信用评级公告

联合〔2021〕7053 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国蓝星（集团）股份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，确定维持中国蓝星（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 蓝星 MTN001”“19 蓝星 MTN002”“19 蓝星 MTN003”“20 蓝星 MTN001”“20 蓝星 MTN002”“20 蓝星 MTN003”“20 蓝星 MTN004”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国蓝星（集团）股份有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果：

	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国蓝星（集团）股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 蓝星 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20 蓝星 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 蓝星 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 蓝星 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 蓝星 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 蓝星 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 蓝星 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

债项概况：

证券名称	债券余额	起息日	到期日期
20 蓝星 MTN004	15.00	2020-05-25	2023-05-25
20 蓝星 MTN003	10.00	2020-04-28	2023-04-28
20 蓝星 MTN002	10.00	2020-04-15	2023-04-15
20 蓝星 MTN001	10.00	2020-03-13	2023-03-13
19 蓝星 MTN003*	10.00	2019-10-23	2022-10-23
19 蓝星 MTN002*	15.00	2019-10-14	2022-10-14
19 蓝星 MTN001	15.00	2019-08-05	2022-08-05

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；上述中票标*的为永续中票，期限为 3+N 年，所列到期兑付日为首次行权日期

评级时间：2021 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V3.0.201907
化工企业主体信用评级模型（打分表）	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

评级观点：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“中国蓝星”）的跟踪评级反应了公司作为大型化工企业，在股东背景、业务规模、研发实力以及多元化和全球业务布局等方面仍保持突出优势；同时，联合资信关注到行业波动、汇兑风险、应收款项对公司资金形成一定占用以及债务水平较高等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续债券的保障能力强。

公司作为中国化工集团有限公司（以下简称“中国化工”）的核心子公司，拥有从基础化工产品到化工新材料的完整产业链，随着产业链的进一步整合，公司整体抗风险能力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 蓝星 MTN001”“19 蓝星 MTN002”“19 蓝星 MTN003”“20 蓝星 MTN001”“20 蓝星 MTN002”“20 蓝星 MTN003”“20 蓝星 MTN004”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司控股股东中国化工对公司支持力度强。**公司作为中国化工的核心子公司，在管理和资金等方面能够获得中国化工的持续支持。
2. **公司拥有从基础化工产品到化工新材料的完整产业链，研发实力雄厚，规模优势和竞争优势突出。**公司具备完整的硅材料产业链，在蛋氨酸领域优势明显，始终保持技术领先地位，拥有一批自主知识产权的高科技产品和专有技术。
3. **公司多元化和全球业务布局具备突出优势，整体抗风险能力很强。**公司形成了多元化的业务和产品组合，终端应用市场广泛；同时公司全球业务布局良好。
4. **公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续债券的保障能力强。**2020 年，公司经营活动现金流入量为本年剩余到期债券余额的 24.68 倍，为未来待偿债券本金峰值的的 8.47 倍；公司 EBITDA 为未来待偿债券本金峰值的 1.30 倍。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
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；财务指标为三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：任贵永　毛文娟　石梦遥

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）

传真：010-85679228

网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

关注

1. **公司所处化工行业存在周期性波动风险。**化工行业属于高耗能、高污染的行业，受国家环保政策影响较大；并且属于周期性行业，随宏观经济环境、国际贸易关系及原材料成本等因素变化，行业波动显著。
2. **公司存在一定的汇兑风险。**公司境外净资产规模较大，汇率波动给公司带来一定的汇兑风险。
3. **公司债务规模较大，债务负担较重。**截至 2020 年底，公司全部债务为 571.07 亿元；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 71.55%、64.60%及 47.71%。
4. **公司应收款项规模较大，对公司资金形成一定占用。**截至 2020 年底，公司应收账款 52.64 亿元，其他应收款 185.27 亿元，长期应收款 101.79 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	168.82	173.23	116.46	123.90
资产总额（亿元）	1022.39	1029.05	1099.91	1119.06
所有者权益合计（亿元）	257.46	263.03	312.95	332.73
短期债务（亿元）	345.61	236.35	285.47	268.49
长期债务（亿元）	245.20	348.96	285.59	290.75
全部债务（亿元）	590.81	585.31	571.07	559.24
营业收入（亿元）	600.13	557.99	540.07	158.39
利润总额（亿元）	24.55	-5.03	21.15	13.83
EBITDA（亿元）	91.55	61.87	87.41	--
经营性净现金流（亿元）	64.77	45.22	63.57	16.35
营业利润率（%）	21.72	17.09	20.59	26.23
净资产收益率（%）	5.69	-3.73	3.51	--
资产负债率（%）	74.82	74.44	71.55	70.27
全部债务资本化比率（%）	69.65	68.99	64.60	62.70
流动比率（%）	110.05	152.51	119.42	128.20
经营现金流动负债比（%）	13.55	12.88	14.95	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.73	0.41	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	3.52	2.39	3.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.45	9.46	6.53	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	448.97	465.93	517.83	529.32
所有者权益（亿元）	169.75	189.72	205.00	203.75
全部债务（亿元）	259.42	259.74	294.31	294.12
营业收入（亿元）	0.30	0.42	0.45	0.06
利润总额（亿元）	-14.01	-4.35	24.46	-1.26
资产负债率（%）	62.19	59.28	60.41	61.51
全部债务资本化比率（%）	60.45	57.79	58.94	59.08
流动比率（%）	84.31	140.69	137.41	133.28
经营现金流动负债比（%）	-0.44	-0.52	-0.80	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.15	0.03	0.05

注：1.公司合并口径其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已相应调整至长短期债务中；2.母公司其他流动负债中有息债务已相应调整至短期债务中；3.2021 年一季度报表未经审计，未调整有息债务；

主体评级历史：

债项简称	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
2020 年跟踪评级	AAA	稳定	2020/7/27	张博 张葛 王皓	联合资信评估股份有限公司化工企业信用评级方法（V3.0.201907） 联合资信评估股份有限公司化工企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 蓝星 MTN004	AAA	稳定	2020/5/15	张博 王皓 张葛		阅读全文
20 蓝星 MTN003	AAA	稳定	2020/4/21	张博 张葛 王皓		阅读全文
20 蓝星 MTN002	AAA	稳定	2020/3/25	张博 张葛 王皓		阅读全文
20 蓝星 MTN001	AAA	稳定	2020/3/6	张博 张葛 王皓		阅读全文
19 蓝星 MTN003	AAA	稳定	2019/9/25	唐岩 李博恒		阅读全文
19 蓝星 MTN002	AAA	稳定	2019/9/17	唐岩 李博恒		阅读全文
19 蓝星 MTN001	AAA	稳定	2019/5/31	唐岩 王宁	化工行业企业信用评级方法	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编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

中国蓝星（集团）股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“中国蓝星”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

