578	3328
木材	33401	53791	54243	10939
金属矿产	64212	59930	161600	20737
塑胶地板	2017	2182	1612	475
大麦	--	--	140	152
合计	**144893**	**175149**	**246552**	**39616**

资料来源：公司提供

② 出口贸易

从出口商品看，公司主要以出口服装、机床、摩托车配件、小商品、医疗器材等商品为主，2015 年公司出口额合计 0.69 亿元，占贸易收入总额的 1%。

表 12　公司主要出口业务情况（单位：万元）

内贸业务类别	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
服装	5209	5332	1612	156
摩托车配件	3358	3305	1151	104
小商品	2689	2598	864	78
机床	5621	5152	2334	436
医疗器材	-	1972	897	78
合计	**16877**	**18359**	**6858**	**852**

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、液晶玻璃、乙二醇、电解镍、DOP、电解铜等。2015 年，公司内贸收入为 44.37 亿元，占贸易收入总额比重的 63.65%。其中，电解镍和电解铜大幅增长主要系公司近年因市场波动较大，为规避风险而主要从事套利贸易所致。

表 13 公司主要内贸业务情况（单位：万元）

内贸业务类别	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
木材	129018	68885	75487	14432
化工产品	55918	41770	39358	8861
金属矿产	101095	253266	388917	73715
棉花	6823	5295		
其他	2430	16420	8617	
合并范围内交易			-75793	
合计	**295284**	**385636**	**436586**	**97008**

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，其绝大部份进口均采用远期信用证结算的方式，期限自 90 天至 180 天不等，其中以 3 个月居多。

公司国内贸易主要为配合花园村周边红木家具产业链而开展的木材业务和部分化工产品。木材的交易结算按行业惯例一律采用现款方式，付款提货；化工产品方面，公司一般利用充裕的资金和现有的买家渠道，用现款以低于市场平均水平一定幅度的价格采购如乙二醇之类的其他公司用来融资的大宗化工品种，并销售给真正将其作为原料用于生产的实业型企业，由于销售的价格仍较市场普遍价格为低，故其结算仍以现款为主。电解铜采购方面主要为国内采购，公司通过与国外、上海、宁波的贸易商按在一定期限内以沪铜期货价盘面点价模式采购（在需要电解铜时公司与贸易商签订采购合同，约定发货时公司支付给贸易商发货当天上海现货价的 90%款项，公司可在一定期限内按沪铜期货价盘面点价，最终按点价时的沪铜期货价加现货升帖水与贸易商最为最终价格），结算货款，避免了铜价波动的风险。

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。

（2）红木家具市场

花园红木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，是目前我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。截至 2016 年 3 月末，公司拥有市场经营面积 304666.09 平方米、商铺 1420 个、入驻红木品牌经营户 1800 余户，商铺出租率高达约 100%。2015 年，花园红木实现营业收入 1.87 亿元，由于公允价值变动，利润总额 3.73 亿元；2016 年 1~3 月，实现收入 0.48 亿元，

利润总额 0.23 亿元。

5. 铜业板块

浙江花园铜业有限公司（原浙江昌兴铜业有限公司，以下简称“花园铜业”）为公司铜业板块的经营主体，经营范围为铜及其他有色金属加工、销售，及相关技术服务。公司主要业务为从事高精度紫铜板、紫铜带、紫铜棒、紫铜排及异型铜材的加工生产，目前，公司加大科技投入，引进行业内专业的技术人才，组建了铜合金技术研究开发中心，研发市场上急需的“高、精、尖”产品，大大提高了产品的技术含量和附加值，产品产量和质量得到了大幅提升。2015 年，公司铜业板块实现营业收入 27.66 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。

花园铜业目前建设的年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带生产线被列入浙江省《2012 年重点建设项目名单》。该项目是近年来中国有色金属加工行业起点最高、投资最大、幅面最宽的铜板带加工项目，被列入 2014 年度国家火炬计划项目、浙江省重大工业化项目。2014 年 6 月开始建设，2016 年 2 月部分设备进入调试阶段，5 月份全线贯通。项目厂房及基建、公辅设施按十万吨产能建造，分步投入设备，第一步固定资产投资 3 亿元，产能 3 万吨，2016 年试生产，计划当年生产 0.9 万吨；2017 年生产 2 万吨；2018 年达产达标，年生产 3 万吨；后续酌情逐步增加设备，最终达到 10 万吨产能。

