

信用等级公告

联合〔2020〕327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

联合资信评估有限公司
二〇二〇年二月三十一日



新和成控股集团有限公司 2019 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 2 月 21 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
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保持稳定, 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市场价格波动剧烈、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. 公司是中国大型香精香料生产企业和维生素类饲料添加剂企业, 具有领先的自主研发能力、成本控制能力和市场议价能力, 主导产品 VE 和 VA 等市场竞争力强。
2. 跟踪期内, 公司医药化工主导产品市场占有率稳定。
3. 截至 2019 年 9 月底, 公司对上市公司浙江新和成股份有限公司(以下简称“新和成股份”, 市值约 475 亿元)持股比例为 48.55%, 无股权质押。
4. 公司现金类资产和经营活动现金净流量对“19 新和成 CP001”的覆盖程度高。

关注

1. 公司主导维生素类产品市场价格波动剧烈, 公司虽可通过长期协议及差异化定价等方式延缓和降低相关产品价格波动对营业收入和利润的影响, 但 2018 年一季度以来维生素产品价格大幅下行依然对 2019 年损益形成较大冲击。
2. 公司所有者权益中未分配利润占比高, 权益稳定性

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

欠佳。

- 跟踪期内，公司债务规模快速增长，负债水平大幅提升。
- 跟踪期内，公司应收账款、房地产存货及其他应收款占流动资产比重依旧较高，其他应收款增长较快，以关联方拆借为主，对公司资产质量及流动性存在不利影响。
- 母公司盈利能力弱，利润和现金流主要依赖于对下属企业的投资分红。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
现金类资产(亿元)	31.57	87.34	39.48	49.40
资产总额(亿元)	203.23	285.32	330.10	388.38
所有者权益(亿元)	104.77	166.96	192.35	197.00
短期债务(亿元)	33.43	43.69	68.66	79.97
长期债务(亿元)	30.21	36.35	12.46	45.06
全部债务(亿元)	63.64	80.03	81.12	125.03
营业收入(亿元)	79.14	91.33	120.08	81.83
利润总额(亿元)	20.08	21.36	38.96	16.70
EBITDA(亿元)	25.87	28.63	47.24	--
经营性净现金流(亿元)	22.05	13.17	44.73	10.05
营业利润率(%)	43.19	45.36	52.09	45.41
净资产收益率(%)	14.93	9.93	16.97	--
资产负债率(%)	48.45	41.48	41.73	49.28
全部债务资本化比率(%)	37.79	32.40	29.66	38.83
流动比率(%)	189.09	243.22	179.53	154.68
经营现金流动负债比(%)	33.68	16.54	42.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	21.99	10.32	13.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.46	2.80	1.72	--

公司本部（母公司）				
项 目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额(亿元)	36.89	45.34	46.40	50.88
所有者权益(亿元)	13.73	18.51	19.55	26.20
全部债务(亿元)	21.50	25.86	26.02	23.94
营业收入(亿元)	0.03	0.04	0.04	0.03
利润总额(亿元)	1.51	4.32	3.72	7.15
资产负债率(%)	62.79	59.18	57.87	48.51
全部债务资本化比率(%)	61.03	58.29	57.10	47.74
流动比率(%)	211.64	184.65	181.92	137.48
经营现金流动负债比(%)	-0.89	4.47	-2.41	--

注：1. 2019年1—9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. 现金类资产中已扣除使用受限货币资金；4. 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

主体评级历史：

信用评级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/08/21	杨涵 杨晓丽	工商企业信用评级方法总论（2018年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2016/06/08	杨涵 马栋	制造业企业信用分析要点（2014年）	阅读全文
AA	稳定	2015/08/05	马栋 杨涵	制造业企业信用分析要点（2014年）	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；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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

2019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关于新和成控股集团有限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2019年9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2019年9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61.77%的股份。

公司主营业务范围包括一般经营项目：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2018年底，公司资产总额（合并）330.10亿元，所有者权益合计192.35亿元（包含少数股东权益89.36亿元）；2018年公司实现营业收入120.08亿元，利润总额38.96亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额（合并）388.38亿元，所有者权益合计197.00亿元（含少数股东权益90.51亿元）；2019年1—9月，公司实现营

业收入81.83亿元，利润总额16.70亿元。

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

公司存续期内短期融资券为“19新和成CP001”，具体情况如下表所示。截至目前，上述债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

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

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。

表2 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP (万亿元)	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速 (%)	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	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；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。

其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一

步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，国内经济下行压力有所加大，内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

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

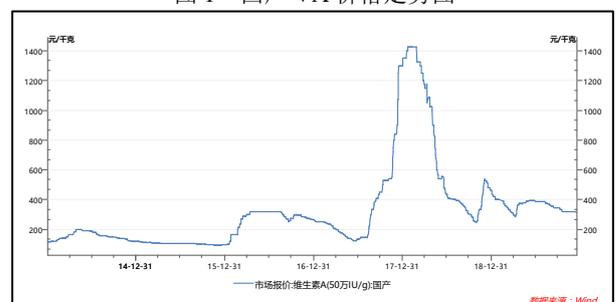
维生素是医药与保健品市场的大宗产品之一，主要应用于医药、营养保健品、食品、化妆品、

饲料等领域。

从市场供需层面看，全球 VE 年需求量约为 6.5 万吨，其中 80% 的 VE 用作饲料添加剂，20% 的 VE 用于医药、食品领域，全球 VE 产能约 8~9 万吨，主要生产厂商为巴斯夫、帝斯曼、浙江医药和新和成四家企业。VE 行业已经形成寡头垄断格局，但行业长期处于供过于求的状态。目前全球 VA 的需求量约在 2~3 万吨左右，下游消费主要在饲料、食品和医药保健品领域。VA 行业属于资金和技术高度密集行业，工艺复杂，投资规模较大，进入门槛较高，全球 VA 生产企业数量不多，主要有国外的帝斯曼、巴斯夫、安迪苏和国内的新和成、浙江医药及金达威等。

