信用等级公告

联合[2018]2027 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^+，“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”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

二零一八年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

新和成控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 新和成 MTN001	5 亿元	2019/7/8	AA^+	AA^+
16 新和成 MTN002	5 亿元	2019/8/8	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.47	31.57	91.31	49.29
资产总额(亿元)	175.65	203.23	285.32	303.51
所有者权益合计（亿元）	92.38	104.77	166.96	181.11
短期债务（亿元）	43.27	33.43	43.69	43.18
长期债务(亿元)	10.57	30.21	36.35	38.92
全部债务(亿元)	53.84	63.64	80.03	82.10
营业收入 (亿元)	75.67	79.14	91.33	36.89
利润总额 (亿元)	13.88	20.08	21.36	17.50
EBITDA(亿元)	20.34	25.87	26.59	--
经营性净现金流(亿元)	18.64	22.05	13.17	5.13
营业利润率(%)	36.84	43.19	45.36	65.55
净资产收益率(%)	12.08	14.93	9.93	--
资产负债率(%)	47.41	48.45	41.48	40.33
全部债务资本化比率(%)	36.82	37.79	32.40	31.19
流动比率(%)	168.92	189.09	243.22	250.87
经营现金流动负债比(%)	28.36	33.68	16.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.65	2.46	3.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.94	21.99	22.75	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

分析师

杨 涵　杨晓丽　虢 丰

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

跟踪期内，新和成控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为以医药化工为主业，并在房地产和教育投资等业务领域多元化发展的大型企业集团，资产、收入和利润规模稳步提升，其在行业地位、技术研发、核心产品竞争力等方面具备的综合优势得到保持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司主营的维生素产品价格波动剧烈，所有者权益结构稳定性较弱等因素可能给公司信用状况带来的负面影响。

2017 年 12 月，公司下属上市公司完成非公开发行股份，募集资金近 49 亿元，将全部用于发展氨基酸项目，原有部分在建氨基酸生产线顺利交付使用。未来，随着公司氨基酸项目建成和业绩释放，公司通过多元化经营分散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主体长期信用等级为 AA^+，“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国大型的香精香料生产企业和维生素类饲料添加剂生产企业，具有较强的自主研发能力、成本控制能力和市场议价能力，VE和VA等主导产品市场竞争力强。
2. 跟踪期内，公司销售规模持续快速增长，主业盈利能力稳健，现金类资产和理财产品充足，财务弹性良好。
3. 跟踪期内，公司下属上市公司完成非公开发行股份，并募集资金近49亿元，资本结构显著优化，负债水平有所下降，项目建设支出压力得到缓解。
4. 公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对存续期内中期票据保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司维生素类主导产品价格波动剧烈，在经历 2017 年价格快速上涨之后，公司主营的 VE 和 VA 等产品市场价格在 2018 年出现下降，可能影响公司主业盈利水平。
2. 公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性欠佳。
3. 跟踪期内，公司应收账款和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，坏账计提比例较高，对公司资产质量存在一定影响。

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。

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。

新和成控股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

新和成控股集团有限公司（以下简称“新和成”或“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 2018 年 3 月底，公司持股比例 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 2018 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，直接及间接控制公司 68.50%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 2017 年底，公司合并资产总额 285.32 亿元，所有者权益合计 166.96 亿元（包含少数股东权益 75.95 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 91.33 亿元，利润总额 21.36 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 303.51 亿元，所有者权益合计 181.11 亿元（包含少数股东权益 83.91 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 36.89 亿元，利润总额 17.50 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

公司存续期内债券分别为公司于 2016 年 7 月 8 日和 8 月 8 日发行的两期 3 年期中期票据“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”，发行金额均为 5 亿元，募集资金用途均为置换银行贷款，全部募集资金已按照指定用途使用完毕，相关利息支付正常。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 新和成 MTN001	5.00	5.00	2016/7/8	2019/7/8
16 新和成 MTN002	5.00	5.00	2016/8/8	2019/8/8

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采

购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅

提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%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。

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。

2016年，受养殖业回暖影响，VE和VA价格也出现大幅上涨。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攀升至73.5元/千克和265元/千克。2017年以来，国内市场维生素价格在经历短暂下调后，继续冲高。2018年以来，VE和VA价格在多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，饲料消费形势欠佳仍牵制维生素市场需求增长，也促使维生素价格继续回落。

整体看，经历一轮价格上涨周期之后，2018年，VA和VE产品价格面临较大下行压力。

（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%，糖果焙烤应用约占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：香精的品种单一；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；食用香精的生产呈现出小型化、个体化的倾向；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

2017 年，浙江省全年地区生产总值（GDP）51768 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 2017 亿元，第二产业增加值 22472 亿元，第三产业增加值 27279 亿元，分别增长 2.8%、7.0%和 8.8%，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 57.0%。三次产业增加值结构由上年的 4.2∶44.8∶51.0 调整为 3.9∶43.4∶52.7。人均 GDP 为 92057 元（按年平均汇率折算为 13634 美元），增长 6.6%。全年全员劳动生产率为 13.7 万元/人，按可比价计算比上年提高 6.9%。

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和强大的经济支持。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 12000 万元，实际控制人为胡柏藩先生，直接及间接控制公司 68.50%的股份。

2. 企业规模与竞争力

公司是一家以医药化工为主业，并在房地产、教育投资等业务领域多元化发展的大型控股集团公司。公司曾获“中国医药工业百强企业”的国家级荣誉，被绍兴市人民政府授予“龙头企业突出贡献奖”。