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 14　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	14 年占成本比重（%）	15 年占成本比重（%）	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2015 年	2016 年 1-3 月
电解铜	87.00	91.68	32860	39527	60963	20245	52638	49030	40750	36688
废铜	5.30	1.42	4018	2622	9792	302	47906	44955	39028	36450
合计	**92.3**	**93.10**	**36878**	**42149**	**70755**	**20547**	**100544**	**93985**	**79778**	**73138**

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；结算方面，电解铜到货付暂估铜款 93%，现款现货；废铜采用到货半个月内付款模式。近三年，公司主要原材料采购量增长，采购成本有所增加。目前，公司与各主要供应商维持良好合作关系，2015 年前 5 大原材料供应商采购合计 14.27 亿元，占比 53.60%。

生产销售

公司实行“以销定产”的定单生产模式，2013～2015 年，公司的产能利用率分别达到 82.40%、90.97%和 90.05%，产能利用率总体保持较高水平。

2015 年年产十万吨高精度宽幅铜板带生产线项目部分完工，开始生产前端产品铜锭，从而对应铜锭产能由 2.5 万吨变为 4 万吨。2016 年公司进行产品结构调整，随着后端产品板带产能不断补充完善，前端产品铜锭将有所降低。2016 年第一季度考虑 5 月份年产十万吨高精度宽幅铜板带生产线将全线贯通，前端产品铜锭设备也于 2015 年底已调试完毕，从而不再生产和销售前端产品铜锭。

表 15　公司主要铜业产品的产能和产销量情况（单位：吨)

主要产品	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量
铜锭	25000	23120	25000	25940	40000	38587	12000	0
铜排	7000	5490	7000	5266	8000	6526	1200	1009
铜板	4000	3110	4500	3816	6000	5004	1100	895
铜棒	4000	1650	4000	1950	4000	3174	1000	901
铜带	3000	2100	3200	2780	3200	1818	500	321
合计	**43000**	**35470**	**43700**	**39752**	**61200**	**55109**	**15800**	**3126**

资料来源：公司提供

公司销售渠道较为通畅，2015年前5大主要客户销售合计14.82亿元，占销售收入的53.92%，集中度较高。

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 2015 年，受贸易商品规模的增加，公司铜业板块销售收入同比增长 20.47%，达到 27.66 亿元；同时由于铜品贸易业务毛利率较低，铜业板块毛利率小幅下降至 2.71%。2016 年 1~3 月，公司铜业板块实现收入 6.88 亿元，其中贸易收入 5.43 亿元；贸易业务占比的提升导致铜业板块毛利率下降至 2.39%。

表 16　近年公司产品销售收入情况（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
铜排	25727.78	27024.15	24965.02	3439.91
铜棒	7566.28	11048.40	11899.79	3124.62
铜板	14855.02	20994.63	20037.38	3275.62
铜带	10199.15	15485.29	7283.34	1175.79
铜锭	94033.52	120014.23	135054.50	0
转口商品	26866.88	33937.00	16639.26	3101.50
贸易商品	--	--	58884.23	54345.64
其他	10.92	1071.60	1788.87	325.27
合计	**179259.55**	**229575.30**	**276552.39**	**68788.35**

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，该板块营利模式为收取固定加工费，虽然较为稳定但毛利率水平较低，盈利能力不强。

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花园新材料股份有限公司（以下简称“花园新材料”）、花园物资有限公司（以下简称“花园物资”）、浙江花园金波科技股份有限公司（以下简称“花园金波”）、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。2015 年，该板块收入 9.83 亿元，同比上升 30.72%，毛利率为 19.90%，小幅下降 2.29 个百分点；2016 年 1~3 月，该板块收入为 2.06 亿元，为 2015 年全年的 20.96%，毛利率回升至 24.84%。

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

纸板生产线各一条、1.8 米七层全自动进口宽幅高速瓦楞纸板生产线一条，年产 250 万平方米全自动纸蜂窝复合墙体板材料生产线一条，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，损耗水平低等优点。2015 年，花园新材料实现营业收入 1.88 亿元，利润总额 1158.35 万元；2016 年 1~3 月，花园新材料实现营业收入 0.38 亿元，利润总额 112 万元。

2015 年 5 月，花园新材料顺利完成了股份制改造，正式更名为“花园新材料股份有限公司”，目前正在准备首次公开发行事宜。

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；2015 年，花园物资实现营业收入 1.10 亿元，利润总额 0.0 亿元；2016 年 1~3 月，花园物资实现营业收入 0.11 亿元，利润总额 0.01 亿元。

