

信用等级公告

联合[2016] 1312 号

联合资信评估有限公司通过对花园集团有限公司及其拟发行的
2016 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

花园集团有限公司
主体长期信用等级为

AA

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年七月二十八日



花园集团有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 补充营运资金和偿还银行贷款

评级时间: 2016 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
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
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	--
EBITDA/本期中期票 据额度(倍)	1.87	1.79	2.11	--

注: 公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

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 D₃ 生产供应商, 具备原材料供应稳定、研发技术领先、市场占有率高等方面的综合优势。同时, 联合资信也关注到公司主要原料及维生素 D₃ 产品价格波动大、建筑行业竞争激烈等因素给公司经营发展带来的不利影响。

近年来公司通过跨行业发展, 已形成了以生物医药、建筑、市场商贸和铜加工业为主的多元化经营格局。伴随中国居民人均收入不断提高以及医疗消费的升级, 医药产品实际消费增速加快, 人们更加重视疾病预防与保健需求, 维生素类生物医药的市场前景良好; 长期来看, 受益于城镇化建设进程加快、保障房与新农村建设等因素, 公司建筑业务发展良好, 有助于支撑公司的信用水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 公司是全球最大的维生素 D₃ 生产供应商, 原材料供应稳定, 品牌知名度与市场占有率高, 在产品价格上具有一定定价权。
2. 近年来公司进行业务多元化发展, 资产与收入规模持续增长, 整体抗风险能力不断提升。
3. 公司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。
4. 公司 EBITDA 和经营活动产生的现金流入

量对本期中期票据保障能力较强。

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. 受铜加工业务和市场商贸业务不景气影响，公司营业利润率有所下降。
3. 公司铜、镍贸易套利业务增长快，存在一定风险。
4. 公司子公司较多且涉及不同行业，对公司管控能力要求较高。
5. 近年来，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、花园集团有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）是由邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司委员会共同投资组建的有限责任公司，于1995年1月16日在杭州市工商行政管理局登记注册，公司注册资本为5970.80万元人民币。经过多次股权转让与增资，2003年公司股东会决议同意股权变更，股东由原来的邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司工会委员会变更为邵钦祥、邵燕芳（邵钦祥之女）、邵燕青（邵钦祥之女）。2012年5月14日，公司由“花园工贸集团有限公司”更名为“花园集团有限公司”。2014年4月10日，公司原股东邵燕青将所持有的20%股权以现金1:1的比例转让给邵剑芳（邵钦祥之女）。截至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。

二、本期中期票据概况

公司于2015年注册总额度为20亿元的中期票据，并于2015年发行第一期额度为7亿元的中期票据。本期计划发行2016年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）5亿元，期限为3年。本期中期票据按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集的资金5亿元用于补充营运资金和偿还银行贷款。

本期中期票据无担保。

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（PIRM）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，化学药品原料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
化学药品原料药制造	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35
化学药品制剂制造	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64
中药饮片加工	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04
中成药制造	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	10.30
兽用药品制造	802.52	80.21	10.00	938.21	90.33	9.63	1067.38	99.05	9.28
生物、生化制品制造	1775.43	230.13	12.96	2381.36	282.41	11.86	2749.77	321.84	11.70
卫生材料及医药用品制造	1122.44	114.77	10.22	1398.22	142.18	10.17	1662.32	152.39	9.17

资料来源：国家统计局

维生素 D₃ 子行业

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

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

可少的一种脂溶性维生素，不能直接发挥作用，必须在生物体内转化为最终活性物质 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。

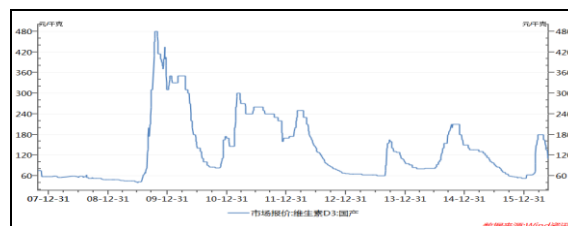
目前居住在城市里、高纬度或多阴雨天气地区的人缺钙较为严重，对这类人群，维生素D₃已不再是保健品，而是必须药品，是他们用于强壮身体和身心健康的必要手段。此外老年人普遍存在骨质疏松问题，主要是体内维生素D₃缺乏，即使食用再多的含钙食品和药品都不能为人体有效吸收，必须每天添加一定剂量的维生素D₃。目前维生素行业仍属中国的朝阳产业，发展前景广阔。

