

信用等级公告

联合〔2019〕1109号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持花园集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“16 花园 MTN001”和“17 花园 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年五月二十九日



花园集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA⁺

上次主体长期信用等级: AA⁺

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 花园 MTN001	5 亿元	2019/08/04	AA ⁺	AA ⁺
17 花园 MTN001	8 亿元	2020/08/18	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 5 月 29 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.91	30.74	19.05	21.05
资产总额(亿元)	183.50	209.39	219.08	232.25
所有者权益(亿元)	84.14	100.50	109.46	112.37
短期债务(亿元)	56.31	50.63	62.04	65.30
长期债务(亿元)	13.20	27.72	15.21	25.54
全部债务(亿元)	69.51	78.35	77.25	90.84
营业收入(亿元)	180.51	234.59	267.42	73.28
利润总额(亿元)	27.92	10.22	11.80	3.43
EBITDA(亿元)	31.98	14.98	17.06	--
经营性净现金流(亿元)	7.85	4.20	7.83	0.93
营业利润率(%)	7.20	7.28	7.02	7.53
净资产收益率(%)	25.13	7.59	8.25	--
资产负债率(%)	54.15	52.01	50.04	51.62
全部债务资本化比率(%)	45.24	43.81	41.38	44.70
流动比率(%)	120.97	147.40	122.37	137.22
经营现金流动负债比(%)	10.42	6.14	9.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.17	5.23	4.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.02	4.55	5.18	--

注: 2019 年一季度财务数据未经审计; 其他流动负债和其他应付款中的有息债务已计入短期债务; 长期应付款中有息债务已计入长期债务; 现金类资产已剔除受限部分

分析师

谭心远 刘祎烜

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”)是一家以生物医药、建筑、市场商贸和铜加工业为主的多元化经营企业。跟踪期内, 下属上市公司花园生物非公开发行股票募集资金 4.07 亿元, 公司资本实力有所增强。公司作为全球最大的维生素 D₃ 生产供应商, 上下游布局基本完成, 具备一定产业链优势, 市场占有率高。公司拥有全球最大的专业红木家具市场, 保持较为显著的行业集群效应和竞争优势, 租金收入(出租率 100%)为公司带来稳定收益; 铜加工业方面, 2017 年公司铜业二期项目第一条生产线正式投产, 产品结构优化带动铜业产业规模得到提升。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盈利能力弱、建筑行业竞争激烈、债务规模持续增长和未来投资需求较大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

未来, 随着公司铜业二期项目进一步建设完工并释放产能, 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业绩增长点。

综合考虑, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, “16 花园 MTN001”和“17 花园 MTN001”的信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全球最大的维生素 D₃ 生产供应商, 约占全球供给量的 40% 以上, 具有较大的产品定价权。跟踪期内, 公司完成生产技术升级改造, 25-羟基维生素 D₃ 的投产将进一步提高公司竞争力和盈利水平。
2. 公司拥有全球最大的专业红木家具展示批发市场, 行业集群和竞争优势较为显著; 目前, 公司已完成 2019 年度租金收取工作,

商铺出租率达 100%。

3. 公司建筑业务资质齐全，且在手合同量充足；公司已与花园村签订新并入 9 个村的合作开发框架协议，目前开发建设有序推进。
4. 子公司浙江花园铜业有限公司年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带生产线首期正式投产，宽幅铜产品附加值较高，产品结构优化提升了铜业板块利润空间。
5. 跟踪期内，公司收入规模在贸易业务增长的带动下快速增长，主业经营性利润稳步提升。

关注

1. 原材料价格波动及劳动力成本攀升等因素对公司经营造成一定不利影响。建筑业竞争激烈，整体盈利水平有所下滑，受房地产市场波动影响较大。
2. 公司贸易业务盈利能力较弱，且受人民币汇率波动影响，面临一定汇兑风险。
3. 跟踪期内，公司债务持续增长，且短期债务占比高，短期偿债压力大；公司在建项目规模较大，对外融资需求较大，未来收益存在不确定性。
4. 公司权益中未分配利润和以投资性房地产公允价值变动为主的其他综合收益占比较高，稳定性一般。
5. 公司受限资产规模较大，截至 2019 年 3 月底，公司合计受限资产 61.67 亿元，其中货币资金 6.30 亿元，固定资产 4.82 亿元，无形资产 1.28 亿元（全部为土地使用权），投资性房地产 46.53 亿元。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于花园集团有限公司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工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，初始注册资本为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2019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（持股60%）、邵燕芳（持股20%）、邵剑芳（持股20%）三位自然人，其中邵钦祥为公司实际控制人。

公司经营范围：批发、零售：建筑材料、红木、红木家具、服装、电子产品（除地面卫星接收设备、无线电发射设备及电子出版物）、医药中间体（除危险化学品、监控化学品、易制毒化学品外）、防盗产品、包装材料、装饰材料（除危险品）、机电设备；服务：建筑装潢（凭资质证书经营）；货物进出口、技术进出口；电子产品、医药中间体的研发，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。房地产开发，建筑工程施工，木材经

营加工，饮用水供应；养老产业的投资及管理（未经金融等行业监管部门批准不得从事吸收存款、融资担保、代客理财、向社会公众集（融）资等金融业务）。（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2019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2018年底，公司直接持股的全资或控股子公司44家，其中公司3级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”，证券简称“花园生物”）。截至2019年3月底，公司间接持股172999527股，占股份总数的36.10%；累计质押125870000股，占所持股份总数的72.76%，占总股份的26.26%。

截至2018年底，公司（合并）资产总额219.08亿元，所有者权益合计109.46亿元（其中少数股东权益13.54亿元）；2018年，公司实现营业收入267.42亿元，利润总额11.80亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额232.25亿元，所有者权益合计112.37亿元（其中少数股东权益14.44亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入73.28亿元，利润总额3.43亿元。

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2019年3月底，公司存续期债券包括中期票据“16花园MTIN001”和“17花园MTN001”，募集资金已全部按其用途使用完毕，跟踪期内付息情况良好。

表 1 公司存续期内债券情况 (单位: 亿元)

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 花园 MTN001	5.00	5.00	2016/8/4	2019/8/4
17 花园 MTN001	8.00	8.00	2017/8/18	2020/8/18

资料来源: 联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

2018 年, 随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧, 以及地缘政治紧张带来的不利影响, 全球经济增长动力有所减弱, 复苏进程整体有所放缓, 区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下, 中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年, 中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策, 经济运行仍保持在合理区间, 经济结构继续优化, 质量效益稳步提升。2018 年, 中国国内生产总值 (GDP) 90.0 万亿元, 同比实际增长 6.6%, 较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点, 实现了 6.5% 左右的预期目标, 增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间, 经济运行的稳定性和韧性明显增强; 西部地区经济增速持续引领全国, 区域经济发展有所分化; 物价水平温和上涨, 居民消费价格指数 (CPI) 涨幅总体稳定, 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 与工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 涨幅均有回落; 就业形势总体良好; 固定资产投资增速略有回落, 居民消费平稳较快增长, 进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行, 为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年, 中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元, 收入同比增幅 (6.2%) 低于支出同比增幅 (8.7%), 财政赤字 3.8 万亿元, 较 2017 年同期 (3.1 万亿元) 继续增加。财政收入保持平稳较快增长, 财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强; 继续通过大规模减税降费减轻企业负担, 支持实体经济发展; 推动地方政府债券发行, 加强债务风险防范; 进一步规

范 PPP 模式发展, PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度, 保持市场流动性合理充裕。2018 年, 央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏, 加强前瞻性预调微调, 市场利率呈小幅波动下行走势; M1、M2 增速有所回落; 社会融资规模增速继续下降, 其中, 人民币贷款仍是主要融资方式, 且占全部社会融资规模增量的比重 (81.4%) 较 2017 年明显增加; 人民币汇率有所回落, 外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落, 但整体保持平稳增长, 产业结构继续改善。2018 年, 中国农业生产形势较为稳定; 工业生产运行总体平稳, 在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下, 工业新动能发展显著加快, 工业企业利润保持较快增长; 服务业保持较快增长, 新动能发展壮大, 第三产业对 GDP 增长的贡献率 (59.7%) 较 2017 年 (59.6%) 略有上升, 仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年, 全国固定资产投资 (不含农户) 63.6 万亿元, 同比增长 5.9%, 增速较 2017 年下降 1.3 个百分点, 主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中, 民间投资 (39.4 万亿元) 同比增长 8.7%, 增速较 2017 年 (6.0%) 有所增加, 主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施, 并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式, 使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看, 全国房地产开发投资 12.0 万亿元, 同比增长 9.5%, 增速较 2017 年 (7.0%) 加快 2.5 个百分点, 全年呈现平稳走势; 受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响, 全国基础设施建设投资 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 14.5 万亿元, 同比增长 3.8%, 增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点; 制造业投资增速