花园金波成立于 2010 年 7 月 26 日，原名浙江花园电子器材有限公司，公司实际持有浙江花园电子器材有限公司股权、表决权 82.33%；2015 年 12 月，该公司更名为花园金波科技股份有限公司，经营范围为：金属波纹管、温度控制器、模具技术研究开发、转让、咨询服务；金属波纹管、温度控制器的生产销售。截至 2015 年底，该公司资产总额 14964 万元，负债总额 8499 万元，所有者权益 6465 万元；2015 年度实现营业收入 11917 万元，利润总额-275 万元。截至 2016 年 3 月底，该公司资产总额 14674 万元，负债总额 857 万元,所有者权益 13817 万元；2016 年 1-3 月，实现营业收入 462 万元，利润总额-347 万元。

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），2015 年实现营业收入 1.06 亿元，利润总额 0.08 亿元；2016 年 1~3 月，实现营业收入 0.24 亿元，利润总额 0.01 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。2015 年实现营业收入 1.48 亿元，利润总额 0.18 亿元；2016 年 1~3 月实现营业收入 0.34 亿元，利润总额 0.02 亿元。

7. 经营效率

2013～2015 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，2015 年三项指标分别为 17.53 次、6.62 次和 1.21 次。总体来看，公司经营效率尚可。

8. 项目建设与未来发展

项目建设

目前，公司在建工程项目主要有年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目、年产 4000 吨环保灭鼠剂项目、花园生物研发中心项目、年产 1000 万平方米多功能轻质复合墙板项目以及浙江师范大学附属东阳花园外国语学校，项目总投资 20.86 亿元，截至 2016 年 3 月底，已完成投资 4.84 亿元，未来还需投入 16.02 亿元。

表 17　截至 2016 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 2016 年 3 月底已投资	16 年 4~12 月拟投资	2017 年拟投资	2018 年拟投资
			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，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	4.33	0.88	0.50	0.50
年产 4000 吨环保灭鼠剂	胆钙化醇杀鼠剂具有低毒、安全、环保、无二次中毒的特点；达产规模（年化）为 3000 吨包衣型、3000 吨蜡块、蜡丸型	1.81	0.74	1.07	0.08	0.60	1.14	--
花园生物研发中心项目	下设博士后工作站、院士专家工作站、专家委员会、技术中心、检测中心、科技管理部、科技合作部、柔性实验室等部门	1.45	0.58	0.87	0.20	0.80	0.46	--
年产 1000 万平方米多功能轻质复合墙板	总投资建设拟 4 条多功能轻质复合墙板生产线，产能 1000 万平方米	4.10	2.10	2.00	0.20	0.60	1.00	1.20
浙江师范大学附属东阳花园外国语学校	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	2.80	4.00	0.03	3.62	2.35	0.8
小计	--	**20.86**	**8.92**	**11.95**	**4.84**	**6.50**	**5.44**	**2.50**
拟建项目								
核心预混料项目	具有年生产能力：多维预混料 3000 吨/年、25-羟基维生素 D3 多维核心料 1000 吨/年、25-羟基维生素 D3+角黄素特种核心料 1000 吨/年、液态多维核心料 1000 吨/年	1.34	0.47	0.87	--	--	0.40	0.40
花园商业中心项目	建筑面积 66085 平方米，其中地下总建筑面积 9445 平方米，地上总建筑面积 56640 平方米（其中商业用房 30601.7 平方米，高层住宅 25641.3 平方米）	4.00	2.00	2.00	--	2.20	1.80	--
小计	--	**5.34**	**2.47**	**2.87**	**--**	**2.20**	**2.20**	**0.40**
合计	--	**26.20**	**11.39**	**14.82**	**4.84**	**8.70**	**7.64**	**2.90**

资料来源：公司提供

公司未来拟建项目主要包括（饲料）核心预混料项目和花园商业中心项目，计划总投资 5.34 亿元.预计 2016~2018 年分别投入 2.20 亿元、2.20 亿元和 0.40 亿元。

整体看，公司在建及拟建项目合计总投资 26.20 亿元，截至 2016 年 3 月底已完成投资 4.84 亿元，未来尚需 21.36 亿元，投资规模较大，公司未来对外融资压力较大。

