

信用等级公告

联合〔2020〕3075号

联合资信评估有限公司通过对新和成控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新和成控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 新和成 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告



新和成控股集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新和成控股集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 新和成 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 新和成 CP001	5 亿元	5 亿元	2020/08/30

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 8 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价内容
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

新和成控股集团有限公司（以下简称“公司”）已形成以医药化工为主、房地产和教育投资等业务为辅的多元化经营格局。跟踪期内，公司医药化工主导产品市场占有率高，年产 25 万吨蛋氨酸项目、营养品项目及生物发酵项目按计划稳步推进，在行业地位、技术研发、核心产品竞争力等方面具备的综合优势得以保持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司主营维生素产品价格波动剧烈、债务规模增长迅速、所有者权益稳定性较弱等因素可能给公司信用状况带来的负面影响。

未来，随着蛋氨酸等项目建成和产能释放，公司通过多元化经营平抑产品价格波动风险的能力有望提升。

综合评估，联合资信确定维持新和成控股集团有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 新和成 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在营养品（VA、VE 及蛋氨酸）生产方面形成了较为完备的产业链，技术资源和研发能力领先。公司为全球四大维生素生产企业之一，2019 年医药化工产品产量 18 万吨，其中 VA、VE 产量位居世界领先地位。公司逐步打通 VA、VE 整条产业链，是中国唯一能够生产关键中间体柠檬醛的维生素企业，营养品毛利率水平较高。
2. 公司本部持有的上市公司股权市值较高，可提供一定流动性支撑，同时可获得可观的现金分红。截至 2020 年 3 月底，公司对上市公司浙江新和成股份有限公司持股比例为 48.55%，无股权质押，以 2020 年 3 月底市值计，持有股权市值 284.81 亿元；2019 年公司本部取得投资收益现金 8.66 亿元，对本部债务形成有利保障。
3. 公司现金类资产对“19 新和成 CP001”的覆盖程度高。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为“19 新和成 CP001”的 14.19 倍。

关注

1. 主导维生素类产品市场价格波动剧烈，公司业绩易

分析师：杨晓丽 杨恒
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

受产品价格波动影响。公司虽可通过长期协议及差异化定价等方式延缓和降低产品价格波动的影响，但2018年一季度以来维生素产品价格大幅下行对2019年损益形成较大冲击。

2. 所有者权益稳定性偏弱。截至2019年底，公司归属于母公司权益中未分配利润占77.14%，未来股利分配政策调整或影响所有者权益结构稳定性。

3. 公司有息债务规模快速增长，考虑到地产项目及在建项目未来仍需较大规模投资，债务负担或将持续加重。截至2019年底，受地产项目及在建项目持续投入影响，公司全部债务较上年底大幅增长63.74%至132.82亿元；截至2020年3月底，公司在建项目尚需投入50.24亿元，地产项目尚需投入17.30亿元。

4. 以关联方拆借为主的其他应收款规模大，对公司资产质量及流动性形成制约。截至2020年3月底，其他应收款24.68亿元，占流动资产11.17%，构成主要为对关联方的资金拆借款。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	91.31	41.69	70.34	70.97
资产总额(亿元)	285.32	330.10	403.13	410.53
所有者权益(亿元)	166.96	192.35	208.08	217.54
短期债务(亿元)	43.69	68.66	85.59	81.47
长期债务(亿元)	36.35	12.46	47.22	51.11
全部债务(亿元)	80.03	81.12	132.82	132.58
营业收入(亿元)	91.33	120.08	114.95	32.85
利润总额(亿元)	23.57	40.11	29.83	10.90
EBITDA(亿元)	28.63	47.24	40.87	--
经营性净现金流(亿元)	13.17	44.73	22.90	0.91
营业利润率(%)	45.36	52.09	49.72	50.89
净资产收益率(%)	11.24	17.57	11.75	--
资产负债率(%)	41.48	41.73	48.38	47.01
全部债务资本化比率(%)	32.40	29.66	38.96	37.87
流动比率(%)	243.22	179.53	160.03	170.61
经营现金流流动负债比(%)	16.54	42.36	16.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.32	13.90	6.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.80	1.72	3.25	--

公司本部 (母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	45.34	46.40	53.02	52.03
所有者权益(亿元)	18.51	19.55	26.16	27.26
全部债务(亿元)	24.68	24.38	24.08	24.15
营业收入(亿元)	0.04	0.04	0.04	0.01
利润总额(亿元)	4.32	3.72	7.82	1.10
资产负债率(%)	59.18	57.87	50.65	47.60
全部债务资本化比率(%)	57.15	55.50	47.92	46.97
流动比率(%)	184.65	181.92	136.16	140.83
经营现金流流动负债比(%)	4.47	-2.41	-0.92	--

注: 1. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计; 2. 合并口径长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务; 3. 其他流动负债和其他应付款中的有息债务已调整至短期债务; 截至 2018 年底“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”已调整至短期债务

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 新和成 CP001	A-1	AA ⁺	稳定	2020/02/21	杨晓丽 杨 恒	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 新和成 CP001	A-1	AA ⁺	稳定	2019/08/21	杨晓丽 杨 恒	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由新和成控股集团有限公司（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。如有利益冲突情形，请按照公司要求披露。

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。

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。

新和成控股集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于新和成控股集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为创建于1988年的新昌县合成化工厂。1999年4月，经浙江省政府批准，公司完成股份制改革，新昌县合成化工厂发起设立浙江新和成股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字（2004）60号文核准，公司子公司浙江新和成股份有限公司（以下简称“新和成股份”，截至2020年3月底，公司持股48.55%，无股权质押）于2004年6月2日采用全部向二级市场投资者定价配售方式首次公开发行人民币普通股A股3000万股，在深交所挂牌交易，股票简称为新和成（股票代码：002001）。2009年，公司更名为现名。截至2020年3月底，公司实收资本1.20亿元。胡柏藩先生为公司实际控制人，直接及间接持有公司61.81%的股份。

公司经营范围包括：实业投资、货物进出口（法律行政法规禁止项目除外，法律法规限制项目凭许可证经营）；生产销售：化工产品、医药中间体、化工原料（以上经营范围涉不含化学危险品、易制毒品、监控化学品）。公司旗下共有精细化工、医药健康、新材料、机械、房地产、教育、投资等七大业务。

截至2019年底，公司（合并）资产总额403.13亿元，所有者权益合计208.08亿元（包含少数股东权益94.69亿元）；2019年，公司实现营业收入114.95亿元，利润总额29.83亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额410.53亿元，所有者权益合计217.54亿元（含少数股东权益99.52亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入32.85亿元，利润总额10.90亿元。

公司注册地址：浙江省新昌县羽林街道江北

路4号；法定代表人：胡柏藩。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司存续债券为“19新和成CP001”。截至目前，上述债券所募集资金已按照指定用途使用完毕。

表1 公司存续短期融资券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19 新和成 CP001	5	5	2019/08/30	2020/08/30

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

（1）宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9

PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模。4.城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数。

资料来源：国家统计局、Wind、联合资信整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业

企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失

业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环

境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供

供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

公司所处行业属于以精细化工为主的医药制造行业，主要涉及以维生素产品为代表的营养品板块和香精香料板块。

(1) 维生素

维生素是医药与保健品市场的大宗产品之一，主要应用于医药、营养保健品、食品、化妆品、饲料等领域。2018年维生素整体景气度高，企业盈利情况良好，市场上此前投建的新产能、原有闲置产能或扩建产能在2019年逐步释放，除计价大厂商的新建/置换产能外，行业新进入者的新建产能亦对市场竞争格局造成冲击，但即使新

建产能能够顺利投产，大部分新工厂在原材料、工艺、成本、营销等方面与原有企业存在差距，市场竞争力不强，仍以低水平重复建设为主，维生素行业的寡头垄断格局未发生改变。

从供应端来看，中国为全球维生素行业最大的生产国，各品种维生素基本以中国为主要产地，13种常见维生素中，有4种B族维生素的产地完全为中国，而国外生产量占比较大的有VA、VE、VB3及VB2。