(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018年,全国社会消费品零售总额38.10万亿元,同比增长9.0%,增速较2017年回落1.2个百分点,扣除价格因素实际增长6.9%。2018年,全国居民人均可支配收入28228元,同比名义增长8.7%,扣除价格因素实际增长6.5%,增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓,贸易顺差持续收窄。2018年,国际环境错综复杂,金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年,中国货物贸易进出口总值30.5万亿元,同比增加9.7%,增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元,同比增速分别为7.1%和12.9%,较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元,较2017年有所减少。从贸易方式来看,2018年,一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(57.8%)较2017年提高1.4个百分点。从国别来看,2018年,中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元,同比增长13.3%,中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年,国际贸易保护主义抬头、

欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下,中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化市场化改革、扩大高水平开放,继续打好三大攻坚战,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作,推动经济高质量发展,2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看,固定资产投资增速或逐步企稳,但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下,积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制,加上城投企业转型对基建投资的拖累效应,基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响;在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下,制造业投资将保持较快增长;在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下,房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,中国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长。外贸方面,受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响,外部需求或将持续弱化,出口增长受到制约;受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响,进口增速或将继续回落。总体来看,考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落,预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

1. 医药工业现状

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。2015-2017年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入24264.7亿元，同比增长12.4%；其中主营业务收入23986.3亿元，同比增长12.6%；实现利润总额3094.2亿元，同比增长9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

（1）维生素D₃子行业

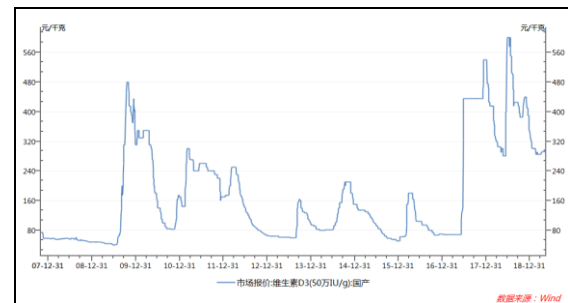
维生素D₃（以下简称“VD₃”或“维生素D₃”）属于维生素类较小的品种，是人与动物生长、发育、繁殖、维持生命和保持健康必不可少的一种脂溶性维生素。维生素D₃又名胆骨化醇、胆钙化醇，具有促进钙磷吸收和骨骼生长的作用，用于钙、磷代谢的激素前体，与阳光有密切关系，所以维生素D₃又被称为“阳光维生素”。目前全球维生素D₃的年需求量约为10000吨，其中饲料级年需求占比约70%左右，余下为食品级、医药级。饲料级需求为首。

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。

随着供给端市场竞争环境的震荡，维生素D₃价格波动大。2017年以来，维生素D₃价格呈持续上涨态势，由2012年初70元/千克几番跳涨至540元/千克，于2018年中期达到高点后持续下降，截至2019年4月底市场报价为292元/千克。

图1 近年来维生素D₃市场价格走势



资料来源：Wind 资讯

（2）行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

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，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，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。

一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，随着带量采购落地，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》

已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，预计随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

（3）未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，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。

2. 铜业行业

(1) 精炼铜

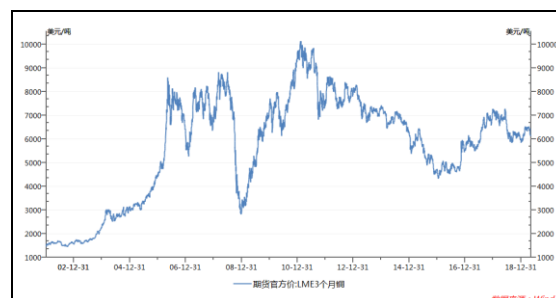
全球精炼铜供需方面，近十年来以亚洲为主的新兴市场快速发展，铜矿的精炼产能迅速扩张，精炼铜的产量和消费量增长趋势明显。根据 ICSG 数据，2009-2018 年，全球精炼铜的产能持续增长，由 2341.90 万吨增至 2768.80 万吨；精炼铜产量（原生+再生）由 2009 年的 1824.80 万吨增至 2018 年的 2402 万吨；全球铜消费主要集中于亚洲，其中中国消费量最大，占比约 50%。随着中国经济增速放缓，全球铜需求增速也逐步放缓。中国铜消费量增速在 2009 年达到顶峰，超过 35%，随后迅速滑落，近两年维持在 2.50% 左右。从下游需求结构来看，电力及建筑占比较高，合计占比超过 50%，上述行业需求左右铜需求走势。精炼铜消费量由 2009 年的 1789.30 万吨提升至 2018 年的 2422.2 万吨，2010 年以来精铜持续表现为供应缺口状态。

(2) 铜价及加工费

铜金属价格变动以商品属性为主，金融属性为辅。从铜价走势来看，2017 年上半年铜价在 5500 美元/吨-6250 美元/吨的区间内波动，波动幅度较大；2017 年下半年铜价震荡上升，截至 2017 年 12 月底，铜价为 7192 美元/吨，铜价上升到 2013 年以来的高位水平上。2018 年铜价波动下挫。2018 年二季度末开始，受中美贸易冲突升级引发市场对未来全球经济增长放缓担忧及全球第一大铜矿智利 Escondida 矿劳资谈判取得进展等因素影响，铜价承压，短时间内出现大幅下挫。2019 年初，铜价有所回升，截至 2019 年 4 月底，LME3 个月铜期货价格回升至 6435 美元/吨。

图 2 近年来铜期货收盘价

(单位: 美元/吨)



资料来源: Wind 资讯

从铜冶炼加工费来看，自 1990 年以来，TC/RC 价格基本可以分为六大阶段：① 1990 年-1998 年，TC/RC 保持较高水平，一般在 100-130 美元/吨、10-13 美分/磅。② 1999 年-2003 年，由于全球铜精矿严重短缺，TC/RC 下跌至 70-75 美元/吨、7-7.5 美分/磅。③ 2004 年-2005 年，现货市场 TC/RC 高至 200 美元/吨和 20 美分/磅。④ 2006 年-2008 年，TC/RC 急剧下滑，2008 年降至 42 美元/吨、4.2 美分/磅，使得大批冶炼企业关停，12 月 TC/RC 迅速回升至 100 美元/吨、10 美分/磅。⑤ 2009 年 3 月到 2011 年底，短暂复苏的铜精矿加工费迅速急转直下，最低出现 20 美元/吨的价格，并维持低位震荡格局，2011 年呈现前高后底的局面，二季度达到高点，三季度约为 61.67 美元/吨，四季度进一步下滑到最低仅 20-30 美元/吨。⑥ 2012 年初以来，铜加工费维持在历史较高水平；2013 年底，中国第一大铜冶炼企业江西铜业与必和必拓达成协议，2014 年上半年的铜加工费提高约 41%；2014 年底，江西铜业与美国自由港麦克墨伦铜金公司（以下简称“自由港”）就 2015 年铜精矿长单粗炼费/精炼费(TC/RC)达成一致，在 2014 年水平上进一步提升（长单价基本为一年期），对行业整体的铜加工费起到了一定带动作用；2015 年底，江西铜业与智利矿业公司就 2016 年铜精矿加工费达成一致，确定该年度 TC/RC 价格为 97.35 美元/吨和 9.735 美分/磅；2016 年底江西铜业与自由港就 2017 年铜精矿加工费达成协

议,将 TC/RC 价格下调至 92.50 美元/吨和 9.25 美分/磅; 2017 年底江西铜业与自由港就 2018 年铜精矿加工费达成协议, TC/RC 价格继续下滑至 82.25 美元/吨和 8.225 美分/磅。加工费是缺乏矿山资源的铜冶炼企业主要利润来源, 加工费的下降一定程度上压缩了冶炼企业的盈利能力。