从主要维生素产品价格走势来看，2015 年以来，由于下游养殖产业受经济周期影响较为明显，导致饲料行业对 VE 的需求急剧减少，而国内外 VE 产能却仍然保持高负荷生产，导致厂家 VE 库存积压，市场逐渐趋于低迷；从 VA 的价格和利润水平上看，2014 年，受上游原料柠檬醛生产厂商巴斯夫工厂设备故障影响，VA 价格迅速攀升；但由于行业整体处于产能过剩状态，2015 年国内 VA 市场基本上呈直线下降趋势，价格从年初 130 元/kg，逐渐下降到年底 96 元/kg，厂家纷纷面临库存压力，虽然部分厂家降低装置开工率，但仍然难以缓解 VA 市场低迷状态。2015 年 12 月 2 日，荷兰皇家帝斯曼集团宣布 VA 工厂停产检修，从而 VA 市场关注度增加，国内外大型厂家 VA 出厂价出现反弹现象，12 月中旬国内厂家 VA 价格反弹明显，国内 VA 巨头浙江医药停止接单，经销商也提高报价。欧洲市场 VA 价格出现反弹现象。

图 1 国产 VA 价格走势

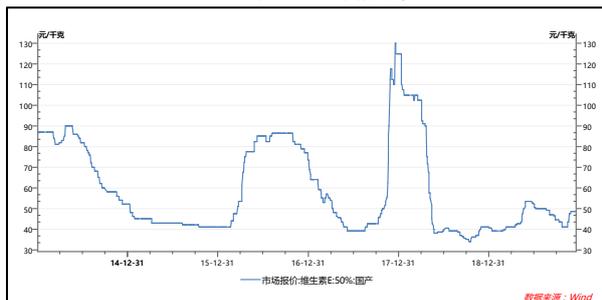


资料来源：Wind

2016 年，受养殖业回暖影响，VE 和 VA 价格出现大幅上涨。2016 年 7 月底，VE 和 VA 价格攀

至全年高峰，分别为 85 元/千克和 320 元/千克。2016 年下半年 VE 和 VA 价格出现回落态势，截至 2016 年 12 月底，VE 和 VA 的国内生产价格分别为 73.5 元/千克和 265 元/千克。2017 年以来，受环保督查趋严、主要生产厂商帝斯曼技改停产以及巴斯夫工厂火灾事故导致减产等因素综合影响，VA 和 VE 价格继续冲高。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。

图 2 国产 VE 价格走势图



资料来源：Wind

2. 区域经济环境

2018 年，浙江省全年地区生产总值（GDP）56197 亿元，比上年增长 7.1%。其中，第一产业增加值 1967 亿元，第二产业增加值 23506 亿元，第三产业增加值 30724 亿元，分别增长 1.9%、6.7% 和 7.8%，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 56.2%。三次产业增加值结构由上年的 3.7：43.0：53.3 调整为 3.5：41.8：54.7。人均 GDP 为 98643 元（按年平均汇率折算为 14907 美元），同比增长 5.7%。

整体来看，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 9 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 61.77% 的股权。

2. 企业规模及竞争力

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 中间体三甲基氢和异植物醇的工业化生产。另外，公司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例。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。

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 3 近年公司研发投入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
研发投入	3.58	4.27	6.04
占营业收入比重	4.52	4.67	5.03

资料来源：公司提供

综合分析，公司在营养品生产方面已经形成了较为完备的产业链，具备较强的抗风险能力；技术资源和研发能力领先；主要产品 VE 和 VA 市场占有率高，竞争优势突出。

3. 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（机构信用代码为：G10330624000121501），截至 2020 年 1 月 21 日，公司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。整体看，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、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

公司是一家集医药化工、房地产、教育和新材料等业务多元化发展的大型控股集团公司。

2018 年，公司实现营业收入 120.08 亿元，同比增长 31.48%，主要来自医药化工业务的增长。2018 年，公司医药化工业务实现收入 106.58 亿元，同比增长 39.76%，占公司营业收入的 88.76%，公司主业突出；其中营养品实现收入 57.37 亿元，同比增长 31.01%，主要系公司与下游客户签订长单，锁定前期高价及针对不同地区客户，实行差异化定价综合所致；香精香料实现收入 20.86 亿元，同比增长 56.40%，主要系香精香料市场需求旺盛，产品价格提升所致；医药及保健品实现收入 20.22

亿元，同比增长 41.80%，主要系公司当期产品量价齐升所致；其他医药化工业务实现收入 8.12 亿元，同比增长 66.39%。房地产业务是公司营业收入的补充，近年来受房地产项目建设投入和收入确认周期差异影响，公司房地产业务收入逐年下降，2018 年为 7.84 亿元，同比下降 15.61%。教育和其他业务对公司收入贡献相对较小，2018 年分别为 3.96 亿元和 1.70 亿元。

盈利能力方面，2018 年，受公司医药化工产品价格上涨影响，综合毛利率为 55.45%，同比增加 7.82 个百分点。其中，在营养品（维生素产品）和香精香料价格推升之下，医药化工业务毛利率达 57.81%，同比增加 4.04 个百分点；受当期项目盈利水平较高影响，房地产项目销售毛利率为 41.12%，同比大幅增长；教育业务受公司对下属大学师资投入差异影响，毛利率有所增长，2018 年为 23.57%。