新冠肺炎疫情影响下，国内复工复产进度大幅领先于国外，维生素行业在国内的生产线供应已基本恢复正常，但全球疫情仍未达到拐点，就目前而言国外生产线受影响较大。因此，从疫情影响的角度考虑，国外产能占比高的品种，尤其是国外产能占比超过40%的VA和VE将面临较严重的供需失衡，国内供应商开工及出口占比有望增加。

VA 供需格局

VA下游主要用于饲料，占比超过80%，饲料需求中最主要的为猪饲料，占VA饲料消耗中的40%，其次为肉禽和蛋禽料，分别占30%和15%。

据中国产业信息网统计，2019年VA全球产能约36000吨（折合50万IU），其中新和成、帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、金达威等企业为业内龙头企业，占据主要市场份额。VA行业技术壁垒高，近十年来无新进入者，全球供需格局比较稳定。全球VA需求量保持2%~5%的稳定增长，开工率常年维持在80%以上，VA行业处于良好的供需格局中。目前全球VA有扩产计划的厂商共2家，分别为巴斯夫和金达威，其中巴斯夫1500吨产能（280万IU/g）预计2020年投产，折合VA（50万IU/g）8400吨，金达威800吨产能（250万IU/g）预计2021年投产，折合VA（50万IU/g）4000吨，届时全球VA（50万IU/g）产能将达近5万吨/年。

新冠肺炎疫情对欧洲国家影响较大，VA主要生产商帝斯曼和巴斯夫产能均位于欧洲，国外产能受限将一定程度提升国内生产企业订单需求。

VE 供需格局

VE是全球市场规模最大的维生素之一，其下游主要应用于饲料行业，医药化妆品行业及食品

饮料行业，其中饲料行业用量最大，占比达 67%，后两者的占比分别为 28%和 5%。公开资料显示，2019 年全球 VE 产能维持在 13 万吨左右（以 VE 油计），由于在饲料中添加量的增长，全球 VE 需求约 7.4 万吨，其中国内需求约 1.2 万吨，需求年增速约为 3%，行业整体处于供过于求的格局，国内供应商大部分产量供出口。根据海关总署统计，近年来中国 VE 出口数量基本呈现稳步增长的趋势，2019 年由于非洲猪瘟疫情影响，下游需求偏弱，VE 出口量下降。中国 VE 主要出口至美国、德国等国家，两国出口占比合计超 50%。

VE 的生产具有较高的壁垒，合成反应步骤多、工艺路线长，技术要求高、资金壁垒高、产业链配套要求高。因此，长期以来全世界只有少数几个企业生产 VE。

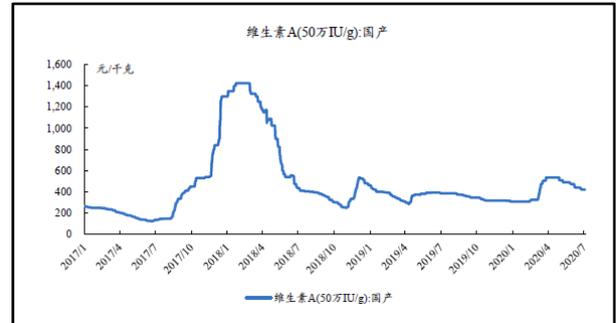
全球 VE 主要厂商产能约 12 万吨/年，2018 年主要 VE 厂商总产量约 8.35 万吨，开工率约 70%。2019 年，帝斯曼支付现金购买能特科技 VE 业务子公司益曼特 75%股权，收购完成后，帝斯曼产能超过 4 万吨/年，行业集中度进一步提升。几家主要供应商中，帝斯曼和巴斯夫主要生产医药级高端产品。

帝斯曼对能特科技的收购使得 VE 行业集中度进一步提升，行业格局进一步优化。此外，短期内 VE 国内外产能均出现不同程度收缩，国内方面，帝斯曼收购能特科技后启动了对益曼特相关设施、资产及营运升级，将对生产造成影响；国外方面，疫情在欧洲的蔓延或一定程度上影响帝斯曼和巴斯夫的生产，造成 VE 产能收缩。

从主要维生素产品价格走势来看，2018 年以来，VE 和 VA 价格在中重利空条件下出现较大幅度下调。一方面，2018 年 4 月份以来，巴斯夫工厂已经逐步恢复重要基础原料柠檬醛的生产，VA 和 VE 供应于 6 月份恢复，引发市场价格迅速下调；另一方面，2018 年以来，中国生猪养殖存栏下降，效益持续低迷，饲料消费形势欠佳牵制维生素市场需求增长，也促使维生素价格继续回落。基于上述因素影响，VA 价格区间为 110 元/千克至 1500 元/千克，VE 价格区间为 35 元/千克至 140 元/千克。受非洲猪瘟疫情影响，2019 年维生素价格普遍下跌。VA 全年均价 357.5 元/公斤，同比下

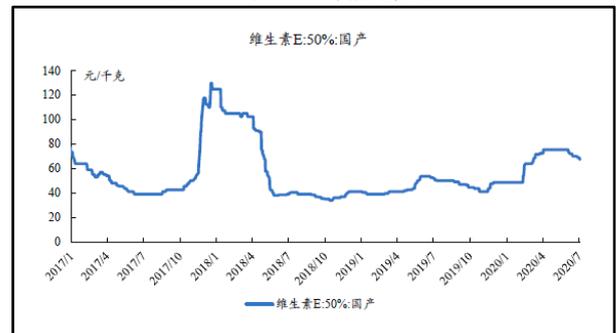
滑 49.2%，VE 全年均价 45.5 元/公斤，同比下滑 23%。随着生猪存栏量触底回升，加之疫情导致国内外竞争对手减产，2020 年一季度 VA 均价同比基本稳定，VE 均价同比增长 50.9%至 60.2 元/公斤。

图 1 国产 VA 价格走势



资料来源：Wind资讯

图 2 国产 VE 价格走势



资料来源：Wind资讯

（2）香精香料

香精香料指具有香气和香味、用于调配香精的物质香料以及以多种天然香料和合成香料为主要原料，并与其他辅料一起制成的具有一定香型的复杂混合物，主要用于各类加香产品中的香精。

目前，冷饮饮料应用约占食用香精香料总量的 51%，糖果烘焙应用约占 25%，调味品应用约占 17%，其他应用约占 7%。广泛的应用范围为食用香精香料提供了广阔的市场空间。功能食品、方便食品、速冻食品以及微波食品的兴起和推广，为食用香精香料的发展开辟了更为广阔的市场前景。另外，随着生活节奏的加快及旅游业的发展，方便食品也有较大发展，从而带动了新型复合调味料同步发展，调味香精市场看好。

良好的前景引发了香精香料行业的激烈竞争，各香料香精公司纷纷抢占市场，目前中国香

精香料市场主要面临如下问题：（1）香精的品种单一；（2）香精质量有待进一步提高，部分香精香味不典型或香气不足、不稳定；（3）食用香精的生产呈现出小型化、个体化的倾向；（4）香精香料企业需要加强企业管理，急需有关香料香精行业的政策法规出现。

2. 区域经济环境

浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，为公司提供良好的外部发展环境。

2019年，浙江省全年地区生产总值（GDP）62352亿元，比上年增长6.8%。其中，第一产业增加值2097亿元，第二产业增加值26567亿元，第三产业增加值33688亿元，分别增长2.0%、5.9%和7.8%，第三产业对GDP增长的贡献率为58.9%。三次产业增加值结构由上年的3.5：41.8：54.7调整为3.4:43.6:53.0。人均GDP为107624元（按年平均汇率折算为15601美元），同比增长5.0%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司实收资本为1.20亿元，实际控制人胡柏藩先生，直接及间接持有公司61.81%的股权。