中国蓝星前身为甘肃蓝星化学清洗集团公司，1989年4月3日，经甘肃省工商行政管理局核准，公司登记设立，注册资本为200万元，隶属于甘肃省石油化学工业厅管理。1992年5月18日，国务院生产办公室签发《关于同意甘肃蓝星化学清洗集团公司更名为中国蓝星化学清洗总公司的批复》（国生企业〔1992〕183号），名称变为中国蓝星化学清洗总公司（以下简称“蓝星化学”），隶属关系变更为化工部直属企业，同时经甘肃省会计事务所核实，注册资本变更为3000万元。

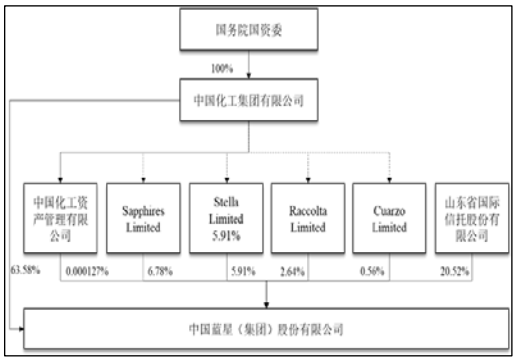
1998年3月17日，化学工业部签发《关于同意组建中国蓝星集团的批复》（化政发〔1998〕169号），同意以蓝星化学为核心企业组建中国蓝星（集团）总公司。经化学工业部批复，蓝星化学以资本公积转增实收资本8000万元，注册资金增至1.10亿元，隶属关系不变。2001年5月23日，经国家工商行政管理总局核准，公司名称变更为中国蓝星（集团）总公司（以下简称“蓝星集团”）。

2004年5月12日，国务院国资委签发《关于重组设立中国化工集团公司的公告》，批准在蓝星集团和中国昊华化工（集团）总公司（以下简称“中国昊华”）重组基础上组建中国化工集团公司，蓝星集团作为其全资子公司。

2007年12月21日，国务院国资委签发《关于中国蓝星（集团）股份有限公司国有股权管理有关问题的批复》（国资产权〔2007〕1551号），2008年9月1日，商务部签发《关于同意中国蓝星（集团）总公司重组改制相应变更为外商投资股份有限公司的批复》（商资批〔2008〕1191号），同意蓝星集团改制为股份有限公司，并同意境外投资者Sapphires Limited等对蓝星集团进行增资扩股。公司改制为外商投资股份有限公司，并更为现名，股本总额为122.12亿股，注册资本为122.12亿元，中国化工集团有限公司（以下简称“中国化工”）持股比例变为80.00%，其余股权由美国黑石集团4家控股子公司Sapphires Limited等持有。

后经多轮股权划转和增资扩股，截至2020年底，中国化工直接持有公司63.58%的股份，山东省国际信托有限公司持有公司20.52%股份，根据2018年12月24日、2018年12月30日中国化工（香港）有限公司、中国化工签署的《股权转让协议》，中国化工间接受让美国黑石集团4家控股子公司Sapphires Limited等持有的15.90%股权，故中国化工间接持有公司15.90%股权（含中国化工通过中国化工资产管理有限公司持有公司的0.000127%股权及上述四家子公司持有公司的15.90%股权）；公司控股股东为中国化工，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

图1　截至2020年底公司股权结构图



资料来源：公开资料

公司主营业务包括材料科学、生命科学、环境科学三大板块，拥有从基础化工原料到化学新材料产品的集研发、生产和销售于一体的完整产业链；主要产品包括硅产业链相关产品、工程塑料、聚氨酯、通用塑料、苯酚丙酮、丙烯酸酯、聚乙烯、蛋氨酸、维生素A/E、离子膜电解槽等。

公司已建立规范的法人治理结构，其中，董事会内设3个委员会，即战略委员会、薪酬与提名委员会和审计委员会；经理层工作机构设办公室、生产经营办、人事部、财务部、规划发展部、监事部、企划部、管理与信息部、科技部、商务部、安全环保部11个职能部门（见附件1-2）。

截至2020年底，公司合并资产总额1099.91亿元，所有者权益合计312.95亿元（含少数股东权益181.02亿元、其他权益工具27.17亿元）；2020年，公司实现营业收入540.07亿元，利润总额21.15亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1119.06亿元，所有者权益332.73亿元（含少数股东权益189.19亿元、其他权益工具26.89亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入158.39亿元，利润总额13.83亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区北土城西路9号；法定代表人：郝志刚。

三、存续债券概况

截至报告出具日，联合资信评定的公司存续债券本金合计 85.00 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司存续公开发行公司债券均已按规定用途使用完毕，并按时全额付息。

表 1　截至报告出具日联合资信评定的公司存续债券

证券名称	债券余额（亿元）	起息日	到期日期
20 蓝星 MTN004	15.00	2020-05-25	2023-05-25
20 蓝星 MTN003	10.00	2020-04-28	2023-04-28
20 蓝星 MTN002	10.00	2020-04-15	2023-04-15
20 蓝星 MTN001	10.00	2020-03-13	2023-03-13
19 蓝星 MTN003*	10.00	2019-10-23	2022-10-23
19 蓝星 MTN002*	15.00	2019-10-14	2022-10-14
19 蓝星 MTN001	15.00	2019-08-05	2022-08-05
合计	**85.00**	--	--

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；上述中票标*的为永续中票，期限为 3+N 年，所列到期兑付日为首次行权日期

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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. 城镇失业率统计中，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：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增**

长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

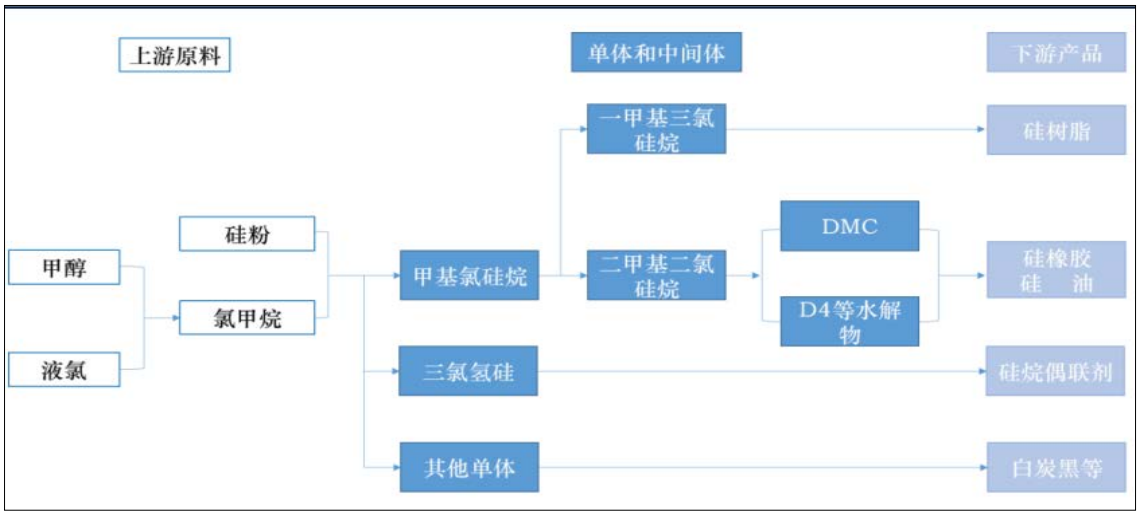
五、行业分析

1. 有机硅行业

中国有机硅产能位居全球第一，生产规模大，但整体产能利用率不高，在政策对落后的有机硅产能逐步限制和淘汰后，有机硅产能利用率有所提升。2020 年，有机硅价格先跌后涨，并达到历史高位。

