跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 821 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将花园集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，将“15花园MTN001”和“16花园MTN001”的信用等级由AA调整为AA^+，并维持“17花园CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月十九日

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
16 花园 MTN001	5 亿元	2016/08/04 2019/08/04	AA^+	AA
17 花园 CP001	5 亿元	2017/03/24 2018/03/24	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.89	19.97	21.91	29.65
资产总额(亿元)	115.93	139.48	183.50	191.96
所有者权益(亿元)	56.24	61.04	84.14	85.84
短期债务(亿元)	36.28	49.11	56.31	55.80
长期债务(亿元)	4.50	8.10	13.20	22.56
全部债务(亿元)	40.78	57.21	69.51	78.36
营业收入(亿元)	130.96	154.32	180.51	48.75
利润总额(亿元)	5.31	6.27	27.92	2.16
EBITDA(亿元)	8.93	10.56	31.98	--
经营性净现金流(亿元)	5.71	3.99	7.85	0.90
营业利润率(%)	9.01	6.32	7.20	7.32
净资产收益率(%)	7.52	7.66	25.13	--
资产负债率(%)	51.49	56.24	54.15	55.28
全部债务资本化比率(%)	42.03	48.38	45.24	47.72
流动比率(%)	121.70	116.27	120.97	135.44
速动比率(%)	83.01	79.84	79.50	91.26
经营现金流动负债比(%)	11.33	6.14	10.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.57	5.42	2.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.24	3.09	11.10	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；短期债务考虑了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

刘晓濛　方 晓　闫 旭

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

花园集团有限公司（以下简称“公司”）目前已形成了以生物医药、建筑、市场商贸和铜加工业为主的多元化经营格局。公司作为全球最大的维生素 D_3 生产供应商，市场占有率高，跟踪期内公司完成技术升级改造、实现 25-羟基维生素 D_3 投产，市场竞争力和盈利能力进一步提升；公司建筑业务在手合同量充足；2017 年 4 月，花园村新并入 9 个自然村和行政村，并就新并入村开发事宜与公司签署合作开发框架协议；公司拥有全球最大的专业红木家具市场，出租率 100%，具有行业集群和竞争优势；公司完成新型蜂窝型建筑材料自主研发，符合国家装配式建筑及建筑工业化政策。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司贸易板块毛利水平较低、建筑行业竞争激烈、债务规模持续增长等因素给公司经营发展带来的不利影响。

未来，随着公司高精度宽幅紫铜板带项目（以下简称“铜业二期项目”）逐步完工并释放产能，附加值较高的宽幅铜板带将有助于提升铜业盈利水平；随着公司红木家具产业与浙江省机器换人联盟的 30 亿元产业基金合作协议的落地，将会推动公司红木家具市场升级，并有望带动周边产业的发展；随着国家标准和行业标准的出台，新型蜂窝型建筑材料有望成为公司新的增长点。

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定，将“15 花园 MTN001”和“16 花园 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA^+，并维持“17 花园 CP001”A-1 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，约占全球供给量的50%，在产品价格上具有一定定价权。跟踪期内，公司完成生产技术升级改造，并且25-羟基维生素D_3的投产将进一步提高公司竞争力和盈利水平。

2. 公司建筑业务资质齐全，且在手合同量充足。
3. 公司拥有全球最大的专业红木家具展示批发市场，商铺出租率达 100%；30 亿元产业基金战略合作落地，有望推动公司红木家具市场升级和增强综合竞争力。
4. 公司铜业二期项目完工，宽幅铜板带利润水平较好，提升铜业整体盈利水平。
5. 跟踪期内，公司作为主编单位之一参与新型蜂窝型建筑材料国家标准和行业标准制定，公司自主研发的新型蜂窝型建筑材料符合国家对装配建筑及建筑工业化政策，有望成为公司新的增长点。
6. 跟踪期内，公司资产与收入规模持续增长，整体经营稳定。

关注

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

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

花园集团有限公司跟踪评级报告

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相关债券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 2017 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（凭资质书经营）；采购集团成员企业生产所需的原辅材料；进出口业务；电子产品、医药中间体的技术开发，企业管理，承接会展会务；矿产品（除国家专控部分）、有色金属（国家限制或禁止的项目除外）及金银制品销售;房地产开发销售；集中式供水生产和供应。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）房地产开发，建筑工程施工，木材经营加工，饮用水供应（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年 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 18 个职能部门。

截至 2017 年 3 月底，公司直接持股的全资或控股子公司 37 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 2016 年底，公司（合并）资产总额 183.50 亿元，所有者权益合计 84.14 亿元（其中少数股东权益 7.38 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 180.51 亿元，利润总额 27.92 亿元（其中，公允价值变动损益 20.20 亿元）。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 191.96 亿元，所有者权益合计 85.84 亿元（其中少数股东权益 7.51 亿元）；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 48.75 亿元，利润总额 2.16 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，公司发行的“15 花园 MTN001”、“16 花园 MTIN001”和“17 花园 CP001”所募集资金已全部按募集用途使用完毕。

公司存续期债券付息情况：

“15 花园 MTN001”已于 2016 年 9 月 21 日按时支付利息 3920 万元。

“15 花园 MTN001”和“16 花园 MTN001”尚未到 2017 年付息日；公司发行的“17 花园 CP001”将于 2018 年 3 月 24 日到期一次性还本付息。上述存续期债券距离下一个付息日时间均较长，公司将会在付息日之前 2 周准备付息资金。

表 1 公司存续期内债券情况（单位：年、亿元）

债券名称	剩余期限	到期日	债券余额
15 花园 MTN001	1.33	2018/9/23	7.00
16 花园 MTN001	2.19	2019/8/4	5.00
16 花园债	0.85	2018/4/1	3.00
17 花园 CP001	0.83	2018/3/24	5.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

注：16 花园债（私募债）非联合资信所评级

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016

年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

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。

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。工信部消费品司公布的数据显示，2016年中国医药工业规模以上企业实现营业务收入29635.86亿元，同比增长9.92%，全年利润总额3216.43亿元，同比增长15.57%。

（1）维生素D_3子行业

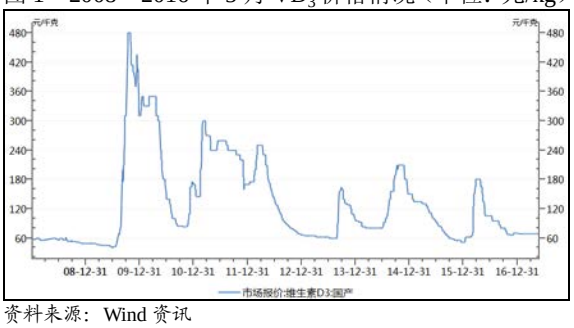
维生素 D3（专用技术词语释义请见附件1-3），属于维生素类较小的品种，是人与动物生长、发育、繁殖、维持生命和保持健康必不可少的一种脂溶性维生素。