目前，公司在山东潍坊、浙江上虞、浙江新昌等地建立了现代化生产基地，主导的 VE、VA、蛋氨酸、虾青素、覆盆子酮、芳樟醇的产销量和出口量排名世界前列。

公司拥有国家级企业技术中心，超临界反应实验室，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国内领先设备，掌握了超临界反应、高真空精馏、连续化反应等国内领先技术，科研能力在国内同行

业中处于领先地位，较多的科研项目储备和新药研发成果陆续产业化，为公司长期可持续发展提供了有力支撑。

整体看，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；精细化工、新材料方面投入较大，近年来发展良好；主要产品 VE 和 VA 市场占有率高，竞争优势突出。

七、管理分析

根据公司于 2017 年 11 月 17 日发布的《新和成控股集团有限公司关于高管人事变动情况的公告》，公司第三届董事会董事及第三届监事会监事任期于 2017 年 11 月届满，公司于 2017 年 11 月 11 日召开了第四次临时股东大会，经审议表决同意：修改公司章程；选举胡柏藩先生、胡柏剡先生等为公司董事；选举崔欣荣先生、胡志坚先生等为公司监事。经第四届董事会第一次会议表决同意：选举胡柏藩先生为董事长、总裁，任期自本次董事会审议通过日起三年。经第四届董事会第二次会议表决同意：聘任梁云松先生为公司财务负责人，任期自本次董事会审议通过日起一年。

公司董事长、总裁胡柏藩先生，出生于 1962 年，浙江大学工商管理专业研究生结业，高级经济师，中共党员。2008 年 11 月至今任公司董事长、总裁。1988 年创建新昌县合成化工厂并任厂长；1999 年 2 月起任浙江新和成股份有限公司董事长；现兼任绍兴越秀教育发展有限公司董事长，浙江越秀外国语学院理事长、党委书记。

公司财务负责人梁云松先生，出生于 1975 年，浙江财经学院专科毕业，经济师，中共党员。曾任浙江新和成股份有限公司会计科科长、浙江新和成股份有限公司财务部经理助理、新昌县合成化工厂财务部经理、北京万生药业有限责任公司财务总监、副总经理。2017 年 11 月起任公司财务负责人。

除上述事项之外，跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

2017 年 12 月 7 日，新和成股份根据发行方案已实际向鹏华基金管理有限公司、华安未来资产管理（上海）有限公司、三花控股集团有限公司等 9 名特定投资者非公开发行人民币普通股 17.50 亿股，发行价格为人民币 28 元/股，扣除发行费用后募集资金净额 48.67 亿元。

本次非公开发行股票募集资金扣除发行费用后将全部用于投资年产 25 万吨蛋氨酸项目（以下简称“蛋氨酸二期项目”）。新和成股份通过全资子公司山东新和成氨基酸有限公司实施该项目。本次募投项目建设周期 4 年。项目主要采用公司自主研发的蛋氨酸生产工艺，以天然气、丙烯、甲醇、硫磺、液氨等为原料，采用海因合成法生产蛋氨酸，在原材料供应商方面与原营养品具有相似性，利于公司发挥议价优势，降低采购成本。

表2　蛋氨酸二期项目募投资金投放情况表（单位：亿元、%）

序号	项目	投资金额	占比
1	建设投资	5.96	11.10
2	设备投资	43.92	81.79
3	铺底流动资金	3.82	7.11
合计		53.70	100.00

资料来源：公司提供

蛋氨酸项目二期投资总额为 53.70 亿元，根据测算，项目税后内部收益率 14.76%，税后投资回收期 9.64 年（含建设期 4 年），经济效益较好。本次非公开发行完成后，公司对新和成股份持股比例由 56.36%下降至 48.55%，仍为其控股股东。

蛋氨酸项目二期建成后，公司营养品业务多产业链布局的协同效应和规模效应将得到强化，因单一产品价格波动造成的经营风险得以分散，资本实力提升，整体盈利能力和可持续发展能力有望增强。

九、经营分析

1. 经营现状

2017 年，公司实现营业收入 91.33 亿元，同比增长 15.40%，主要系主导维生素类产品 VA、VE 价格及香精香料销量同比均大幅上涨所致。医药化工业务是公司营业收入主要来源，2017 年实现收入 76.26 亿元，占公司营业收入的比重为 83.50%，其中营养品实现收入 43.79 亿元，同比增长 38.22%；香精香料实现收入 13.34 亿元，同比增长 13.03%；医药及保健品实现收入 14.26 亿元，同比增加 5.00 亿元，主要系受两票制影响，销售均价上涨所致；其他医药化工业务收入同比有所增长，2017 年为 4.88 亿元。房地产业务是公司营业收入的补充，占主营业务收入比重为 10.17%，2017 年实现收入 9.29 亿元，同比有所下滑，主要系房地产确认收入减少所致。教育和其他业务对公司收入贡献相对较小，近年来收入规模相对稳定，2017 年分别为 3.98 亿元和 1.80 亿元。

2017 年，公司综合毛利率同比基本稳定，为 47.27%；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到 53.77%，同比增加 3.22 个百分点；受当期确认销售量下降影响，房地产项目销售毛利率为 19.89%，同比大幅下降；教育业务受公司加大对下属大学师资投入影响，毛利率同比下降，2017 年为 15.05%。

2018 年 1~3 月，维生素类产品价格受前期合同价格影响，仍维持较高位置；当期公司实现营业收入 36.89 亿元，同比增长 109.84%，综合毛利率为 70.47%，同比增加 33.08 个百分点。同期，医药化工实现收入 34.77 亿元，同比增长 138.15%；房地产项目确认收入 1.52 亿元，同比下降 36.93%；教育投资业务实现收入 0.30 亿元，毛利率为 23.68%，教育行业受学费交缴月份不同，时间性差异影响，收入和毛利率存在较大波动性。