作为一种新型的高科技材料，有机硅被广泛应用于电子、电器、航空、航天、建筑、纺织、医药、日化等领域。有机硅产品种类繁多，按其基本形态分为 4 大类，即硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷(包括硅烷偶联剂和硅烷化试剂）。有机硅产业链主要包括：有机硅原料、有机硅单体、有机硅中间体、有机硅深加工四个环节。有机硅上游原料为氯甲烷和工业硅，中游为单体（氯硅烷）及中间体（DMC、D3、D4、D5 等），单体经过聚合形成下游产品硅橡胶（HTV、RTV、LSR）、硅油、硅树脂等。

图2　有机硅产业链

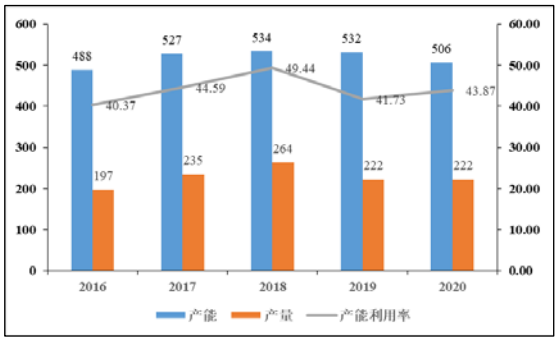


资料来源：公开资料

目前，中国工业硅规模位居全球第一。根据百川盈孚的数据，2020 年，中国工业硅总产量达到 222 万吨，占全球总产量的 67%。近年来，中国工业硅产能产量逐渐趋向于稳定，产能利用率低，整体处于产能过剩的状态。因此，未来工业硅产能大幅增长的可能性较小。

图 3 中国工业硅产能产量情况

（单位：万吨、%）

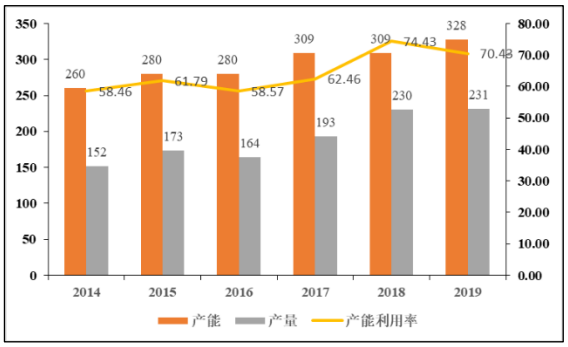


资料来源：公开资料

近年来，中国有机硅产能产量整体呈增长趋势，同时，产能利用率逐步提高，2019 年已提升至 70%以上。全球有机硅单体产能主要集中在中国，2019 年，中国有机硅单体产能为全球总产能的 59.42%。

图 4 中国有机硅产能产量情况

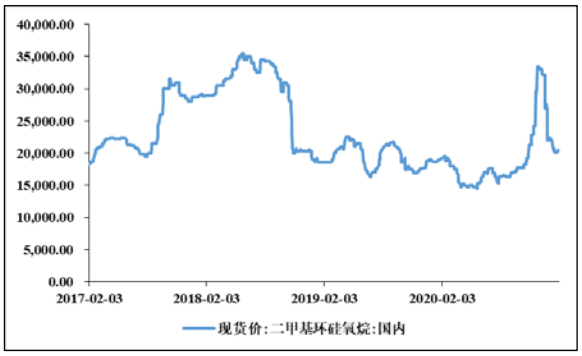
（单位：万吨、%）



资料来源：公开资料

价格方面，2020 年上半年受疫情影响，有机硅价格呈下跌趋势，下半年随着经济逐步恢复，有机硅价格大幅上涨，达到近三年高位。

图 5 有机硅价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

有机硅单体行业集中度较高，根据产业研究院分析，2019 年我国有机硅单体 CR4 达 42.38%，CR8 达 67.68%。

产业发展方向上，根据《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，当前国家对新建初始规模小于 20 万吨/年、单套规模小于 10 万吨/年的甲基氯硅烷单体生产装置等落后有机硅产品产能进行了限制和淘汰，对有机硅改性热塑性聚氨酯弹性体等新型有机硅产品开发等进行鼓励。

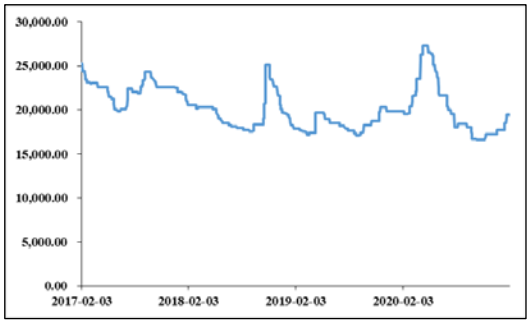
2. 蛋氨酸

蛋氨酸生产具备很高的技术壁垒，主要生产企业占据明显的行业领先地位；随着蛋氨酸需求稳步上升，行业龙头企业或将迎来发展机遇。

蛋氨酸行业属于资金和技术密集型产业，技术工艺复杂，进入壁垒较高，是典型的寡头垄断市场。赢创工业集团（以下简称“赢创”）、蓝星安迪苏股份有限公司（以下简称“安迪苏”）、诺伟司国际有限公司（以下简称“诺伟司”）和住友化学株式会社（以下简称“住友”）等四大寡头厂商的蛋氨酸供应量占全球供应总量的比重高达 85%。通过控制开工率、调节销售进度、库存管理等手段，国际蛋氨酸寡头厂商维持着高额的投资回报。

下游需求方面，蛋氨酸主要用于饲料添加剂。蛋氨酸主要用于禽类、奶牛和水产品中，（1）鸡肉是禽类中产量最高的品种，全球鸡肉市场消费量巨大带动养殖业对蛋氨酸的需求。随着饮食结构的改变，发展中国家对于鸡肉的需求将逐渐增加，鸡肉消费量有望持续增长。（2）发展中国家是奶制品的巨大潜在市场，中国是重要的消费市场。发展中国家人均奶制品消费量较低，增长空间较大，未来对于奶制品需求量的上升空间主要在发展中国家。随着对于奶制品需求逐步提高，奶牛养殖业继续保持稳定增长。（3）淡水鱼养殖占水产品养殖产量最大。鱼粉在水产养殖中是重要的饲料，但是随着全球渔业的枯竭，鱼粉的使用开始逐渐被限制，蛋氨酸是良好的可替代品，未来随着鱼粉的使用减少，蛋氨酸有望在水产养殖中占据重要地位。