从上游来看，维生素 D3 生产主要原材料为胆固醇，而生产胆固醇的主要原材料为羊毛脂，目前羊毛脂约占生产成本的 60%。羊毛脂是一种附属于羊毛上的脂肪状动物脂酯，是由羊的皮脂腺中分泌出来的一种天然物质，主要从洗涤羊毛的废液中提取，该物质经精加工后，作为重要的化工原料，被广泛应用于医药、化妆品、纺织、皮革等行业。近三年羊毛脂价格稳步提升，2014 年价格为 18.59 元/公斤, 2015 年 19.14 元/公斤，2016 年 20.7 元/公斤。

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 元/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，此后，VD3 价格一路下跌至 70 元/kg 左右，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

（2）行业关注

行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。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。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

（3）未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

2. 贸易行业

（1）进出口贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一

定负面因素。海关统计数据显示，2016 年全国货物进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。总体看，2016 年进出口规模逐渐回稳，但外贸发展仍然存在一些困难。

近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）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，国内贸易增速回落。

外部贸易环境日趋复杂

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

多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

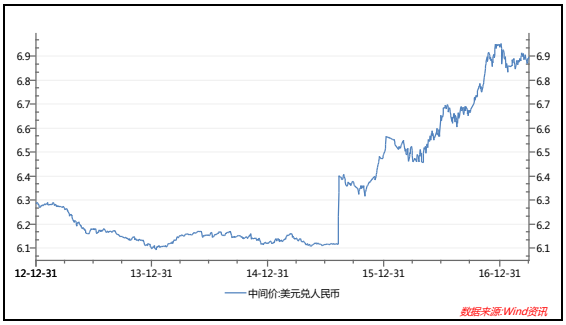
人民币汇率风险不断加大

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 2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

2013 年以来人民币加速升值，美元兑人民币中间价汇率累计 40 次创新低，年内累计升幅将近 3%。2014 年前半年，人民币出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。从 2014 年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行。2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。进入 2016 年，美元兑人民币汇率波动较大，截至 2016 年 12 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.9370 元/美元。

总体看，在美联储停止 QE 以及美元加息预期、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、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

（4）行业政策

2015 年 5 月，国务院印发《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》（以下简称“《意见》”）指出，中国要大力推动外贸由规模速度型转向质量效益型，努力实现五个转变：货物出口向货物、服务、技术、资本输出结合转变；价格优势向技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；要素驱动向创新驱动转变；政策引导为主向制度规范和营造法制化国际化营商环境转变；遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制定转变。《意见》提出六个任务：外贸结构调整、提高外贸国际竞争力、与“一带一路”沿线国家深化贸易合作、建造互利共赢的国际新格局、营造法制化国际化的营商环境、完善政策体系。

2015 年 8 月，国务院办公厅促进内贸流通健康发展的若干意见（国办发【2014】51 号，以下简称“意见”）指出，推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，在总结试点经验的基础上，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场。

2016 年 5 月，国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，从财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等 5 个方面推出 14 条政策措施。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。2016 年《政府工作报告》中针对“一带一路”建设，提出“构建沿线大通关合作机制，建设国际物流大通道。推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区建设”。针对进出口下滑的现状，在进出口政策、电子商务、优化贸易结构、进一步整合优化海关特殊监管区域、贸易便利化等方面提出要求；针对自由贸易区建设，提出加快进程，推进贸易投资自由化等。2017 年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等 30 个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观

层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。

未来，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

（5）行业发展

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。

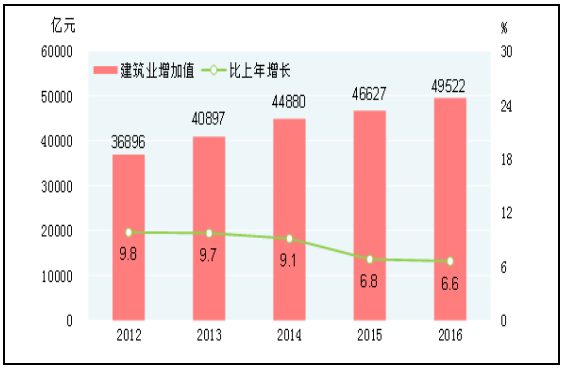
3. 建筑行业

（1）建筑行业发展概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2016年，全社会建筑业增加值 49522 亿元，比上年增长 6.6%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6745 亿元，同比增长 4.6%，其中国有及国有控股企业 1879 亿元，同比增长 6.8%。

图 3　2012~2016 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

2016 年全社会固定资产投资 596501 亿元，比上年增长 8.1%，扣除价格因素，实际增长 8.8%，固定资产投资仍保持较快增长。分产业看，第一产业投资 18838 亿元，比上年增长 21.1%；第二产业投资 231826 亿元，增长 3.5%；第三产业投资 345837 亿元，增长 10.9%。

2016 年，全国基础设施总投资 118878 亿元，较上年增长 17.4%，占全部固定资产投资（不含农户）的 19.9%。基础设施投资仍保持高位运行，但增速略有放缓。

2016 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，比上年名义增长 6.9%，其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

考虑到基础设施投资规模持续增长、房地产行业有所回暖等因素，建筑业仍面临良好的发展前景。

（2）建筑行业政策及竞争格局

企业资质

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

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者："五大"央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

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

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

原材料价格波动对成本影响大

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

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

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。2017 年 1~3 月，受煤炭价格止跌反弹影响，水泥价格整体继续推涨。截至 2017 年 3 月底，全国水泥价格指数 105.22，同比增长 33.71%。

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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017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2017年3月底，有37家全资和控股公司，是全国文明乡镇企业和国家高新技术企业，在全国工商联发布的2016年中国民营企业500强排行榜中名列313位。公司2016年名列中国民企制造业500强第189名，浙江省百强企业第77位

维生素D3（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50%左右。

建筑板块方面，公司现有房屋建筑施工总承包壹级资质，市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包叁级资质；公司拥有高、中、初级各类专业技术职称人员 500 余人(其中一级建造师 17 人，高级职称 13 人)，各技术工种和特殊工种全部实行持证上岗；公司通过了 ISO9001：2000 质量管理、ISO14001：2004 环境管理、GB/T28001：2001 职工健康安全管理三个体系的认证。

新材料方面，公司自 2015 年开始自主研发以难燃纸蜂窝芯板为芯材，不燃板材为面板，经过粘结、加压而成的复合墙板。该产品系国内首创，具有保温节能、重量轻、施工速度快、防火防水、隔音、抗震性高等多种优越功能。公司作为第二主编单位参与《建筑用纸蜂窝复合墙板国家行业标准》的编制，该标准于 2016 年 7 月已在国家工程建设标准化信息网挂网公示征求意见，目前征求意见阶段已基本结束并于 2016 年 12 月将征求到的相关意见反馈到住建部标准定额司做最后修改，有望于 2017 年下半年正式公布。该种新型建筑材料符合国家及各省市对于装配式建筑以及建筑工业化政策，其中，浙江省出台了提高装配式建筑覆盖面的大力度政策，要求政府投资工程全面应用装配式技术建设，保障性住房项目全部实施装配式建造。2017 年 1 月 1 日起，杭州、宁波、绍兴中心城区出让或划拨土地上的新建项目全部实施装配式建造，到 2020 年，实现装配式建筑占新建建筑比例达 30%。同时根据财政部、国税总局【2015】73 号《关于新型墙体材料增值税政策的通知》，对新型墙体材料实行增值税即征即退 50%的政策，将极大地促进该产品的应用和推广。后续更可借此实现公司内部新材料与建筑施工的业务联动，带动建筑施工的产业升级转型。