3. 贸易行业

(1) 国际贸易

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, 2018 年, 中国货物贸易进出口总值 30.51 万亿元人民币, 比 2017 年增长 9.70%。2018 年, 一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用, 国内外贸易发展的内生动力更趋强劲, 延续了 2017 年年以来回稳向好走势。其中, 出口 16.42 万亿元, 增长 7.1%; 进口 14.09 万亿元, 增长 12.9%; 贸易顺差 2.33 万亿元, 收窄 18.3%。

中国近年来采取了一系列措施, 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。

全球贸易保护趋势有所增长, 在施加关税壁垒影响的同时, 国家间的非关税壁垒作用日渐凸显, 主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求, 贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦, 中美贸易战等, 均加重了企业的成本费用负担, 并对企

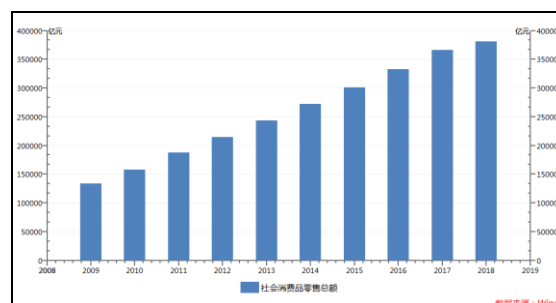
业的市场拓展带来了新的挑战。

(2) 国内贸易

近年来, 中国经济规模保持不断扩大的态势, 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, 2018 年全年社会消费品零售总额 38.10 万亿元, 同比增长 4.01%。

图 3 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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 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 (持股 60%)、邵燕芳 (持股 20%)、邵剑芳 (持股 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, 已形成生物医药、建筑、铜业、市场商贸多元化经营格局。截至 2018 年底, 公司下属有 44 家全资和

控股公司，在全国工商联发布的 2018 年中国民营企业 500 强排行榜中名列 320 位。2018 年中国民营企业制造业 500 强名列 294 名，浙江省百强企业第 66 位。

生物医药方面，维生素 D₃ 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。维生素 D₃ 项目是“国家重点火炬计划项目”、“国家重点技术创新项目”以及“国家高科技产业化示范工程项目”；“花园”牌维生素 D₃ 是与中科院产学研结合的产物，生产技术和生产工艺处于国际领先水平，荣获“国家科技进步二等奖”和“中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，公司维生素 D₃ 约占全球供给的 40% 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 职工健康安全管理体系三个体系的认证。

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。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的需求，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、

国家税务总局【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。

市场商贸方面，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。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。市场铺位不同于普遍的招商模式，采取商户竞拍市场考察选择方式出租，自市场首期开业至今商铺出租率均达 100%。

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。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，包括四家省市级研发中心，研发人员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 1 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	花园生物维生素 D ₃ 系列产品科技研发中心	省级	60
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	32
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	35
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	55
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	22

资料来源：公司提供

在生物医药研发上，2017 年和 2018 年，公司研发费用投入分别为 0.27 亿元和 0.38 亿

元。

总体来看，公司持续投入构建研发平台，与多个高等研发机构合作密切，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。预计完成整个村基建需要2年时间，投入资金28亿元，截至2018年底，已投入12亿元，公司已完成房屋拆迁6012间，共34.29万平方米；建造房屋17060间，4.15万平方米；道路修建改造78公里；土地平整20万平方米；供水排水管网5.754万米；供电改造辐射2.5平方公里，以及其他基础设施投入。花园村委托公司对其并村过程中的土地平整、基建、公共设施实施建设，资金由花园村出资。公司不仅可在建设实施中受益，而且对公司在花园村的立足与发展提供广阔前景。

公司子公司花园生物及其子公司杭州下沙生物科技有限公司（以下简称“下沙生物”）、花园药业股份有限公司（以下简称“花园药业”）、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共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、重大事项

花园生物于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；2016年8月30日，花园生物收到中国证监会第162253号《中国证监会行政许可申请受理通知书》。

由于花园生物首发募投项目年产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，花园生物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，花园生物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，经花园生物与保荐机构协商，决定向中国证监会申请恢复花园生物2016年度创业板非公开发行A股股票申请文件。2017年7月5日，花园生物非公开发行股票申请获中国证监会发审委审核通过。2017年10月9日，花园生物收到中国证监会《关于核准浙江花园生物高科股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2017]1749号），核准非公开发行不超过3500万股新股。

本次非公开发行股票于2018年1月9日上市，发行数量10315326股，发行价格40.91元/股，募集资金总额4.22亿元，募集资金净额4.07亿元，募集资金用于维生素D₃上下游产业链建设，主要用于核心预混料、年产4000吨环保杀鼠剂和花园生物研发中心等项目投入，发行对象与公司均不存在关联关系，分别是九泰基金管理有限公司和龚锦青，获配股数分别为

4155463 股和 6159863 股,限售期均为 12 个月。本次非公开发行后,股本总数由 181400000 股增至 191715326 股,股东结构相应发生变化,花园生物控制权未发生变化。

九、经营分析

1. 经营现状

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。跟踪期内,公司实现营业收入 267.42 亿元,同比增长 14.00%,综合毛利率较 2017 年略有下降至 7.25%。分板块来看,跟踪期内,市场商贸板块收入快速增长,市场商贸仍然为公司最大业务板块,2018 年实现收入 122.71 亿元,同比增长 26.47%,毛利率持续下滑;同期,公司建筑板块实现收入 45.85 亿元,同比基本保持稳定,毛利率下

降至 8.57%;跟踪期内,公司铜业板块快速增长,实现收入 77.68 亿元,2018 年同比增长 15.54%,主要系铜业二期项目第一条生产线投产且贸易增加所致,铜业板块毛利率同比小幅增长至 3.68%;生物医药板块近三年呈逐年增长趋势,2018 年收入同比增长 34.94%至 7.30 亿元,毛利率持续上升至 63.97%,收入和毛利率大幅增长主要系因环保及市场调整因素,维生素 D₃ 售价大幅提升及公司上游羊毛脂产业链布局完善使公司生产成本进一步降低所致;公司其他业务主要包括新材料、医院、食品和教育,2018 年实现收入 13.88 亿元,同比减少 15.31%,主要由于公司内部合并抵消所致。

2019 年 1-3 月,公司实现营业收入 73.28 亿元,同比增长 36.48%,综合毛利率 7.71%,同比下降 2.09 个百分点。其中,市场商贸板块实现收入 38.37 亿元,同比大幅增长 73.23%;其他板块同比变动不大。

表2 2016-2019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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	4.12	2.28	36.41	5.41	2.30	50.65	7.30	2.73	63.97	2.52	3.44	73.02
建筑	42.92	23.78	8.57	48.53	20.69	9.56	45.85	17.15	8.57	8.32	11.35	8.41
市场商贸	84.84	47.00	4.74	97.03	41.36	3.48	122.71	45.89	3.43	38.37	52.36	2.74
铜业	35.19	19.49	3.75	67.23	28.66	3.48	77.68	29.05	3.68	20.76	28.33	3.66
其他	13.44	7.45	25.15	16.39	6.99	4.48	13.88	5.19	26.73	3.32	4.53	39.16
合计	180.51	100.00	7.70	234.59	100.00	7.52	267.42	100	7.25	73.28	100.00	7.71

资料来源:公司提供

2. 生物医药板块

公司生物医药板块由子公司浙江祥云科技股份有限公司(以下简称“祥云科技”)下属子公司:花园生物、花园药业以及三级子公司下沙生物经营运行。

(1) 维生素 D₃ 系列产品

花园生物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、胆、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。截至 2018 年底,花园生物资产总额 16.46 亿元,所有者权益 15.62 亿元;2018 年,花园生物实现营业收入 6.60 亿元,利润总额 3.57 亿元。截至 2019 年 3 月底,花园生物资产总额 17.69 亿元,所有者权益 16.91 亿元;2019 年一季度花园生物实现营业收入 2.37 亿元,利润总额 1.51 亿元。2018 年,花园生物收入利润规模同比大幅提升主要系主要产品销量大幅增

长以及花园生物立足维生素 D₃ 上下游全产业链的整合取得一定的进展，成本有所收缩，并受国内环保等因素的影响，2018 年维生素 D₃ 价格出现持续上涨所致。

原材料采购

花园生物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。

公司首发募投项目羊毛脂综合利用项目及年产 100 吨 25-羟基维生素 D₃ 项目已于 2016 年实现量产，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，实现进一步压缩生产成本。