图6 蛋氨酸现货价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

蛋氨酸生产企业排名前四的厂商控制着全球 80%以上的产能，蛋氨酸生产工厂的单套产能占比高，对全球蛋氨酸的供应格局影响较大，由于原料供应，生产工艺及自然灾害等影响单套产能都会对蛋氨酸价格造成较大影响。2017 年底蛋氨酸价格略有反弹，2018 年以来仍保持了下滑态势，价格处于历史低位，2019 年 3 月底，下滑至 1.7 万元/吨。2019 年 4 月 9 日，国内提起关于对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口甲硫氨酸的反倾销调查，受此影响蛋氨酸价格触底反弹，2019 年底增长至 1.99 万元/吨。叠加 2020 年以来疫情影响，蛋氨酸价格 2020 年 3 月底攀升至 2.35 万元/吨。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年底，中国化工直接及间接持有公司 79.48%股份，为公司控股股东；公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司拥有材料科学、生命科学、环境科学三大板块，形成了从基础化工原料到化学新材料产品的集研发、生产和销售于一体的完整产业链，其中，有机硅和蛋氨酸业务规模位居前列，合并范围内有 3 家子公司上市。

公司有机硅和蛋氨酸业务规模位居行业前列，截至 2021 年 3 月底，公司拥有有机硅单体产能 70.00 万吨/年，工业硅产能 30.00 万吨/年，硅铁合金产能 32.00 万吨/年，碳素产能 33.00 万吨/年，环氧树脂产能 16.00 万吨/年，蛋氨酸产能 55.80 万吨/年，规模优势显著。公司形成了多元化的业务和产品组合，终端应用市场广泛。

公司子公司沈阳化工股份有限公司（以下简称“沈阳化工”）于 1997 年 2 月 20 日在深圳证券交易所上市（股票代码“000698.SZ”）。

公司子公司 Elkem ASA（以下简称“埃肯公司”）于 2018 年 3 月 22 日在挪威奥斯陆证券交易所正式上市。

公司子公司蓝星安迪苏股份有限公司（以下简称“安迪苏”）于 2000 年 4 月 20 日在上海交易所上市。

公司股东为中国化工集团，中国化工集团为国务院国资委 100%持股的大型国有企业，具有显著的规模优势，综合实力强。公司作为中国化工集团的核心子公司之一，能够获得中国化工集团在资金和管理方面的支持。

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信用报告（统一社会信用代码：91110000100001817 94），截至 2021 年 6 月 17 日，公司无未结清或已结清的不良信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录及信贷记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构及内部管理制度未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2020年，公司营业收入有所下降，收入构成同比变化不大，毛利率有所提升；2021年一季度，公司营业收入同比大幅增长，毛利率较2020年提升明显。

公司业务范围涵盖材料科学、生命科学、环境科学三大板块，拥有从基础化工原料到化工新材料产品的集研发、生产和销售于一体的完整产业链。公司主要产品包括硅产业链相关产品、工程塑料、聚氨酯、通用塑料、苯酚丙酮、丙烯酸酯、聚乙烯、聚醚、蛋氨酸、维生素A/E、膜材料、离子膜电解槽、光伏材料等。

表 3　近年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
材料科学	416.81	69.45	23.30	371.46	66.57	15.20	354.68	65.67	17.55	106.91	67.50	26.95
生命科学	114.18	19.03	34.89	111.35	19.96	33.93	119.08	22.05	38.02	29.94	18.90	37.58
环境科学	103.80	17.30	-2.76	100.50	18.01	5.88	91.01	16.85	8.05	25.17	15.89	8.22
其他及抵消	-34.65	-5.77	--	-25.32	-4.54	--	-24.70	-4.57	--	-3.63	-2.29	--
合计	**600.13**	**100.00**	**22.33**	**557.99**	**100.00**	**17.76**	**540.07**	**100.00**	**21.30**	**158.39**	**100.00**	**26.85**

资料来源：公司提供

2020 年，公司实现营业收入 540.07 亿元，同比下降 3.21%，分板块来看，公司生命科学板块收入同比增长 6.94%，其余板块均呈下降的趋势。整体而言，公司各板块收入构成变化不大。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率为 21.30%，同比提升 3.54 个百分点，各板块毛利率均有所提升。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 158.39 亿元，同比增长 36.16%，毛利率为 26.85%，较 2020 年提升 5.55 个百分点，主要系化工行业景气度提升所致。

2．材料科学

在有机硅领域，公司仍保持着一定的规模优势；工程塑料主要产品产量同比有所增长，并保持较高的产销率；丙烯酸酯产销率大幅下降，其余功能性化学品产销情况整体良好。

硅材料产品

公司硅材料产品业务具体包括硅材料、铸造以及碳素等产品，主要产品包括有机硅单体、工业硅、硅橡胶、硅油、微硅粉、硅树脂等。

生产方面，公司硅材料板块产业链健全，具备较为完备的生产设备及领先的技术实力，截至 2021 年 3 月底，有机硅单体年产能 70 万吨，位列全球第三和中国第二。公司国外硅产业链相关产品主要由埃肯公司及其子公司蓝星有机硅国际有限公司生产，埃肯公司在境外拥有 4 个金属硅工厂和 3 个硅石矿。国内有机硅产品主要由江西蓝星星火有机硅有限公司（以下简称“星火有机硅”）进行生产，目前已建成 9 个车间 26 条生产线，拥有 50 万吨/年有机硅单体和 22 万吨/年有机硅下游产品，现有商业化产品不同牌号共计百余种，主要业务涵盖建筑密封、高温硫化硅橡胶、液体硅橡胶、特种硅油、皮革及纺织处理、个人护理等领域，为有机硅向多品种高附加值的纵深方向发展提供了有力的原料支撑，有助于提升公司有机硅业务的盈利能力。

表 4　截至 2021 年 3 月底公司硅材料产品产能情况

（单位：吨/年）

主要产品	国内产能	国外产能	合计产能
有机硅单体	500000	200000	**700000**
工业硅	50000	250000	**300000**
硅铁合金	--	320000	**320000**
碳素	--	330000	**330000**