2019 年 1—9 月，受维生素类产品价格回落影响，公司实现营业收入 81.83 亿元，同比下降 7.82%，综合毛利率为 48.51%，同比减少 8.86 个百分点。其中，医药化工业务实现收入 75.22 亿元，同比减少 5.74 亿元，毛利率为 53.64%，同比减少 6.07 个百分点；房地产业务实现收入 3.45 亿元，同比下降 21.41%，毛利率为-2.92%，主要系当期收入确认减少所致；教育业务实现收入 2.27 亿元，同比有所增长，主要系学费及住宿费上涨所致；毛利率为-10.51%，主要系学费收入确认存在时间差异所致。

综合看，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。公司虽可通过长期协议及差异化定价等方式延缓和降低相关产品价格波动对营业收入和利润的影响，但 2018 年一季度以来维生素产品价格大幅下行依然对 2019 年度损益形成较大冲击。

表 4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 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
医药化工	56.19	71.00	50.55	76.26	83.50	53.77	106.58	88.76	57.81	75.22	91.92	53.64
其中：营养品	31.68	40.03	51.13	43.79	47.95	56.28	57.37	47.78	57.20	35.72	43.65	46.52
香精香料	11.80	14.91	37.26	13.34	14.61	38.45	20.86	17.37	54.22	13.73	16.78	58.72

医药及保健品	9.26	11.70	68.30	14.26	15.61	68.08	20.22	16.84	74.54	17.91	21.88	76.44
其他	3.45	4.36	25.91	4.88	5.34	31.25	8.12	6.76	29.66	7.87	9.61	25.22
房地产	16.61	20.99	48.12	9.29	10.17	19.89	7.84	6.53	41.12	3.45	4.22	-2.92
教育	3.83	4.84	25.37	3.98	4.36	15.05	3.96	3.30	23.57	2.27	2.78	-10.51
其他	2.51	3.17	10.31	1.80	1.97	2.80	1.70	1.42	48.04	0.88	1.08	-35.43
合计	79.14	100.00	47.46	91.33	100.00	47.63	120.08	100.00	55.45	81.83	100.00	48.51

注：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

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。新和成股份下辖山东潍坊、浙江上虞、浙江新昌、黑龙江绥化四大生产基地。截至2018年底，新和成股份总资产219.35亿元，净资产162.15亿元；2018年实现营业收入86.83亿元，净利润30.98亿元。截至2019年9月底，新和成股份资产总额271.59亿元，净资产164.45亿元；2019年1—9月，新和成股份实现收入57.66亿元，净利润17.13亿元，分别同比下降14.20%和32.95%，主要系主导维生素产品销售价格下降所致。截至2019年9月底，公司持有新和成股份的股权未进行质押。

2018年，新和成股份营养品、香精香料及其他业务产销规模继续扩大，全年完成医药化工（主要为营养品和香精香料）产销量分别为14.13万吨和13.98万吨，维持增长态势。2017年6月以来伴随最严厉、持续时间最长的环保督查影响，维生素行业供给端面临一定程度的格局变化，加之帝斯曼宣布2017年超长期技改停产计划，以及10月底巴斯夫柠檬醛工厂事故，导致柠檬醛产能下降，部分采购巴斯夫柠檬醛的VA厂商受到重大影响。基于以上因素，VA行业在2017年度供应受到重大影响，VA价格一路上涨，突破历史新高，VE在2017年度进入上升通道。2018年7月初巴斯夫解除不可抗力声明并恢复VA生产后，欧洲市场VA价格下滑。2018年受非洲猪瘟扩散不利于需求影响，VE价格下滑。

表5 新和成股份医药化工及其他产品销售情况

(单位：吨、%)

产品	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
医药化工	销售量	76713.13	127182.08	139759.89	118666.07

	生产量	78915.72	129166.58	141326.08	119756.41
	产销率	97.21	98.46	98.89	99.09
其他	销售量	3209.19	4756.14	10969.56	11228.06
	生产量	2935.87	5560.51	9701.28	9580.53
	产销率	109.31	85.53	113.07	117.20

注：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，其他产品主要为聚苯硫脲（以下简称“PPS”）、高温尼龙（以下简称“PPA”）等新材料产品；2017年，医药化工类销售量、生产量同比分别上升65.79%、63.68%；其他类销售量、生产量分别同比上升48.20%、89.40%，主要系PPS二期项目交付使用所致

资料来源：公司提供

新和成股份生产维生素类产品所需重要原材料柠檬醛（VA核心原料、重要香精香料产品）全部为自产，而目前柠檬醛产品主要厂商为巴斯夫，该公司控制全球柠檬醛产量约70%，相比国内外同业竞争者，公司营养品和香精香料毛利率水平较高。

营养品产品方面，公司成功研制出多种饲用、人用添加剂。主要产品包括VE、VA、VD3、生物素、虾青素、辅酶Q10、蛋氨酸等。

香精香料产品方面，公司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、覆盆子酮、柠檬醛等。主营香料产品市场占有率高，基本是国内独有产品。

公司医药化工项目下其他业务主要为PPS、PPA等高分子材料以及原料药等相关产品销售业务，产销规模相对较小，对公司主营业务收入贡献相对较低。

原材料采购

公司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，公司营养品和香精香料原辅材料是通过总部集中统一采购的模式，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 6 营养品主要原材料采购情况（单位：吨、元/千克）

项目		2016年	2017年	2018年	19年1—9月
原料一	数量	21063.35	23495.49	20130.22	14930.85
	均价	8.36	7.53	11.45	8.15
原料二	数量	23862.53	26999.93	25713.43	24591.62
	均价	4.14	5.49	4.75	3.12
原料三	数量	30479.87	32831.84	18825.20	27193.65
	均价	3.05	3.29	3.56	3.36
原料四	数量	12645.42	13872.16	19093.63	10863.06
	均价	6.79	7.31	6.19	8.08
原料五	数量	10289.90	12799.89	13897.02	12209.61
	均价	3.59	4.04	6.10	4.88