结算方式上，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。

公司作为全球最大的维生素 D₃ 生产厂家，全球近半的需求由公司供给（市场份额仍维持在 40% 以上），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。

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。其中花园生物主要生产：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。

从生产能力看，截至 2019 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、饲料级维生素 D₃ 油剂 4000 吨、饲料级维生素 D₃ 粉剂 2000 吨、食品级维生素 D₃ 粉 480 吨、食品医药级维生素 D₃ 结晶 4000 万 1.U/g 为 10 吨的产能规模。

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。2018 年，公司 25-羟基维生素 D₃ 原取得新物质注册证书；公司参与了饲料级 25-羟基维生素 D₃ 国家标准推进计划。2018 年公司生产 25-羟基维生素 D₃ 2140 公斤，折合 25-羟基维生素 D₃ 粉 117.46 吨，实现营业收入 11684.96 万元。

销售

在销售方面，公司维生素 D₃ 系列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。

公司维生素 D₃ 产品大部分用于出口，销售区域主要集中在欧美等地区；近三年花园生物与下沙生物维生素 D₃ 产品出口占维生素 D₃ 销售收入的比重分别为 76.67%、71.80% 和 76.11%。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。2018 年，公司前五名客户销售额度共计 3.95 亿元，占总额的 59.77%，客户集中度高。

表3 公司维生素D₃产品销售分布区域与销售情况（单位：万元、%）

销售区域	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	7676.93	23.33	11840.65	28.20	15770.48	23.89
国外	25232.44	76.67	30146.22	71.80	50251.20	76.11
合计	32909.37	100.00	41986.87	100.00	66021.68	100.00

资料来源：公司提供

（2）花园药业系列产品

花园药业是一家经营胶囊剂、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，主治功能为醒神健脑，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。截至2018年底，花园药业资产总额2.40亿元，所有者权益0.87亿元；2018年实现营业收入6024.03万元，净利润430.35万元。截至2019年3月底，资产总额2.47亿元，所有者权益0.88亿元；2019年1~3月实现营业收入1502.36万元，净利润48.26万元。

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、特一药业台州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2018年底，花园建设资产总额24.86亿元，所有者权益14.61亿元；2018年实现营业收入49.44亿元，净利润1.94亿元。2019年1-3月，花园建设实现营业收入8.07亿元，净利润0.30亿元。

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；2017 年已经实现信息化管理。

2018 年，公司承建了花园雷迪森大世界、年产 5 万吨高性能铜箔建设项目、花园集团(金华)生物科技园项目、中铁鹰鹏金华工业城项目、玉泉湾小区工程项目等共计 124 个项目工程。业务主要集中在华东地区及华北地区，其中华东地区项目 60 个，主营收入合计 18.35 亿元，占 37.14%，利润合计 1.40 亿元，占 38.38%，是公司主要的发展区域。

2018 年公司收入结转前十大项目收入合计 18.05 亿元，占公司建筑板块收入的 36.52%，实现营业利润 1.41 亿元。

表 4 2018 年公司建筑板块收入结转前十大项目
单位：万元

项目名称	收入	营业利润
花园村九村合并	41803.88	4045.28
西安综合保税区(一期)大宗农产品交易基地项目	27165.05	1983.05
中环名邸工程	18854.37	1376.37
帝景国际	17514.56	1278.56
林城国际花园	14699.08	1035.42
柳树屯棚户区改造工程	14468.71	1012.81
浩程国信澄海工业大厦	11774.76	859.56
长治市城区马坊头城中村改造项目 B2 (C2) 地块工程	11741.97	821.94
石家庄高新技术开发区泊水湾小区一期工程	11339.81	827.81
韶雨·雁唐府邸项目	11172.82	815.62
合计	180535.01	14056.41

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司已签施工合同项目共计 133 个，合同总造价 216.42 亿元，总建筑面积 1129.57 万平方米，项目储备较为充足。

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，前期资金均由公司自行筹集，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，一般在建筑结项时工程款总价的 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部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，内贸业务以自营为主。

(1) 进出口贸易及内贸

从进口商品看，公司以进口偏光片、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。近三年，公司进口业务收入逐年递减，2018 年，公司进口合计金额 11.50 亿元，同比下降 6.81%，主要系为控制人民币贬值造成的汇兑损失，公司主动减少进口业务所致，占贸易收入总额的 9.57%。

表 5 公司主要进口业务收入构成情况(单位：万元)

进口商品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
偏光片扩散片	14125	4702	3887	827
化工产品	11485	4224	8484	2117
木材	40339	38678	58217	13232
金属矿产	113052	74114	43958	8366
塑胶地板	2002	918	433	128

大麦	929	633	0	0
合计	181932	123269	114979	24670

资料来源：公司提供

公司出口规模较小，以出口服装、机床、摩托车配件、小商品、医疗器材等商品为主。2018年，公司出口额合计4.02亿元，同比大幅增长，占贸易收入总额的3.35%，主要系公司新增出口金属矿产3.94亿元所致，出口金属主要为电解铜和电解镍。

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。2018年，公司内贸收入为104.38亿元，占贸易收入总额比重的87.00%。其中，木材内贸额大幅增长，主要系公司为满足周边红木家具产业需求而增加了木材贸易所致；金属矿产内贸额近三年持续增长，主要系贸易性融资增加所致。

表6 公司主要内贸业务收入构成情况（单位：万元）

内贸商品	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
木材	86290.00	117686.00	251628.11	117785.39
化工产品	29766.00	95651.00	26890.66	4459.00
金属矿产	549204.54	649676.86	764616.29	226249.16
其他	233.00	--	692.00	--
合计	665493.54	863013.86	1043827.06	348493.55

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，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90天居多。

公司国内贸易中配合花园村周边红木家具产业链而开展的木材，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等大宗化工品种，并销售给实业型企业，由于销售的价格仍较市场普遍价格低，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贴水与贸易商作为最终价格），避免了铜价波动的风险。

2018年，公司国内贸易前五名供货商合计采购36.89亿元，占当年贸易业务采购总额的31.16%；同期，前五大客户销售合计金额25.24亿元，占当年贸易业务收入总额的21.03%，公司国内贸易业务上下游集中度尚可。

（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。

截至2019年3月底，公司拥有市场经营面积300763.79平方米、商铺1407个、入驻红木家具品牌经营户1800余户，商铺出租率100%。2018年，花园红木实现营业收入2.73亿元，利润总额1.79亿元；2019年1-3月，实现收入0.75亿元，利润总额0.40亿元。

总体看，贸易板块是公司主要收入来源，但受经营模式特点影响，近年来毛利率持续下滑且盈利能力弱；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。近年来，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，研发市场需求大的“高、精、尖”产品，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2018年12月底，花园铜业资产总额17.27亿元，所有者权益9.74亿元；2018年

实现营业收入 77.68 亿元，净利润 1.80 亿元。

截至 2019 年 3 月底，花园铜业资产总额 20.48 亿元，所有者权益 10.21 亿元；2019 年 1~3 月实现营业收入 20.76 亿元，净利润 0.47

亿元。

(1) 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，采购情况如下：

表 7 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	17 年占成本比重 (%)	18 年占成本比重 (%)	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
电解铜	92.35	93.30	105728	142934	162535	38435	49054	49267
废铜	1.35	0.41	2952	2248	563	36468	45813	48642
合计	93.7	93.71	108680	145182	163098	--	--	--

资料来源：公司提供

原材料采购方面，近三年，公司铜业主要原材料电解铜采购量快速增长，2018 年公司共采购电解铜及废铜 16.31 万吨，同比增长 12.33%；2018 年电解铜采购价格 49267 元/吨，同比基本保持稳定。

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的汇率波动及铜价波动风险；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 90%，现款现货；废铜采用到货半个月內付款模式。公司与各主要供应商维持良好合作关系，2018 年前五大原材料供应商采购合计 32.11 亿元（不含税），占比 44.06%，集中度同比有所下降但仍较高。

(2) 生产销售

公司拥有年产 4 万吨铜合金板带材、2 万吨铜棒排材的生产能力，形成了涵盖紫铜系列，拥有 T2、T3、TP2、TU2 及以上各类牌号，产品厚度从 0.05mm 到 2.5mm、宽度从 30mm 到 1050mm，包括高中低档不同规格、不同牌号、不同状态的几十个品种，上千个规格的板带材产品，棒材直径从 10mm 到 150mm、铜排从宽度 15mm 到 200mm，厚度从 3mm 到 60mm 的