未来发展

健康医疗、新型材料与电子科技、红木家

具与木制品、生态旅游及城镇化建设、教育是公司计划大力发展的五大核心产业。以公司过去多年在上述产业领域获得的资源和经验为依托，在产品、业务和商业模式上开展创新，实现产业拓展和产业升级；同时抓住国家“十三五规划”中对新农村建设及新型城镇化、特色镇发展的推进契机，加大在消费、现代服务业领域的资源配置，逐步实现由“二产”向“三产”转型的战略目标，以实现不同产业领域的现金流互补和资源协同，从而保证公司的可持续发展。通过介入金融，尝试以金融产业投资整合资金流、技术流与数据流，重点发展医疗健康、高精度铜材料加工、包装方案解决及新型建材、电子科技以及红木产业深度整合，实现科学研发、工业制造、现代物流及服务、商贸、经营性租赁等业务的协同。

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

八、募集资金使用情况

截至 2016 年 3 月底，公司发行“15 花园 MTN001”所募集资金已全部按募集用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2015 年度财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出局了标准无保留意见的审计报告。2016 年一季度的财务数据未经审计。

公司合并报表范围中， 2015 年公司新纳入 3 家子公司，并有 2 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 2015 年审计报告中，采用追溯重述法对前期会计差错进行更正。主要为：对租赁给子公司的投资性房地产在合并中予以还原。涉及调整对公司财务报表影响较小。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 139.48 亿元，所有者权益合计 61.04 亿元（其中少数股东权益 6.33 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 154.32 亿元，利润总额 6.27 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 152.09 亿元，所有者权益合计 62.19 亿元（其中少数股东权益 6.88 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 32.21 亿元，利润总额 0.82 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 154.32 亿元，同比增长 17.84%；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 18.44%，超过营业收入增长速度。2015 年，公司营业成本 142.87 亿元，同比增长 21.46%。

2015 年公司期间费用为 6.44 亿元，占营业收入比重的 4.17%，公司期间费用控制情况较好。

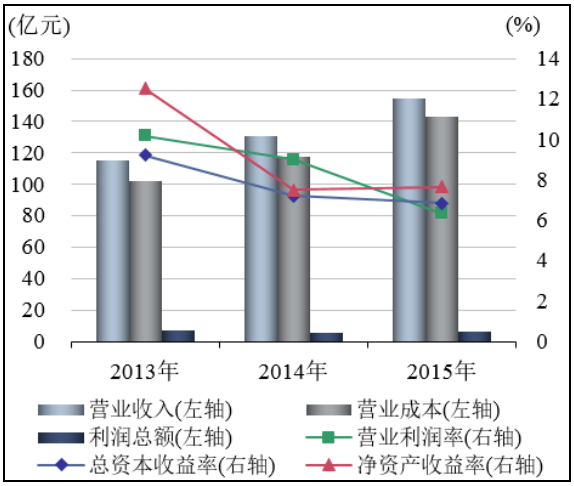
2013～2015 年，公司分别实现公允价值变动收益 0.34 亿元、0.27 亿元和 3.02 亿元，系以公允价值计量的投资性房地产变化。根据浙江普阳资产评估有限公司出具的浙普评报[2015]061 号评估报告，截止 2015 年 12 月 31 日，红木家具城一至五期投资性房地产租赁建筑面积 344492.51 平方米，平均单价 10822.33 元,评估价值 3728211365.68 元；2014 年末平均单价 9946.63 元，评估价值 3426539795.30 元，2015 年末较 2014 年末评估增值 301671570.38 元，增值率 8.80%。2015 年度较 2014 年度评估单价上升主要原因是 2014 年，建筑面积为 151907.48 平米,体量最大的红木家具城五期刚

投入使用，出租率不高,评估相对调低了单价。而 2015 年度五期出租率已和其他四期一致,故评估价格提高。此外，2014 年红木家具五期完工并作为投资性房地产，其历史成本与公允价值的首次计量差异，计入其他综合收益，约为 4.05 亿元，而 2015 年度其公允价值变动计入当期损益，也导致了 2015 年度公允价值变动损益较上期大幅增长。

2013～2015 年，公司营业外收入波动下降，三年分别为 0.29 亿元、0.14 亿元和 0.16 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。2013～2015 年，公司利润总额年复合下降 10.02%，2015 年为 6.27 亿元，同比增长 18.19%。

盈利指标方面，2015 年公司营业利润率为 6.32%，较上年下降 2.69 个百分点。主要是由于公司铜加工业务以及市场商贸业务受经济不景气影响利润率下降所致。2015 年，公司总资本收益率为 6.84%，同比下降 0.37 百分点；2013～2015 年，公司净资产收益率波动下降，分别为 12.52%、7.52%和 7.66%。