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

公司采购原材料种类多，采购渠道健全，供应商集中度相对较低，降低了对单一供应商的依赖程度，具有市场议价能力。

公司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。公司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。

表 7 2018 年新和成股份前五大供应商情况（单位：亿元、%）

名称	采购金额	采购占比	关联方
供应商一	1.55	3.06	否
供应商二	1.34	2.64	是
供应商三	1.17	2.30	否
供应商四	1.12	2.21	否
供应商五	1.04	2.05	否
合计	6.22	12.26	--

资料来源：新和成股份 2018 年年报

生产和销售

公司营养品主要由 VE、VA 和 2017 年新投产的蛋氨酸产品构成。VH、VD3 以及配油、制粉等深加工系列产品销售规模较小。公司生产的香精香料类产品包括芳樟醇、叶醇、柠檬醛、覆盆子酮、二氢茉莉酮酸甲酯等多个系列，拥有 10 条生

产线，年生产能力达到 7.6 万吨。公司医药化工业务下其他项目主要为新和成股份负责经营的 PPS、PPA 等新材料产品。

在生产模式方面，生产组织主要采取“订单生产”模式。公司营养品 70% 以上用于出口，因此每年根据国外订单情况组织生产。在销售模式上，公司营养品均采用直销模式，主要出口欧洲、东南亚、美洲等国家和地区，外销占 60% 以上，内销不到 40%。

表 8 新和成股份销售分布情况（单位：亿元、%）

区域	2016年		2017年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国外	29.56	45.43	39.31	51.27	58.06	59.60
国内	17.40	46.13	23.04	49.11	28.77	40.82

资料来源：新和成股份年报

在结算模式上，公司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，公司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% L/C、托收，信用周期国内 60 天、国外 90 天左右。香精香料结算方面，公司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，2018 年前五大客户销售金额为其销售总额的 27.36%。

表 9 2018 年新和成股份前五大客户情况（单位：亿元、%）

名称	销售金额	销售占比	关联方
客户一	10.17	11.71	否
客户二	6.30	7.25	否
客户三	3.00	3.46	否
客户四	2.26	2.60	否
客户五	2.04	2.35	否
合计	23.76	27.36	--

资料来源：新和成股份 2018 年年报

从经营业绩上看，2018 年，公司医药化工业务收入保持增长态势，其中营养品实现收入 57.37 亿元，同比增长 31.01%；产品毛利率为 57.20%，同比增加 0.92 个百分点。2019 年 1—9 月，公司营养品实现收入 35.72 亿元，同比减少 7.51 亿元，

毛利率为 46.52%，同比减少 14.36 个百分点，主要系 2018 年一季度以来维生素类产品价格大幅下跌，受前期合同价格影响，产品在 2018 年维持高位，2019 年一季度延后出现下跌所致；2018 年，伴随公司香精香料产品市场销量上升及部分产品工艺优化成本下降，公司香精香料产品收入保持增长，2018 年为 20.86 亿元，同比增长 56.40%。受益于香精香料产品市场占有率高，市场需求旺盛，毛利率增长至 54.22%。2019 年 1—9 月，公司香精香料业务实现收入 13.73 亿元，同比有所下降，毛利率为 58.72%，同比变化不大。

近年来，公司营养品和香精香料业务发展形势良好，盈利能力稳步提升，是公司利润总额的核心来源。同时，联合资信也关注到公司营养品市场价格波动明显，公司未来利润总额或受此影响出现较大波动。

(2) 医药及保健品

公司医药制剂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”），主营制造、销售原料药及口服固体制剂；公司直接及间接持有其 49.91% 的股份。截至 2018 年底，北京福元医药资产总额 14.42 亿元，净资产 7.04 亿元；2018 年北京福元医药实现营业收入 20.22 亿元，净利润 2.12 亿元。

2017 年以来，在“两票制”医药改革背景下，医药及保健品售价上涨，北京福元医药受此影响，产品均价快速提升，医药及保健品产品综合毛利率稳中有升。2018 年，医药及保健品实现收入 20.22 亿元，同比增长 41.80%；毛利率为 74.54%，同比增加 6.46 个百分点。2019 年 1—9 月实现收入 17.91 亿元，同比增加 3.65 亿元，毛利率为 76.44%，同比增加 2.35 个百分点。整体看，近年来公司医药保健品业务增长迅速，盈利能力稳健。

表 10 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
肾病类	数量	215.47	238.33	245.86	210.18
	均价	69.47	80.96	125.72	123.20
心血管类	数量	1925.76	1631.43	1695.85	1016.90
	均价	6.78	11.76	20.7	14.99
医用耗材类	数量	1025.94	1106.09	1260.87	958.63

	均价	12.79	12.72	16.27	14.37
营养保健类	数量	15681.34	12638.91	24550.51	22869.20
	均价	0.83	0.74	2.59	3.66
保胎类药	数量	668.59	848.19	929.76	1001.96
	均价	6.81	12.72	16.31	10.51

资料来源：公司提供

3. 房地产

房地产业务是公司营业收入的补充，受近年来房地产项目建设投入和收入确认周期差异影响，房地产收入持续下降，2018 年实现收入 7.84 亿元，同比下降 15.61%；毛利率为 41.12%，同比增加 21.23 个百分点。2019 年 1—9 月，公司房地产业务实现收入 3.45 亿元，同比减少 0.94 亿元；毛利率为 -2.92%，同比减少 54.03 个百分点，主要系收入确认减少所致。2019—2021 年，公司房地产业务预计可分别回笼资金 20.13 亿元、21.97 亿元和 10.04 亿元。2019 年 1—9 月公司房地产项目实际回笼资金 5.45 亿元。

表 11 截至 2019 年 9 月底公司房地产投资情况 (单位：亿元)