从上游来看，维生素D₃生产主要原材料为胆固醇，主要依靠国外进口，而生产胆固醇的主要原材料羊毛脂约占生产成本的80%。羊毛脂是一种附属于羊毛上的脂肪状动物脂酯，是由羊的皮脂腺中分泌出来的一种天然物质，主要从洗涤羊毛的废液中提取，该物质经精加工后，作为重要的化工原料，被广泛应用于医药、化妆品、纺织、皮革等行业。2006年以来，羊毛脂价格呈现上升趋势，2007年其价格为14.45元/公斤，2011年底价格为26.67元/公斤，2012年底价格升至39.92元/公斤，2013年回落至31.99元/公斤，之后价格继续下降，2014年为18.59元/公斤，价格波动剧烈对生产商成本压力较大，对行业内中小型企业生产经营产生一定负面影响。

从下游来看，2010年以前，VD₃价格曾处于较高位置，由于高利润吸引了较多竞争者进入，价格开始大幅下滑，不少企业选择退出市场。2010年上半年有一波价格反弹，下半年至2012年底价格呈下滑趋势。VD₃价格于2012年底到达月60元/kg的低点。2013年8月后，VD₃价格大幅提升，最高升至约180元/kg。VD₃价格反弹的原因主要包括：由于产品价格持续低迷，包括台州海盛、厦门金达威等部分行业重要参与者停产或技改；下游饲料行业的快速复苏使终端库存减少，增加了生产企业的定价权。2013年9月后，VD₃价格继续下行，2014年波动较大，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，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VD₃价格情况（单位：元/kg）



资料来源：Wind 资讯

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

产业政策

中国作为维生素生产大国，维生素行业长期以来都是国家支持的重点之一，在国家发改委发布的《生物产业发展“十一五”规划》中，将“维生素、生物饲料添加剂、高效安全的食品添加剂”列为“十一五”发展的主要任务和重点；在国家发改委、科技部、商务部、国家知识产权局联合发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007年度）》中，将“维生素的绿色生产技术”列为高技术产业化重点领域；此外，在国家发改委发布的《医药行业“十一五”发展指导意见》中，把“巩固和提升我国传统化学原料药和普药生产的优势”以及“开发特色原料药”作为医药行业“十一五”期间的主要任务。目前，出口方面，维生素D₃享受国家17%的出口退税，享有税收上的优惠。

中国科技部2011年11月28日发布《“十二五”生物发展规划》，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. 建筑行业

(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

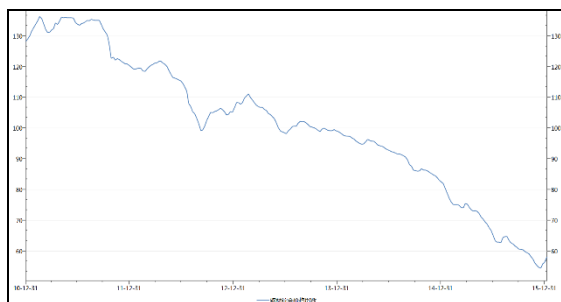
行业竞争加剧挤压利润空间

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

(一) 国际贸易

(1) 国际贸易趋势

中国对外贸易增速放缓趋稳

近年来，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，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、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。

2014年全球经济尚未表现出迅速回暖的迹象，发达经济体的经济增长明显分化，美国经济的复苏逐渐巩固，欧洲的复苏乏力，日本已经连续两个季度是负增长。主要新兴市场国家经济增速也在进一步放缓。中国主要贸易伙伴的经济表现多不尽人意，无法支撑中国外贸进出口继续保持高速增长。2014年，中国进出口总值达到4.30万亿美元，扣除汇率因素同比增长3.46%，增速较2013年回落4.14个百分点；其中出口2.34万亿美元，同比增长6.05%；进口1.96万亿美元，同比增长0.53%；贸易顺差3824.58亿美元，同比扩大47.24%。

2015年，国际经济总体复苏乏力，导致全球贸易进入深度调整期，WTO公布数据显示，按美元计价，2015年前10个月，全球出口值下降幅度超过11%，是自2009年全球金融危机后再次出现下降。全球外贸环境的调整抑制了我国出口增长；同时，全球大宗商品价格大幅下跌，使得我国大宗商品进口平均价格连续下跌，加上我国经济发展进入新常态，大宗商品进口量也放缓，2015年我国进口值下降；此外，加上价格下降、要素成本持续快速上升等