各类排材，满足了铜板、带、薄、棒、排材等消费群体，对多品种、多规格、小批量的特性需求。

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》、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。2016 年生产 0.23 万吨（试产为主），2017 年生产 2.12 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。

公司实行“以销定产”的订单生产模式，产能方面，近三年公司铜业产能逐年增长，2018 年为 10.50 万吨。2018 年，公司合计生产铜业产品 10.19 万吨，同比增长 9.22%，其中宽幅带，铜锭等产品产量有所增长。宽幅带产销量 2017 年同比大幅增长，主要系铜业二期项目第一期建设结束试生产，进入正常生产阶段所致。公司的产能利用率达到 97.07%，保持较高水平。

表 8 公司主要铜业产品的产能和产销量情况 (单位: 吨)

主要产品	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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	38000	27126	44000	41678	44000	44530	13000	12515
铜排	8000	7606	8000	7916	8000	7653	2000	1929

铜板	5000	5173	10000	9874	10000	9880	2500	2393
铜棒	6000	5966	10000	9886	10000	9846	2500	2426
铜带	3200	2837	3000	2820	3000	2973	1000	673
宽幅板	2000	1615	5000	2680	5000	3897	1200	1216
宽幅带	1000	732	20000	18472	25000	23149	6000	6266
合计	63200	51056	100000	93326	105000	101928	28200	27419

资料来源：公司提供

公司销售渠道较为通畅，目前下游客户中约70%为经销商，2018年前5大主要客户销售合计30.44亿元，占销售收入的39.19%，集中度尚可。

销售价格方面，受铜价上涨影响，近三年公司各主要产品销售价格均逐年增长，2018年公司铜业主要产品价格均较2017年有不同程度增长。由于公司铜加工业务处于抢占市场份额阶段，出于市场培育及客户引导的考虑，公司对附加值较高的宽幅板和宽幅带等产品定价较低，整体售价较2017年变动不大。

表9 近年公司产品销售价格情况（单位：元/吨）

产品	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
铜板	42369	53539	53872	53849
铜带	43159	53560	53696	54831
铜排	41275	52438	52724	51881
铜棒	41806	52384	52771	52235
铜锭	39923	49056	52685	50553
宽幅板	46284	54285	54320	55742
宽幅带	45279	55100	54760	55647

资料来源：公司提供

凭借生产规模优势以及稳定、可靠的品质，公司产品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。2018年，公司铜业板块销售收入同比增长15.49%，达到77.68亿元（其中贸易商品收入30.95亿元，同比增长18.93%，贸易商品主要为电解铜）。2019年1-3月，公司铜业板块实现收入20.76亿元，同比增长26.89%，主要为贸易规模同比增幅较大。

表10 近年公司铜业板块产品销售收入情况
(单位：万元)

产品	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
铜排	26833.78	35478.64	34635.18	8626.02

铜棒	18484.62	44262.45	44599.43	10924.71
铜板	21605.91	45183.21	45687.10	11110.33
铜带	10466.79	12909.41	13702.85	3179.71
铜锭	92560.59	174747.52	201377.69	54542.07
转口商品	3101.50	--	--	--
贸易商品	169528.20	260232.19	309503.35	82956.00
宽幅板	6388.85	12434.6	18170.54	5844.25
宽幅带	2832.86	86991.75	108809.56	30060.45
其他	119.17	356.61	284.90	345.96
合计	351922.27	672596.38	776770.60	207589.50

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，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，铜业二期项目第一条生产线进入正常生产经营阶段，提升了公司铜业产销规模及产品附加值；但公司铜业板块贸易业务的快速增长一定程度拉低了铜业板块毛利率。

6. 其他业务板块

公司其他业务板块包括新材料、医院、食品、旅游和教育等。跟踪期内，其他业务板块收入有所增长，2018年，该板块收入13.88亿元，同比减少15.31%。

(1) 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，其中公司持股比例是83.00%。花园新材料占地面积64643.58平方米，生产厂房面积45173.08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。

花园新材料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、纸板主要为花园新材料传统包装产品，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。2018 年至今，公司作为第一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已完成意见征求网上公示，现已报国家建筑标准司签发，预计将在 2019 年 7 月底前内完成发布。公司在 2017 年内已取得住建部《建筑用纸蜂窝复合板》科技新产品认证证书，成为全国在该行业中唯一取得此证书的企业，在对外推广销售上已无任何障碍，奠定坚实的行业基础。

截至 2018 年底，花园新材料资产总额 3.08 亿元，所有者权益 1.20 亿元；2018 年实现营业收入 2.54 亿元，利润总额 1598.44 万元。2019 年 1-3 月，实现营业收入 3396.66 万元，利润总额 238.71 万元。

（2）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；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，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）。学校包含幼儿园、小学、初中、

普高和职高，设计规模 110 个班。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。

学校于 2017 年 9 月 1 日正式开学，实现十五年一贯制教育，学校最终开办 90 个班，在校学生可以达到 3000 人。当年招收幼儿园托班、小中大班及小学 1-3 年级共 20 个班，招生学生数约 600 人。2018 年开始招收小学、初中、高中一年级直至开设到高三年级，现已招收学生 954 人。

2019 年 3 月底，随着招生数的大幅增加，实现当季结余 654.34 万元，预计全年可实现盈亏平衡。预计 2020 年起学校可持续盈利并贡献稳定现金流。

7. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 18.94 次、6.96 次和 1.25 次。总体来看，公司经营效率尚可。

8. 项目建设与未来发展

（1）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、年产 60 吨心脑血管片原料提取生产线技改项目以及年产六万吨 1320mm 超宽幅精密铜板带项目。截至 2019 年 3 月底，主要项目已完成投资 20.88 亿元，未来还需投入 20.59 亿元。

一期年产 2 万吨高性能铜箔项目建设周期为 30 个月，分步投入，计划于 2019 年 3 月完成一万吨设备生产调试，2019 年 6 月进行批量生产，2019 年 12 月完成第二批一万吨设备投入调试，2020 年 6 月全部达产。项目建成达产后，预计可年新增销售收入 20.50 亿元，利润 4.87 亿元，销售税金 1.52 亿元。

花园健康休闲养老项目一期，规划利用建

设用地 300806 平方米（约合 451.2 亩），主楼高 99 米 23 层（地下 1 层和地上 22 层）；新建健康体验馆、养老养生中心、体检中心、综合服务中心等建筑面积 455600 平方米，并配套建设道路、广场、停车场等基础设施，打造集生命健康、休闲养生养老、综合配套等功能于一体的高品质一站式综合养生休闲基地。项目总

投资 72560 万元，其中建设投资 68060 万元，建设期利息 3500 万元，铺底流动资金 1000 万元，资金来源：银行贷款 30000 万元，自筹 42560 万元。项目投入运营后，正常年可实现营业收入 22425 万元，营业税金 1288 万元，利润总额 5927 万元，净利润 4445 万元。

表 11 截至 2019 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	资金筹措		已投资金额	计划投资额			预计竣工时间
		自筹	融资		2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年	
年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目	67000.00	27000.00	40000.00	62206.75	1793.25	3000.00	--	2020.12
年产六万吨 1320MM 超宽幅精密铜板带项目	60100.00	20977.00	39123.00	29262.72	19837.28	11000.00	--	2020.12
年产 4000 吨杀鼠剂制剂项目	10240.00	--	10240.00	1912.86	2327.14	6000.00	--	2020.6
年产 60 吨心脑血管健片原料提取生产线技改(零土地技改)	6000.00	6000.00	--	4800	1200	--	--	2019.11
一期年产 2 万吨高性能铜箔项目	180000.00	90000.00	90000.00	80021.00	94979.00	5000.00	--	2020.3
花园健康休闲养老项目一期	72560.00	42560.00	30000.00	25672.00	21188.00	25700.00	--	2020.1
呼吸类吸入用药项目	18800.00	18800.00	-	4923.00	2000.00	2000.00	9877.00	2021.1
合计	414700.00	205337.00	209363.00	208798.33	143324.67	52700.00	9877.00	--

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 800 万平方米多功能轻质复合墙板建设项目二期、三期，计划总投资 16.79 亿元（其中，自筹资金 7.60 亿元，融资 9.19 亿元）。2019 年预计投资 1 亿，2020 年预计投资 5.14 亿。