图 4　2013～2015 年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 32.21 亿元，为 2015 年全年收入的 20.87%；利润总额 0.82 亿元，为 2015 年全年的 13.01%。公司营业利润率为 6.70%，较上年底上升 0.38 个百分点。

总体看，公司销售规模不断扩大，但受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。

2．现金流及保障

从经营活动看，2013～2015 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 12.66%，2015 年为 162.23 亿元；同期，公司经营活动现金流入年复合增长为 12.81%，2015 年为 165.48 亿元，同比增长 13.42%。2013～2015 年，公司经营活动产生的现金流出年复合增长 11.88%，低于同期现金流入增长速度，2015 年为 161.49 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 1.03 亿元、5.71 亿元和 3.99 亿元。从收入实现质量看，2013～2015 年，公司现金收入比分别为 111.00%、109.92%和 105.12%，公司收入实现质量持续下降。

从投资活动来看，2013～2015 年，公司投资活动现金流入分别为 4.62 亿元、6.38 亿元和 7.88 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 11.65 亿元、12.54 亿元和 13.42 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。2013～2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7.03 亿元、-6.15 亿元和-5.54 亿元。近三年，公司筹资前现金净流量分别为-6.00 亿元、-0.44 亿元和-1.55 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。

从筹资活动来看，2013～2015 年，公司筹资活动现金流入量快速上升，年均复合增长 48.70%，2015 年为 80.74 亿元，主要来自公司取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出同样快速增长，三年分别为 26.39 亿元、37.63 亿元和 75.87 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下降，分别为 10.12 亿元、2.74 亿元和 4.88 亿元。

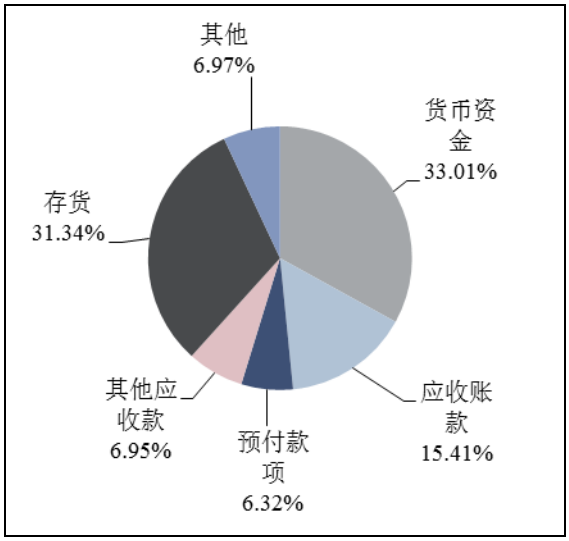
2016 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.95 亿元、-1.46 亿元和 9.74 亿元，现金收入比为 115.52%。

总体来看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，收入实现质量持续下降；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。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 139.48 亿元，同比增长 20.32%。其中，流动资产占 54.14%，非流动资产占 45.86%。公司资产构成以流动资产为主。

图 5　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司流动资产合计 75.51 亿元，同比增长 23.05%，主要以货币资金(占 33.01%)、应收账款(占 15.41%)、预付款项(占 6.32%)、其他应收款（占 6.95%)和存货(占 31.34%)为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 24.93 亿元，同比增长 15.16%，其中 3 个月以上的受限货币资金 5.00 亿元。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 11.63 亿元，同比增长 103.44%，大幅增长主要系生产、经营规模的扩大，以及受房地产行业不景气，导致建筑板块收款周期增长所致。截至 2015 年底，公司共计提坏账准备 0.30 亿元，计提比例为 2.49%。其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 11.21 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 98.27%，1 以上的占 1.73%，计提坏账准备 0.23 亿元。截至 2015 年底，公司应收账款前五名合计欠款 2.16 亿元，占应收账款总额的 18.57%，公司应收账款集中度较低，坏账风险低。

截至 2015 年底，公司预付款项 4.77 亿元，同比下降 17.12%。其中，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 94.94%，1-2 年的占 3.89%，2 年以上的占 1.16%。