2. 企业规模及竞争力

公司在营养品（VA、VE及蛋氨酸）生产方面已经形成了较为完备的产业链，技术资源和研发能力领先，主要产品VE和VA市场地位高，竞争优势突出。

公司是一家集医药化工、教育、新材料、房地产和投资等业务板块于一身的多元化大型控股集团公司。公司曾获“中国医药工业百强企业”的国家级荣誉，荣获绍兴市人民政府授予的“龙头企业突出贡献奖”。

公司在国内首先实现VE中间体三甲基氢醌和异植物醇的工业化生产；通过自主创新生产工艺，实现VA规模化生产，VA生产与销量稳居国内前列。公司于2001年成功研制维生素中生产难度最大的VH，填补了国内空白。从全球范围来看，

根据中国产业信息网披露，VE全球产能主要分布在帝斯曼、巴斯夫、新和成和浙江医药，公司为全球主要的VE生产企业，行业地位突出。

目前，公司在山东潍坊、浙江上虞、浙江新昌、黑龙江绥化等地建立了现代化生产基地，主导的香精香料产品应用覆盖日化、食品和医药等各大领域，主要产品包括芳樟醇系列、叶醇系列、柠檬醛等。营养品和香精香料在生产工艺、上下游购销方面存在类同，香精香料主要产品（柠檬醛等）也是营养品生产的中间原料之一，相比国内外同业竞争者，公司营养品和香精香料产品受益于较为完备的产业链，毛利率水平较高。

公司拥有国家级企业技术中心、超临界反应实验室、国家级博士后科研工作站、浙江省首批外国专家工作站，配备了核磁共振、等离子体发射光谱仪等先进设备，掌握了超临界反应、高真空精馏、连续化反应等先进技术，科研能力在国内同行业中处于领先地位。

表5 近年新和成股份研发投入情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
研发投入	4.57	4.34
占营业收入比重	5.26	5.70

资料来源：新和成股份年报

3. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：3306050000294001），截至2020年6月24日，公司本部无未结清不良信贷信息记录，存在12笔已结清关注类贷款，形成原因为公司与新昌农商银行（原浙江新昌农村合作银行）存在借贷关系，公司是该银行参股股东，故公司从该银行处获得已偿还和未偿还贷款均被列为关注类贷款。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入和盈利能力受医药化工产品价格走势影响显著，存在较大波动。2019年，受维生素价格下跌影响，公司营业收入及毛利率呈下滑趋势；2020年以来，受新冠肺炎疫情对海外企业生产经营影响，维生素产品价格上升，助推公司实现业绩同比大幅增长。

2019年，公司实现营业收入114.95亿元，同比下降4.27%，主要系主导维生素产品价格下降所致。分板块看，公司医药化工业务实现收入99.60亿元，同比下降6.55%，占公司营业收入的86.64%；其中营养品（VA、VE及蛋氨酸）实现收入47.08亿元，同比下降17.94%，主要系2019年一季度维生素产品（主要是VA）价格较往年大幅上涨，且公司签订长单锁定前期高价，带动当期收入大幅增长，而2019年VA价格逐渐回归所致；香精香料实现收入17.93亿元，同比下降14.05%，主要系部分产品价格下降所致；医药及保健品实现收入24.22亿元，同比增长19.78%，主要系销量增长所致；新材料业务差异化销售实现突破带动其他医药化工业务（新材料和原料药）实现收入10.37亿元，同比增长27.71%。房地产业务是公司营业收入的补充，受房地产项目收入

确认差异影响，公司房地产业务收入有所波动，2019年为8.60亿元，同比增长9.69%，占营业收入的7.48%。教育和其他业务收入占营业收入比重较小。

毛利率方面，2019年，受主导维生素产品价格下降影响，公司综合毛利率同比减少4.18个百分点至51.27%。其中，营养品毛利率为49.13%，同比减少8.07个百分点；香精香料产品毛利率为56.41%，同比增加2.19个百分点，主要系原材料成本下降、工艺改进及管理提高等带来的成本下降；受销量增长带动收入增加影响，公司医药及保健品毛利率同比小幅增长至75.58%；房地产项目销售毛利率为36.32%，同比下降4.80个百分点；教育业务受公司对下属大学师资投入差异影响，毛利率有所下滑，2019年为20.67%。

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情影响，海外工厂生产受限，维生素及蛋氨酸等营养品价格上涨，带动公司实现营业收入同比增长31.66%至32.85亿元，综合毛利率为51.54%，同比增加2.88个百分点。其中，营养品实现收入18.80亿元，同比大幅增长76.69%；毛利率为53.27%，同比增加8.70个百分点；医药及保健品实现收入5.88亿元，同比增长13.29%；毛利率为74.96%，同比略有增加；香精香料及高分子新材料业务同比变动不大。

表6 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2018年			2019年			2020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
医药化工	106.58	88.76	57.81	99.60	86.64	54.45	32.08	97.65	55.39
其中：营养品	57.37	47.78	57.20	47.08	40.95	49.13	18.80	57.23	53.27
香精香料	20.86	17.37	54.22	17.93	15.60	56.41	4.92	14.96	51.70
医药及保健品	20.22	16.84	74.54	24.22	21.07	75.58	5.88	17.90	74.96
其他	8.12	6.76	29.66	10.37	9.02	25.91	2.48	7.55	32.41
房地产	7.84	6.53	41.12	8.60	7.48	36.32	0.31	0.93	32.88
教育	3.96	3.30	23.57	4.34	3.78	20.67	0.28	0.84	-292.73
其他	1.70	1.42	48.04	2.41	2.10	28.04	0.19	0.58	0.58
合计	120.08	100.00	55.45	114.95	100.00	51.27	32.85	100.00	51.94

注：1. 医药化工板块项下其他业务指高分子新材料及原料药；2. 各项汇总与合计数之差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 医药化工

（1）营养品、香精香料及其他业务

营养品及香精香料业务为公司主业核心利润

来源，2019年公司维生素产品销量同比保持增长，一定程度缓解产品价格大幅下滑对业绩带来的影响。2020年一季度，受益于维生素行业景气度上

行及下游需求增长,公司业绩同比得到大幅提升。

公司医药化工板块项下营养品、香精香料及其他业务经营主体为新和成股份。新和成股份主要从事营养品、香精香料、高分子新材料和原料药的生产及销售。营养品产品方面,新和成股份成功研制出多种饲用、人用添加剂,主要产品包括 VA、VE、VD3、生物素、虾青素、辅酶 Q10、蛋氨酸等;香精香料产品方面,新和成股份各大类产品已经与全球最顶尖香精公司、日化品公司取得战略合作,产品应用覆盖日化、食品和医药等各大领域,主要产品包括芳樟醇系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、柠檬醛、覆盆子酮系列;新材料包括聚苯硫醚(PPS)和高温尼龙(PPA),原料药主要是氟氧头孢钠、盐酸莫西沙星等。截至 2019 年底,新和成股份资产总额 285.02 亿元,所有者权益 169.01 亿元;2019 年,新和成股份实现收入 76.21 亿元,利润总额 25.69 亿元。截至 2020 年 3 月底,新和成股份资产总额 290.62 亿元,所有者权益 178.15 亿元;2020 年 1—3 月,实现营业收入 26.20 亿元,利润总额 10.48 亿元。2019 年,营养品和香精香料业务实现收入合计 65.01 亿元,占新和成股份营业收入的 85.30%。

原材料采购

新和成股份营养品生产所需原材料主要包括二乙甲酯、丙酮、电石、白炭黑、明胶、葡萄糖浆等,其中二乙甲酯、丙酮为香精香料共用原料,电石作为基础原料。

在采购模式方面,跟踪期内,新和成股份营养品和香精香料原辅材料持续通过总部集中统一采购,形成规模和信息优势,通过比价、招标方式、市场预测等多种手段控制成本;同时在积极开发新渠道的过程中,通过与现有供应商签订年度框架供货协议的方式保证供货安全。