整体看，跟踪期内，公司在建及拟建项目投资规模较大，对外融资需求较高。

（2）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、红木家具市场营销及产业整合、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。

十、财务分析

1. 财务质量与财务概况

公司提供了 2018 年度合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2019 年一季度的财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年底，公司合并范围

合计 44 家，较 2017 年底新增 2 家，新设 1 家为东阳市花园大世界酒店有限公司，非同一控制下企业合并 1 家，为浙江福瑞喜药业有限公司；2019 年一季度，公司合并财务报表范围较 2018 年底无变化。整体看，公司合并范围的变动对整体财务状况影响较小。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 219.08 亿元，所有者权益合计 109.46 亿元（其中少数股东权益 13.54 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 267.42 亿元，利润总额 11.80 亿元。

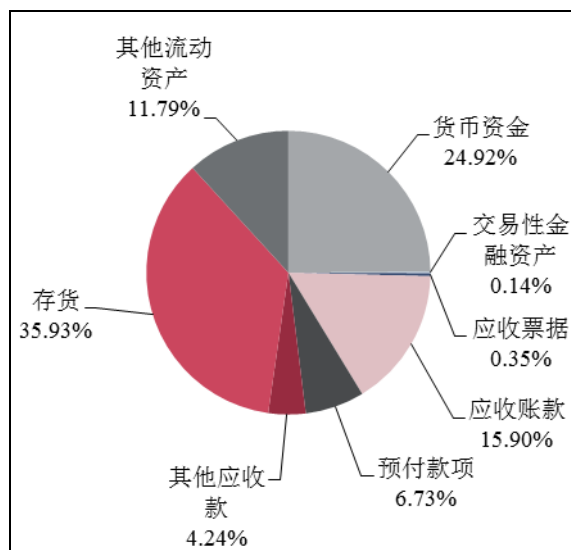
截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 232.25 亿元，所有者权益合计 112.37 亿元（其中少数股东权益 14.44 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 73.28 亿元，利润总额 3.43 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 219.08 亿元，同比增长 4.63%，增速同比有所放缓。资产构成上，流动资产占 45.52%，非流动资产占 54.48%。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 99.73 亿元，同比下降 1.06%，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。

图 5 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金 24.85 亿元，同比下降 34.76%，主要系公司加大对外投资规模，购建固定资产、无形资产及其他长期资产支出现金规模较大。主要由库存现金、银行存款和其他货币资金构成，其中其他货币资金 6.29 亿元，主要为票据保证金（5.27 亿元），受限部分货币资金占公司货币资金总额的 25.31%。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 15.86 亿元，同比增长 32.60%。公司共计提坏账准备 0.45 亿元，计提比例为 2.74%。其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 16.11 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 87.77%，1 至 2 年的占 10.49%，总体账龄较短。截至 2018 年底，公司应收账款前五名合计欠款 4.18 亿元，占应收账款总额的 25.66%，均为非关联企业，公司应收账款集中度较低。

截至 2018 年底，公司预付款项 6.72 亿元，同比增长 49.47%，主要为 1 年以内预付款项（6.64 亿元）；按预付对象归集年末余额前五名的预付款合计 4.84 亿元，占 72.01%，集中度较高。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 35.83 亿元，同比变动不大。公司存货主要包括原材料 3.47 亿元（占 9.86%）、在产品 2.79 亿元（占 7.79%）、库存商品 16.07 亿元（占 44.85%）、开发产品 2.34 亿元（占 6.53%）和工程施工 10.80 亿元（占 30.14%）。公司共计提存货跌价准备 0.08 亿元，全部为库存商品。

截至 2018 年底，公司其他流动资产合计 11.76 亿元，同比大幅增长 67.15%。公司其他流动资产主要由理财产品（10.86 亿元）和待抵扣进项税（0.90 亿元），增长主要来自新增理财产品构成。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 119.35 亿元，同比增长 9.91%，以投资性房地产（占 57.11%）和固定资产（占 25.50%）为主。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 68.16 亿元，同比变动不大，公司投资性房地产主要

是花园红木家具市场、农贸城和商业中心，增长主要系花园生物将闲置土地出租所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 30.43 亿元，同比减少 1.64%，2017 年底公司固定资产同比大幅增长主要系花园铜业-二期厂房工程及花园外国语学校等重要在建工程转固所致。截至 2018 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（21.41 亿元）、运输设备（0.64 亿元）、机器设备（7.40 亿元）和电子设备及其他（0.98 亿元）组成。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 7.93 亿元，同比大幅增长 655.16%，主要系公司增加项目投资所致，包括花园健康休闲养老项目一期、花园新能源一期年产 2 万吨高性能铜箔项目和花园铜业 1320mm 超宽幅板带改造项目，分别新增 1.03 亿元、1.92 亿元和 2.89 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 232.25 亿元，较 2018 年底增长 6.01%，其中流动资产为 111.67 亿元，较 2018 年底增长 11.98%，主要来自应收账款、存货和其他流动资产的增长。其中，应收账款的增长主要来自铜业板块业务，存货账面价值较 2018 年底增长 7.38% 至 38.44 亿元，主要系公司扩大维生素 D₃ 上下游系列产品及心脑血管片的生产规模带动存货增长所致。同期，公司非流动资产为 120.58 亿元，较 2018 年底增长 1.03%，整体变动不大。截至 2019 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 48.08% 和 51.92%，流动资产占比比较 2018 年底有所增长。公司受限资产规模较大，截至 2019 年 3 月底，公司合计受限资产 61.67 亿元，其中货币资金 6.30 亿元，固定资产 4.82 亿元，无形资产 1.28 亿元（全部为土地使用权），投资性房地产 46.53 亿元，主要为用以抵押借款的花园红木家具开发有限公司房地产。

总体看，跟踪期内，公司资产规模增速放缓；流动资产中存货和应收账款占比较大，对资金形成一定占用，货币资金中受限规模较大；

非流动资产以投资性房地产和固定资产为主，在建工程快速增长且未来投资规模较大。公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 109.46 亿元（其中少数股东权益为 13.54 亿元）。构成上以实收资本（10.00 亿元）、其他综合收益（18.44 亿元）和未分配利润（62.79 亿元）为主，同比增长 8.92%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 112.37 亿元（其中少数股东权益为 14.44 亿元），结构较 2018 年底变化不大。

总体看，公司未分配利润占比较高，其他综合收益主要来自于投资房地产评估增值，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 109.62 亿元，同比变动不大。其中，流动负债占 74.35%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，流动负债 81.50 亿元，同比增长 19.18%，以短期借款（占 29.80%）、应付票据（占 14.34%）、应付账款（占 11.97%）和其他流动负债（占 19.63%）为主。

截至 2018 年底，短期借款为 24.28 亿元，同比大幅增长 59.08%，主要系公司投资规模扩大，增加借款所致。构成上由质押借款（6.65 亿元）、抵押借款（8.77 亿元）和保证借款（8.86 亿元）组成，其中质押借款为子公司祥云科技质押所持花园生物股权取得的借款。截至目前，公司无到期未偿还短期借款。

截至 2018 年底，公司应付账款 9.76 亿元，同比增长 31.25%，主要系公司大宗贸易交易和交易额扩大导致应付材料款增加所致。公司应付账款包括材料款 8.66 亿元、设备款 0.38 亿元和工程款 0.73 亿元。公司应付票据全部为银行承兑汇票，截至 2018 年底合计 11.69 亿元，同

比减少 14.46%。截至 2018 年底，公司其他应付款 6.91 亿元，同比大幅增长 302.61%，主要系新增东阳市建设投资集团有限公司短期拆借款 5.00 亿元所致。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 16.00 亿元，同比增长 8.84%，主要为公司 2018 年底存续的四期超短期融资券“18 花园 SCP001”、“18 花园 SCP002”、“18 花园 SCP003”和“18 花园 SCP004”。

截至 2018 年底，公司非流动负债 28.12 亿元，同比减少 30.58%。构成上以长期借款（占 16.71%），应付债券（占 37.16%）和递延所得税负债（占 44.76%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款 4.70 亿元，同比减少 45.35%，主要系祥云科技长期质押借款转为短期质押借款所致。截至 2018 年底，公司应付债券 10.45 亿元由公司 2017 年发行的两期公司债券“17 花集 01”和“17 花集 02”及中期票据“17 花园 MTN001”组成。