项目名称	总投资	资金来源	已投资	2019 年 10-12 月	2020 年
北京和成璟园	14.03	贷款、自筹	14.03	--	--
新昌和成璟园	16.72	自筹	16.72	--	--
博鳌海御	8.04	自筹	7.82	0.04	0.18
长白山红松溪谷	4.86	自筹	3.68	--	--
潍坊新和成小镇	12.95	自筹	5.42	0.99	3.92
上海新未来	16.36	贷款、自筹	11.31	0.73	2.21
上海华成名邸	13.38	贷款、自筹	12.69	0.20	0.40
杭州湾和成璟园	8.95	自筹	3.52	0.89	2.22
绥化未来派	3.66	自筹	1.22	0.69	1.75
合计	98.95	--	76.41	3.54	10.68

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司在建房地产业务总投资 98.95 亿元，已完成投资 76.41 亿元，2019 年 9—12 月尚需投资 3.54 亿元，2020 年需投资 10.68 亿元。目前，公司房地产主要开发项目地理位置优越，剩余可供销售面积较为充足，未来公司将用部分销售回款覆盖后续在建项目投资。

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2018年底，越秀教育资产总额为13.06亿元，净资产8.97亿元，2018年实现营业收入4.20亿元，净利润0.70亿元。截至2019年9月底，越秀教育资产总额为14.58亿元，净资产8.26亿元，2019年1—9月，越秀教育实现营业收入2.27亿元，同比增长18.23%，主要系学费、住宿费上涨所致；实现净利润-0.65亿元，同比下降47.89%，主要系收入确认存在时间差异所致。

5. 经营效率

2018年公司销售债权周转次数和存货周转次数有所下降，总资产周转次数同比小幅上升，分别为4.79次、1.14次和0.39次。总体看，公司经营效率良好。

6. 未来发展及在建项目

未来，随着国外经济逐渐复苏，国家将继续推出战略新兴产业扶持政策，公司对外出口贸易、新项目投资建设和新材料业务板块将迎来新一轮快速发展。

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2019年9月底，公司在建项目（未含房地产）计划投资额为125.89亿元，已完成投资71.70亿元，2019年9—12月尚需投资7.87亿元，2020年计划投资26.22亿元，主要用于氨基酸项目建设。

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，投资总额为53.70亿元，资金来源为自筹，其中48.67亿元以通过非公开发行发行募集，项目建设期为4年，预计将于2020—2021年陆续投产。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）。

山东营养品项目实施主体为新和成股份间接持股100%的全资公司，项目总投资21.33亿元，建设周期2年，截至目前已完成投资19.89亿元，预计将于2020年投产。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%。

黑龙江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，项目总投资35.74亿元，资金来源于贷款+自筹，建设周期2年，预计将于2020年陆续投产。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%。

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一定资金需求。

表 12 截至 2019 年 9 月底公司主要投资计划（单位：亿元）

投资主体	项目名称	投资总额	资金来源		已完成投资	投资计划	
			贷款	自筹		2019年10-12月	2020年
越秀教育	镜湖校区	13.00	5.00	8.00	10.30	0.05	0.18
新和成股份	山东营养品项目	21.33	10.00	11.33	19.89	1.07	0.37
	年产25万吨氨基酸项目	53.70	-	53.70	10.17	3.00	23.00
	黑龙江一期项目	35.74	18.00	17.74	31.07	3.57	1.10
北京福元医药	沧州基地建设工程	2.12	1.00	1.12	0.27	0.18	1.57
--	合计	125.89	34.00	91.89	71.70	7.87	26.22

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

九、财务分析

公司提供了2018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2019年1—9月财务数据未经审计。

从合并范围看，截至 2018 年底，公司合并范围内主要一级子公司共计 15 家，同比未发生变化。截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并范围内主要一级子公司共 14 家，较 2018 年底减少 1 家，即绍兴格绿维环保科技有限公司。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 2018 年底，公司资产总额（合并）330.10 亿元，所有者权益合计 192.35 亿元（包含少数股东权益 89.36 亿元）；2018 年公司实现营业收入 120.08 亿元，利润总额 38.96 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额（合并）388.38 亿元，所有者权益合计 197.00 亿元（含少数股东权益 90.51 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 81.83 亿元，利润总额 16.70 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 330.10 亿元，同比增长 15.69%；资产构成中流动资产占 57.43%，非流动资产占 42.57%。

截至 2018 年底，公司流动资产为 189.58 亿元，较 2017 年底下降 2.14%；主要由货币资金（占 19.37%）、应收账款（占 11.46%）、其他应收款（占 12.63%）、存货（占 26.19%）和其他流动资产（占 27.26%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 36.72 亿元，同比下降 58.19%，主要系购买理财产品所致；货币资金主要由银行存款（占 93.66%）和其他货币资金（各类保证金，占 6.33%）构成；公司货币资金使用受限部分为 0.20 亿元，因用于借款等质押而受限。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 21.73 亿元，同比增长 5.91%，主要系公司 VA 等营养品赊销增长所致；应收账款账龄主要集中于 1 年以内，占比为 98.51%；累计准备 1.33 亿元，计提比例 5.75%。整体看，公司应收账款账龄较短，坏账计提比例适宜。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 23.95 亿元，较 2017 年底增长 28.28%，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

续将其投资收益归还借款；公司其他应收款账面余额主要为应收春禾投资款项 15.74 亿元，应收新昌勤进投资有限公司款项 2.05 亿元以及应收浙江三博聚合物有限公司款项 1.40 亿元。从账龄看，1 年以内的其他应收款占 75.96%，1~2 年的占 2.70%，2~3 年的占 14.91%，3 年以上的占 6.43%，账龄偏长。截至 2018 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 3.07 亿元。