表3 近年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 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	56.19	71.00	50.55	76.26	83.50	53.77	34.77	94.25	73.50
其中：营养品	31.68	56.38	51.13	43.79	57.43	56.28	22.57	64.92	80.40
香精香料	11.80	21.00	37.26	13.34	17.49	38.45	5.58	16.04	59.02
医药及保健品	9.26	16.47	68.30	14.26	18.69	68.08	4.39	12.63	73.46
其他	3.45	6.14	25.91	4.88	6.39	31.25	2.23	6.41	39.93
房地产	16.61	20.99	48.12	9.29	10.17	19.89	1.52	4.12	52.81
教育	3.83	9.28	25.37	3.98	4.36	15.05	0.30	0.80	-154.87
其他	2.51	6.04	10.31	1.80	1.97	2.80	0.30	0.82	23.68
合计	**79.14**	**100.00**	**47.53**	**91.33**	**100.00**	**47.27**	**36.89**	**100.00**	**70.47**

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

公司营养品（含蛋氨酸）、香精香料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 3 大生产基地。截至 2017 年底，新和成股份资产总额 181.83 亿元，所有者权益 139.96 亿元；2017 年实现营业收入 62.35 亿元，净利润 21.18 亿元；2018 年 1~3 月，新和成股份实现营业收入 30.45 亿元，净利润 15.02 亿元。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的大约 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聚苯硫醚（以下简称“PPS”）、高温尼龙（以下简称“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，对公司营业收入贡献相对较低。

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 4　营养品主要原材料采购情况（单位：吨、元/千克）

项目		2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
原料一	采购数量	21063.35	23495.49	5460.51
	采购均价	8.36	7.53	11.60
原料二	采购数量	23862.53	26999.93	7419.80
	采购均价	4.14	5.49	5.64
原料三	采购数量	10151.05	12413.90	2570.96
	采购均价	3.86	4.34	5.39
原料四	采购数量	1081.23	1678.80	205.00
	采购均价	33.71	31.43	31.78
原料五	采购数量	30479.87	32831.84	7922.36
	采购均价	3.05	3.29	3.63
原料六	采购数量	12645.42	13872.16	3513.04
	采购均价	6.79	7.31	7.87

资料来源：公司提供

注：部分香精香料采购材料与营养品相一致。

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，市场议价能力较强。

公司采购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挂账期，一般为 15 至 60 天挂账期后支付现汇或银行承兑汇票。公司原材料采购主要以国内为主，国外采购较少，集中国内采购比例在 90%左右。

表 5　2017 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	是否为关联方
供应商一	0.95	3.09	否
供应商二	0.93	3.06	否
供应商三	0.93	3.04	否
供应商四	0.89	2.93	否
供应商五	0.80	2.62	否
合计	**4.50**	**14.74**	--

资料来源：新和成股份 2017 年年报整理

生产和销售

公司营养品主要由 VE、VA 和 2017 年新投产的年产 5 万吨蛋氨酸产品构成，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、覆盆子酮等多个系列，拥有 10 条生产线，年生产能力达到 6.7 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 60%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，以外销为主，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%。在结算模式上，公司与主要销售客户保持长期稳定关系，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，2017 年前五大客销售金额为其销售总额的 27.60%。

从经营业绩上看，2017 年，公司营养品实现营业收入 43.79 亿元，同比增长 38.22%，产品毛利率为 56.28%，同比增加 5.15 个百分点。由于维生素类产品三废处理难度大，在国内环保趋严和主要原材料供应商巴斯夫工厂事故双重因素驱动之下，2017 年维生素价格波动剧烈；具体来看 2017 年上半年，在整体养殖需求不振的抑制下，终端采购节奏缓慢，维生素类的整体市场需求不佳，维生素类产品价格震荡走低；下半年由于原料供应紧张，价格上升，维生素类厂家生产受限，价格处于上升阶段；总体上维生素类产品 2017 年销售均价较上年大幅上涨，致使销售毛利率大幅上升；2018 年 1~3 月，公司营养品实现收入 22.57 亿元，毛利率为 80.40%，同比大幅上升，主要系维生素类产品受前期合同价格影响，仍维持较高位置；同期，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，2018 年 1~3 月实现收入 5.58 亿元，毛利率为 59.02%，同比均有所增长。

跟踪期内，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。

表 6　新和成股份医药化工及其他产品销售情况（单位：吨）

类别	项目	2016 年	2017 年
医药化工	销售量	76713.13	127182.08
	生产量	78915.72	129166.58
	库存量	10268.60	12253.10
其他	销售量	3209.19	4756.14
	生产量	2935.87	5560.51
	库存量	786.17	1590.54

资料来源：新和成股份年报

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 PPS、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%，主要系山东工业园氨基酸项目交付使用所致；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。

表 7　新和成股份销售分布情况（单位：亿元、%）

区域	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
国外	24.12	27.22	29.56	44.24	39.31	51.27
国内	14.10	25.54	17.40	46.13	23.04	49.11

资料来源：新和成股份年报

表 8　2017 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	是否为关联方
客户一	9.18	14.73	否
客户二	3.71	5.95	否
客户三	1.47	2.36	否
客户四	1.47	2.35	否
客户五	1.37	2.20	否
合计	**17.21**	**27.60**	--

资料来源：新和成股份年报整理

（2）医药及保健品

公司医药及保健品的经营主体分别为子公司北京万生药业有限责任公司（以下简称“万生药业”，公司持股比例 100%）、浙江爱生药业有限公司（以下简称“爱生药业”，公司持股比例 81.90%）和福元药业股份有限公司（以下简称“福元药业”，公司直接持股 80%，通过宣城人和投资合伙企业（有限合伙）持股 8.00%）。