公司所拥有的红木家具市场是目前全球最大的专业红木家具批发市场，拥有花园红木家具市场一至五期市场群，在全国乃至全球确立了红木家具专业批发市场和红木产业集聚地的地位。截至 2017 年 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 138 人（其中博士 8 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 2　公司研发中心基本情况

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

资料来源：公司提供

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

2016～2017 年 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 7167.89 万元及 1551.97 万元。

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

4. 外部支持与税收优惠

2017 年 4 月 20 日，公司与东阳市南马镇花园村签署《关于整体合作开发建设浙江省东阳市南马镇花园村约定区域的框架协议》，协议显示，2017 年 3 月 15 日，东阳市市委、市政府研究决定，将花园村周边的 9 个自然村或行政村统一并入花园村，并入后新增农户 1643 户，村民 4577 人，区域面积 10294.85 亩（折合 6.86 平方公里）。花园村与公司签订整体合作开发约定区域的框架协议，主要包括：（1）土地整理投资；（2）基础设施建设与维护；（3）公共设施建设与维护；（4）产业发展服务；（5）其他与合作区域开发建设相关的工作。同时，协议中规定了协议项下花园村对公司的委托是排他性的。

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

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

目前，公司已形成以高科技产业为主导，传统产业和新兴产业相配套的多元化发展格局，构成公司营业收入的板块主要有：生物医药、建筑、铜业、贸易以及其他业务。2016 年公司实现营业收入 180.51 亿元，同比增长 16.97%，综合毛利率较 2015 年略有增长至 7.70%。分板块来看，市场商贸仍然为公司最大业务板块，2016 年实现收入 84.84 亿元，同比增长 18.51%，增长主要系内贸中金属矿产贸易规模增长所致，毛利率较 2015 年略有下降；公司建筑板块收入同比变化较小，维持在 42 亿元

左右，毛利率同比下降 1.34 个百分点；2016 年公司铜业板块快速增长，实现收入 35.19 亿元，毛利率增长至 3.75%，收入和毛利率增长主要系铜业二期项目宽幅铜板带投产和铜原材料贸易规模扩大所致；2016 年公司完成对维生素 D3 及其原材料羊毛脂生产线的技术改造，收入同比增长 35.08%，达到 4.12 亿元，毛利率增长 6.90 个百分点至 36.41%；公司其他业务 2016 年实现收入 13.44 亿元，同比增长 36.72%，主要来自于新材料、建材等销售增长。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 48.75 亿元，同比增长 51.35%，综合毛利率 7.67%。其中市场商贸板块实现营业收入 21.69 亿元，同比增长 50.42%，主要系浙江祥云科技股份有限公司（以下简称“祥云科技”）贸易规模增长以及红木家具市场其他服务收入增加所致；铜业实现收入 14.03 亿元，同比大幅增长 103.92%，主要系铜业二期试产后新产品宽幅板和宽幅带销售规模增长所致。毛利率方面，2017 年 1~3 月，公司综合毛利率较 2016 年变化不大，生物医药板块毛利率为 42.73%，较 2016 年增长 6.32 个百分点，主要系 25 羟基维生素 D3 与荷兰帝斯曼签署了 10 年的长期销售合同，实现稳定供货，该产品毛利率较高导致生物医药板块整体毛利率因此提升所致；建筑板块毛利率较 2016 年增长至 11.59%，主要系花园商业中心商品房销售所致。

表3　2014~2017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	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	4.37	3.33	33.43	3.05	1.98	29.51	4.12	2.28	36.41	1.10	2.26	42.73
建筑	35.44	27.07	10.71	42.19	27.34	9.91	42.92	23.78	8.57	9.49	19.47	11.59
市场商贸	60.67	46.33	8.61	71.59	46.39	5.13	84.84	47.00	4.74	21.69	44.49	4.43
铜业	22.96	17.53	2.97	27.66	17.92	2.71	35.19	19.49	3.75	14.03	28.78	3.56
其他	7.52	5.74	22.19	9.83	6.37	19.90	13.44	7.45	25.15	2.44	5.00	29.10
合计	**130.96**	**100.00**	**10.18**	**154.32**	**100.00**	**7.42**	**180.51**	**100.00**	**7.70**	**48.75**	**100.00**	**7.67**

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。

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

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

2017 年 1 月 23 日，花园高科鉴于首发募投项目年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3 项目效益已得到较好的体现，经花园高科与保荐机构协商，决定向中国证监会申请恢复花园高

科 2016 年度创业板非公开发行 A 股股票申请文件并于 2017 年 2 月 23 日，收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请恢复审查通知书》（162253 号），中国证监会决定恢复花园高科非公开发行股票申请审查。

花园高科本次非公开发行股票尚需中国证监会的核准，能否获得核准尚存在不确定性。联合资信将持续关注花园高科本次非公开发性股票相关事项。

（1）维生素 D3 系列产品

花园高科与下沙生物是专业从事医药中间体、化工产品（不含危险品和国家专项规定产品）及食品添加剂、饲料添加剂产品的研制、开发和生产的高新技术企业，其主导产品为维生素 D3 上下游系列产品，主要有：NF 级胆固醇、25-羟基维生素 D3、维生素 D3 等；此外，公司各生产环节的中间产品均可对外出售，包括 7-去氢胆固醇、腙、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。截至 2016 年底，花园高科资产总额 8.77 亿元，所有者权益 7.53 亿元；2016 年花园高科实现营业收入 3.29 亿元，利润总额 0.51 亿元。2016 年花园高科营业收入及利润总额同比分别增长 117.62%和 330.53%，主要系羊毛脂综合利用项目及 25-羟基维生素 D3 项目投产所致。

原材料采购

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

2015 年 12 月底，公司羊毛脂综合利用项目（技术改造升级）投产，年产 NF 级胆固醇 200 吨，其中 100 吨自用，剩余外销。NF 级胆固醇的原材料为羊毛脂，国内洗毛厂众多，货源充足，由公司招标采购。随着公司 NF 级胆固醇自行生产，公司利润对羊毛脂采购价格的敏感度不高，羊毛脂采购价格的上涨给公司业绩带来的影响不大。其余生产辅助材料为石油醚、甲醇、烧碱等化工用品，均由公司招标采购。

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

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

生产

公司目前在浙江东阳市、杭州市各有一个生产基地。出于技术保密考虑，维生素 D3 系列产品由两个基地分段生产。其中花园高科主要生产：NF 级胆固醇及其衍生品、25-羟基维生素 D3、食品医药级维生素 D3；子公司下沙生物主要生产 7-去氢胆固醇、饲料级维生素 D3 油、饲料级维生素 D3 粉。