表 7 营养品主要原材料采购情况(单位:吨、元/千克)

项目		2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
原料一	数量	20130.22	16418.48	2366.28
	均价	11.45	8.11	7.38
原料二	数量	25713.43	34356.55	10603.15
	均价	4.75	3.44	4.82
原料三	数量	18825.20	35040.63	9412.08
	均价	3.56	3.37	3.27
原料四	数量	19093.63	15262.52	5093.16

	均价	6.19	8.21	7.99
原料五	数量	13897.02	18066.34	2738.00
	均价	6.10	4.83	3.91

注:部分香精香料采购材料与营养品一致
资料来源:公司提供

新和成股份采购原材料种类多,采购渠道健全,降低了对单一供应商的依赖程度,具有市场议价能力。2019 年,新和成股份前五大供应商采购占比 6.49%(2018 年为 12.26%),集中度进一步降低。

表 8 2019 年新和成股份前五名供应商情况(单位:亿元、%)

名称	采购金额	采购占比	关联方
供应商一	1.38	1.43	否
供应商二	1.33	1.39	是
供应商三	1.29	1.35	否
供应商四	1.16	1.21	否
供应商五	1.06	1.11	否
合计	6.23	6.49	--

资料来源:新和成股份年报

新和成股份与供应商结算方式采用国际国内信用证、银行承兑汇票、现汇等方式支付货款,按月集中结算,供应商提供合格税票后,根据合同或协议规定账期通常为 15~60 天。新和成股份原材料采购主要以国内为主,国外采购较少;其中国内采购比例在 90%左右。

生产及销售

生产基地布局方面,新和成股份共有四大生产基地。按照规划,当前新昌园区从事维生素及部分原料药生产,未来专做原料药业务;上虞园区目前主营营养品和新材料业务,未来专注于新材料业务;潍坊园区主营香精香料、蛋氨酸业务,未来将持续做大营养品业务,并保持香精香料业务的稳步发展;黑龙江生物发酵产业园一期项目处于试车阶段,预计 2020 年下半年正式投产,专注于水溶性维生素产品。

新和成股份目前已具备柠檬醛产能 8000 吨/年,可以实现 VA 原料柠檬醛的自我配套,不仅可以降低成本,而且可以减轻原料供应市场波动对其 VA 生产的影响;后续随着山东基地蛋氨酸产能逐渐释放,产品竞争力有望持续提升。

在生产模式上,跟踪期内新和成股份生产组

织主要采取“订单生产”模式；在销售模式上，新和成股份营养品均采用直销模式，以外销为主，主要出口欧洲、东南亚、美洲等国家和地区。

表 9 新和成股份销售分布情况（单位：亿元、%）

区域	2018 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
国外	58.06	59.60	44.10	50.77
国内	28.77	40.82	32.11	42.48

资料来源：新和成股份年报

在结算模式上，新和成股份与主要销售客户保持长期稳定合作关系，一般客户采用收到全额货款后发货、预付 20%—30%的定金、定期结算等相结合的销售结算模式。在下游客户分类上，新和成股份设立客户信用分级制度，不同的客户信用比例不一样。销售的具体结算方式是 80%电汇，20%信用证、托收，信用周期国内 60 天、国外 90 天左右。香精香料结算方面，新和成股份与主要销售客户保持长期稳定关系，通常采取赊销、预付等相结合的销售结算模式，客户回款期一般在 2—3 个月左右。新和成股份销售集中度一般，2019 年前五大客户销售占比为 17.23%。

表 10 2019 年新和成股份前五名客户情况（单位：亿元、%）

名称	销售金额	销售占比	关联方
客户一	5.46	7.16	否
客户二	3.10	4.07	否
客户三	1.66	2.18	否
客户四	1.55	2.03	否
客户五	1.36	1.79	否
合计	13.13	17.23	--

资料来源：新和成股份年报

受非洲猪瘟疫情影响，2019 年维生素需求小幅下滑，当年维生素价格呈下跌趋势。2019 年，新和成股份营养品实现收入 47.08 亿元，同比下降 17.94%；毛利率为 49.13%，同比减少 8.07 个百分点。其中主要产品 VA、VE 销售均价分别为 360 元/千克和 45 元/千克，同比分别下跌约 50.00%和 25.00%，其他维生素产品价格同比亦大幅下降。2018 年一季度维生素价格处于较高水平，主要由于海外供给限制，随着供给的恢复，维生素价格进入下跌通道。2019 年，新和成股份医药化工销

销量为 17.73 万吨，同比增长 26.85%，一定程度缓解产品价格下跌的影响。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，海外维生素供应受限，市场需求增加，新和成股份维生素产品价格大幅上涨，产销量同比均有所提升。

表 11 新和成股份医药化工及其他产品产销情况

（单位：吨、%）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
医药化工	销售量	139759.89	177279.75	58744.31
	生产量	141326.08	183551.30	62635.09
	产销率	98.89	96.58	93.79
其他	销售量	10969.56	14157.71	2996.57
	生产量	9701.28	14775.50	3829.00
	产销率	113.07	95.82	78.26

注：1. 新和成股份医药化工产品主要指营养品、香精香料及蛋氨酸，其他产品主要为 PPS、PPA 等新材料产品；2. 2019 年以来公司医药化工及其他产品产销率下降系新生产线增量及备货增加所致
资料来源：公司提供

（2）医药及保健品

跟踪期内，公司医药及保健品实现销售增长，盈利能力保持稳定。

公司医药及保健品的生产主体为子公司北京福元医药股份有限公司（以下简称“北京福元医药”），公司直接及间接持有其 49.91%的股份（无股权质押）。北京福元医药现有 30 余个品规国家级的新药和原料药，在研特批国家级新药 20 个，新药研发中心计划未来十年内每年开题 15 个品种研发项目。截至 2019 年底，北京福元医药资产总额 17.29 亿元，所有者权益 8.64 亿元；2019 年实现营业收入 24.22 亿元（2018 年为 20.22 亿元），净利润 2.18 亿元（2018 年为 2.12 亿元）。

跟踪期内，受多项医改政策因素影响，市场竞争加剧，北京福元医药主要医药保健品产品均价出现不同程度下滑。2019 年，北京福元医药加大市场开拓力度，实现销量提升，进而带动收入同比增长 19.78%；毛利率为 75.58%，同比小幅增长。2020 年 1—3 月，北京福元医药实现收入 5.88 亿元，同比增长 13.29%，主要系新冠肺炎疫情影响下销量增加所致，毛利率为 74.96%，同比变化不大。

表 12 公司主要医药保健品产品销售情况

(单位: 万盒、元/盒/件/支)

药品	项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
肾病类	数量	245.86	284.33	63.78
	均价	125.72	120.57	121.05
心血管类	数量	1695.85	1308.29	287.57
	均价	20.70	13.09	13.58
医用耗材类	数量	1260.87	1375.73	207.81
	均价	16.27	14.29	13.27
营养保健类	数量	24550.51	33064.74	8879.19
	均价	2.59	1.07	1.06
保胎类药	数量	929.76	1355.49	207.56
	均价	16.31	10.38	10.70

资料来源: 公司提供

3. 房地产

跟踪期内, 公司房地产业务收入同比增长, 剩余可售面积规模较大。

房地产业务是公司营业收入的补充, 近年来受房地产项目收入确认周期差异影响, 房地产收

入有所波动, 2019 年实现收入 8.60 亿元, 同比增长 9.66%; 毛利率为 36.32%, 同比减少 4.80 个百分点。截至 2019 年底, 公司房地产项目累计回笼资金 84.71 亿元, 其中 2019 年销售回款 10.18 亿元。

2020—2022 年, 公司房地产业务预计可分别回笼资金 11.38 亿元、10.41 亿元和 9.52 亿元。截至 2020 年 3 月底, 公司房地产项目累计回笼资金 86.05 亿元, 其中 2020 年 1—3 月销售回款 1.34 亿元。截至 2020 年 3 月底, 公司房地产剩余可供销售面积 44.08 万平方米, 未来公司将用部分销售回款覆盖后续在建项目投资支出。