因素叠加，我国外贸形式复杂。2015年全国进出口总值3.96万亿美元，同比下降8%。其中，出口2.28万亿美元，同比下降2.8%；进口1.68万亿美元，同比下降14.1%；贸易顺差5945.04亿美元，扩大55.4%。

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%。2015年，中国一般贸易出口1.22万亿美元，同比增长1.2%。占同期外贸出口53.5%；加工贸易出口0.80万亿美元，同比下降9.8%，占同期外贸出口的35%；按人民币计价，当年我国一般贸易进出口值13.29万亿元，同比下降6.5%，占进出口总值的54%，所占比重较上年提升0.3个百分点，其中出口增长2.2%。

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优化

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。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%。

2015年，欧盟、美国和东盟仍为我国前三大贸易伙伴，双边贸易值分别为3.51万亿、3.47万亿和2.93万亿元。同期我国对东盟、印度等新兴市场贸易相对表现较好，对东盟双边贸易值略降0.6%，对印度增长2.5%，表现均好于进出口总体情况。同时，我国与欧盟、日本双边贸易有所下降，分别下降7.2%和9.9%。

出口商品结构优化，部分大宗商品进口量增加

2015年，我国出口机电产品8.15万亿元，增长1.2%，占出口总值的57.7%，较上年提升1.7个百分点，但增速减缓；钢材出口11241万吨，首次突破一亿，再创历史新高。同期，纺织品、服装、箱包、鞋类、玩具、家具、塑料制品等7大类劳动密集型产品出口总值2.93万亿元，下降1.7%，占出口总值的20.7%。其中，玩具、家具、箱包、塑料制品出口保持增长。

2015年，我国部分大宗商品进口量保持增加。其中，进口铁矿砂9.53亿吨，增长2.2%；原油3.34亿吨，增长8.8%。同期，我国进口价格总体下跌1%，跌幅明显小于同期进口价格总体下跌幅度。海关总署测算，2015年我国贸易价格条件指数为112.1，表明我国出口一定数量的商品可以多换回12.1%的进口商品，意味着我国贸易价格条件明显改善，对外贸易效益有所提升。

总体来看，我国外贸发展出现一些新变化，贸易方式更加合理、出口商品结构优化；同时外贸也面临着严峻的环境，在外需低迷、内需放缓情况下，我国对外贸易进出口额双下降，加工贸易进出口也有所下降。联合资信将持续关注国际需求放缓、国内成本上升以及大宗商品价格大幅下跌对我国外贸的影响；此外，人民币贬值趋势明显，对进口贸易形成一定影响。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）政策环境

2011～2014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，保证了中国外贸较快发展。

2015年5月12日，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，我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治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、营造法治化国际化的营商环境、完善政策体系。

2015年，国家继续加大简政放权力度，在进一步落实已经出台的外贸稳增长、扩大进口等措施的基础上，陆续推出“一带一路”战略，挂牌三大新的自由贸易试验区，并出台加快培育外贸竞争新优势、中国制造2025、推进国际产能和装备制造合作、促进跨境电子商务快速健康发展等一批有针对性的重大改革措施，这些都将成为未来我国外贸发展的政策红利；但就目前来看，短时间内，政策效果相对时滞，对外贸环境的改善效果有限。

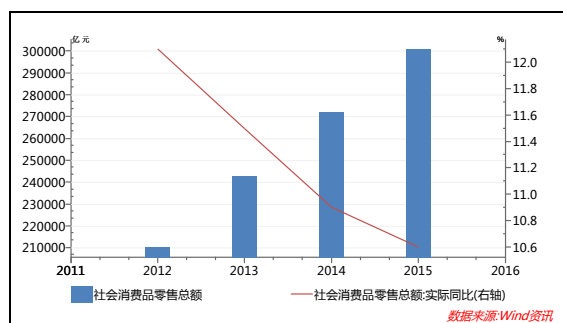
此外，跨太平洋伙伴关系协定（Trans-Pacific Partnership Agreement）于2015年10月取得实质突破，美国、日本与其他十个太平洋国家达成一致，并于2016年2月4日签署TPP协议，对18000种类别商品降低或减免关税。这对未加入TPP的中国外贸环境形成一定冲击，对未进行国际布局的中国贸易企业形成挑战。