公司拥有的 25-羟基维生素 D3 生产工艺是维生素 D3 产业链的高端产品，全球原仅荷兰帝斯曼掌握了该项工艺。公司 2006 年开始相并研究，2008 年申请了三项发明专利：分离 24-去氢胆固醇和胆固醇的方法、溶剂结晶纯化 3β-胆甾-5,24-二烯-3-醇的方法、固定床吸附纯化 3β-胆甾-5,24-二烯-3-醇的方法,与荷兰帝斯曼生产工艺相比，公司的工艺流程简单、成本低、收率高，公司利用 NF 级胆固醇副产品某甾体化合物作原材料，以公司独特的工艺技术可方便获取 25-羟基胆固醇，该项技术已达到了国际先进水平。2016 年公司生产 25-羟基维生素 D3 原 1062.5 公斤，折合 25-羟基维生素 D3 粉 58.31 吨，实现营业收入 4846 万元。

从生产能力看，截至 2017 年 3 月底，公司已形成年产 NF 级胆固醇 200 吨、饲料级 25-

羟基维生素粉 100 吨、饲料级 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 4　公司 VD_3 系列产品产能及售价情况

产品类别	产能（吨）	价格（万元）		
		2014 年	2015 年	2016 年
饲料级维生素 D_3 油	4000	71.29	50.48	62.90
饲料级维生素 D_3 粉	2000	93.37	64.51	63.65
食品医药级维生素 D_3	480	128.87	131.99	121.64
维生素 D_3 汇总	--	**91.43**	**66.26**	**65.95**

资料来源：公司提供

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

销售

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

公司 VD3 产品大部分用于出口，销售区域主要集中在欧美等地区；近三年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 66.21%、74.60%、76.67%和 85.44%。公司与法国安迪苏、德国巴斯夫、美国 RITA、荷兰帝斯曼 DSM、以色列 Lycored、荷兰 OROVIMI、荷兰 ORFFA 等一批有国际影响力的核心企业建立了稳定的业务关系。2016 年，公司前五名客户销售额度共计 1.99 亿元，占总额的 60.57%，客户集中度高。

表 5　公司 VD_3 产品销售分部区域与销售情况（单位：万元，%）

销售区域	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	5199.38	33.79	3813.10	25.40	7676.93	23.33	1256.91	14.56
国外	10189.52	66.21	11201.34	74.60	25232.44	76.67	7377.31	85.44
合计	**15388.90**	**100.00**	**15014.44**	**100.00**	**32909.37**	**100.00**	**8634.22**	**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 2016 年底，花园药业总资产为 15671 万元，负债总额 8086 万元；所有者权益 7585 万元；2016 年度实现营业收入 6711 万元，利润总额 826 万元。

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

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

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

了良好的研发、生产、质量管理、供销网络。

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

3. 建筑板块

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

公司通过树立“花园建设”的统一品牌，强化精品、服务创造价值的理念，明确了以“大市场、大业主、大项目”为主的目标市场策略，并形成了以花园建设为协调牵头，分、子公司等二级机构为主体的纵向市场营销体系，以及总承包型企业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 年着重协同办公信息化，后期将全面实行工程信息化管理。

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

截至 2017 年 3 月底，公司已签施工合同项目共计 108 个，合同总造价 179.30 亿元，总建筑面积 994 万平方米，项目储备较为充足。

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

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

（1）进出口贸易及内贸

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、有色金属等商品为主；从进口地区看，日本、韩国、台湾智利和非洲是公司主要进口区域。2016 年，公司进口合计金额 18.19 亿元，占贸易收入总额的 21.38%。

表 6 公司主要进口业务情况（单位：万元）

进口商品	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-3 月
偏光片扩散片	24372	15379	14125	3167
化工产品	24874	13578	11485	2401
木材	53791	54243	40339	11192
金属矿产	59930	161600	113052	13803
塑胶地板	2182	1612	2002	401
大麦	--	140	929	588
合计	**175149**	**246552**	**181932**	**31552**

资料来源：公司提供

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。2016 年公司出口额合计 0.29 亿元，占贸易收入总额的 0.34%。

公司内贸业务的大宗商品主要为木材、化工产品（二甘醇、乙二醇、苯乙烯、聚乙烯、DOP）和金属矿产等。2016 年，公司内贸收入为 66.55 亿元，占贸易收入总额比重的 78.24%。其中，电解镍和电解铜大幅增长主要系公司近年因市场波动较大，为规避风险而主要从事套利贸易所致。

表 7 公司主要内贸业务情况（单位：万元）

内贸商品	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-3 月
木材	68885.00	75487.00	86290.00	21883.00
化工产品	41770.00	39358.00	29766.00	9878.00
金属矿产	253266.00	313124.48	549204.54	146332.24
棉花	5295.00	--	--	--
其他	16420.00	15718.52	233.00	--
合计	**385636.00**	**443688.00**	**665493.54**	**178093.24**

资料来源：公司提供

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

（2）红木家具市场

花园红木家具市场是专业从事红木家具市场的建设开发、管理、租赁招商、运营等业务为一体的综合性公司，是目前全球最大的专业红木家具展示批发市场，拥有花园红木家具市场一至五期市场群。为促进红木家具市场健康快速发展，截至 2016 年底，公司与浙江省机器换人产业联盟、浙江省智慧企业管理有限公司达成 30 亿元产业基金战略合作。第一期合作协议已达成，由浙江省机器换人产业联盟引入北京银行、浙商银行等金融机构，以不高于年化利率 6.5%投入首批资金 3 亿元，每家红木家具经营厂商不高于 500 万元贷款用于设备改造及红木原材料采购，公司为资金投放提供客户遴选、资产保全和资产处置服务，并收取综合服务费。以此支持周边红木产业链的健康发展并带动公司的综合金融服务业务。

截至 2017 年 3 月底，公司拥有市场经营面积 306120.98 平方米、商铺 1432 个、入驻红木品牌经营户 1800 余户，商铺出租率高达约

100%。2016 年，花园红木实现营业收入 2.27 亿元，由于公允价值变动，利润总额 21.33 亿元（剔除评估增值后利润总额为 1.13 亿元）；2017 年 1~3 月，实现收入 0.65 亿元，利润总额 0.25 亿元。

总体看，跟踪期内，贸易板块仍然是公司主要收入来源，贸易毛利率持续下滑；红木家具市场是公司贸易板块主要利润来源。

5. 铜业板块

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

原材料采购

公司铜业生产原材料以电解铜为主，辅以部分废铜，采购情况及采购方式如下：

表 8　公司铜业主要原材料采购情况

主要原材料			采购量（吨）				采购价格（元/吨）			
名称	15 年占成本比重（%）	16 年占成本比重（%）	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
电解铜	91.68	87.60	39527	60963	105728	31942.80	49030	40750	38435	47748
废铜	1.42	2.30	2622	9792	2952	657.60	44955	39028	36468	46819
合计	**93.10**	**89.90**	**42149**	**70755**	**108680**	**32600.40**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