资料来源：公司提供

销售方面，公司硅材料产品客户基础良好，产品销至全球 140 个国家和地区，在各大市场均占据了领先地位。公司客户遍布全球，包括 LG、BASF、三星、欧莱雅、宝洁等国际知名企业，涉及化学、太阳能、电力、铝业、建筑、油气等各个领域，具备良好的客户基础，产品销售范围包括欧洲、非洲、美洲、亚洲等，遍及全球 140 个国家。欧洲市场上，公司功能性涂敷位居市场第一，应用于橡胶工业；模具制造位居市场第二；卫生防护位居市场第三；在牙科应用位居第一；密封和粘接应用在汽车工业位居前列。北美市场上，公司在模具制造、流体产品和树脂领域（纺织品涂敷和纸张涂敷）均处于领导位置。南美市场上，公司在密封胶和特种液体产品（纸张涂敷）方面同样拥有较强的领导地位。

2020 年，埃肯公司进行业务板块的重分类，将硅材料和铸造业务板块合并为硅产品板块，

因此自2020年起公司硅材料业务细分三个板块，分别为有机硅、硅产品和碳素。2020 年，公司硅产品营业收入同比基本保持稳定，毛利率有所提升。2020 年，碳素销售均价和收入同比有所下降，毛利率同比提高 6 个百分点，主要系公司降本增效，降低成本所致；有机硅收入有所增长，毛利率同比提升。

表 5　公司硅材料业务主要产品经营情况（单位：亿元、元/吨、%）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
硅材料	营业收入	53.54	51.28	--	--
	主要产品（工业硅）销售均价	22592.30	21368.35	--	--
	毛利率	17.00	9.00	--	--
铸造	营业收入	41.29	35.36	--	--
	主要产品（硅铁合金）销售均价	15015.00	13707.07	--	--
	毛利率	18.00	8.00	--	--
碳素	营业收入	15.37	14.41	13.75	3.70
	主要产品（碳素）销售均价	5393.86	5608.02	5369.68	5286.99
	毛利率	18.00	17.00	23.00	25.00
有机硅	营业收入	106.10	88.50	93.21	28.35
	主要产品（功能性添加剂和功能性涂料）销售均价	33791.20	26339.55	25056.63	26495.93
	毛利率	27.00	14.00	11.00	16.00
硅产品	营业收入	--	--	85.11	23.88
	主要产品销售均价	--	--	22011.60	18229.50
	毛利率	--	--	10.00	17.00

注：1.2017 年公司对硅材料板块进行了合并重组，硅材料板块相关公司已划转入埃肯公司，故 2017 年度之后披露数据为埃肯公司整体经营数据。上述数据不包括各产品间抵消部分；2.上表中毛利率根据埃肯公司年度报告中披露的各主要产品的 EBITDA 数据测算得出；3. 因 2020 年埃肯公司进行业务板块的重分类，将硅材料和铸造业务板块合并为硅产品板块，故自 2020 年起公司硅材料业务细分三个板块，分别为有机硅、硅产品和碳素
资料来源：公司提供

工程塑料产品

公司工程塑料产品业务主要由南通星辰合成材料有限公司（以下简称“南通星辰”）负责运营。作为国内工程塑料产品的主要供应商，公司产品种类丰富，主要包括环氧树脂、PBT、改性PBT、双酚A以及聚苯醚（PPE）等，主要应用于复合材料、涂料、粘合剂、纺织、电子电气、通信、汽车等行业。其中，环氧树脂产品在国内具有较强的品牌优势。

产能方面，公司工程塑料产品主要产地位于与终端市场临近的华东地区，具有一定的区位优势，同时实现了原料双酚A自产。截至2021年3月底，公司拥有16.00万吨/年的环氧树脂生产能力和15.00万吨/年双酚A生产能力，是中国领先环氧树脂生产商和第三大的双酚A生产商。同时，公司是中国领先的PBT及PBT改性产品生产商，PBT基础树脂和改性PBT产能分别达6.00万吨/年和3.00万吨/年，是国内第六大PBT基础树脂厂商与第三大改性工程塑料厂商，主要设备和技术均从德国吉玛公司引进。此外，公司具有5.00万吨/年聚苯醚（PPE）的生产能力，是中国最大的PPE生产商；公司的苯酚丙酮产能14.60万吨/年。

表 6　近年来公司工程塑料主要产品产销量情况（单位：吨、%）

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
环氧树脂	产量	91517.76	111415.50	145686.23	38059.47
	销量	82450.12	98849.55	131684.32	35673.77
	产销率	90.09	88.72	90.39	93.73

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
聚苯醚(PPE）	产量	21333.45	18048.28	22287.90	10981.36
	销量	20412.47	17081.74	23704.75	8784.44
	产销率	95.68	94.64	106.36	79.99
改性塑料	产量	14473.12	13049.47	16300.41	6079.19
	销量	16900.70	14058.14	16884.06	6443.05
	产销率	116.77	107.73	103.58	105.99
PBT 树脂	产量	61630.71	58333.32	61936.14	17175.21
	销量	61250.86	61365.45	67275.91	18984.67
	产销率	99.38	105.20	108.62	110.54
苯酚丙酮	产量	136167.53	147862.24	129298.69	37844.42
	销量	136387.37	147434.10	129183.13	37784.84
	产销率	100.16	99.71	99.91	99.84

注：改性塑料产品产销率大于 100%，主要系改性塑料销量中包含了广州合成材料研究院有限公司代加工产品所致
资料来源：公司提供

生产方面，2020年，公司环氧树脂、聚苯醚、改性塑料、PBT树脂产量均有所增长，苯酚丙酮产量有所下降，总体看，公司主要工程塑料产品产能利用率仍有待进一步提升。

销售方面，2020年，公司环氧树脂销售均价同比保持稳定，改性塑料销售均价有所下降，其中，聚苯醚、PBT树脂和苯酚销售均价同比下降较多，主要系受疫情影响所致。由于2020年下半年工程塑料价格上涨，2020年，公司主要工程塑料产品环氧树脂毛利率提高9.18个百分点；聚苯醚、改性塑料和PBT树脂毛利率均保持良好水平；但受下游需求下降影响，苯酚毛利率下降7.00个百分点。公司工程塑料产品产销率均保持较高水平。

表 7　近年来公司工程塑料主要产品经营情况（单位：亿元、元/吨、%）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年
环氧树脂	营业收入	18.62	20.31	21.98
	销售均价	18412.00	16891.00	16693.00
	毛利率	21.54	19.94	29.12
聚苯醚(PPE）	营业收入	5.95	4.04	4.46
	销售均价	29934.00	23663.00	18832.00
	毛利率	47.39	39.31	36.02
改性塑料	营业收入	2.29	1.95	2.15
	销售均价	13323.00	13660.00	12752.00
	毛利率	7.42	10.25	15.74
PBT 树脂	营业收入	6.43	5.35	4.88
	销售均价	10503.00	8719.00	7258.00
	毛利率	17.88	11.25	16.04
苯酚	营业收入	6.96	6.14	4.42
	销售均价	8296.00	6763.00	5556.00
	毛利率	23.56	18.40	11.40