综上所述，国内政策扶持效应短时间内效果不明显，外部政策环境对中国外贸有一定冲击。中国外贸形势受到挑战。

（二）国内贸易

2011年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据，2013年全年中国社会消费品零售总额 234380 亿元，比上年增长 13.1%，扣除价格因素，实际增长 11.5%，增速同比下降 0.6 个百分点。2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年我国社会消费品零售总额 300931 亿元，同比名义增长 10.7%（扣除价格因素实际增长 10.6%）。其中，限额以上单位消费品零售额 142558 亿元，增长 7.8%。

图 4 社会消费品零售总额及增长率情况
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国消费市场较低的起点，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

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 OU KOSHER、清真食品认证 HALAL、职业健康安全管理体系 OHSAS18001。公司通过实施有效的成本控制管理，在保证产品质量的同时，降低产品成本，提高了市场竞争力。经过近 10 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 职工健康安全管理体系三个体系的认证。

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 3 公司研发中心基本情况

公司名称	研发中心名称	级别	人数
浙江花园生物高科股份有限公司	花园高科维生素 D ₃ 系列产品科技研发中心	省级	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

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》以及《公

公司章程》等法律、法规及规范性文件的要求，建立了由公司股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经营管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。公司的权力机构是股东大会，公司的管理实行董事会领导下的总经理负责制。公司设董事会成员 3 人，对股东会负责，公司董事由非职工代表担任，经股东会选举产生，其中设董事长一人。公司设监事会，设监事一人，由非职工代表担任，经股东会选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。

公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，但所有权和经营权未实现完全分离。

2. 管理水平

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

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

财务管理方面，公司从资金筹集与管理、现金管理、存货管理、资产管理、利润核算管理、费用开支管理、财务报表及其他相关管理七个方面制定了细致严格的财务管理制度，

规范了公司及其下属企业的财务管理，充分发挥了财务工作在加强企业管理、提高经济效益上的作用。其中资金筹集与管理规定了公司及下属企业资金由公司集中调剂，公司各下属企业在原开户行开设基本结算账户，同时在公司资金管理部开设资金二级账户，用于资金进出和结算。公司根据实际情况和供销季节变化对下属企业各自核定银行存款限额，各下属企业超限部分统一转入资金二级账户，由公司资金管理部集中管理、调剂。公司在现金管理方面，严格了库存现金和收支的制度，明确了各级限额和审批权限，有效强化了公司对现金的管理。公司制定了的存货管理制度明确了存货管理职责、存货管理要求和存货账务处理。在资产管理方面，公司从固定资产管理、固定资产计提折旧、固定资产添置、固定资产重估、无形资产管理和摊销、递延资产管理等方面做出了具体规定。另外，公司还制定具体利润核算、费用开支的管理办法。在财务报表及相关管理部分，公司制定了以公司财务管理部及各企业主办会计为考核对象、以公司审计处处长及各企业主办会计为考核负责人的财务工作考核和奖惩制度，明确了内部财务管理办法、相关部门的工作职责。

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

采购管理方面，公司为规范采购管理工作，明确供应链管理体系与采购管理流程，规定在

供货和采购原辅材料、设备的履行过程中，一律采用统一印制的合同文本及送货单。对 3 万以上的机器设备、大宗零部件采购及安装，应由招（投）标领导小组统一安排通过招（投）标采购，原则上应向生产厂家、批发公司（商店、站）进货。在未验收合格之前，不得付清全部货款，暂欠款不得低于货款总额的 20%。

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

融资及资金管理方面，公司为了加强对融资业务的控制，降低融资成本，有效防范资金管理风险，专门制定了融资管理制度。集团对下属各级公司采取严格的控制，对外融资统一由集团资金部、财务部统筹，并成立专门团队负责与金融机构对接，结合下属各家公司的实际生产经营情况设计融资结构与品种，并由集团统一汇总后与银行达成整体授信合作。在授信到位后，集团按照原先各下属公司上报的资金需求，严格遵照银行相关规定进行资金的投放。拟上市公司花园生物高科则独立进行融资安排。