原材料采购方面，2016 年公司共采购电解铜 105728 吨，同比增长 73.43%；2016 年电解铜采购价格 36468 元/吨，同比下降 5.68%。

电解铜是通过上海、宁波等地的贸易商参照当月沪铜期货价，按上海现货价升贴水实时采购，避免了直接进口引起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，2016 年前 5 大原材料供应商采购合计 24.57 亿元（不含税），占比 68.92%。

生产销售

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

花园铜业目前建设的年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带生产线（铜业二期项目）被列入浙江省《2012 年重点建设项目名单》。该项目是近年来中国有色金属加工行业起点最高、投资最大、幅面最宽的铜板带加工项目，被列入 2014 年度国家火炬计划项目、浙江省重大工业化项目。2016 年 9 月底项目主体厂房已建造完毕，厂房面积达 33454 平方米，第一条生产线（产能 3 万吨）已于 2015 年 8 月进行安装，2016 年 2 月部分设备进入调试阶段，2016 年 5 月全线贯通并于第四季度进行试产。项目厂房及基建、公辅设施按 10 万吨产能建造。2016 年生产 0.23 万吨，2017 年 1~3 月生产 0.26 万吨。

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

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

表 9　公司主要铜业产品的产能和产销量情况（单位：吨)

主要产品	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量	产能	产/销量
铜锭	25000	25940	40000	38587	38000	27126	10000	8250
铜排	7000	5266	8000	6526	8000	7606	2000	1818
铜板	4500	3816	6000	5004	5000	5173	1200	1096
铜棒	4000	1950	4000	3174	6000	5966	1500	1340
铜带	3200	2780	3200	1818	3200	2837	800	680
宽幅板	--	--	--	--	2000	1615	1000	889
宽幅带	--	--	--	--	1000	732	2000	1682
合计	**43700**	**39752**	**61200**	**55109**	**63200**	**51056**	**18500**	**15755**

资料来源：公司提供

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

销售价格方面，2016 年铜板、铜带、铜排、铜棒和铜锭价格均较 2015 年有所下降，降幅分别为 9.56%、7.92%、7.78%、4.69%和 2.51%。2016 年新产品宽幅板和宽幅带附加值较高，售价均高于公司传统铜加工产品。

表 10　近年公司产品销售价格情况（单位：元/吨）

产品	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
铜板	55016	46850	42369	51150
铜带	55693	46873	43159	51025
铜排	54328	44758	41275	50300
铜棒	52658	43865	41806	49755
铜锭	48267	40950	39923	48835
宽幅板	--	--	46284	53252
宽幅带	--	--	45279	53280

凭借生产规模优势以及稳定、可靠的品质，公司产品自 2010 年开始广泛应用于电力、机械制造、交通等各行业，产品销量不断增长，其中 2016 年，受贸易商品规模的增加，公司铜业板块销售收入同比增长 27.25%，达到 35.19 亿元（贸易商品收入 16.95 亿元）。2017 年 1~3 月，公司铜业板块实现收入 14.03 亿元（贸易商品收入 7.28 亿元）。

表 11　近年公司产品销售收入情况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
铜排	27024.15	24965.02	26833.78	7815.85
铜棒	11048.40	11899.79	18484.62	5698.44
铜板	20994.63	20037.38	21605.91	4791.49
铜带	15485.29	7283.34	10466.79	2965.56
铜锭	120014.23	135054.50	92560.59	34434.92
转口商品	33937.00	16639.26	3101.50	--
贸易商品	--	58884.23	169528.20	72841.71
宽幅板	--	--	6388.85	4046.24
宽幅带	--	--	2832.86	7659.57
其他	1071.60	1788.87	119.17	1.70
合计	**229575.30**	**276552.39**	**351922.27**	**140255.48**

资料来源：公司提供

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

6. 其他业务板块

公司其他业务板块包括新材料、旅游休闲、食品和教育等。2016 年，该板块收入 13.44 亿元，同比增长 36.72%；2017 年 1~3 月，该板块收入为 2.44 亿元，同比增长 18.45%。

新材料

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

公司主营产品包括包装纸箱、纸板和新型复合墙体板两大类。其中，包装纸箱、纸板主要为公司传统包装产品，适用于大型五金件、装备、食品、药品、家电、红木家具等；新型复合墙体板采用纸蜂窝设计和高分子蜂窝设计，可应用于学校、医院、高层建筑、办公室等公共建筑及民用建筑。2016 年 4 月至今，公司作为第二主编单位参与制定的《建筑用纸蜂窝复合墙板》国家建筑工业行业标准预计将于 2017 年下半年下发，该项国家标准的下发将为复合蜂窝墙体材料的市场推广奠定坚实的行业基础。

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

教育

学校架构设置及运营方面，公司在教育产业投资上独创性地进行了架构设计，进行分级投资，其中出资 5000 万元与浙江师范大学合作成立浙江师范大学附属东阳外国语学校，由公司出资、浙江师范大学负责在全国范围内选招优秀的师资团队并提供持续的师资培训和管理输出，办理国有划拨土地手续、修建教学楼等基本设施；出于提供特需教育、制定激励方案、稳定师资及打造优质后勤管理、餐饮及住宿保障、国内外学术交流及新型教育模式试点等综合考虑，公司于 2016 年 3 月 28 日另行成立东阳市花园教育产业投资管理有限公司，注册资金人民币 1 亿元整，经营范围为教育产业投资管理，由其投资建设学校配套之宿舍楼、高级教师公寓、食堂、综合楼、体育馆、游泳馆及科技馆等高品质配套建筑物，并供浙江师范大学附属东阳花园外国语学校使用，纳入其统一管理，学校独家许可其按照校方的规范和标准，作为特需教育、后勤服务提供商及教育产业供应链服务商独家依据市场标准向学校输出有偿服务，获得收益。

浙江师范大学附属东阳花园外国语学校规划建设总用地面积为 339.06 亩，总建筑面积 155869 平方米，总投资 6.80 亿元（其中自筹 2.80 亿元），截至 2017 年 3 月底，已完成投资 4.37 亿元， 36 个单体建筑已经全部建成，室内装修工作已完成 80%，附属景观、道路建设完成 50%。学校包含幼儿园、小学、初中、普高和职高，设计规模 110 个班，其中幼儿园 20 班，小学 36 班，初中 18 班，普高 6 个班，中职 32 个班。学校采用“小班化、寄宿制、双语教学”的办学形式，设国际班（从幼儿园至高中）和国内双语班（从幼儿园至高中）。幼儿园及小学初步计划于 2017 年秋季开学，目前处于

招生阶段。

2017 年 4 月，东阳市人民政府与浙江师范大学签定了共建浙江师范大学附属东阳花园外国语学校合作协议。东阳市委、市政府按照合作办学协议精神，在政策优惠、人员编制等各个方面予以支持。

7. 经营效率

2016 年期间，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数基本与 2015 年持平，三项指标分别为 16.12 次、6.07 次和 1.12 次。总体来看，公司经营效率尚可。