截至 2015 年底，公司其他应收款净值 5.25 亿元，同比下降 0.68%。其中，账龄在 1 年以内（含一年）的占 61.89%，1-2 年的占 12.41%，2 年以上的占 25.70%。截至 2015 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 2.93%，计提比例一般。公司其他应收款前五位合计 1.89 亿元，占其他应收款总额的 35.02%，集中度较高。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 23.66 亿元，同比增长 21.29%。主要包括原材料 3.18 亿元（占 13.44%）、在产品 0.17 亿元（占 0.73%）、库存商品和发出商品 14.36 亿元（占 60.70%）、开发成本 0.05 亿元（占 0.20%）、开发产品 0.82 亿元（占 3.48%）和工程施工 5.07 亿元（占 21.45%）。公司对库存商品计提坏账准备 0.04 亿元，计提比例低。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 63.97 亿元，同比增长 17.25%，主要以投资性房地产（占 58.31%）、固定资产（占 27.59%）、在建工程（占 6.10%）和无形资产（占 3.92%）为主。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 37.30 亿元，同比增长 2.02%，主要包括花园红木家具开发公司名下红木家具城一至五期增值所致，根据浙江普阳资产评估有限公司出具的浙

普评报[2015]061 号评估报告，截止 2015 年 12 月 31 日，红木家具城一至五期投资性房地产平均单价 10822.33 元，较 2014 年末评估增值 301671570.38 元，增值率 8.80%。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 17.65 亿元，同比大幅增长 48.95%，主要是建设集团办公楼转入 0.71 亿元，金波公司新厂房转入 1.20 亿元，羊毛脂综合处理项目及维生素 D3 项目转入 1.94 亿元，金波公司及新材公司设备购置增加所致。公司固定资产构成主要包括房屋及建筑物 12.78 亿元和生产设备 3.84 亿元；累计计提折旧 5.59 亿元，计提减值准备 39.61 万元（生产设备）。

截至 2015 年底，公司在建工程合计 3.90 亿元，同比增长 29.18%，主要为花园铜业二期厂房工程和花园高科项目建设。

截至 2015 年底，公司无形资产 2.51 亿元，同比增长 19.82%，主要是新增土地使用权 0.62 亿元所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 152.09 亿元，较 2015 年底增长 9.04%。资产构成中，公司流动资产占比为 57.83%，非流动资产占比为 42.17%，基本上保持稳定。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 61.04 亿元(其中少数股东权益为 6.33 亿元)，同比增长 8.54%，主要来自未分配利润的增长，其中未分配利润 29.13 亿元，同比增长 21.50%；其它综合收益 12.58 亿元，主要为投资性房地产公允价值变动。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 62.19 亿元(其中少数股东权益为 6.88 亿元)，结构较 2015 年底变化不大。

截至 2015 年底，公司负债合计 78.45 亿元，同比增长 31.42%。流动负债占 82.79%，非流动负债占 17.21%，负债结构以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 64.95 亿元，同比增长 28.80%。公司流动负债主要是短期借款（占 16.39%）、应付票据（占 22.97%）、应付账款（占 13.30%）和其他流动负债（占 35.41%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款 10.64 亿元，同比下降 31.05%。其中，抵押借款 3.57 亿元和保证借款 7.07 亿元。

截至 2015 年底，公司应付票据 14.92 亿元，同比增长 120.44%，主要是公司为提高资金使用效率、节约财务费用而加大信用证和票据结算力度所致。公司应付票据主要为商业承兑汇票 0.60 亿元和银行承兑汇票 14.32 亿元。

截至 2015 年底，公司应付账款 8.64 亿元，较 2014 年大幅增加 5.66 亿元，主要原因是采取赊购方式采购原材料金额有所增加及花园建设应付的工程款有所增加。公司应付账款包括材料款 7.71 亿元、设备款 0.23 亿元、工程款 0.67 亿元和劳务分包款 0.02 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动负债余额 23.00 亿元，较上年新增 8.92 亿元，为公司发行的短期融资券和私募债（“15 花园 CP001”，额度 5 亿元；“15 花园 PPN002”，额度 4 亿元；“15 花园 SCP001”，额度 7 亿元；“15 花园 SCP002”，额度 7 亿元）。

截至 2015 年底，公司非流动负债 13.50 亿元，其中，长期借款 1.10 亿元（占 8.15%），应付债券 7 亿元（占 51.84%）和递延所得税负债 5.35 亿元（占 39.59%）。截至 2015 年底，公司应付债券 7 亿元，主要系公司 2015 年发行“15 花园 MTN001”所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 89.89 亿元，较上年底增长 14.59%，其中流动负债为 77.51 亿元（占比 86.22%），非流动负债为 12.39 元（占比 13.78%）。公司流动负债的增长主要来自其短期借款和其他流动负债（主要系公司 2016 年发行两期超短共 8 亿元所致）的增长。