表9　医药及保健品主要原材料采购情况（单位：千克、元/千克）

原料	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
原料一	采购数量	16400	20293.42	5090.16
	采购均价	745.49	700.24	569.58
原料二	采购数量	14600	18219.62	4279.68
	采购均价	740.99	701.76	670.18
原料三	采购数量	12600	14422.12	4099.78
	采购均价	741.96	697.84	672.09

资料来源：公司提供

跟踪期内，在“两票制”医药改革背景下，医药及保健品售价上涨，万生药业受此影响，产品均价快速提升，同时受医药及保健品采购人员和其他制造成本投入提升影响，医药及保健品产品综合毛利率保持稳定，2017 年实现收入

14.26 亿元，同比增长 54.00%，毛利率为 68.08%，同比变化不大；2018 年 1~3 月实现收入 4.39 亿元，同比增长 132.28%，毛利率为 73.46%，同比增加 3.90 个百分点。整体看，跟踪期内，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：吨、元/吨）

经营主体	药品种类	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
万生药业	高血压/脂	销量（亿片）	6.89	4.76	1.37
		均价（元/片）	0.41	1.14	1.39
	肾病类	销量（亿片）	1.80	1.89	0.42
		均价（元/片）	0.83	1.13	1.45
	心绞痛类	销量（亿片）	4.25	2.70	0.69
		均价（元/片）	0.23	0.26	0.47
爱生药业	琪宁	销量（万盒）	1829.28	1382.27	290.47
		均价（元/盒）	7.05	8.45	9.66
	傲宁	销量（万盒）	103.83	98.74	18.54
		均价（元/盒）	2.77	3.07	3.62
福元药业	软膏	销量（万支）	6599.67	7803.98	2867.66
		均价（元/支）	1.20	1.32	1.45
	酊水	销量（万支）	9979.20	12638.91	5739.41
		均价（元/支）	0.67	0.74	0.75
	糖浆	销量（万支）	454.08	551.27	297.06
		均价（元/支）	3.95	4.08	4.34

资料来源：公司提供

3. 房地产

公司房地产项目经营实体为北京恒成伟业房地产开发有限公司（以下简称“恒成伟业”）、新昌县和成置业有限公司（以下简称“和成置业”）、琼海博鳌丽都置业有限公司（以下简称“博鳌丽都”）、长白山保护开发区和悦房地产开发有限公司（以下简称“长白山和悦”）、上海华纺和成房地产开发有限公司（以下简称“上海华纺”）和绍兴上虞和成置业有限公司（以下简称“上虞和成置业”）。跟踪期内，房地产项目销售结转规模和毛利率出现下降，2017年房地产项目实现收入9.29亿元，毛利率为19.89%；2018年1~3月，公司位于北京等地的项目对外实现部分销售，结转收入1.52亿元，毛利率为52.81%。

截至 2018 年 3 月底，公司在建房地产业务总投资 73.49 亿元，已完成投资 61.30 亿元，2018 年 4~12 月尚需投资 5.55 亿元，2019 年需投资 3.86 亿元。目前，公司房地产主要开发项目为 2017 年新增的“新未来”等部分上海项目，剩余可供销售面积较为充足，地理位置优越，未来公司将用部分销售回款覆盖后续在建项目投资支出，并以投资目的持有部分地产项目。

表 11 截至 2018 年 3 月底公司房地产开发情况（单位：万平方米、亿元）

公司名称	控股比例	项目名称	物业形态	所在地	总建筑面积	可售面积	已售面积	回笼资金
恒成伟业	70.00%	北京和成璟园	小高层住宅	北京	15.97	13.97	11.41	29.57
新昌和成置业	100.00%	新昌和成璟园	住宅+写字楼	新昌	36.32	31.21	25.73	18.83
博鳌丽都	100.00%	博鳌海御	酒店+公寓	海南	8.23	7.62	4.16	6.81
长白山和悦	70.00%	长白山红松溪谷	酒店+公寓	吉林	6.80	3.58	0.50	0.33

上海华纺	50.00%	华成名邸	小高层住宅	上海	18.45	12.90	5.94	8.54
上虞和成置业	100.00%	杭州湾和成璟园	小高层住宅	上虞	6.02	4.73	0.20	0.11
上海蔚来	60.00%	新未来	住宅+自持	上海	13.00	8.60	--	--
合 计	--	--	--	--	**104.79**	**82.61**	**47.94**	**64.19**

资料来源：公司提供

表 12　截至 2018 年 3 月底公司房地产投资情况（单位：亿元）

公司名称	项目名称	总投资	2018 年 3 月底已投资	2018 年 4~12 月拟投	2019 年拟投
长白和悦房	红松溪谷	4.86	3.18	--	--
上海华纺	华成名邸	13.22	10.46	1.87	0.89
上虞和成置业	杭州湾和成璟园	2.00	0.38	1.32	0.30
新昌和成置业	新昌和成璟园	16.69	16.69	--	--
恒成伟业	北京和成璟园	14.03	14.03	--	--
博鳌丽都	博鳌海御	7.56	7.56	--	--
上海蔚来	新未来	15.13	9.00	2.36	2.67
合计	--	**73.49**	**61.30**	**5.55**	**3.86**

资料来源：公司提供

注：公司尚未公布红松溪谷项目后续投资计划。

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，主要下属控股单位为浙江越秀外国语学院。绍兴越秀教育发展有限公司成立于 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 2017 年底，绍兴越秀教育发展有限公司总资产（合并口径）为 13.54 亿元，总负债为 5.21 亿元，所有者权益合计 8.34 亿元，2017 年实现营业收入 4.07 亿元，净利润 0.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，绍兴越秀教育发展有限公司总资产（合并口径）为 12.54 亿元，总负债为 4.95 亿元，所有者权益合计为 7.59 亿元。2018 年 1~3 月，绍兴越秀教育发展有限公司实现营业收入 0.30 亿元，净利润-0.75 亿元。