截至 2018 年底，公司存货账面余额为 49.84 亿元，累计计提存货跌价准备 0.19 亿元，账面价值为 49.65 亿元，同比增长 12.74%，主要系跟踪期内房地产开发成本增加所致；公司存货主要由在产品（占 11.47%）、开发成本（占 54.21%）、库存商品（占 12.99%）和开发产品（占 15.03%）构成。截至 2018 年底，存货中已有 16.93 亿元用于抵押。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 51.68 亿元（银行理财产品占 89.74%），同比大幅增长 178.28%，主要系新和成股份购买理财产品增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动资产 140.52 亿元，同比增长 53.41%，主要来自固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产等增长；公司非流动资产以固定资产（占 50.91%）、在建工程（占 19.73%）和无形资产（占 10.28%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产（全部为可供出售权益工具）为 7.26 亿元，同比增长 15.82%，主要系参股公司股权增加所致。

截至 2018 年底，公司固定资产为 71.54 亿元，同比增长 11.96%，主要系上虞工业园 PPS 项目二期及上虞工业园 551 项目等交付使用，转入固定资产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 47.00%）和专用设备（占 50.94%）构成。固定资产中用于抵押部分账面余额为 2.60 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程为 35.48 亿元，同比大幅增加 28.95 亿元，主要系山东产业园一期项目及黑龙江生物项目等投入所致。

截至 2018 年底，公司无形资产为 15.48 亿元，同比大幅增长 74.63%，主要系跟踪期内新增土地所致；公司无形资产中有 0.98 亿元用于抵押。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 6.56

亿元,较2017年底大幅增加4.30亿元,主要系预付设备款增加所致。

截至2019年9月底,公司资产总额为388.38亿元,较2018年底增长17.66%,资产构成较2018年底变化不大。截至2019年9月底,公司货币资金为48.18亿元,较上年底增长31.22%,主要系新和成股份经营获现及借款增加所致;公司在建工程为79.95亿元,较上年底增长125.33%,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;其他非流动资产(主要为预付长期资产款)为2.16亿元,较上年底减少67.09%,主要系新和成股份预付款设备到货所致。

总体看,公司资产以流动资产为主,资产构成中现金类资产充足,但应收账款、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,整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

(1) 负债

跟踪期内,公司负债规模快速增长。截至2018年底,公司负债总额为137.76亿元,同比增长16.39%,其中流动负债占76.66%,公司负债以流动负债为主。

截至2018年底,公司流动负债为105.60亿元,同比增长32.58%,主要系短期借款、预收账款及一年内到期的非流动负债增长所致;主要构成为短期借款(占36.28%)、应付账款(占11.81%)、其他应付款(占12.54%)和一年内到期的非流动负债(占15.97%)构成。

截至2018年底,公司短期借款为38.31亿元,较2017年底增长19.56%,主要系增加银行借款所致;构成主要为信用借款(占69.98%)和保证借款(占29.16%)。

截至2018年底,公司应付账款为12.47亿元,较上年底增长17.36%,主要系工程、设备款的增加所致。

截至2018年底,公司其他应付款为13.25亿元,较2017年底增长39.58%,主要为支付的往来款等;其中支付给关联方的往来款余额合计

1.85亿元,公司其他应付款前五名余额合计3.44亿元,占比36.20%。

截至2018年底,公司一年内到期的非流动负债为16.87亿元,较2017年底增长77.97%,主要是一年内到期的长期借款(占89.86%)。

截至2018年底,公司非流动负债32.16亿元,较2017年底下降16.94%,主要系长期借款到期归还所致;构成主要为长期借款(占27.76%)、应付债券(占31.10%)和长期应付款(占10.99%)构成。

截至2018年底,公司长期借款8.93亿元,同比下降61.09%,主要系到期归还所致。公司长期借款主要由抵押及保证借款(2.67亿元)、抵押借款(1.60亿元)、信用借款(1.54亿元)和保证借款(3.10亿元)构成。公司持有外币借款折合人民币金额1.87亿元。

截至2018年底,公司长期应付款(融资租赁款)为3.53亿元,较上年底变化不大。

截至2019年9月底,公司负债总额为191.38亿元,较2018年底增长38.93%,主要系借款增加所致,负债构成较2018年底变化不大。截至2019年9月底,公司流动负债中短期借款为56.93亿元,较上年底增长48.60%;其他应付款为18.01亿元,较上年底增长35.95%,主要系应付往来款增加所致;其他流动负债为5.00亿元,主要系2019年8月发行5亿元“19新和成CP001”所致;非流动负债中长期借款为41.43亿元,较上年底增加32.50亿元,主要系新增借款用于项目建设所致。

债务负担方面,截至2018年底,公司全部债务81.12亿元,较上年底变动不大;其中短期债务占84.64%,较2017年底大幅增加30.06个百分点,主要系应付债券“16新和成MTN001”及“16新和成MTN002”将于2019年到期,故调整至流动负债核算所致。

从债务指标看,截至2018年底,公司资产负债率同比变动不大,为41.73%,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为29.66%和6.08%,均呈下降态势。截至2019年9月底,公司上述三项指标分别为49.28%、38.83%和18.62%。

总体看,跟踪期内,公司债务规模增长快,负债水平大幅提升。

(2) 所有者权益

截至 2018 年底,公司所有者权益合计 192.35 亿元,同比增长 15.20%,主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2018 年底,公司未分配利润为 77.56 亿元,同比增长 21.19%;少数股东权益为 89.36 亿元,同比增长 17.66%,占所有者权益的比重为 46.46%。截至 2018 年底,公司归属母公司所有者权益中实收资本占 1.17%,资本公积占 22.86%,盈余公积占 0.83%、未分配利润占 75.31%。

截至 2019 年 9 月底,公司所有者权益合计 197.00 亿元(含少数股东权益 90.51 亿元),较 2018 年底增长 2.42%,主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。