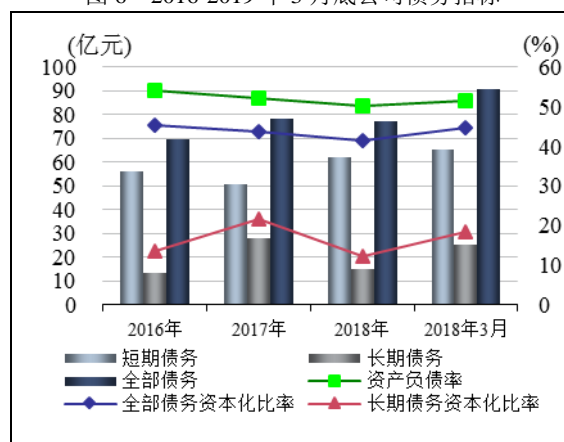
截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 119.88 亿元，较 2018 年底增长 9.36%，主要来自非流动负债的增长；其中，流动负债为 81.38 亿元，较 2018 年底变动不大。公司非流动负债为 38.50 亿元，较 2018 年底大幅增长 36.90%，主要由于公司新增高性能铜箔项目贷款及红木家具经营性物业贷款导致长期借款较 2018 年底大幅增长 220.99%至 15.09 亿元所致。同期公司流动负债和非流动负债占比分别为 67.89%和 32.11%，非流动负债占比有所上升。

截至 2018 年底，公司全部债务总额为 77.25 亿元，同比减少 1.39%，包括短期债务 62.04 亿元与长期债务 15.21 亿元。公司短期债务占比有所上升，主要因公司营运资金需求较大，发行超短期融资券及增加短期借款所致。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 90.84 亿元，较上年底增长 17.59%，主要系公司增加长期借款所致；构成上，短期债务较上年底增长 5.26%至 65.30 亿元，长期债务较上年底大幅增长 68.22%至 25.54 亿元，短期债务占比较

2018 年底有所下降。公司有息债务以短期债务为主，债务结构有待调整。

图 6 2016-2019 年 3 月底公司债务指标



资料来源：根据公司审计报告整理

从债务指标看，2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比下降，三项指标分别为 50.04%、41.38%和 12.20%；截至 2019 年 3 月底，上述指标均较 2018 年底有所上升，分别为 51.62%、44.70%和 18.52%。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模进一步增长，构成以短期债务为主，债务结构有待改善，短期偿债压力较大。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 267.42 亿元，同比增长 14.00%。贸易板块对营业收入增加的贡献较大。公司销售经营规模的扩大导致公司各项成本和开支增加，2018 年，公司营业成本 248.03 亿元，同比增长 14.33%，增速略高于营业收入。

跟踪期内，公司期间费用同比增长 5.67%至 7.76 亿元，期间费用占营业收入的 2.90%，较 2017 年占比略有下降，公司期间费用控制情况较好。2018 年，公司财务费用为 3.24 亿元，同比增长 7.15%，主要系汇兑损益转为净流出 197.90 万元所致，财务费用受人民币汇率影响波动较大，存在一定汇兑风险。

跟踪期内，公司实现投资收益 0.72 亿元，

同比大幅增长 267.44%，主要系新增公司转让花园集团宁波新材料有限公司产生的投资收益。

跟踪期内，公司利润总额实现 11.80 亿元，同比增长 15.41%。2018 年公司非经常性损益（投资收益+其他收益+营业外收入）合计 1.16 亿元，占当期利润总额的 9.81%，对利润形成一定补充。盈利指标方面，2018 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 7.02%，6.60%和 8.25%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 73.28 亿元，同比增长 36.48%；利润总额 3.43 亿元，同比增长 12.87%；营业利润率为 7.53%，较 2018 年略有增长。

总体看，跟踪期内随着贸易业务规模增长，公司销售规模不断扩大，主营业务盈利能力有所下降，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

从经营活动看，跟踪期内，公司经营活动现金流入年量同比增长 10.98%至 294.10 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 292.49 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 1.25 亿元，主要为收到的往来款及其他。同期，公司经营活动现金流出量同比增长 9.76%至 286.27 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 275.33 亿元；支付其他与经营活动有关的现金为 2.27 亿元，变动主要系管理费用的减少所致。经营活动产生的现金流量净额跟踪期内同比增长 86.51%至 7.83 亿元。从收入实现的质量来看，2018 年公司现金收入比为 109.37%，同比下降 3.02 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，跟踪期内，公司投资活动现金流入 31.74 亿元，收回投资收到的现金同比大幅增长 191.17%至 29.83 亿元，主要系理财产品收回的金额增加所致。投资活动现金流出 47.86 亿元，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金，其中，投资支付的现金波动较大，2018

年为 33.71 亿元，同比大幅增长，主要系购买理财产品所致。跟踪期内，公司投资活动产生的现金流量净额为-16.12 亿元，持续为负。总体看，公司经营活动产生的现金不能满足公司投资所需资金需求，公司对外融资需求较大。

从筹资活动来看，跟踪期内，公司筹资活动现金流入量同比下降 14.14%至 58.69 亿元，主要来自发行债券收到的现金同比减少所致。同期，公司筹资活动现金流出 61.89 亿元，主要是偿还债务支付的现金。跟踪期内，公司筹资活动现金净流量为净流出 3.20 亿元。

2019 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 0.93 亿元、-7.84 亿元和 8.61 亿元，现金收入比为 108.26%。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入规模较大且稳定增长，收入实现质量维持稳定。公司投资规模快速增长，考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司对外融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底流动比率和速动比率分别为 122.37%和 78.41%，均同比有所下降。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 137.22%和 89.98%，均较 2018 年底有所增长。2018 年公司经营现金流动负债比同比上升至 9.61%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，公司 EBITDA 同比增长 13.92%至 17.06 亿元；跟踪期内，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 5.18 倍和 4.53 倍。综合考虑债务规模变动的影响，公司 EBITDA 对长期债务的偿还能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 118.03 亿元，尚未使用的额度为 64.17 亿元，间接融资渠道畅通。公司子公

司花园生物为创业板上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 70.10 亿元，流动资产 37.58 亿元（占 53.61%），非流动资产 32.52 亿元（占 46.39%）；流动资产主要由其他应收款 30.31 亿元构成；非流动资产以长期股权投资 21.75 亿元为主。

截至2018年底，公司本部负债合计49.75亿元，其中流动负债38.62亿元（占77.63%），非流动负债11.14亿元（占22.37%）；流动负债以其他流动负债（16.00亿元）和其他应付款（13.98亿元）为主；非流动负债中应付债券10.45亿元。公司本部有息债务合计34.10亿元，以短期债务为主，占全部有息债务的69.35%。

截至2018年底，公司本部所有者权益合计20.34亿元，其中实收资本10.00亿元，未分配利润6.96亿元。2018年，公司本部实现营业收入10.64亿元，投资收益1.93亿元；当期利润总额0.41亿元。

截至2019年3月底，公司本部资产总额合计68.75亿元，资产结构较均衡，流动资产主要为其他应收款26.02亿元，非流动资产主要为长期股权投资23.43亿元。截至2019年3月底，公司负债总额48.54亿元，主要以流动负债为主，合计37.50亿元。公司本部有息债务合计32.80亿元，债务结构仍以短期债务为主。截至2019年3月底公司实现营业收入3.43亿元，其中投资收益64.20万元；利润总额亏损0.23亿元。

总体看，公司本部经营规模小且盈利能力弱，融资渠道以债券发行为主，债务负担较重。考虑到本部货币资金规模小，短期偿债压力大。

8. 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 2019 年 5 月 23 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的贷款记录中有 9 笔贷

款被列为关注类，均已正常还款。

9. 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。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很强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2019 年报告出具日，公司存续期内债券共 8 期（见表 12），其中“17 花集 02”和“17 花集 03”存在回售权，行权日分别为 2019 年 7 月 28 日和 2019 年 10 月 26 日，计入一年内到期的存续债券。

表 12 公司存续债券情况（单位：亿元）

类型	名称	余额
超短期融资券	18 花园 SCP002	5.00
	18 花园 SCP003	3.00
	18 花园 SCP004	3.00
	19 花园 SCP001	5.00
中期票据	16 花园 MTN001	5.00
	17 花园 MTN001	8.00
公司债券	17 花集 01	2.45
	17 花集 02	0.0007