下属企业管理方面，公司对下属企业实行资产经营责任制。对集团直属的、有经济责任的处室实行相应的考核责任制。但不论何种责任制，资产所有权归集团公司，经营权属于承包者。经营者对所经营的资产应保值或增值。

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

育等方面的奖赔做出了规范。

整体而言，公司目前建立了较为完善的内部控制及管理制度，但公司作为家族式企业，股权及管理高度集中，对公司管理的科学和民主性具有一定影响。同时由于公司子公司较多且涉及不同行业，公司对下属企业的管控能力有待进一步提高。

七、经营分析

1. 经营现状

目前，公司已形成以高科技产业为主导，传统产业和新兴产业相配套的多元化发展格局，构成公司营业收入的板块主要有：生物医药、建筑、铜业、贸易以及其他业务。近三年，公司营业收入规模保持较快增长，年复合增长率 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4 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、胺、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 5 2015 年公司前 5 大供应商情况

单位名称	金额 (万元)	占总额比 (%)
供应商 A	1714.39	21.57
供应商 B	503.88	6.34
供应商 C	464.44	5.84
供应商 D	425.03	5.35
供应商 E	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 VD₃ 油剂 4000 吨、饲料级 VD₃ 粉剂 2000 吨、食品级 VD₃ 粉 480 吨、食品医药级维生素 D₃ 结晶 4000 万 I.U/g 为 10 吨的产能规模。

表 6 公司 VD₃ 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 D₃ 油剂、饲料级维生素 D₃ 粉和食品医药级维生素 D₃ 的总产销量均有所波动，其中，

饲料级维生素 D₃ 油剂和食品医药级维生素 D₃ 呈现波动递减趋势；饲料级维生素 D₃ 呈现波动增长的趋势。

表 7 公司 VD₃ 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 8 公司 VD₃ 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血管健片，该产品为花园药业独家剂型产品，国家中药保护品种，功能主治为醒神健脑，化浊降脂。对心血管伴高纤维蛋白原症及动脉粥样硬化，肿瘤放疗、化疗所致的白细胞减少症有防治作用。随着中国人口老龄

化时代的到来，心血管疾病呈逐年上升趋势，该产品销售收入呈稳定增长态势。截至 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度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，以及总承包型企业与专业化公司相互配合的横向营销体系。2015 年面对全行业低迷的市场现状，公司对运营模式进行较大幅度的调整：组建财务清算及遗留问题处理两个小组，对全部原有 16 家分公司进行逐一清算，重点处理客户以及项目部的应收款清算催收；对项目部将资金管理和工程款的收付工作通过 ERP 系统统一由花园建设掌控，对每一个项目均由公司安排统计、工程两个人员进行管理。所有材料均由统计员登记入库，并对工程管理通过高清摄像头进行远程监控，实时掌握项目现场施工情况。对分公司财务进行统一集中化信息化管理，计划分三步完成，2015 年已实现财务信息化，2016 年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 9 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·雅唐府邸	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
河南腾辉湾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

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

总体看，公司建筑板块资质较为齐全，已签施工合同项目量较为充足。

4. 市场商贸板块

公司市场商贸板块的经营主体主要为公司本部、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部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 10 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 11 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 12 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	129018.00	68885.00	75487.00	14432.00
化工产品	55918.00	41770.00	39358.00	8861.00
金属矿产	101095.00	253266.00	313124.48	73715.00
棉花	6823.00	5295.00		
其他	2430.00	16420.00	15718.52	
合计	295284.00	385636.00	443688.00	97008.00

资料来源：公司提供

结算方式

从结算方式看，公司国际贸易业务结算货币统一为美元。除少部分木材进口采用后 T/T 汇款外，其绝大部分进口均采用远期信用证结算的方式，期限自 90 天至 180 天不等，其中以 3 个月居多。

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，缓冲外部环境变化对公司进出口贸易的影响，公司近三年贸易规模保持了增长。

（2）红木家具市场

花园红木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 304162.00 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员，组建了铜合金技术研究开发中心，研发市场上急需的“高、精、尖”产品，大大提高了产品的技术含量和附加值，产品产量和质量得到了大幅提

升。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 13 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 14 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 15 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，该板块盈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 16 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、特色小镇发展的推进契机，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，实现科学研究、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、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2014 年度财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；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，2013 年公司新纳入 2 家子公司，并有 1 家子公司不再纳入合并范围；2014 年公司新纳入 12 家子公司，并有 1 家子公司不再纳入合并范围；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。