注：上述销售均价均不含税
资料来源：公司提供

功能性化学品

公司功能性化学品主要经营主体包括沈阳化工和澳大利亚凯诺斯控股有限公司（以下简称“凯诺斯”），产品主要包括石油加工初级产品和有机原料两大类（PVC糊树脂、丙烯、丙烯酸、丙烯酸酯、甲醇和聚醚多元醇等）。公司功

能性化学品业务的生产设施主要位于沈阳、淄博和澳大利亚。其中，凯诺斯是澳大利亚最大的聚乙烯生产商，其生产基地位于悉尼和墨尔本，主要产品为烯烃、聚乙烯（高密度聚乙烯、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯），其产品在澳大利亚的市场占有率为70%，在当地处于绝对领先地位。

产能方面，公司功能性化学品板块主要产品为聚醚、PVC糊树脂、丙烯酸酯和聚乙烯。截至2021年3月底，公司聚醚和PVC糊树脂的年产能均为25万吨，丙烯酸酯年产能达到13万吨，聚乙烯（国外）产能达到50万吨/年，聚乙烯（国内）产能达到10万吨/年。

产量方面，2020年，公司聚醚、PVC糊树脂及聚乙烯（国外）产量基本保持稳定；聚乙烯（国内）产量大幅同比下降减少42.31%，主要系装置故障停产所致；丙烯酸酯产量同比增长37.29%，主要系2020年公司石蜡化工业务因部分装置故障停车导致聚乙烯产量大幅下降，公司调整产品结构，增加丙烯酸酯产量所致。

销售方面，2020年，公司丙烯酸酯产销率大幅下降，主要系下游需求减少所致，其余产品产销率仍保持很高水平。销售价格方面，聚醚和糊树脂销售价格提高较多，其余产品销售价格均有所下降。2020年，公司PVC糊树脂毛利率为47.01%，同比提高41.10个百分点，主要系受疫情影响，医疗手套需求大幅增长所致；聚乙烯（国外）毛利率大幅下降18.19个百分点为-3.56%，主要系受国外疫情影响，下游需求下降所致；丙烯酸酯毛利率同比下降4.50个百分点。

表 8　近年来公司功能性化学主要产品产销量情况（单位：吨、%）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
聚醚	产量	206291.00	213467.00	195826.67	51982.95
	销量	205842.00	212121.00	197433.72	52360.63
	产销率	99.78	99.37	100.82	100.73
PVC 糊树脂	产量	203050.00	198212.00	196502.68	46093.74
	销量	198484.30	204793.35	197177.54	46632.56
	产销率	97.75	103.32	100.34	101.17
聚乙烯（国内）	产量	101268.00	120882.00	69734.90	17727.00
	销量	101944.84	115694.90	78212.55	15628.00
	产销率	100.67	95.71	112.16	88.16
聚乙烯（国外）	产量	334600.00	341300.00	328000.00	80167.34
	销量	343100.00	351300.00	349000.00	82735.87
	产销率	102.54	102.93	106.40	103.20
丙烯酸酯	产量	138991.00	120908.00	165990.00	45890.00
	销量	134822.49	118870.32	109396.00	29983.00
	产销率	97.00	98.31	65.91	65.34

资料来源：公司提供

表 9　近年来公司功能性化学产品经营情况（单位：亿元、元/吨、%）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
聚醚	营业收入	23.62	21.19	23.20	8.84
	销售均价	11475.00	9989.00	11751.97	16887.09
	毛利率	11.48	11.38	11.60	9.91
PVC 糊树脂	营业收入	12.00	14.45	24.35	9.00
	销售均价	6046.00	7056.00	12351.58	19306.75
	毛利率	-7.25	5.91	47.01	56.52
聚乙烯（国内）	营业收入	8.30	8.23	5.10	1.11
	销售均价	8147.00	7113.00	6520.05	7089.84

	毛利率	19.40	6.87	8.20	-4.66
聚乙烯（国外）	营业收入	38.59	34.05	30.31	11.66
	销售均价	11248.00	8492.00	7991.45	8585.18
	毛利率	23.68	14.63	-3.56	9.35
丙烯酸酯	营业收入	11.53	9.27	7.65	3.14
	销售均价	8216.00	7575.00	6991.94	10486.28
	毛利率	17.95	12.18	7.68	16.46

资料来源：公司提供

3. 生命科学板块

2020年，公司生命科学板块收入同比有所增长，毛利率保持较高水平。

公司生命科学产品主要由子公司安迪苏生产经营。蛋氨酸生产技术复杂，行业进入壁垒较高，公司具备较强的规模优势和成本竞争优势。

截至2021年3月底，安迪苏已有2大生产平台（分别位于欧洲和中国南京）、7家生产基地，蛋氨酸产能达55.80万吨/年，其中，南京和欧洲的工厂产能分别为17.00万吨/年和38.80万吨/年。此外，安迪苏拟以自有资金投资4.9亿美元于南京新建液体蛋氨酸工厂BANC2项目，设计年产能为18万吨/年，该项目预计2022年初完工；欧洲工厂脱瓶颈项目预计将新增3万吨/年产能，预计2021年底完工。

销售方面，公司生命科学业务拥有覆盖全球的生产及销售网络，并根据各地区客户分布特点建立了当地的供应链体系，通过渠道商或自有分销公司向全球客户销售产品，全球市场份额约27%。在国内市场，为确保产品能够及时、安全地送达分布于全国各地的客户，安迪苏在南京建立了一个多功能供应链中转中心，并根据客户聚集情况在全国各地建立了10个区域分销仓储中心。安迪苏销售团队和销售渠道遍布全球140多个国家和地区，并于全球适时增设销售子公司或办事处，根据新兴市场发展的需要逐步建立和完善当地的销售组织。此外，安迪苏还与一批世界各地的销售代理机构和分销商建立了长期紧密合作关系，以便更好地服务于当地市场和客户。

2020年，公司生命科学各类产品销售收入均实现同比增长，毛利率水平保持同比提升，仍处于较高水平。

表 10　近年来公司生命科学产品经营情况（单位：亿元、%）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
功能性产品	销售收入	84.96	80.86	85.23	20.86
	毛利润	25.87	24.02	29.43	7.23
	毛利率	30.45	29.71	34.53	34.69
特种产品	销售收入	22.62	24.31	28.24	7.54
	毛利润	11.14	11.91	14.08	3.99
	毛利率	49.24	48.98	49.85	52.95
其他产品	销售收入	6.61	4.33	5.64	1.54
	毛利润	2.84	1.85	1.69	0.02
	毛利率	43.00	29.96	30.03	1.35

资料来源：公司提供

4. 环境科学板块

公司环境科学业务拥有较强的技术优势，离子膜电解槽产品在国内具有较高市场份额，在清洗行业中处于领航地位。

环境科学业务主要包括：膜材料、光伏材料、工业服务及贸易、先进装备、制造。公司环境科学的主要营销策略是建立国际化、地区性的营销网络和渠道，通过经营品牌开拓海外市场，加