5. 其他

其他业务的经营主体为浙江和丰投资有限公司（持股比例 100%）、浙江汇贤创业投资有限公司（持股比例 100%）、新昌县禾春绿化有限公司（持股比例 100%）、上海纳岩新材料科技有限公司（持股比例 62.50%）和宣城人和投资合伙企业（有限合伙）（持股比例 80.00%），主要经营领域为实业投资、创业投资、投资管理相关业务，利润构成相对分散。2017 年，公司其他业务收入和毛利率同比下降，分别为 1.80 亿元和 2.80%。

6. 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可以概括为如下三点：第一，公司将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工作，加快新材料产品（PPS 项目、高温尼龙 PPA 项目）的销售拓展；第三，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 2018 年 3 月底，公司计划投资额为 80.75 亿元，已完成投资 18.15 亿元，未来三年尚需要投资 31.03 亿元，主要用于氨基酸二期

项目建设。考虑到公司已通过非公开发行方式募集氨基酸二期项目所需主要资金 48.67 亿元，未来在建项目筹资压力较小。

表 13　截至 2018 年 3 月底公司主要投资计划（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	截至 2018 年 3 月底已投	资金投入计划			资金来源
			18 年 4~12 月	2019 年	2020 年	
PPS 项目	10.56	6.56	0.35	0.84	-	自筹
氨基酸二期项目	53.70	0.49	9.19	7.74	10.64	48.67 亿元募集资金、自筹
沧州基地建设工程	3.50	1.70	0.05	1.20	-	1.00 亿贷款、自筹
镜湖校区	13.00	9.40	0.01	0.20	0.80	5.00 亿贷款、自筹
合 计	**80.75**	**18.15**	**9.60**	**9.99**	**11.44**	--

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了 2017 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，并具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司合并范围内二级子公司共计 15 家，较上年新增 1 家，为鳌峰国际有限公司。公司合并范围较 2016 年变化不大，财务可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额（合并）285.32 亿元，所有者权益合计 166.96 亿元（包含少数股东权益 75.95 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 91.33 亿元，利润总额 21.36 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额（合并）303.51 亿元，所有者权益合计 181.11 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 36.89 亿元，利润总额 17.50 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，受非公开发行募集资金到位及业务拓展影响，公司资产总额大幅增长，截至 2017 年底，公司资产总额 285.32 亿元，同比增长 40.40%；资产构成中流动资产占 67.90%，非流动资产占 32.10%。

截至 2017 年底，公司流动资产规模为 193.72 亿元，同比增长 56.47%，主要系货币资金增加所致；从流动资产结构看，主要由货币资金（占 45.33%）、应收账款（占 10.59%）、其他应收款（占 9.64%）、存货（占 22.73%）和其他流动资产（占 9.59%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 87.82 亿元，同比大幅增长 161.46%，主要为银行存款（占 99.06%）。截至 2017 年底，公司货币资金使用受限部分为 0.70 亿元，因用于借款、信用证等质押而受限。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 20.51 亿元，同比大幅增长 85.94%，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 99.14%，账龄结构较短。公司对应收账款计提坏账准备 1.33 亿元。整体看，公司应收账款账龄较短，坏账计提比例适宜，整体质量较高。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 18.67 亿元，较 2016 年底增长 43.04%，主要系本期增加出借给新昌县春禾投资管理合伙企业（有限合伙）资金 7.13 亿元所致，该合伙企业为公司关联方，经营范围为投资管理；债务人后续将以其投资收益归还借款。从账龄看，1 年以内的其他应收款占 55.53%，1～2 年的占 23.03%，2~3 年的占 18.45%，3 年以上的占 2.99%，账龄偏长。截至 2017 年底，公司累计计提其他应收款坏账准备 2.60 亿元。

截至 2017 年底，公司存货账面余额为 44.20 亿元，累计计提存货跌价准备 0.16 亿元，账面价值为 44.04 亿元，同比增长 22.35%，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 10.61%）、开发成本（占 40.49%）、库存商品（占 17.59%）和开发产品（占 26.17%）构成。截至 2017 年底，存货中已有 15.77 亿元用于担保。

截至2017年底，公司其他流动资产为18.57亿元（主要为银行理财产品，占 83.93%），同比下降 32.84%，主要系理财到期回收所致。

截至 2017 年底，公司非流动资产 91.60 亿元，同比增长 15.34%，主要来自固定资产的增长；公司非流动资产以固定资产（占 69.76%）、在建工程（占 7.13%）和无形资产（占 9.68%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产（全部为可供出售权益工具）为 6.27 亿元，同比增加 4.12 亿元，主要系本期增加以公允价值计量的权益工具所致；其中权益工具的成本为 2.78 亿元，公允价值为 0.81 亿元，累计计入其他综合收益的公允价值变动金额为 0.61 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产为 63.90 亿元，较上年底增长 36.79%，主要系跟踪期内山东工业园氨基酸项目及上虞工业园 PPS 项目二期交付使用，转入固定资产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 49.97%）和专用设备（占 47.74%）构成。固定资产中用于担保的金额为 4.28 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程为 6.53 亿元，较上年底下降 66.89%，系跟踪期内山东工业园氨基酸项目交付使用，转入固定资产所致。