8. 项目建设与未来发展

项目建设

目前，公司在建工程项目主要有年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目、年产 4000 吨环保灭鼠剂项目、超纯羊毛脂项目以及浙江师范大学附属东阳花园外国语学校，项目总投资 15.55 亿元，截至 2017 年 3 月底，已完成投资 10.71 亿元，未来还需投入 4.84 亿元。

表 12 截至 2017 年 3 月底，公司主要投资项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资(自筹/融资)	已投资金额	计划投资额		开工时间	预计竣工时间	工程进度
			2017 年	2018 年			
年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目	67000（27000/40000）	59701.13	5000.00	2298.87	2012	2020.12	年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目第一条生产线已试生产，后续酌情逐步增加设备，最终达到 10 万吨产能。
年产 4000 吨杀鼠剂制剂项目	18119.57（7400/10719.57）	1640.93	6000.00	10478.64	2015.7	2017.12	10%
超纯羊毛脂项目	2350（2350/0）	1989.41	360.59	--	2015.1	2017.12	86%
浙江师范大学附属花园外国语学校	68000（28000/40000）	43725.57	24274.73	--	2016.3	2017.12	36 个单体建筑已经全部建成，室内装修工作已完成 80%，附属景观、道路建设完成 50%
合计	**155469.57（64750/90719.57）**	**107057.04**	**35635.32**	**12777.51**	--	--	--

资料来源：公司提供

公司未来拟建项目主要包括（饲料）核心预混料项目、花园红木产业国际物流中心和年产 60 吨心脑健片原料提取生产线技改（无土地整改），计划总投资 13.92 亿元（其中，自筹资金 6.09 亿元，融资 7.83 亿元）。预计 2017、2018 年分别投入 0.65 亿元和 4.29 亿元。

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

未来发展

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

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

九、重大事项

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

表 13 花园红木家具市场近三年价值评估

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

资料来源：公司提供

公司的投资性房地产主要是花园红木家具市场、农贸城等。根据第三方中介机构浙江普阳资产评估有限公司针对花园红木家具市场出具的评估报告，花园红木家具市场的评估价值为 574795.58 万元，较 2015 年末增加 201974.44 万元，同比增长 54.17%。受此影响，截至 2016 年底公司的投资性房地产科目大幅增长。同时，由于花园红木家具市场的评估增值，公司 2016 年度损益表中的公允价值变动损益（评估增值部分）增加 201974.44 万元，扣除税收等因素，对公司 2016 年度净利润影响为增加 151480.83 万元。

十、财务分析

公司提供的 2016 年度财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年一季度的财务数据未经审计。

除辽宁花园建设有限公司于 2016 年 12 月 28 日注销，本报告期内未发生其他合并范围的减少。2016 年公司新设 3 家子公司并纳入本期合并范围，分别是东阳市花园民间资本管理股份有限公司（期末资产 10031.84 万）东阳市花园教育产业投资管理有限公司（期末资产 8990.32 万），东阳市花园假日酒店有限公司（期末资产 47.11），其中，东阳市花园教育产业投资管理有限公司本期实现利润 1990.32 万，其余两家公司对整体财务状况影响微弱。

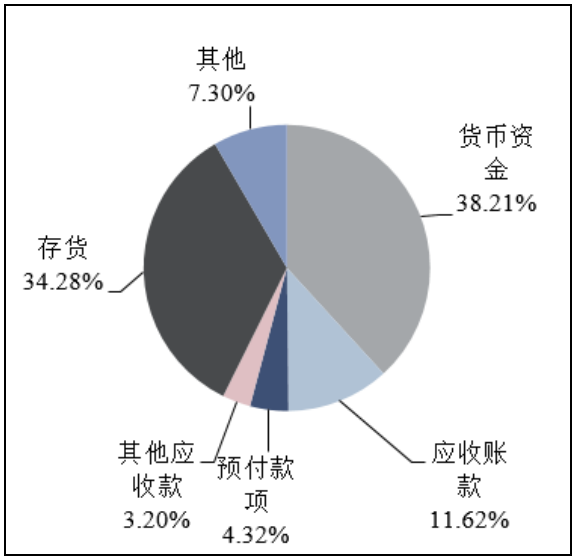
截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 183.50 亿元，所有者权益合计 84.14 亿元（其中少数股东权益 7.38 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 180.51 亿元，利润总额 27.92 亿元（包含公允价值变动损益 20.2 亿）。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 191.96 亿元，所有者权益合计 85.84 亿元（其中少数股东权益 7.51 亿元）；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 48.75 亿元，利润总额 2.16 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 183.50 亿元，同比增长 31.55%。其中，流动资产合计 91.11 亿元，占 49.65%，占比由于非流动资产的大幅增长而降至 50%以下。

图 4　2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司流动资产合计 91.11 亿元，同比增长 20.65%。货币资金 34.81 亿元，同比增长 39.64%，3 个月以上的受限货币资金 14.02 亿元。货币资金增长主要是本期经营活动与筹资活动金流入所致。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 10.59 亿元，同比稍有下降。公司共计提坏账准备 0.27 亿元，计提比例为 0.03%。其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 10.64 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 97.25%，账龄短。截至 2016 年底，公司应收账款前五名合计欠款 1.91 亿元，占应收账款总额的 17.57%，公司应收账款集中度较低，坏账风险低。

截至 2016 年底，公司其他应收款净值 2.91 亿元，同比下降 44.45%，本期减少主要是子公司建设集团对项目经理的代支款进行了清理。其中，账龄在 1 年以内（含一年）占比 62.84%，1-2 年占比 20.31%，2 年以上占比 16.85%。截至 2016 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.09 亿元。

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

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 92.39 亿元，同比增长 44.42%，以投资性房地产（占 65.08%）和固定资产（占 18.91%）为主。

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

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 17.47 亿元，与 2015 年基本持平，各项固定资产账面价值无明显变动。

截至 2016 年底，公司在建工程合计 9.13 亿元，同比增长 134.15%，主要为花园铜业二期厂房工程、教育公司-花园外国语学校的建设。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 191.96 亿元，较 2016 年底增长 4.61%。资产构成中，公司流动资产占比为 51.31%，基本保持稳定。

整体看，跟踪期内，公司货币资金及存货规模随着业务规模扩大而持续增长，但货币资金中受限部分较多；红木家具市场评估增值带来非流动资产大幅增加；公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 84.14 亿元(其中少数股东权益为 7.38 亿元)，同

比增长 37.85%，主要来自未分配利润的增长，其中未分配利润 49.69 亿元，同比增长 70.57%。截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 85.84 亿元(其中少数股东权益为 7.51 亿元)，结构较 2016 年底变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 85.84 亿元，资产结构较 2016 年底变化较小。

截至 2016 年底，公司负债合计 99.36 亿元，同比增长 26.66%。流动负债 75.32 亿元，占比 75.81%，同比增长 15.97%，以短期借款（16.02 亿元）、应付票据（14.29 亿元）、应付账款（10.15 亿元）、其他流动负债（26 亿元）为主，还包括年末余额变动较大的应交税费 1.21 亿元。