公司在 2014 年审计报告中进行了重要会计政策变更，其中公司根据《企业会计准则第 30 号-财务报表列报》，在资产负债表中所有者

权益类增加“其他综合收益”科目，核算未在当期损益中确认的各项利得和损失；同时在利润表中，将其他综合收益项目划分为两类：①以后会计期间不能重分类进损益的其他综合收益项目；②以后会计期间在满足特定条件时将重分类进损益的其他综合收益项目。公司根据上述会计政策变更将 2014 年期初资本公积中包含子公司东阳市红木家具开发有限公司的投资性房地产转换日公允价值变动额调整至其他综合收益，更正金额为 8.53 亿元。

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。

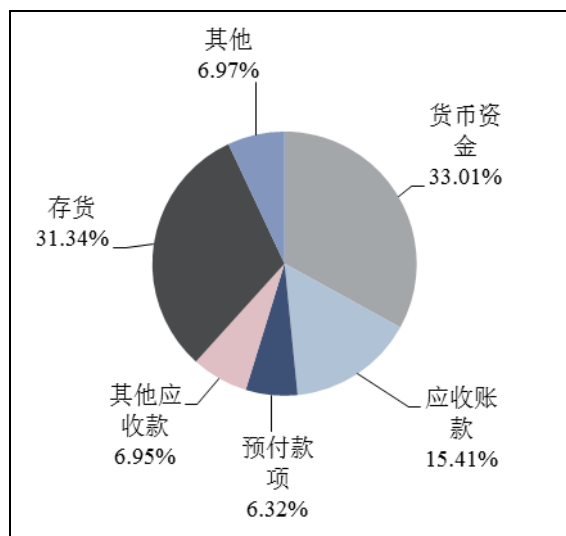
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额保持稳定增长态势，年复合增长 25.85%。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。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产呈较快增长态势，年复合增长 25.74%。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。

图 5 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金年复合增长 31.39%。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。

2013~2015 年，公司应收账款年复合增长 17.55%。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 年以上的占 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。

2013~2015 年，公司预付账款年复合增长 5.22%。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%。

2013~2015 年，公司其他应收款年复合增长 14.59%。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。

2013~2015 年，公司存货年复合增长 27.60%。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。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产呈快速增长态势，年均快速增长 25.99%。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。

2013~2015 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 29.73%。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%。

2013~2015 年，公司固定资产年复合增长率为 25.96%。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）。

2013~2015 年，公司在建工程年复合增长 20.00%。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。

2013~2015 年，公司无形资产年均增长 12.30%。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。

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

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益呈较快增长态势，年复合增长 15.01%。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。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2013~2015 年，随着公司经营规模的扩大，公司的负债规模增长速度也较快，年复合增长 36.79%。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。

2013~2015 年，公司流动负债年复合增长 39.66%。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。

2013~2015 年，公司短期借款持续减少，年均复合下降 17.56%。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。

2013~2015 年，公司应付票据年复合增长 206.51%。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。

2013~2015 年，公司应付账款大幅增长，年均复合增长 111.27%。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）。

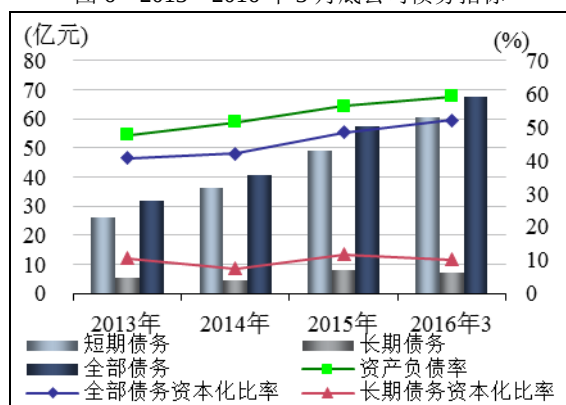
2013~2015 年，公司非流动负债年均复合增长 24.08%。截至 2015 年底，公司非流动负债 13.50 亿元，其中，长期借款 1.10 亿元（占 8.15%），应付债券 7 亿元（占 51.84%）和递延所得税负债 5.35 亿元（占 39.59%）。截至 2015 年底，公司应付债券 7 亿元，主要系公司 2015 年发行“15 花园 MTN001”所致。