资料来源：根据企业提供的年报和资料整理

2018 年，公司现金类资产对一年内到期债券余额（23.45 亿元）的保障倍数为 0.81 倍；经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别对存续债券（31.45 亿元）的保障倍数为 9.35 倍和 0.25 倍；EBITDA 对存续债券（31.45 亿元）的保障倍数为 0.54 倍。总体看，公司现金类资产及经营活动现金流入一年内到期的债券保障能力较强；经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

表 13 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2019 年 5 月
一年内到期债券余额	23.45
现金类资产/一年内到期债券余额	0.81
经营活动现金流入量/应付债券余额	9.35

经营活动现金流净额/应付债券余额	0.25
EBITDA/应付债券余额	0.54

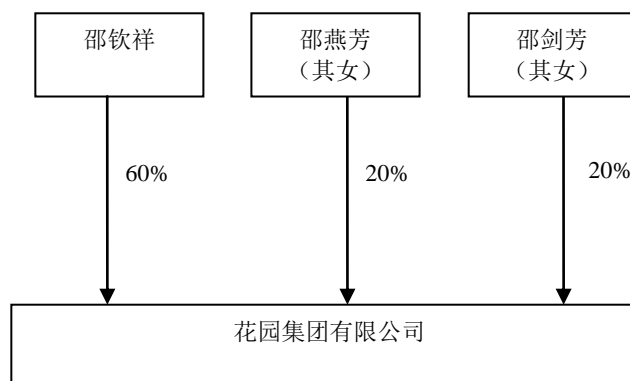
资料来源：根据企业提供的年报和资料整理

注：“17 花集 02”和“17 花集 03”存在回售权，计入一年内到期的存续债券

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持花园集团有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，“16 花园 MTN001”和“17 花园 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

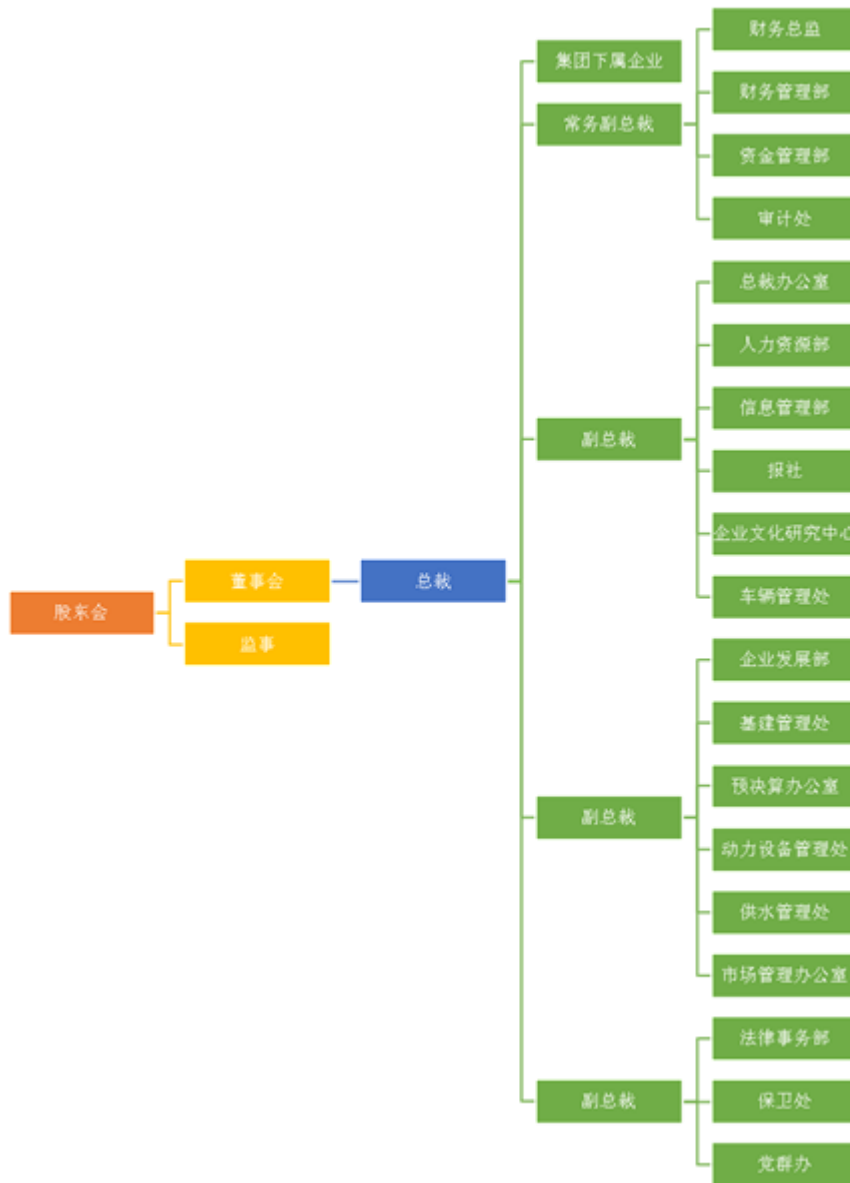
附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司二级子公司情况

序号	二级子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	业务范围
1	浙江祥云科技股份有限公司	30000.00	100.00	投资、贸易
2	浙江花园集团控股有限公司	10380.00	100.00	投资管理
3	东阳市花园旅游发展有限公司	2000.00	60.00	旅游开发
4	东阳市花园职业技术学校	500.00	100.00	职业教育
5	东阳市花园幼儿园	50.00	100.00	初级教育
6	花园新材料股份有限公司	6000.00	83.00	瓦楞纸包装
7	浙江花园药业股份有限公司	6200.00	76.44	生物医药
8	浙江花园建设集团有限公司	36000.00	100.00	建筑
9	东阳市花园红木家具开发有限公司	11000.00	100.00	家具市场
10	东阳市花园田氏医院	1000.00	45.00	医疗
11	浙江吉泰投资有限公司	10000.00	100.00	投资
12	浙江花园影视文化传媒有限公司	2000.00	100.00	文化传媒
13	东阳市花园商业购物中心有限公司	2000.00	100.00	批发零售
14	东阳市花园建材有限公司	3000.00	66.00	混凝土
15	东阳市花园民间资本管理股份有限公司	10000.00	50.00	投资
16	东阳市花园金鸡笼中石化加油有限公司	800.00	51.00	石油化工
17	东阳市花园教育产业投资管理有限公司	10000.00	100.00	投资管理
18	浙江花园新能源有限公司	10000.00	100.00	生物医药
19	杭州佳研医药科技有限公司	2250.00	96.00	生物医药
20	东阳市花园大世界酒店有限公司	1000.00	100.00	生物医药

附件 1-3 公司组织机构图



附件 2 公司主要财务数据及计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.91	30.74	19.05	21.05
资产总额(亿元)	183.50	209.39	219.08	232.25
所有者权益(亿元)	84.14	100.50	109.46	112.37
短期债务(亿元)	56.31	50.63	62.04	65.30
长期债务(亿元)	13.20	27.72	15.21	25.54
全部债务(亿元)	69.51	78.35	77.25	90.84
营业收入(亿元)	180.51	234.59	267.42	73.28
利润总额(亿元)	27.92	10.22	11.80	3.43
EBITDA(亿元)	31.98	14.98	17.06	--
经营性净现金流(亿元)	7.85	4.20	7.83	0.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.12	20.62	18.94	--
存货周转次数(次)	6.07	6.51	6.96	--
总资产周转次数(次)	1.12	1.19	1.25	--
现金收入比(%)	109.95	112.39	109.37	108.26
营业利润率(%)	7.20	7.28	7.02	7.53
总资本收益率(%)	15.65	6.10	6.60	--
净资产收益率(%)	25.13	7.59	8.25	--
长期债务资本化比率(%)	13.56	21.62	12.20	18.52
全部债务资本化比率(%)	45.24	43.81	41.38	44.70
资产负债率(%)	54.15	52.01	50.04	51.62
流动比率(%)	120.97	147.40	122.37	137.22
速动比率(%)	79.50	95.62	78.41	89.98
经营现金流动负债比(%)	10.42	6.14	9.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.02	4.55	5.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.17	5.23	4.53	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债和其他应付款中的有息债务已计入短期债务；长期应付款中有息债务已计入长期债务；现金类资产已剔除受限部分。

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	
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%
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 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 4-3 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