公司在建和拟建房地产项目计划总投资金额 99.35 亿元, 截至 2020 年 3 月底已完成投资 82.05 亿元, 尚需投资金额 17.30 亿元。其中, 2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年计划投资分别为 8.18 亿元、4.37 亿元和 1.56 亿元。

表 11 截至 2020 年 3 月底公司房地产开发情况 (单位: 万平方米、亿元、%)

项目名称	位置	物业形态	权益比例	总建筑面积	可售面积	已售面积	均价	计划投资	已完成投资	尚需投资	未来投资计划		
											2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
北京和成璟园	北京	小高层住宅	70	15.97	13.97	12.48	3.19	14.03	14.03	--	--	--	--
新昌和成璟园	新昌	住宅+写字楼	100	36.32	31.21	28.87	0.81	17.12	17.12	--	--	--	--
博鳌海御	海南	酒店、公寓	100	8.23	7.62	4.23	1.27	8.04	7.90	0.14	0.14	--	--
长白山红松溪谷	吉林	酒店、住宅	70	4.96	4.49	0.78	0.80	4.86	3.70	1.16	--	--	--
潍坊新和成小镇	潍坊	住宅、商业	100	14.03	13.98	0.72	0.50	12.95	6.16	6.79	3.39	1.52	1.00
上海新未来	上海	小高住宅	60	8.92	7.08	--	未售	16.36	12.58	3.78	1.40	2.00	0.38
上海华成名邸	上海	小高层住宅	50	18.63	16.49	9.47	1.42	13.38	13.14	0.24	0.24	--	--
杭州湾和成璟园	上虞	小高层住宅	100	16.14	9.90	7.42	0.67	8.95	5.65	3.30	1.12	0.85	0.18
绥化未来派	绥化	住宅、商业	100	7.86	7.81	4.50	0.48	3.66	1.77	1.89	1.89	--	--
合计	--	--	--	131.06	112.55	68.47	--	99.35	82.05	17.30	8.18	4.37	1.56

注: 数据差异系四舍五入所致

资料来源: 公司提供

4. 教育

公司教育业务经营主体为绍兴越秀教育发展有限公司 (以下简称“越秀教育”), 主要下属控股单位为浙江越秀外国语学院。越秀教育成立于 2001 年, 注册地址绍兴市阳明路, 法定代表人胡柏藩。公司主营教育投资、高校后勤服务。截至 2019 年底, 越秀教育资产总额为 13.01 亿元, 净资产 9.70 亿元, 2019 年实现营业收入 4.34 亿元, 净利润 0.78 亿元。截至 2020 年 3 月底, 越秀教育资产总额为 12.57 亿元, 净资产 8.78 亿元, 2020

年 1—3 月, 越秀教育实现营业收入 0.28 亿元, 同比下降 18.52%, 主要系财政结报返还时间不一致所致; 实现净利润-0.91 亿元, 同比略有下降。

5. 经营效率

2019 年, 公司销售债权周转次数为 4.59 次, 同比略有增长; 存货周转次数和总资产周转次数同比略有下降, 分别为 1.02 次和 0.31 次。

6. 未来发展及在建项目

考虑到年产25万吨蛋氨酸项目已通过非公开发行方式募集所需主要资金，未来投资压力有所缓解，但仍存在较大资金需求。

公司未来发展展望和经营计划：第一，着力稳定原有营养品业务，保持市场地位和市场占有率，香精香料产品业务保持稳定发展；第二，公司将抓紧氨基酸项目的建设，加快新材料产品（PPS项目、高温尼龙PPA项目）的销售拓展；

第三，加大研发力度，积极研发新项目、新产品，提升产品核心竞争力，以市场为导向，不断升级优化现有产品，满足市场各级需求；第四，公司将推进营销创新、提升研发效率，择机开展收购兼并工作。

截至2020年3月底，公司在建项目（未含房地产）计划投资总额为125.89亿元，已完成投资75.65亿元，未来尚需投资50.24亿元，主要用于年产25万吨氨基酸项目建设。

表 14 截至 2020 年 3 月底公司主要投资项目情况（单位：亿元）

投资主体	项目名称	投资总额	资金来源		累计投入	2020年4月以后拟投资额
			贷款	自筹		
越秀教育	镜湖校区	13.00	5.00	8.00	10.48	2.52
新和成股份	山东营养品项目	21.33	10.00	11.33	20.06	1.27
	年产25万吨蛋氨酸项目	53.70	-	53.70	12.21	41.49
	黑龙江工业园一期项目	35.74	18.00	17.74	32.27	3.47
北京福元医药	沧州基地建设工程	2.12	1.00	1.12	0.63	1.49
合计		125.89	34.00	91.89	75.65	50.24

注：年产25万吨蛋氨酸项目具体投资计划可能因新和成股份非公开发行计划调整
资料来源：公司提供

年产25万吨蛋氨酸项目

年产25万吨蛋氨酸项目实施主体为新和成股份全资子公司山东新和成氨基酸有限公司，投资总额53.70亿元，目前已通过新和成股份募集资金48.67亿元用于项目建设。项目利用厂区现有土地，建设年产25万吨蛋氨酸项目生产及配套公用辅助工程，加上已建成的5万吨项目产能，公司将形成30万吨的蛋氨酸产能。项目建设期为4年，据新和成股份初步测算，项目售后内部收益率为14.76%，税后投资回收期为9.64年（含建设期4年）。目前，公司年产5万吨蛋氨酸项目实现满负荷生产；25万吨蛋氨酸项目中年产10万吨生产线建设工作按计划推进，各装置陆续进入试车阶段；剩余年产15万吨生产线建设计划在10万吨装置试车完成后视情况启动。

山东营养品项目

山东营养品项目实施主体为新和成股份全资子公司山东新和成维生素有限公司，主要建设项目为2万吨/年营养品，项目投资总额21.33亿元，建设周期2年，截至目前已完成投资20.06亿元。经新和成股份初步测算，项目达产达效后，可实现营业收入17.83亿元，项目投资回收期（税后）预

计为7.27年，项目内部收益率（税后）为15.54%。跟踪期内，山东营养品项目试生产工作进展顺利，已完成达产验收。

黑龙江工业园一期项目

黑龙江工业园一期项目实施主体为新和成股份全资子公司黑龙江新和成生物科技有限公司，项目计划总投资35.74亿元，属玉米深加工领域，涵盖绿色饲料（食品）添加剂、高端维生素、营养品等系列高附加值项目建设，以及公用工程、环保中心、物流中心配套设施投入。资金来源于贷款+自筹，建设周期2年。经新和成股份初步测算，项目达产达效后（税后），营业收入约20亿元，项目投资回收期（税后）预计为7.80年，项目内部收益率（税后）约为14.30%。截至目前，该项目处于试车阶段，预计2020年下半年正式投产；试车正常后再考虑二期项目投资。

九、财务分析

公司提供了2019年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该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。公

司提供的 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

从合并范围看，截至 2019 年底，公司合并范围内主要一级子公司共计 13 家，较上年底减少 2 家，分别为（转让）浙江和际投资管理有限公司和（注销）绍兴格绿维环保科技有限公司。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围内主要一级子公司较 2019 年底无变化。总体看，公司合并范围变化对财务报表可比性不构成重大影响。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 403.13 亿元，所有者权益合计 208.08 亿元（包含少数股东权益 94.69 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 114.95 亿元，利润总额 29.83 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 410.53 亿元，所有者权益合计 217.54 亿元（含少数股东权益 99.52 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 32.85 亿元，利润总额 10.90 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，随着在建项目持续投入及业务发展，公司资产总额较快增长，构成以流动资产为主。现金类资产充裕，但存货（以房地产开发成本及开发产品为主）和其他应收款占比大，对资产流动性形成制约。