大国际化经营力度

表 11　截至 2021 年 3 月底公司环境科学业务主要产品产能情况（单位：MW/年、万吨/年）

主要产品	国内产能	国外产能	合计产能
太阳能硅片	--	990	**990**
电池	--	1000	**1000**
组件	--	1250	**1250**
离子膜电解槽	300	--	**300**

资料来源：公司提供

膜材料

公司膜材料业务经营主体为杭州水处理技术研究开发中心有限公司，该业务主要从事反渗透膜、超滤膜、纳滤膜的生产和销售，此外，自主研发生产并销售均相膜、双极膜电渗析装置、能量回收装置以及集装箱一体化水处理系统装置。公司是国内第一家从事膜法水处理技术的单位，在海水淡化领域市场占有率国内第一。截至2021年3月底，公司已投产反渗透膜和超滤膜产能分别为877万平方米和120万平方米。其中，拥有自主知识产权的纳滤、反渗透、超滤三条膜产品生产线，可生产、销售40多种产品。膜与水处理业务受经济环境影响较大，2017年以来由于市场新开工项目增加有限，与之配套的污水处理设备等需求提升不明显，导致业务收入增长趋势放缓。

光伏材料

公司作为太阳能解决方案提供商与太阳能硅片、电池、组件制造商，致力于新能源使用与环保。公司旗下的REC太阳能公司是世界领先的光伏产业一体化公司，从事太阳能硅片、电池、组件产销业务，产业链优势明显，并在欧洲和美国建立一定的市场地位；其高度一体化的生产基地位于新加坡西南部裕廊工业区大士，占地32万平方米。截至2020年底，公司已生产3000万组太阳能面板。

工业服务及贸易

公司拥有技术门类齐全、装置先进的清洗工程公司，承担了石油、石化、电力、化工、有色冶金等行业国家重点大型成套装置的清洗工程；其工业清洗剂年产量长期稳居全国第一，蓝星牌汽车不冻液为中国名牌产品。公司工业服务及贸易板块运营实体主要包括北京蓝星清洗有限公司、兰州蓝星清洗有限公司、昊华工程有限公司等工程服务类企业，该业务主要包括矿山开采、清洗工程、水处理行业的技术咨询、工程设计、工程监理和技术服务等；主要产品包括氯碱设备、车用品等。其中，北京生产基地位于北京空港工业开发区，拥有从美国、德国、意大利引进的先进生产设备和具有国际一流的全自动清洗剂生产线。公司清洗业务在行业中处于主导和领航地位，拥有世界上规模最大、技术门类最齐全、装备最先进的清洗工程公司，研制开发了全自动多功能清洗工程车和高空智能清洗机器人等。

先进装备制造

公司是世界三大离子膜电解槽制造厂之一以及中国氯碱协会的常任理事单位。公司离子膜电解槽产品在国内市场份额占绝对优势，下属公司蓝星（北京）化工机械有限公司（以下简称“蓝星化工”）年产离子膜电解槽150套，是目前国内唯一能够设计、制造离子膜电解槽的企业。与国内市场其他三家全球领先企业（日本旭化成、日本氯工程和德国伍迪公司）相比，蓝星化工在成本、客户关系和服务能力上具备一定优势，向中国和世界各地的160多家氯碱生产企业，提供了年产能超过1700万吨烧碱的离子膜电解槽装置，其中最新膜极距电解槽超过800万吨。截至2021年3月底，公司具有年产300万吨（烧碱）的离子膜电解槽设备制造能力和年产500万吨（烧碱）的电极制造能力。

5. 经营效率

2020 年，公司经营效率指标有所下降，整体资产经营效率较低。

2020 年，公司销售债权周转次数由 2019 年的 8.86 次下降为 8.41 次；存货周转次数由 2019 年的 5.01 次下降为 4.75 次；总资产周转次数由 2019 年 0.54 次下降为 0.51 次。

表 12　2020 年化工行业公司主要经营指标对比

（单位：次）

项目	公司	鲁西化工集团股份有限公司	中化国际（控股）股份有限公司
应收账款周转次数	10.70	249.74	12.87
存货周转次数	4.75	9.68	7.50
总资产周转次数	0.51	0.57	1.00

注：表中各公司现存主体信用等级均为 AAA

资料来源：Wind，联合资信整理

6．在建、拟建项目和未来发展

公司战略清晰，发展方向明确，投资项目围绕公司主业；公司在建和拟建项目规模小，融资压力不大。

截至2020年底，公司在建项目已完成投资合计44.27亿元，尚需投资30.24亿元；拟建项目计划投资36.96亿元。在建拟建项目主要围绕公司主业。

表 13　截至 2020 年底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	截至 2020 年底累计完成投资额	未来投资金额		
			2020 年	2021 年	2022 年
南通星辰 3 万吨 PPE 及配套工程项目	9.56	9.56	1.71	--	--
安迪苏科芒特里工厂废水处理项目	1.48	1.48	0.50	--	--
REC 公司 X-Peak 项目	9.59	9.59	3.70	--	--
'30 万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目	14.43	8.72	8.72	5.71	--
南京安迪苏 18 万吨液体蛋氨酸项目	39.45	14.92	14.92	16.32	8.20
法国安迪苏比利牛斯山项目	2.96	0.94	0.94	2.02	--
合计	**74.51**	**44.27**	**29.55**	**22.03**	**8.20**

资料来源：公司提供

表 14　截至 2020 年底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	预计开工时间	预计投产时间	未来投资金额		
				2021 年	2022 年	2023 年
星火有机硅 20 万吨有机硅单体及配套工程项目	29.77	2021.04	2024.02	3.59	14.30	7.50
凯迪苏 K2 项目	6.17	2021.03	2023.01	3.0	2.71	0.46
星火有机硅 11kt 低粘度甲基硅油项目	1.02	2021.01	2022.01	1.02	--	--
合计	**36.96**	--	--	**7.61**	**17.01**	**7.96**

资料来源：公司提供

公司战略定位是在中国化工的发展理念和发展战略指引下，以创新驱动专注于发展化工新材料、特种化学品和工业服务产业，成为经济价值和社会价值持续创造、引领行业安全可持续发展的化工新材料和特种化学品公司。

根据十四五规划，公司将专注于化工新材料和特种化学品。公司对三大业务板块进行了分别规划：一是材料科学板块将专注于发展中高端和下游特殊化产品，强化应用开发能力，持续提升制造能力，加强成本竞争力，发挥全产业链优势；二是生命科学板块践行“双支柱战略”，不断巩固公司在蛋氨酸行业的全球领导者地位并加快推动特种产品业务的发展；三是环境科学板块以工程服务为核心，以清洗、离子膜电解槽为支撑，持续保持太阳能业务技术领先地位，提供一流的服务和设备。同时，公司将战略性业务优化和重组，有序退出某些不具备竞争力的业务。