截至 2015 年底，公司全部债务总额为 57.21 亿元，同比增长 40.55%，其中短期债务 49.11 亿元（占 85.84%），长期债务 8.10 亿元（占 14.16%）。公司债务大幅增长，主要系公司 2015 年发行短期融资券、中期票据和私募债所致。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 67.34 亿元，较 2015 年底增长 17.72%，其中短期债务

60.34 亿元（占全部债务的 89.61%）。

从债务指标看，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务化比率和长期债务化比率分别为 56.24%、48.38%和 11.72%；截至 2016 年 3 月底，上述三项指标分别为 59.11%、51.99%和 10.12%。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；公司负债以流动负债为主；债务结构以短期债务为主，债务负担有所增加。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013～2015 年，公司流动比率和速动比率均持续下降，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 116.27%和 79.84%，较 2014 年底分别下降 5.43 和 3.18 个百分点。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 113.47%和 83.62%，较 2014 年底变动较小。2013~2015 年公司经营现金流负债比分别为 3.11%、11.33%和 6.14%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2013～2015 年，公司 EBITDA 波动增长，三年分别为 9.36 亿元、8.93 亿元和 10.56 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.66 倍、3.24 倍和 3.09 倍，呈下降趋势。由于公司全部债务增长较快，2013～2015 年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.39 倍、4.56 倍和 5.42 倍，持续上升。综合看，公司 EBITDA 对长期债务的保护能力有所下降。

截至 2016 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 2015 年 12 月底，浙江海纳建设集团有限公司资产总额 5.40 亿元，所有者权益 2.97 亿元，2015 年实现营业收入 15.19 亿元，利润总额 0.30 亿元，目前正常经营。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 79.88 亿元，尚未使用的额度为 41.15 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。

5．存续期债券偿还能力分析

2015 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 10.56 亿元、165.48 亿元和 3.99 亿元，分别为“15 花园 MTN001”的 1.51 倍、23.64 倍和 0.57 倍。总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“15 花园 MTN001”的保障程度高。

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 2016 年 7 月 11 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的贷款记录中有 7 笔贷款被列为关注类，均已正常还款。

7．抗风险能力

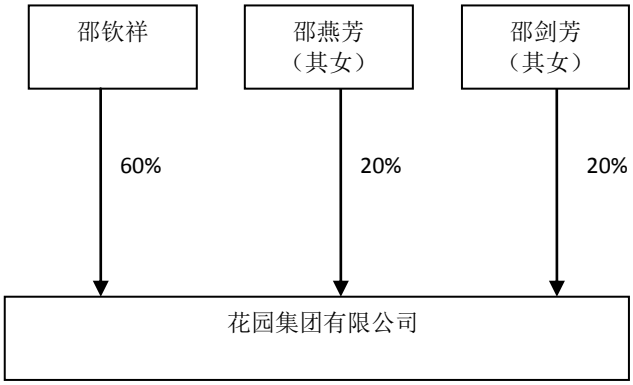
公司业务板块多元化发展，在一定程度上有助于分散风险。未来随着中国居民人均收入不断提高以及医疗消费的升级，公司主导行业维生素类生物医药的市场前景良好。