截至 2016 年底，短期借款较 2015 年底增加 5.38 亿元，增幅为 50.56%，主要是本期营运占用资金增加导致对外融资增加。截至目前，公司无到期未偿还短期借款。

截至 2016 年底，公司应付票据余额 14.29 亿元，比去年略有减少，上一年度 0.60 亿商业承兑汇票已兑付。

截至 2016 年底，公司应付账款 10.15 亿元，较 2015 年增长 17.55%，包括材料款 8.80 亿元、设备款 0.15 亿元、工程款 1.19 亿元和劳务分包款 0.02 亿元。

截至 2016 年底，公司其他流动负债余额 26.00 亿元，2016 年期间新发行债券共计 34 亿元，到期偿还债券 31 亿元，相较 2015 年净增加 3 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 24.04 亿元，同比增长 78.07%。其中，长期借款 1.20 亿元（占 4.99%），应付债券 12.00 亿元（占 49.92%）和递延所得税负债 10.80 亿元（占 44.93%）。公司应付债券新增 5 亿元，系公司 2016 年发行“16 花园 MTN001”。递延所得税负债增长 101.96%，主要由于公允价值增加导致提取所得税负债增加。

截至 2017 年 3 月底，公司负债负债总额 106.12 亿元，较 2016 年底增长 6.80%，增长主要来自于非流动负债中的长期借款，主要系公司为调整负债结构进行了花园高科股权质押（分三次质押共 68770740 股）借款。

截至 2016 年底，公司全部债务总额为 69.51 亿元，同比增长 21.51%，包括短期债务 56.31 亿元与长期债务 13.20 亿元。公司近三年债务规模持续上涨，主要因公司随着业务规模扩大，对营运资金需求增长，发行中期票据、短期融资券所致。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务达到 78.36 亿元，债务规模较 2016 年增长较快，其中，短期债务增至 55.80 亿元，长期债务增至 22.56 亿元。

从债务指标看，截至 2016 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 54.15%、45.24%和 13.56%；截至 2017 年 3 月底，上述三项指标分别为 55.28%、47.72%和 20.81%。

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，债务规模快速增长，短期债务压力较大。

3. 盈利能力

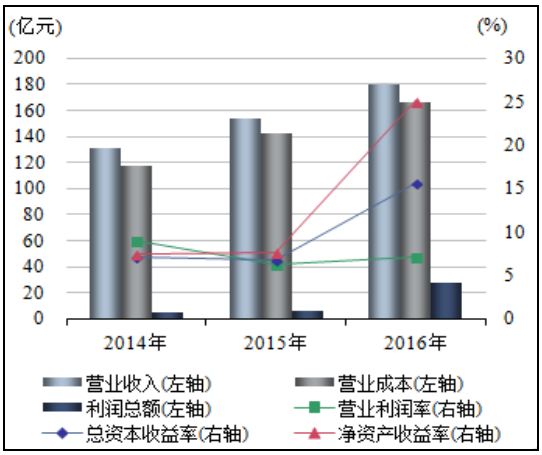
2016 年，公司实现营业收入 180.51 亿元，同比增长 16.97%，主要由贸易收入（占 46.85%）、工业品销售（占 24.18%）和工程收入（占 23.79%）构成。铜业板块和贸易板块对营业收入增加的贡献较大。综合来看，营业收入呈现平稳较快的增长趋势；公司销售经营规模的扩大导致公司各项成本和开支增加，2016 年，公司营业成本 166.61 亿元，同比增长 16.62%。

2016 年，公司期间费用为 6.22 亿元，占营业收入比重的 3.45%，同比 2015 年略有下降，公司期间费用控制情况较好。

2016 年，公司利润总额 27.92 亿元，同比大幅增加，主要由于公司生物医药、建筑、铜业等各板块业务业绩增长以及本年投资性房地产按公允价值计量产生的价值变动收益达到 20.20 亿元，2016 年，剔除公允价值变动收益后公司利润总额为 7.72 亿元。

盈利指标方面，2016 年公司营业利润率为 7.20%，较上年有所回升，排除公允价值变动外，主要是公司各业务板块盈利水平增长、土地收储补偿与税费减少使得净利润增长。2016 年，公司总资本收益率为 15.66%，净资产收益率分别为 25.13%。

图 5　2014～2016 年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 48.75 亿元，同比增长 51.35%；利润总额 2.16 亿元，同比增长 164.50%。公司营业利润率为 7.32%，较 2016 年底增长 0.12 个百分点。

总体看，跟踪期内公司销售和利润规模不断扩大，盈利能力较稳定；因持有目的变化，2016 年红木家具市场评估增值导致跟踪期内利润大幅增长，未来商铺销售有望提升公司的综合盈利水平。

4．现金流及保障

从经营活动来看，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 198.46 亿元，同比增长 22.34%，主要由于公司营业收入规模的扩张；经营活动现金流入与流出分别为 202.36 亿元和 194.52 亿元，增幅分别为 22.29%和 20.45%；经营活动产生的现金流量净额为 7.85 亿元，同比增长 96.63%。从收入实现质量看，2016 年，公司现金收入比为 109.95%，较以前年度变化不大，收入实现质量较为平稳。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入为 11.75 亿元，同比增长 49.16%，主要为收回投资所收到的现金；投资活动现金流出为 29.55 亿元，同比增幅达到 120.16%，主要由于新设立三家子公司投入资金量较大。对比经营活动与投资活动的现金流情况，公司投资规模较大，生产经营活动不能满足投资所需资金，有一定的对外融资需求。

从筹资活动来看，2016 年公司筹资活动现金流入 69.56 亿元，主要包括取得借款（29.74 亿元）与发行债券（39 亿元）收到的现金，相比去年 80.74 亿元（其中：取得借款 80.13 亿元）有较为明显的下降；现金流出 58.78 亿主要用于偿还债务，流出数额同比下降 22.53%。综合来看，公司筹资活动产生的现金流量净额持续增长，2016 年为 10.78 亿元。

2017 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 0.90 亿元、-3.69 亿元和 8.26 亿元，现金收入比为 122.67%。

总体来看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，收入实现维持稳定。未来随着公司在建、拟建项目和土地开发投资增加，公司仍将存外部融资需求。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 120.97%和 79.50%。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 135.44%和 91.26%，略有下降。整体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 持续增长，2016 年达到 31.98 亿元；EBITDA 利息倍数为 11.10 倍，较 2015 年增加 7.85 倍；全部债务/EBITDA 倍数为 2.17 倍。综合考虑债务规模变动及投资性房地产公允价值对净利润的影响，公司 EBITDA 对长期债务的偿还能力较强。

截至 2016 年底，公司对外担保余额为 0.30

亿元人民币，或有负债小，被担保单位为浙江海纳建设集团有限公司。截至 2016 年底，浙江海纳建设集团有限公司资产总额 5.64 亿元，所有者权益 3.22 亿元，2016 年实现营业收入 14.03 亿元，利润总额 0.34 亿元，目前正常经营。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 76.76 亿元，尚未使用的额度为 32.65 亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司花园高科为创业板上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（企业信用代码为：G10330103001496809），截至 2017 年 6 月 1 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较强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2017 年 3 月底，公司存续期内短期融资券“17 花园 CP001”，债券余额 5 亿元；中期票据“15 花园 MTN001”和“16 花园 MTN001”，债券余额分别为 7 亿元和 5 亿元。