截至 2017 年底，公司无形资产为 8.87 亿元，较 2016 年底增长 19.24%，主要系跟踪期内新增土地所致；公司无形资产中有 1.07 亿元用于担保。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 303.51 亿元，较 2017 年底增长 6.37%，资产构成较 2017 年底变化不大。公司流动资产中应收账款 29.84 亿元，较上年末增长 45.48%，主要系销售收入增加所致；其他流动资产为 56.45 亿元，较 2017 年底大幅增长 203.93%，主要系公司将自有闲置资金及闲置募集资金购买理财产品所致。非流动资产中无形资产为 11.01 亿元，较 2017 年底增长 24.14%，主要系新和成股份全资子公司黑龙江新和成生物科技有限公司为生物发酵项目储备地块，在绥化市用 2.10 亿元的价格竞得两宗土地（地块编号：绥储 N17-4、绥储 N17-5，面积 66.28 万平方米）所致。

总体看，公司资产主要以流动资产为主，公司资产构成中现金类资产和理财产品充足，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. 负债和所有者权益

负债

跟踪期内，公司负债规模快速增长，截至 2017 年底，公司负债总额为 118.36 亿元，同比增长 20.22%，其中流动负债占 67.29%，非流动负债占 32.71%。

截至 2017 年底，公司流动负债为 79.65 亿元，主要由短期借款（占 40.23%）、应付账款（占 13.35%）、其他应付款（占 11.91%）和一年内到期的非流动负债（占 11.90%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 32.04 亿元，较 2016 年底增长 20.94%，主要系增加银行借款所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 9.49 亿元，较 2016 年底增长 232.28%，主要为支付的往来款等；其中支付给关联方的往来款合计 2.24 亿元，外币其他应付款 0.55 亿元。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 9.48 亿元，较 2016 年底增长 42.89%，主要是一年内到期的长期借款（占 95.78%）。

截至 2017 年底，公司非流动负债 38.71 亿元，主要由长期借款（59.26%）和应付债券（25.83%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 22.94 亿元，同比增长 16.01%，主要系新和成股份新增信用借款所致。公司长期借款主要由信用借款（4.35

亿元）、抵押借款（1.78 亿元）、保证及抵押借款（5.41 亿元）、抵押及质押借款（5.00 亿元）和保证、抵押及质押借款（5.80 亿元）构成。公司持有外币借款折合人民币金额 4.36 亿元。

截至 2017 年底，公司长期应付款（融资租赁款）为 3.41 亿元，同比增加 2.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 122.40 亿元，较 2017 年底增长 3.41%，主要系公司预收款项和长期应付款增长所致，负债结构较 2017 年底变化不大。流动负债中预收账款为 6.98 亿元，较 2017 年底增加 1.90 亿元，主要为预收销货款增加所致；长期应付款为 5.91 亿元，较 2017 年底增加 2.50 亿元，主要系增加融资租赁所致。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，截至 2017 年底，公司全部债务 80.03 亿元，同比增长 25.75%；其中短期债务占 54.58%，长期债务占 45.42%，公司债务结构中短期债务占比略高，债务结构较为合理。

截至 2017 年底，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分别为 41.48%、32.40%和 17.88%，均呈下降态势。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 82.10 亿元，较 2017 年底变化不大，其中短期债务和长期债务分别占 52.60%和 47.40%；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分别为 40.33%、31.19%和 17.69%，较 2017 年底均小幅下降。

总体看，近年来公司负债总额呈逐年增长态势；公司债务构成以短期债务为主，整体结构适宜，债务水平处于合理区间。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 166.96 亿元，同比增长 59.36%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致。截至 2017 年底，公司资本公积和少数股东权益分别为 24.20 亿元和 75.95 亿元，分别同比增长 216.17%和 93.75%，主要系新和成股份于 2017 年 12 月非公开发行股份所致。截至 2017 年底，公司所有者权益中实收资本占 1.32%，资本公积占 26.59%，盈余公积占 0.94%、未分配利润占 70.32%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 181.11 亿元（含少数股东权益 83.91 亿元），较 2017 年底增长 8.48%，主要系未分配利润增长所致。

联合资信关注到公司所有者权益结构中实收资本占比相对较低，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

2017 年，受益于主要产品 VA 价格大幅上升，以及营养品类和香精香料类产品销量上升，公司营业收入、毛利率较快提升。2017 年，公司实现营业收入 91.33 亿元，同比增长 15.40%；营业利润率为 45.36%，同比增加 2.17 个百分点。

2017 年，公司期间费用为 20.23 亿元，同比增长 38.31%，期间费用率为 22.15%，同比增加 3.67 个百分点；公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 8.53 亿元、8.80 亿元和 2.91 亿元，同比分别增长 38.69%、16.86%和 205.63%，其中财务费用大幅上涨主要系跟踪期内公司持有外币性资产、负债因汇率波动引起账面汇兑损失较大所致。跟踪期内，伴随营业收入增长，公司期间费用呈增长态势，费用控制能力有待提高。

2017 年，公司资产减值损失为 1.10 亿元，同比增加 1.04 亿元，主要构成为公司当期坏账损失（0.97 亿元）、存货跌价损失（0.13 亿元）。公司资产减值准备大幅增长，主要系公司销售回暖，库存产成品备货以及应收账款相应出现大幅增长，公司按照会计估计方法计提减值增加所致。

2017 年，公司实现利润总额 21.36 亿元，

同比增长 6.38%，净利润为 16.57 亿元，其中归母公司净利润为 8.48 亿元。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，2017 年分别为 7.18%和 9.93%。公司整体盈利能力仍较强。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 36.89 亿元，同比增长 109.80%；利润总额 17.50 亿元，同比增长 645.09%。同期，公司实现净利润 14.38 亿元，其中，归母公司净利润为 6.34 亿元；2018 年 1～3 月，公司营业利润率较 2017 年同期略有上升，为 65.55%。