联合资信关注到,公司所有者权益中少数股东权益占比较高,归属于母公司所有者权益中实收资本占比较低,未分配利润所占比重过高,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。总体来看,公司所有者权益的稳定性较弱。

3. 盈利能力

2018 年,受益于医药化工业务主导产品价格上涨影响,公司实现营业收入 120.08 亿元,同比增长 31.48%;同期营业成本为 53.50 亿元,同比增长 11.84%,低于营业收入增长幅度。

2018 年,公司期间费用为 26.32 亿元,同比增长 30.13%,主要系业务规模扩大销售费用增长所致;公司发生研发费用 6.04 亿元,同比增加 1.77 亿元,占营业收入的比重为 5.03%,同比增加 0.36 个百分点,主要系医药化工板块研发投入持续增加所致。2018 年期间费用占营业收入的比重为 21.92%,公司期间费用控制能力有待提高。

2018 年,公司其他收益(政府补助) 1.18 亿元,同比增加 0.47 亿元;实现投资净收益 2.33 亿元,同比增加 1.55 亿元,主要构成为理财产品收益(2.05 亿元)。

2018 年,公司实现利润总额 38.96 亿元,同比大幅增 82.37%,主要来自主业利润提升贡献。

从盈利指标看,2018 年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈现较明显的增

长,分别为 52.09%、13.18% 和 16.97%,同比分别增加 6.73 个百分点、5.17 个百分点和 7.04 个百分点。

2019 年 1—9 月,公司实现营业收入 81.83 亿元,利润总额为 16.70 亿元,分别同比下降 7.82% 和 44.96%,主要系主导维生素产品价格下降所致;同期,公司营业利润率为 45.41%,同比减少 8.25 个百分点。

综合看,2018 年受长单锁定合同价格及差异化定价影响,公司收入和利润水平大幅提升;2019 年一季度,以营养品为代表的医药化工产品价格承压回落,公司主业盈利受产品价格波动影响大。

4. 现金流及保障

经营活动方面,2018 年,随着公司营业收入的增长,公司销售商品、提供劳务收到的现金与经营活动现金流入量均快速增长,分别为 121.60 亿元和 140.54 亿元。2018 年,公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 31.99%,经营活动现金流出同比增长 56.61%,2018 年上述两项金额分别为 49.95 亿元和 95.81 亿元。公司收到(政府补助 5.99 亿元)和支付其他与经营活动有关现金分别为 13.97 亿元和 16.69 亿元。2018 年,公司经营产生的现金流量净额为 44.73 亿元,同比大幅增加 31.56 亿元。从收入实现质量来看,2018 年,公司现金收入比为 101.27%,同比增加 23.16 个百分点,收入实现质量提升。

投资活动方面,2018 年,公司投资活动现金流入量为 5.19 亿元,同比下降 55.81%,主要系收到其他与投资活动有关的现金大幅较少所致;公司投资活动现金流出为 93.08 亿元,以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金(购买理财产品 38.50 亿元)为主。2018 年,公司投资活动产生的现金流量净额为 -87.89 亿元。

筹资活动方面,2018 年,公司筹资活动现金流入为 64.35 亿元,同比下降 49.30%(其中,取得借款收到的现金为 59.77 亿元)。公司筹资活动现金流出为 70.95 亿元,同比增长 7.30%,其中偿还债务支付的现金为 60.21 亿元。2018 年公司筹资活动现金流量净额为 -6.60 亿元。

2019年1—9月，公司经营活动现金流入量91.35亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金82.93亿元，同比减少11.79亿元，主要系销售收入及现金收取同比减少所致；公司经营活动产生的现金净流量为10.05亿元。2019年1—9月，公司投资活动现金流量净额为-28.97亿元，系在建项目持续投入所致；同期，公司筹资活动仍以取得借款和偿还债务为主，产生的现金流量净额为28.73亿元。当期，公司现金收入比为101.35%。

2018年公司经营活动现金净流入快速提升，收入实现质量良好；投资活动在在建项目投入为主，公司存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底，公司流动比率和速动比率分别为179.53%和132.51%，同比均有所回落；公司经营现金流动负债比为42.36%，较上年底大幅增加25.82个百分点，主要系销售规模扩张，销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长，带动经营活动现金净流量大幅增长所致。截至2019年9月底，公司流动比率和速动比率分别为154.68%和115.34%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为47.24亿元，EBITDA利息倍数为13.90倍；公司全部债务/EBITDA为1.72倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年9月底，公司累计对外担保余额为3000.00万元，担保比率为0.15%。

截至2019年9月底，公司共获得银行授信额度171.14亿元，其中未使用额度54.29亿元；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. 公司本部财务分析

截至2018年底，公司本部（母公司）资产总额为46.40亿元，其中流动资产占比为66.07%。流动资产主要由其他应收款构成。非流动资产以长期股权投资为主，主要系对子公司和联营企业的投资。截至2018年底，公司本部负债总额为26.85亿元，主要构成为短期借款和应付债券（为

一年内到期，应调整至一年内到期的非流动负债）。所有者权益方面，截至2018年底，公司本部所有者权益合计19.55亿元，主要为未分配利润（16.74亿元），本部权益稳定性较弱。

盈利能力方面，2018年公司本部实现收入0.04亿元，同比持平；财务费用0.40亿元、资产减值损失0.39亿元、投资净收益4.90亿元；同期公司本部实现利润总额3.72亿元。

现金流量方面，2018年公司本部经营活动现金流入量为0.08亿元，同比大幅减少1.19亿元，主要系收到其他与经营活动有关现金大幅减少所致，同期经营活动现金流量净额为-0.41亿元；投资活动现金流量净额为1.14亿元，同比增加3.50亿元，主要系收到其他与投资活动有关的现金（收回理财产品）增加所致；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-2.70亿元。