截至 2019 年底，公司资产总额 403.13 亿元，较上年底增长 22.12%；公司资产中流动资产占 53.77%，非流动资产占 46.23%。

截至 2019 年底，公司流动资产为 216.77 亿元，较上年底增长 14.34%，主要系货币资金、交易性金融资产及存货增长所致；流动资产主要由货币资金（占 22.97%）、其他应收款（合计）（占 11.78%）、存货（占 27.66%）和其他流动资产（占 17.47%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 49.79 亿元，较上年底增长 35.60%，主要系理财产品到期所致；货币资金主要由银行存款（占 95.48%）和其他流动资金（各类保证金，占 4.51%）构成；公司货币资金使用受限部分为 0.89 亿元，因用于借款等质押而受限。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产为 17.63 亿元，较上年底增加 17.27 亿元，主要系新和成股份保本浮动收益理财产品增加所致。

截至 2019 年底，公司应收账款为 20.31 亿元，较 2018 年底下降 6.52%，主要系收入规模下降所致；采用账龄组合计提坏账准备的应收账款余额中 1 年以内的占 90.60%；1~2 年的占 8.57%；累计计提减值准备 1.54 亿元，计提比例 7.03%。

截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）为 25.53 亿元，较上年底增长 6.60%，主要系对新昌县春禾投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“春禾投资”）的往来款增加所致。春禾投资为公司关联方，经营范围为投资管理；春禾投资后续将以其投资收益归还借款。公司其他应收关联方款项主要为应收春禾投资款项 16.70 亿元，应收新昌勤进投资有限公司款项 1.92 亿元、应收浙江三博聚合物有限公司（以下简称“三博聚合物”）款项 1.40 亿元以及应收浙江白云伟业控股集团有限公司 1.05 亿元。此外，公司将 2.05 亿元的委托理财列示于其他应收款项目，该笔理财本息已于 2020 年 3 月份到期收回。账龄组合中 1 年以内的占 72.02%，1~2 年的占 25.51%，账龄偏长。截至 2019 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 4.16 亿元，计提比例 14.02%；其中对三博聚合物的拆借款已全额计提坏账准备，计提原因为三博聚合物资金周转困难，回收风险较大。

截至 2019 年底，公司存货账面余额为 60.16 亿元，累计计提存货跌价准备 0.20 亿元，账面价值为 59.96 亿元，较上底增长 20.78%，主要系备货增加及房地产开发成本增加所致；公司存货主要由原材料（3.67 亿元）、在产品（8.54 亿元）、开发成本（30.56 亿元）、库存商品（8.29 亿元）和开发产品（7.39 亿元）构成。截至 2019 年底，公司存货使用受限部分为 13.55 亿元，其中 11.79 亿元用于公司借款抵押担保。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 37.87 亿元，较上年底下降 26.72%，主要系会计准则变化及理财产品到期所致；其他流动资产主要为银行理财产品及结构性存款（26.50 亿元）和预缴的增值税或待抵扣的增值税进项税（10.98 亿元）。

截至 2019 年底，公司非流动资产 186.36 亿元，较上年底增长 32.62%，主要来自固定资产和在建工程的增长；公司非流动资产以固定资产（占 51.59%）和在建工程（占 33.32%）为主。

截至 2019 年底,公司固定资产为 96.15 亿元,较上年底增长 34.40%,主要系山东产业园一期项目部分转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物(占 38.65%)和专用设备(占 57.47%)构成。公司固定资产中已有 2.60 亿元用于担保。

截至 2019 年,公司在建工程为 62.09 亿元,较上年底增长 75.00%,主要系黑龙江工业园一期项目及年产 25 万吨蛋氨酸项目等投入增加所致。

截至 2019 年,公司无形资产为 16.11 亿元,较上年底增长 4.06%,主要系土地使用权增加所致;无形资产主要为土地使用权(占 96.70%);公司无形资产中 1.03 亿元的土地使用权用于担保而受限。

截至 2020 年 3 月底,公司资产总额为 410.53 亿元,较 2019 年底增长 1.84%,资产构成较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底,公司货币资金为 54.58 亿元,较 2019 年底增长 9.63%,主要系理财到期所致;公司应收账款为 25.93 亿元,较 2019 年底增长 27.66%,主要系收入增长所致;公司在建工程为 66.04 亿元,较 2019 年底增长 6.35%,主要系新和成股份年产 25 万吨蛋氨酸项目、山东产业园一期项目、黑龙江生物发酵项目建设投入所致。

2. 负债及所有者权益

跟踪期内,受在建项目持续投入推动资金需求增加影响,公司有息债务规模快速增长,债务负担呈加重趋势。

(1) 负债

截至 2019 年底,公司负债总额为 195.04 亿元,较上年底增长 41.58%;其中流动负债占 69.45%,公司负债仍以流动负债为主。

截至 2019 年底,公司流动负债为 135.45 亿元,较上年底增长 28.27%,主要系短期借款、应付账款及其他流动负债增长所致;主要构成为短期借款(占 41.17%)、应付账款(占 14.68%)、其他应付款(合计)(占 11.64%)和一年内到期的非流动负债(占 8.67%)构成。

截至 2019 年底,公司短期借款为 55.77 亿元,较上年底增长 45.58%,主要系信用借款增加所致;构成为信用借款(42.60 亿元)、保证借款(6.70

亿元)、信用及保证借款(2.03 亿元)及信用及质押借款(3.91 亿元)、抵押借款(0.25 亿元)和抵押及保证借款(0.28 亿元)。

截至 2019 年底,公司应付账款为 19.89 亿元,较上年底增长 59.40%,主要系应付材料劳务款及工程设备款的增加所致。

截至 2019 年底,公司其他应付款(合计)为 15.77 亿元,较上年底增长 15.36%,主要为支付的往来款;其中支付关联方的往来款余额合计 3.80 亿元,公司其他应付款前五名余额合计 7.76 亿元,占比 49.21%。

截至 2019 年底,公司一年内到期的非流动负债为 11.74 亿元,较上年底下降 30.41%,主要系一年内到期的长期借款到期归还所致;构成为一年内到期的长期借款(8.27 亿元)和一年内到期的长期应付款(3.47 亿元)。

截至 2019 年底,公司非流动负债 59.59 亿元,较上年底增长 85.31%,主要系长期借款增长所致;非流动负债构成主要为长期借款(占 78.73%)和递延收益(占 19.39%)构成。

截至 2019 年底,公司长期借款为 46.92 亿元,较上年底大幅增加 37.99 亿元,主要系新和成股份借款增加所致。公司长期借款为信用借款(23.69 亿元)、抵押借款(5.51 亿元)和保证借款(17.36 亿元)和抵押及保证借款(0.36 亿元)。

截至 2019 年底,公司递延收益为 11.55 亿元,较上年底增长 22.02%,主要系政府补助增加所致。

截至 2020 年 3 月底,公司负债总额为 192.99 亿元,较 2019 年底下降 1.05%;负债构成较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底,公司流动负债中其他应付款(合计)为 17.26 亿元,较 2019 年底增长 9.43%,主要系应付往来款增加所致;一年内到期的流动负债为 11.74 亿元,较 2019 年底下降 32.44%,主要系借款到期归还所致;非流动负债中长期借款为 50.81 亿元,较 2019 年底增加 3.90 亿元,主要系新增借款用于项目建设所致。

有息债务方面,截至 2019 年底,公司全部债务 132.82 亿元,较上年底增长 63.74%;其中短期债务占 64.44%,占比较上年底减少 20.20 个百分点,主要系债务结构调整所致。截至 2020 年 3 月底,公司全部债务为 132.58 亿元,债务规模较

2019年底保持稳定;其中2020年到期金额为53.36亿元,占全部债务的40.25%;考虑到公司现金类资产较充裕,集中兑付压力一般。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司有息债务到期情况
(单位:亿元、%)

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后到期	小计
有息债务	53.36	29.40	11.20	38.62	132.58
占比	40.25	22.18	8.45	29.12	100.00