跟踪期内，受巴斯夫柠檬醛工厂事故及帝斯曼厂商装置事故影响，VA 重要原材料柠檬醛供不应求，带动 VA 价格大幅上涨，公司抓住市场机遇，收入水平有较大幅度提升；受业务拓展及汇兑损失影响，公司销售及财务费用有所上升；公司整体盈利能力较强。

4．现金流及保障

经营活动方面，2017 年，公司经营活动的现金流入量有所下降，2017 年为 74.35 亿元，同比下降 9.59%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 71.34 亿元，同比下降 10.98%，主要系当期结转房地产销售收入减少所致。同期，公司经营活动的现金流出量小幅增长，2017 年 61.18 亿元，同比增长 1.65%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 37.84 亿元，同比增长 20.50%。2017 年，公司经营活动现金流量净额为 13.17 亿元，同比下降 40.26%。从收入实现质量来看，2017 年，公司现金收入比为 78.11%，同比下降 23.15%，主要系伴随业务规模增长，公司赊销和票据结算比例增长所致。整体看，公司收入质量一般。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入为 12.30 亿元，同比大幅增长 158.05%，其中收到其他与投资活动有关的现金为 11.36 亿元，主要为收回理财产品收到的现金。2017 年，公司投资活动现金流出为 32.41 亿元，同比小幅增长 1.74%，其中构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 18.88 亿元，主要为氨基酸项目、PPS 项目二期投入支付的现金；支付其他与投资活动有关的现金 9.41 亿元，主要系购买理财产品支出。2017 年，公司投资活动表现为净流出，为-20.11 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入量为 126.91 亿元，同比大幅增加 64.20 亿元，其中吸收投资收到的现金 48.82 亿元，主要系新和成股份通过非公开发行股票募集资金所致；取得借款收到的现金 73.88 亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流出 66.12 亿元，同比增长 5.44%，其中偿还债务支付的现金为 59.97 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 5.72 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 60.79 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流入为 32.64 亿元，同比增长 57.65%，经营活动现金流量净额为 5.13 亿元；支付其他与投资活动有关的现金 54.57 亿元（主要系公司使用自有闲置资金及闲置募集资金购买理财产品），使得投资活动现金流量净额为-47.88 亿元；筹资活动现金流量净额为 0.66 亿元。

跟踪期内，受房地产项目预售减少及应收票据和应收账款增长影响，公司经营活动现金流入量、净额及现金收入比均有所下降；未来投资活动支出较大，但考虑到公司已通过非公开发行方式筹集投资项目所需资金，未来项目建设支出压力得到缓解。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，受益于公司经营持续向好和完成非公开发行股份，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 243.22%和 187.93%，同比均有显著提升；截至 2018 年 3 月底，两项指标分别增至 250.87%和 192.38%。2017 年，公司经营现金流动负债为 16.54%，同比出现下降。总体看，公司现金类资产充裕，流动资产可以覆盖流动负债。综合考虑公司运营资金需求及融资压力，公司短期

偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 26.59 亿元，EBITDA 利息倍数为 22.75 倍；公司全部债务/EBITDA 为 3.01 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2018年3月底，公司累计对外担保余额为9050万元，担保比率为0.93%。考虑到公司已经于2018年4月终止对浙江白云伟业控股集团有限公司担保，截至2018年4月底，公司担保金额为4750万元，对公司短期和长期偿债能力不构成重大影响。

表14　截至2018年3月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	担保金额
浙江白云伟业控股集团有限公司	4300
大连新旅程国际贸易有限公司	3000
新昌县包装装潢有限公司	800
浙江耿基实业有限公司	950
合计	**9050**

资料来源：公司提供

注：公司对浙江白云伟业控股集团有限公司担保4300万元已于2018年4月到期，相关借款到期已归还，公司不再继续担保。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 129.09 亿元，其中未使用额度 72.19 亿元，间接融资渠道较为畅通；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. 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 2018 年 7 月 10 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。

7. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至 2017 年底，公司本部资产总额 45.34 亿元；其中流动资产占比为 67.93%，非流动资产占比为 32.07%。流动资产中，货币资金（4.96 亿元）、其他应收款（15.75 亿元，以往来款为主）和其他流动资产（10.00 亿元）为主要构成。非流动资产以可供出售金融资产（4.97 亿元）和长期股权投资（8.88 亿元）为主。截至 2017 年底，公司负债总额 26.83 亿元，构成主要为短期借款（14.68 亿元）和其他应付款（1.77 亿元）。

盈利能力方面，公司主要经营主体以新和成股份等为主，本部经营业务规模很小，2017 年本部实现营业收入 0.04 亿元，利润总额 4.32 亿元，利润来源主要为子公司的投资分红。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司本部有息债务 24.68 亿元，同比增长 14.79%。联合资信关注到，公司本部有息债务有所增长，本部偿债能力较弱。

8. 抗风险能力

中国医药行业市场空间广阔，公司自主研发能力位于行业内前端，产品质量管理体系逐步与国际水平接轨。跟踪期内，公司资产规模稳步上升，整体财务状况良好，主业盈利能力稳健，利润规模快速增长。

未来，随着公司募投项目的逐步投入及达产，技术和制造能力将进一步增强，收入水平和规模经济效益有望提升。

基于对公司自身经营和财务风险，以及所处医药行业前景的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十一、存续期内债券偿债能力

目前公司本部存续债券2只，余额合计10亿元，其中一年内到期的为“16新和成MTN001”，余额为5亿元，将于2019年7月到期兑付。

截至2017年底，公司现金类资产91.31亿元，对公司本部一年内到期债券余额的覆盖倍数为18.26倍，覆盖程度很高。2017年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对公司本部存

续债券的覆盖倍数分别为2.66倍和7.44倍，对公司本部待偿还债券的保障能力强。

表15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年底
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	18.26
经营活动现金流入量/应付债券余额	7.44
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.32
EBITDA/应付债券余额	2.66