全部债务方面，截至2019年9月底，公司本部全部债务为23.94亿元，全部为短期债务。

综合分析，公司本部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。考虑到公司本部拥有的上市公司股权未质押，本部偿债压力可控。

十、存续期内债券偿还能力

目前公司存续期内短期融资券为“19新和成CP001”，余额5亿元。截至2019年9月底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）为49.40亿元，为存续短期融资券余额合计的9.88倍。2018年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“19新和成CP001”的保障倍数分别为28.11倍和8.95倍。总体看，公司现金类资产和经营活动现金净流量对“19新和成CP001”的覆盖程度高。

十一、结论

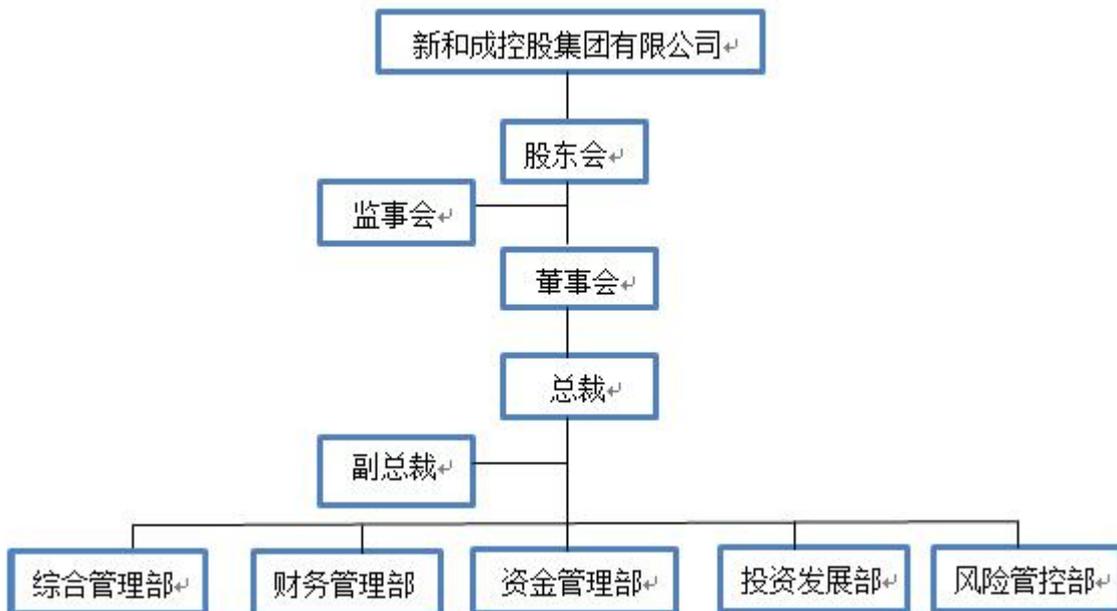
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，维持“19新和成CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 9 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 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年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	投注	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
绍兴格绿维环保科技有限公司	100.00	制造	100.00
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	80.00

资料来源：公司提供

附件2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.57	87.34	39.48	49.40
资产总额(亿元)	203.23	285.32	330.10	388.38
所有者权益(亿元)	104.77	166.96	192.35	197.00
短期债务(亿元)	33.43	43.69	68.66	79.97
长期债务(亿元)	30.21	36.35	12.46	45.06
全部债务(亿元)	63.64	80.03	81.12	125.03
营业收入(亿元)	79.14	91.33	120.08	81.83
利润总额(亿元)	20.08	21.36	38.96	16.70
EBITDA(亿元)	25.87	28.63	47.24	--
经营性净现金流(亿元)	22.05	13.17	44.73	10.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.68	4.96	4.79	4.26
存货周转次数(次)	1.13	1.20	1.14	1.10
总资产周转次数(次)	0.42	0.37	0.39	0.30
现金收入比(%)	101.26	78.11	101.27	101.35
营业利润率(%)	43.19	45.36	52.09	45.41
总资本收益率(%)	9.99	7.83	13.18	5.37
净资产收益率(%)	14.93	9.93	16.97	8.77
长期债务资本化比率(%)	22.38	17.88	6.08	18.62
全部债务资本化比率(%)	37.79	32.40	29.66	38.83
资产负债率(%)	48.45	41.48	41.73	49.28
流动比率(%)	189.09	243.22	179.53	154.68
速动比率(%)	134.12	187.93	132.51	115.34
经营现金流动负债比(%)	33.68	16.54	42.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	21.99	10.32	13.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.46	2.80	1.72	--

注：1. 2019 年 1—9 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. 现金类资产中已扣除使用受限货币资金；4. 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 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.40	5.05	3.30	2.87
资产总额(亿元)	36.89	45.34	46.40	50.88
所有者权益(亿元)	13.73	18.51	19.55	26.20
短期债务(亿元)	11.50	15.86	26.02	23.94
长期债务(亿元)	10.00	10.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	21.50	25.86	26.02	23.94
营业收入(亿元)	0.03	0.04	0.04	0.03
利润总额(亿元)	1.51	4.32	3.72	7.15
EBITDA(亿元)	1.51	4.32	3.72	--
经营性净现金流(亿元)	-0.11	0.75	-0.41	-0.32
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(%)	38.87	40.36	23.38	88.51
总资本收益率(%)	3.85	10.01	8.47	--
净资产收益率(%)	9.89	23.36	19.03	--
长期债务资本化比率(%)	42.14	35.08	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	61.03	58.29	57.10	47.74
资产负债率(%)	62.79	59.18	57.87	48.51
流动比率(%)	211.64	184.65	181.92	137.48
速动比率(%)	211.64	184.65	181.92	137.48
经营现金流流动负债比(%)	-0.89	4.47	-2.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.42	4.84	5.43	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.44	5.24	4.47	--

注：1. 2019 年 1-9 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

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