资料来源:公司提供

从债务指标看,截至 2019 年底,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均较上年底有所增长,分别为 48.38%、18.50% 和 38.96%。截至 2020 年 3 月底,公司上述三项指标分别为 47.01%、19.03% 和 37.87%。

(2) 所有者权益

公司所有者权益中未分配利润所占比重高,未来利润分配政策调整或对所有者权益结构稳定性形成影响,权益稳定性偏弱。

截至 2019 年底,公司所有者权益合计 208.08 亿元,较上年底增长 8.18%,主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2019 年底,公司归属于母公司权益合计中股本占 1.06%、资本公积占 20.74%、未分配利润占 77.14%;公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 54.49%,少数股东权益占 45.51%。

截至 2020 年 3 月底,公司所有者权益合计 217.54 亿元(含少数股东权益 99.52 亿元),较 2019 年底增长 4.54%,权益结构较 2019 年底变化不大。

3. 盈利能力

2019 年,受维生素产品价格回落影响,公司营业收入及盈利能力有所下滑;2020 年以来,受新冠肺炎疫情影响,国内外生产企业开工率不足,公司维生素产品量价齐升,推动业绩大幅增长。整体看,公司主业盈利能力受产品价格波动影响显著。

2019 年,公司实现营业收入 114.95 亿元,同比下降 4.27%;同期营业利润率为 49.72%,同比减少 2.37 个百分点,主要系 2019 年以来维生素价格大幅下滑所致。

2019 年,公司期间费用为 31.40 亿元,同比增长 19.30%,主要系销售费用和财务费用增长所致;公司发生销售费用 15.80 亿元,同比增长 20.07%,占营业收入的比重为 13.74%,同比增加 2.79 个百分点,主要系北京福元医药业务拓展费用增加所致;同期公司财务费用为 3.58 亿元,同比增加 2.00 亿元,主要系新和成股份借款增加所致。2019 年期间费用占营业收入的比重为 27.32%,公司期间费用控制能力有待提高。

2019 年,公司实现其他收益(政府补助)1.16 亿元,同比基本持平;实现投资净收益 3.51 亿元,同比增加 1.18 亿元,主要构成为处置金融工具取得的投资收益(1.03 亿元)、银行理财产品及结构性存款收益(1.71 亿元)。

2019 年,公司发生信用减值损失 1.32 亿元,主要为对三博聚合物计提的坏账损失。

2019 年,公司实现利润总额 29.83 亿元,同比下降 23.44%,主要系维生素产品价格下滑,营养品业务收入下降,以及期间费用增长所致;构成以经营性利润为主。

从盈利指标看,2019 年,公司总资本收益率和净资产收益率均呈下滑态势,分别为 8.33% 和 11.75%,同比分别减少 4.53 个百分点和 5.23 个百分点。

2020 年一季度,受新冠肺炎疫情影响,国内外生产企业开工率下降,中间体供应不畅,维生素产品价格大幅上涨,公司实现营业收入和利润总额分别为 32.85 亿元和 10.90 亿元,同比分别增长 31.65% 和 131.41%;同期营业利润率为 50.89%,同比增加 5.00 个百分点。

4. 现金流及保障

2019 年,受营业收入下滑相应贷款回笼减少影响,公司经营活动现金流净额有所下降,经营获现能力仍维持良好水平;公司通过借款以满足项目建设资金需求,考虑到在建项目未来仍需较大规模投入,对外融资需求大。

2019 年,公司经营活动现金流入为 120.01 亿元,同比下降 14.61%,主要营养品收入下滑相应贷款回笼减少及收到的其他与经营活动有关的现金减少综合所致。2019 年,公司经营活动现金流

出为 97.11 亿元,同比增长 1.36%;其中购买商品、接受劳务支付的现金为 48.34 亿元,支付给职工以及为职工支付的现金 19.11 亿元,支付其他与经营活动有关的现金 19.14 亿元。2019 年,公司经营产生的现金流量净额为 22.9 亿元,同比下降 48.80%。同期,公司现金收入比为 96.63%,同比减少 4.63 个百分点。

2019 年,公司投资活动现金流入为 57.09 亿元,同比大幅增加 45.15 亿元,主要系理财产品到期收回所致。2019 年,公司投资活动现金流出为 99.23 亿元,同比增长 6.61%;主要以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(49.88 亿元)和支付其他与投资活动有关的现金(购买理财产品及结构性存款)为主。同期,公司投资活动产生的现金净流出量为 42.15 亿元,同比下降 52.04%。

2019 年,公司筹资活动现金流入为 155.43 亿元,同比增长 141.55%,主要系借款增加所致。2019 年,公司筹资活动现金流出为 123.24 亿元,同比增长 73.71%,主要系偿还债务支付的现金增加所致。同期,公司筹资活动产生的现金流量净额为 32.19 亿元,同比增加 38.79 亿元。

2020 年 1—3 月,公司经营活动现金流入为 31.46 亿元,经营活动产生的现金流量净额为 0.91 亿元;公司投资活动现金流量净额为 3.73 亿元;筹资活动现金净流量为-0.09 亿元。

5. 偿债能力

公司主营维生素产品市场竞争力强,融资渠道通畅,现金类资产较为充裕,持有上市公司股权未质押,整体偿债能力很强。

从短期偿债能力来看,截至 2019 年底,公司流动比率和速动比率分别为 160.03%和 115.76%,同比均有所回落。截至 2020 年 3 月底,上述两项指标分别为 170.61%和 123.59%。2019 年,公司经营现金流动负债比为 16.91%,同比减少 25.45 个百分点。截至 2020 年 3 月底,公司现金类资产为短期债务的 0.87 倍。

从长期偿债能力来看,2019 年公司 EBITDA 为 40.87 亿元,EBITDA 利息倍数为 6.37 倍,全部债务/EBITDA 为 3.25 倍,EBITDA 对利息覆盖

程度高。

截至 2020 年 3 月底,公司对外担保余额为 3000.00 万元,担保比率为 0.14%。

截至 2020 年 3 月底,公司共获得银行授信额度 177.43 亿元,其中未使用额度 63.28 亿元;公司下属子公司新和成股份为 A 股上市公司,具备直接融资渠道。

6. 母公司财务状况

母公司资产以往来款和对下属企业的长期股权投资为主,利润和现金流主要来源于下属企业的投资分红。跟踪期内,母公司债务负担有所下降,但债务结构有待改善。考虑到母公司持有的上市公司股权未质押,母公司偿债压力可控。

截至 2019 年底,母公司资产总额 53.02 亿元,其中流动资产 36.57 亿元,主要构成为货币资金(5.72 亿元)、交易性金融资产(2.68 亿元)、其他应收款(合计 26.01 亿元)和其他流动资产(2.08 亿元);非流动资产 16.45 亿元,主要构成为其他权益工具投资(2.24 亿元)和长期股权投资(11.26 亿元)。

截至 2019 年底,母公司负债合计 26.85 亿元,全部为流动负债,主要为短期借款(17.40 亿元)、其他应付款(合计)(4.37 亿元)及其他流动负债(5.07 亿元)。截至 2019 年底,母公司全部债务为 24.08 亿元,全部为短期债务;资产负债率为 50.65%。

截至 2019 年底,母公司所有者权益合计 26.16 亿元,其中实收资本(1.20 亿元)、资本公积(1.18 亿元)、未分配利润(22.94 亿元)。

2019 年,母公司实现营业收入为 0.04 亿元,投资收益 9.50 亿元(取得投资收益收到的现金 8.66 亿元),信用减值损失 1.03 亿元,利润总额 7.82 亿元。

现金流量方面,2019 年公司本部经营活动现金流入量为 0.08 亿元,经营活动现金流量净额为 -0.25 亿元;投资活动现金流量净额为 7.45 亿元,主要为取得投资收益收到的现金 8.66 亿元;同期,公司筹资活动现金流量主要系取得借款和偿还债务产生的现金流量,筹资活动现金流量净额为 -4.47 亿元。