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。

2013~2015 年,公司全部有息债务年复合增长 34.29%。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%)。

图 6 2013~2016 年 3 月底公司债务指标



资料来源:公司审计报告

2013~2015 年,公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势,长期债务资本化比率波动上升。截至 2015 年底,三项指标分别为 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,公司负债以流动负债为主,债务结构以短期债务为主,负债结构有待改善。公司债务规模持续快速增长,债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2013~2015 年,公司营业收入保持较快增长,年复合增长 15.77%。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%。

2013~2015 年,公司的期间费用年复合增长 12.53%,2015 年为 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。

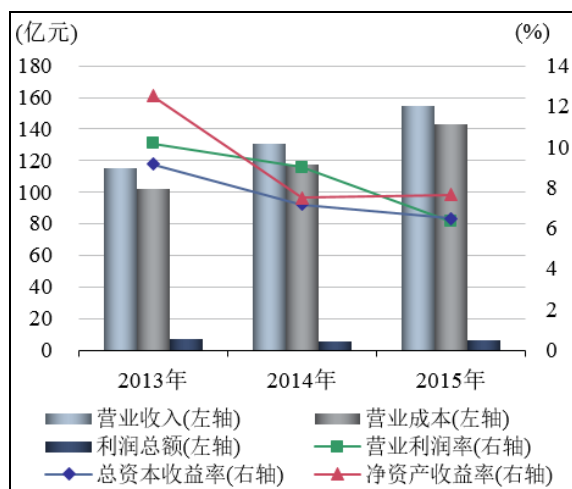
2013~2015 年,公司分别实现公允价值变动收益 0.34 亿元、0.27 亿元和 3.02 亿元,系以公允价值计量的投资性房地产变化。根据浙江普阳资产评估有限公司出具的浙普评报[2015]061 号评估报告,截止 2015 年 12 月 31 日,红木家具城一至五期投资性房地产租赁建筑面积 344492.51 平方米,平均单价 10822.33 元,评估价值 3728211365.68 元;2014 年末平均单价 9946.63 元,评估价值 3426539795.30 元,2015 年末较 2014 年末评估增值 301671570.38 元,增值率 8.80%。2015 年度较 2014 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,2013~2015 年,公司营业利润率为呈下降趋势,2015 年为 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。2013~2015 年，公司总资本收益率均呈下降态势，2015 年 6.82%，同比下降 0.38 个百分点；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 7 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。

5. 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，呈波动下降趋势。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。

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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司拟发行本期中期票据额度为 5 亿元，

为 2016 年 3 月底公司全部债务的 7.42%，对公司现有债务规模影响较大。

截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 59.11%、10.12% 和 51.99%。以 2016 年 3 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别为 60.41%、53.77% 和 16.17%，公司债务负担将有所加重。考虑到公司本期中期票据募集资金中全部用于偿还银行贷款，公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2013~2015 年，公司的经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 26.01 倍、29.18 倍和 33.10 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 0.21 倍、1.14 倍和 0.80 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较好。

2013~2015 年，公司的 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 1.87 倍、1.79 倍和 2.11 倍，对本期中期票据覆盖程度良好。

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

十、结论

公司作为全球最大的维生素 D₃ 生产供应商，原材料供应稳定，研发技术领先、市场占有率高，拥有一定定价权等综合优势；建筑板块资质较为齐全，已签施工合同项目量较为充足；公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司于 2014 年 10 月 9 日在创业板上市，公司所有者权益有所提升。