资料来源：联合资信根据公开资料整理

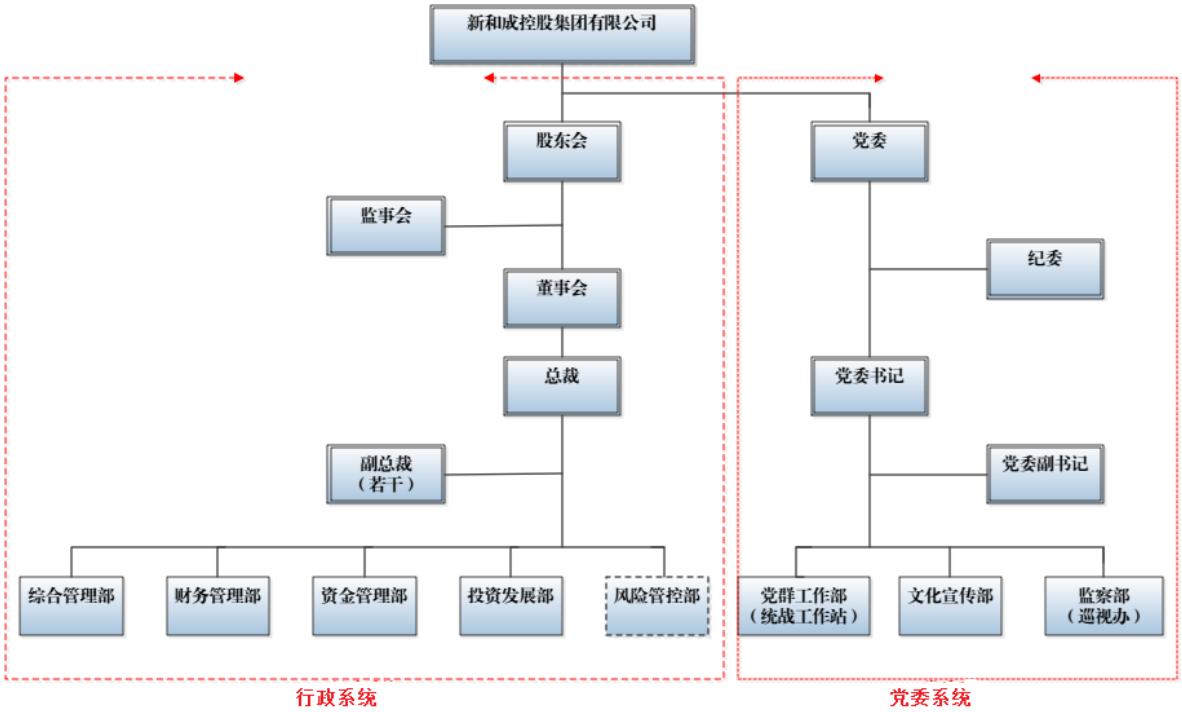
十二、结论

综合评估，联合资信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^+，“16 新和成 MTN001”和“16 新和成 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图


新和成控股集团有限公司
（总资本 120,000,000 元）
胡柏藩 41.7482%
张平一 8.3333%
袁益中 4.7335%
石 程 4.5992%
胡柏剡 4.0833%
石观群 2.8807%
王学闻 2.8158%
崔欣荣 0.7917%
王正江 0.6667%
梁新中 0.5833%
胡梅友 0.5500%
梁晓东 0.5485%
陈世林 0.5000%
梁碧源 0.4167%
新昌县和记投资管理合伙企业（有限合伙） 20.00%
新昌县汇记投资管理合伙企业（有限合伙） 2.6185%
新昌县信记投资管理合伙企业（有限合伙） 2.5281%
新昌县诚记投资管理合伙企业（有限合伙） 1.6025%

附件 2　公司组织结构图


新和成控股集团有限公司
股东会
监事会
董事会
总裁
副总裁
（若干）
综合管理部
财务管理部
资金管理部
投资发展部
风险管控部
党委
纪委
党委书记
党委副书记
党群工作部
（统战工作站）
文化宣传部
监察部
（巡视办）
行政系统
党委系统

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.47	31.57	91.31	49.29
资产总额(亿元)	175.65	203.23	285.32	303.51
所有者权益(亿元)	92.38	104.77	166.96	181.11
短期债务(亿元)	43.27	33.43	43.69	43.18
长期债务(亿元)	10.57	30.21	36.35	38.92
全部债务(亿元)	53.84	63.64	80.03	82.10
营业收入(亿元)	75.67	79.14	91.33	36.89
利润总额(亿元)	13.88	20.08	21.36	17.50
EBITDA(亿元)	20.34	25.87	26.59	--
经营性净现金流(亿元)	18.64	22.05	13.17	5.13
销售债权周转次数(次)	7.03	6.68	4.96	--
存货周转次数(次)	1.14	1.13	1.20	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.42	0.37	--
现金收入比(%)	90.24	101.26	78.11	73.51
营业利润率(%)	36.84	43.19	45.36	65.55
总资本收益率(%)	9.19	9.99	7.18	--
净资产收益率(%)	12.08	14.93	9.93	--
长期债务资本化比率(%)	10.27	22.38	17.88	17.69
全部债务资本化比率(%)	36.82	37.79	32.40	31.19
资产负债率(%)	47.41	48.45	41.48	40.33
流动比率(%)	168.92	189.09	243.22	250.87
速动比率(%)	111.63	134.12	187.93	192.38
经营现金流动负债比(%)	28.36	33.68	16.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.94	21.99	22.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.65	2.46	3.01	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

附件 4　主要财务数据及指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级

附件 5-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。