十、存续期内债券偿还能力

截至目前，公司本部存续债券（“19新和成CP001”）余额合计5.00亿元，将于一年内到期。截至2020年3月底，公司现金类资产对一年内到期债券的保障倍数为14.19倍。

2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA分别为120.01亿元、22.90亿元及40.87亿元，分别为公司本部存续债券余额的24.00倍、4.58倍及8.17倍。

表16 截至本报告出具日公司存续债券保障情况

（单位：倍、亿元）

项目	2019年
一年内到期债券余额	5.00
现金类资产/一年内到期债券余额	14.19
经营活动现金流入量/本部存续债券余额	24.00
经营活动现金流净额/本部存续债券余额	4.58
EBITDA/存续债券余额	8.17

注：现金类资产/一年内到期债券余额为2020年3月底数据
资料来源：联合资信整理

十一、结论

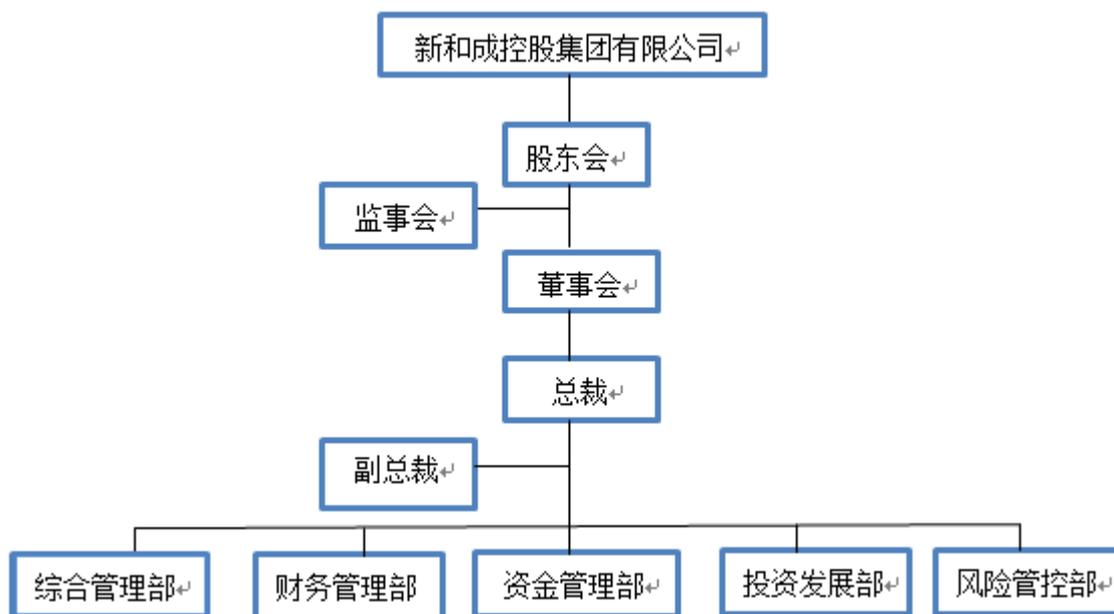
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，维持“19新和成CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



注：新昌县和记投资管理合伙企业（有限合伙）、新昌县诚记投资管理合伙企业（有限合伙）、新昌县信记投资管理合伙企业（有限合伙）、新昌县汇记投资管理合伙企业（有限合伙）实际控制人均为胡柏藩先生

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例（%）
浙江新和成股份有限公司	214866.23	制造业	48.55
浙江德力装备有限公司	8000.00	制造业	100.00
新昌县禾春绿化有限公司	300.00	种植	100.00
新昌县和成置业有限公司	6060.00	房地产	100.00
北京和成地产控股有限公司	10000.00	房地产	100.00
绍兴越秀教育发展有限公司	6000.00	教育	90.00
浙江和丰投资有限公司	5000.00	投资	100.00
浙江汇贤创业投资有限公司	5000.00	投资	100.00
北京福元医药股份有限公司	6406.5256	制造业	49.91
上海纳岩新材料科技有限公司	2800.00	制造业	62.50
宣城人和投资合伙企业（有限合伙）	1540.00	投资	40.00
鳌峰国际有限公司	200.00（美金）	投资	100.00
绍兴毅聚新材料有限公司	500.00	制造	63.16

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	91.31	41.69	70.34	70.97
资产总额(亿元)	285.32	330.10	403.13	410.53
所有者权益(亿元)	166.96	192.35	208.08	217.54
短期债务(亿元)	43.69	68.66	85.59	81.47
长期债务(亿元)	36.35	12.46	47.22	51.11
全部债务(亿元)	80.03	81.12	132.82	132.58
营业收入(亿元)	91.33	120.08	114.95	32.85
利润总额(亿元)	23.57	40.11	29.83	10.90
EBITDA(亿元)	28.63	47.24	40.87	--
经营性净现金流(亿元)	13.17	44.73	22.90	0.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.83	4.56	4.59	4.26
存货周转次数(次)	1.20	1.14	1.02	1.10
总资产周转次数(次)	0.37	0.39	0.31	0.30
现金收入比(%)	78.11	101.27	96.63	87.09
营业利润率(%)	45.36	52.09	49.72	50.89
总资本收益率(%)	8.43	13.28	8.33	--
净资产收益率(%)	11.24	17.57	11.75	--
长期债务资本化比率(%)	17.88	6.08	18.50	19.03
全部债务资本化比率(%)	32.40	29.66	38.96	37.87
资产负债率(%)	41.48	41.73	48.38	47.01
流动比率(%)	243.22	179.53	160.03	170.61
速动比率(%)	187.93	132.51	115.76	123.59
经营现金流动负债比(%)	16.54	42.36	16.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.32	13.90	6.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.80	1.72	3.25	--

注：1. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务；3. 其他流动负债和其他应付款中的有息债务已调整至短期债务；截至 2018 年底“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”已调整至短期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.05	3.30	8.40	7.06
资产总额(亿元)	45.34	46.40	53.02	52.03
所有者权益(亿元)	18.51	19.55	26.16	27.26
短期债务(亿元)	14.68	24.38	24.08	24.15
长期债务(亿元)	10.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	24.68	24.38	24.08	24.15
营业收入(亿元)	0.04	0.04	0.04	0.01
利润总额(亿元)	4.32	3.72	7.82	1.10
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.75	-0.41	-0.25	-0.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	40.36	23.38	41.77	96.95
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	23.36	19.03	29.87	--
长期债务资本化比率(%)	35.08	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	57.15	55.50	47.92	46.97
资产负债率(%)	59.18	57.87	50.65	47.60
流动比率(%)	184.65	181.92	136.16	140.83
速动比率(%)	184.65	181.92	135.89	140.83
经营现金流动负债比(%)	4.47	-2.41	-0.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注: 1. 2020 年 1-3 月财务数据未经审计; 2. 其他流动负债和其他应付款中的有息债务已调整至短期债务, 截至 2018 年底“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”已调整至短期债务

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	湖南富兴集团有限 公司	湖南五江轻化集团 有限公司	花园集团有限公司	新和成控股集团 有限公司
主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
企业性质	民营企业	民营企业	民营企业	民营企业
综合毛利率 (%)	30.87	25.97	6.44	51.27
销售债权周转次数 (次)	10.51	4.07	19.77	4.64
财务数据时点	2019 年			
资产总额 (亿元)	246.69	369.18	247.34	403.13
所有者权益 (亿元)	147.42	212.30	119.91	208.08
营业收入 (亿元)	109.31	179.75	304.48	114.95
利润总额 (亿元)	18.33	31.68	11.43	29.83
经营活动现金流净额 (亿元)	23.36	27.74	14.23	22.90
资产负债率 (%)	40.24	42.50	51.52	48.38

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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 + 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 5-1 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 5-2 短期债券信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-3 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