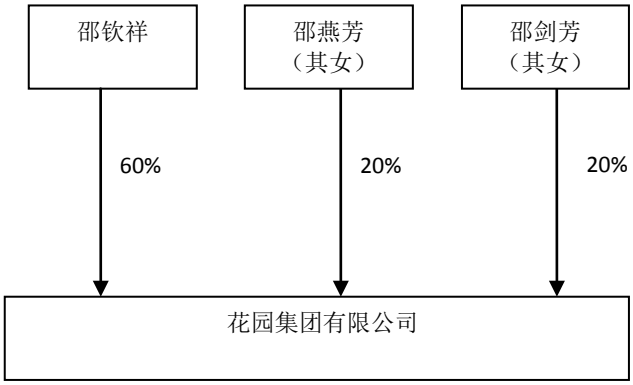
截至 2017 年 3 月底，现金类资产（扣除受限货币资金后）为“17 花园 CP001”余额 5.93 倍，保障程度高。

“15 花园 MTN001”于 2018 年 9 月到期偿还，“16 花园 MTN001”于 2019 年 8 月到期，余额共计 12 亿元。2016 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为中期票据总额的 2.67 倍、16.86 倍和 0.65 倍，保障程度高。

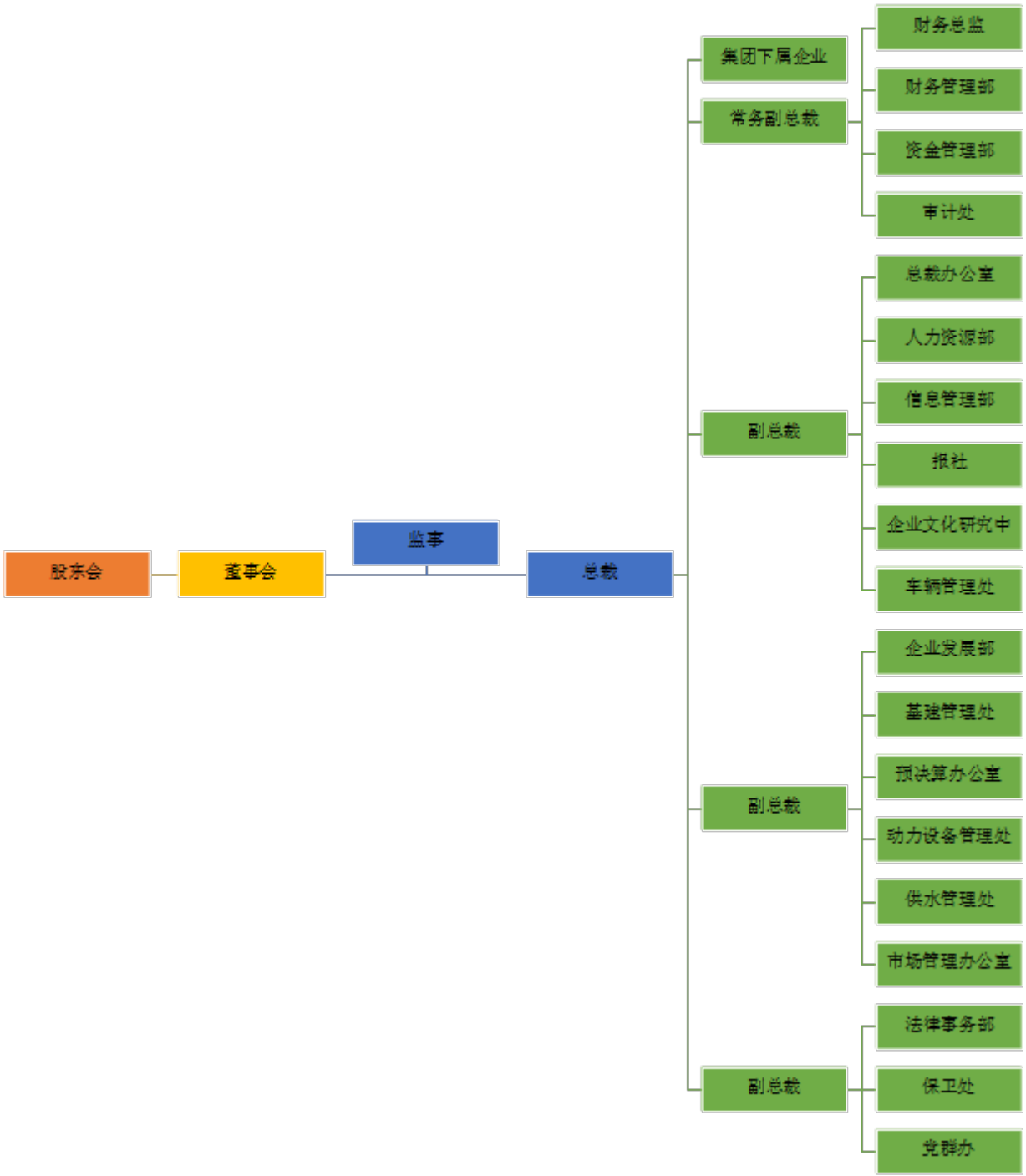
十二、结论

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定，将“15 花园 MTN001”和“16 花园 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA^+，并维持“17 花园 CP001”A-1 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　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.89	19.97	21.91	29.65
资产总额(亿元)	115.93	139.48	183.50	191.96
所有者权益(亿元)	56.24	61.04	84.14	85.84
短期债务(亿元)	36.28	49.11	56.31	55.80
长期债务(亿元)	4.50	8.10	13.20	22.56
全部债务(亿元)	40.78	57.21	69.51	78.36
营业收入(亿元)	130.96	154.32	180.51	48.75
利润总额(亿元)	5.31	6.27	27.92	2.16
EBITDA(亿元)	8.93	10.56	31.98	--
经营性净现金流(亿元)	5.71	3.99	7.85	0.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.16	17.53	16.12	--
存货周转次数(次)	6.91	6.62	6.07	--
总资产周转次数(次)	1.28	1.21	1.12	--
现金收入比(%)	109.92	105.12	109.95	122.67
营业利润率(%)	9.01	6.32	7.20	7.32
总资本收益率(%)	7.20	6.84	15.66	--
净资产收益率(%)	7.52	7.66	25.13	--
长期债务资本化比率(%)	7.41	11.72	13.56	20.81
全部债务资本化比率(%)	42.03	48.38	45.24	47.72
资产负债率(%)	51.49	56.24	54.15	55.28
流动比率(%)	121.70	116.27	120.97	135.44
速动比率(%)	83.01	79.84	79.50	91.26
经营现金流动负债比(%)	11.33	6.14	10.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.24	3.09	11.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.57	5.42	2.17	--

注：公司 2017 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　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息