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

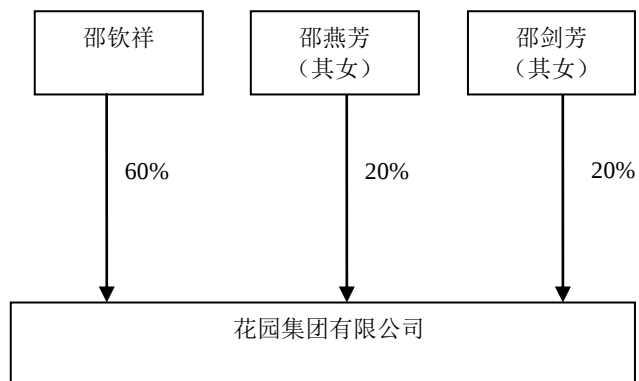
所下滑。

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

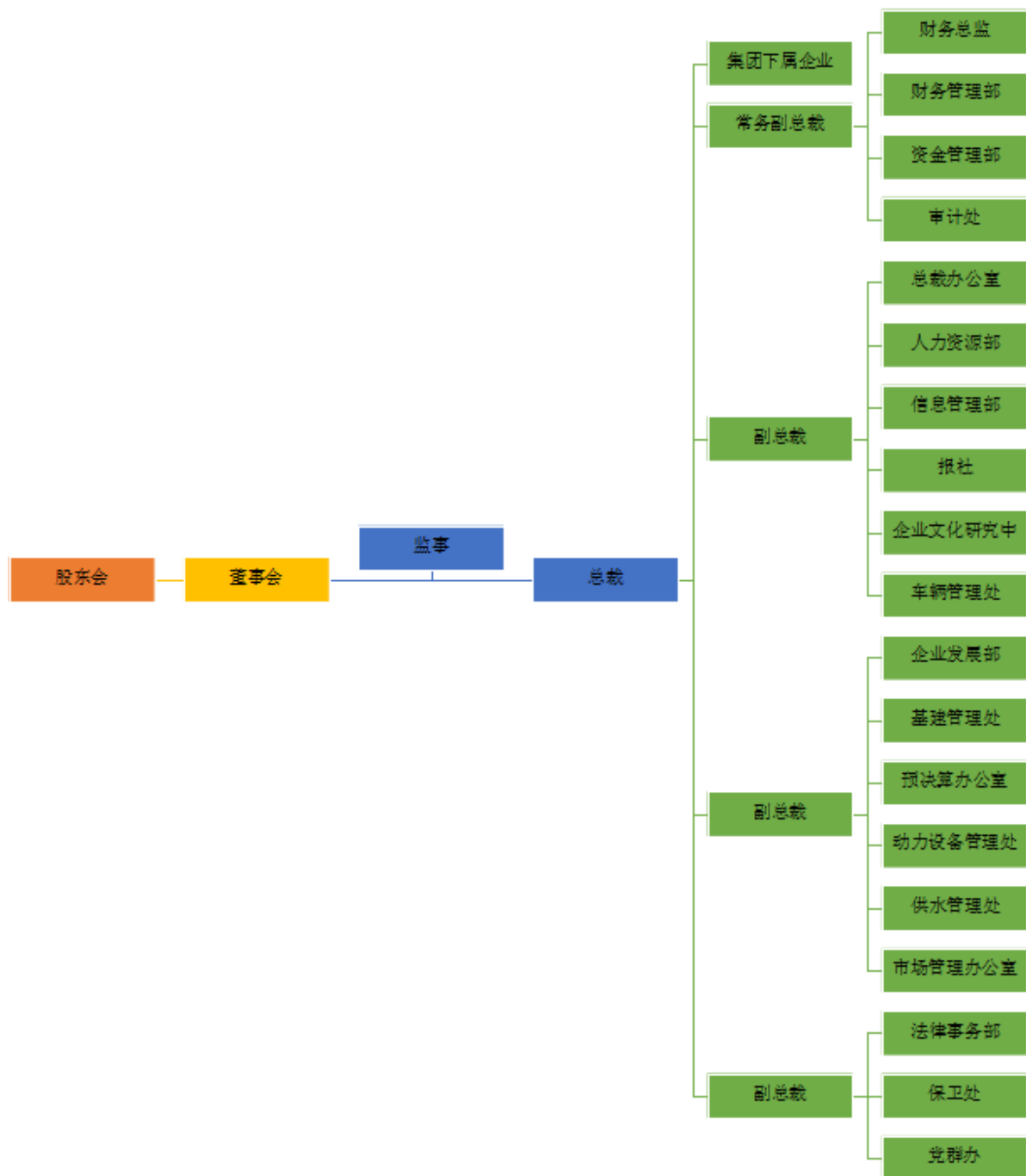
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较好，整体偿债能力适宜。

综合分析，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.40	21.95	19.97	34.00
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	6.82	--
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	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	26.01	29.18	33.10	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.21	1.14	0.80	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.87	1.79	2.11	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 1-4 专用技术词语释义

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

附件 2 有关计算指标的计算公式(新准则)

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 花园集团有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

花园集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。花园集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，花园集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注花园集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现花园集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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

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

联合资信评估有限公司
二零一六年七月二十八日