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

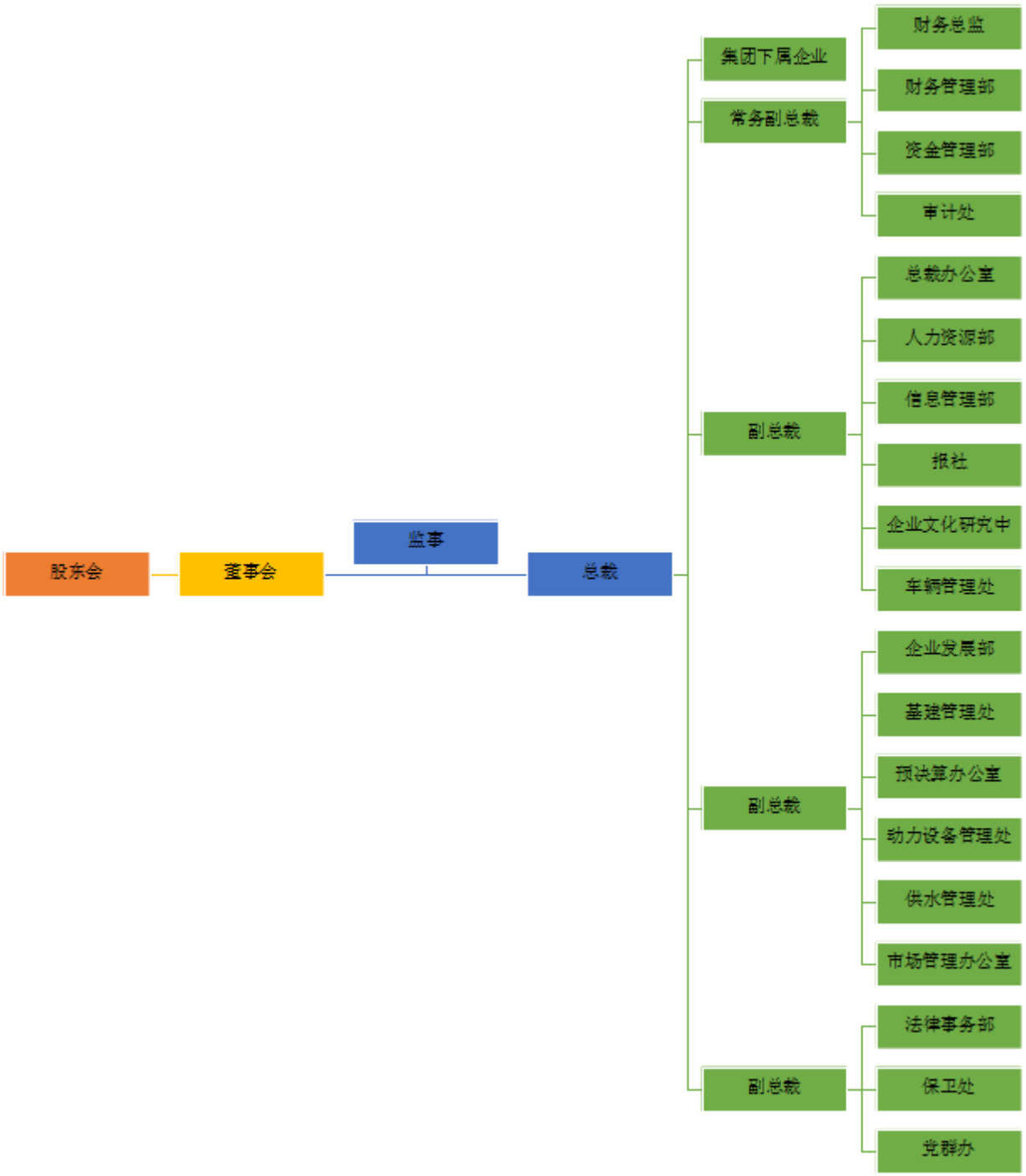
十、结论

综合考虑，联合资信维持花园集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15花园MTN001”AA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.52	16.58	19.97	22.85
资产总额(亿元)	88.07	115.93	139.48	152.09
所有者权益(亿元)	46.14	56.24	61.04	62.19
短期债务(亿元)	26.28	36.20	49.11	60.34
长期债务(亿元)	5.44	4.50	8.10	7.00
全部债务(亿元)	31.72	40.70	57.21	67.34
营业收入(亿元)	115.15	130.96	154.32	32.21
利润总额(亿元)	7.22	5.31	6.27	0.82
EBITDA(亿元)	9.36	8.93	10.56	--
经营性净现金流(亿元)	1.03	5.71	3.99	0.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.89	18.16	17.53	--
存货周转次数(次)	7.57	6.91	6.62	--
总资产周转次数(次)	1.57	1.28	1.21	--
现金收入比(%)	111.00	109.92	105.12	115.52
营业利润率(%)	10.20	9.01	6.32	6.70
总资本收益率(%)	9.22	7.21	6.84	--
净资产收益率(%)	12.52	7.52	7.66	--
长期债务资本化比率(%)	10.55	7.41	11.72	10.12
全部债务资本化比率(%)	40.74	41.99	48.38	51.99
资产负债率(%)	47.60	51.49	56.24	59.11
流动比率(%)	144.07	121.70	116.27	113.47
速动比率(%)	100.23	83.01	79.84	83.62
经营现金流动负债比(%)	3.11	11.33	6.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.66	3.24	3.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.39	4.56	5.42	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计。短期债务考虑其他流动负债中的短期融资券。现金类资产已经剔除受限资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 4　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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。