九、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供了 2020 年财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年度纳入合并范围的一

级子公司较上年无重大变化，公司财务报表的可比性强。公司 2021 年一季度财务报告未经审计。

截至2020年底，公司合并资产总额1099.91亿元，所有者权益合计312.95亿元（含少数股东权益181.02亿元、其他权益工具27.17亿元）；2020年，公司实现营业收入540.07亿元，利润总额21.15亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1119.06亿元，所有者权益332.73亿元（含少数股东权益189.19亿元、其他权益工具26.89亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入158.39亿元，利润总额13.83亿元。

2．资产质量

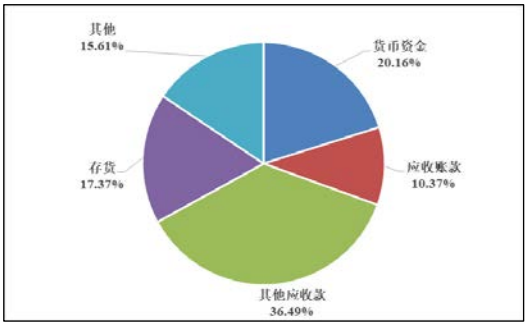
2020 年，公司资产规模有所增长。公司流动资产中货币资金较为充裕，流动性较好；应收账款、其他应收款和长期应收款中关联方资金占用规模大。公司整体资产质量好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 1099.91 亿元，较上年底增长 6.89%。截至 2020 年底，公司资产中流动资产占 46.16%，非流动资产占 53.84%。

流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产合计 507.75 亿元，较 2019 年底下降 5.20%；公司流动资产构成如下。

图7　截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金为 102.37 亿元，较 2019 年底下降 35.93%，主要系公司偿还有息债务所致；公司货币资金主要由银行存款（占 91.53%）构成；公司存放在境外的货币资金 51.09 亿元；公司货币资金中受限资金共 8.67 亿元，受限比例 8.47%。

截至 2020 年底，公司应收账款为 52.64 亿元，较 2019 年底增长 8.94%。公司应收账款累计计提坏账准备 4.08 亿元，计提比例 7.19%；应收账款账龄以 1 年以内为主（占 86.71%）。

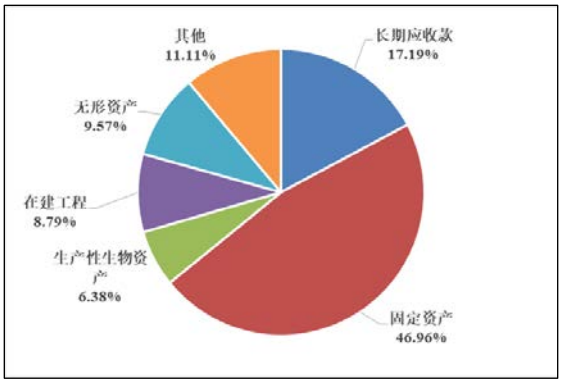
截至 2020 年底，公司其他应收款为 185.27 亿元，较 2019 年底增长 4.19%，主要系应收关联公司款项增长所致。公司其他应收款累计计提坏账准备 3.96 亿元，计提比例 2.09%，计提比例一般；公司其他应收款以 3 年以上的其他应收款为主（占 62.15%），账龄较长；公司其他应收款中应收关联公司占款 178.41 亿元，规模较大，对公司资金形成一定的占用。

截至 2020 年底，公司存货账面价值为 88.22 亿元，较 2019 年底下降 2.87%。公司存货账面余额为 92.56 亿元，主要由原材料（占 23.64%）、在产品（占 13.36%）、产成品（占 57.37%）构成，累计计提跌价准备 4.34 亿元，计提比例 4.69%。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产为 592.16 亿元，较 2019 年底增长 20.00%。公司非流动资产构成如下。

图8　截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司长期应收款为 101.79 亿元，较 2019 年底增长 96.82%，其中应收关联公司往来款 101.02 亿元，占 99.24%，公司

对关联公司的借款按照3.85%~4.35%的协定利率计息。

截至2020年底，公司固定资产余额597.31亿元，累计计提折旧290.11亿元，计提减值准备29.11亿元，公司固定资产账面价值278.09亿元，固定资产成新率为51.43%。公司固定资产主要系厂房及建筑物（占30.96%）和机器设备（占63.90%）。

截至2020年底，公司无形资产56.70亿元，较2019年底增长0.38%；公司无形资产主要由土地使用权（占28.13%）、专利权及非专利技术（占26.89%）、商标权（占18.46%）和客户关系及其他（占23.34%）构成。

截至2020年底，公司在建工程52.04亿元，较2019年底增长73.54%

截至2020年底，公司受限资产合计35.13亿元，占资产总额的3.19%，资产受限规模小。

截至2021年3月底，公司资产总额1119.06亿元，较2020年底增长1.74%，资产构成较2020年底变化不大。

表15　截至2020年底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

项目	账面价值	受限原因	占期末资产总额比例
货币资金	8.67	票据、保函、信用证、税收以及养老保险的保证金、定期存款质押贷款、被质押的子公司股权产生的现金股利及孳息	8.47
应收票据	8.39	票据质押	59.55
固定资产	18.08	融资租入、公司下属海外子司取得银行授信额度的抵押	6.50
合计	**35.13**	--	**3.19**

注：占期末资产总额比例为受限金额占对应科目的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2020年，由于少数股东权益增长，公司所有者权益增长较快，公司少数股东权益占比高。所有者权益稳定性较弱。

截至2020年底，公司所有者权益合计为312.95亿元，较2019年底增长18.98%，主要系少数股东权益增加所致。截至2020年底，归属于母公司所有者权益合计131.93亿元，较2019年底增长8.80%；少数股东权益181.02亿元，较2019年底增长42.91%，主要系发行永续债计入少数股东权益所致。截至2020年底，公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本153.66亿元、资本公积30.32亿元、其他权益工具27.17亿元、未分配利润-11.47亿元和其他综合收益为-69.41亿元构成。

截至2021年3月底，公司所有者权益332.73亿元，构成较2020年底变化不大。

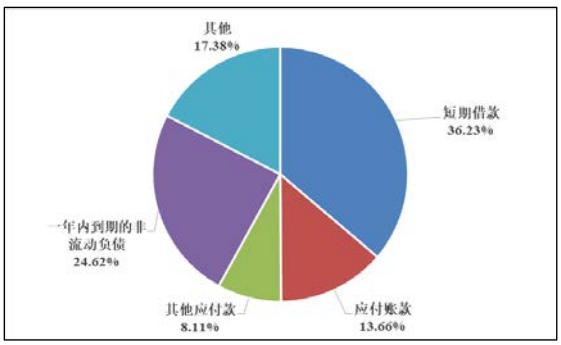
负债

2020年，公司债务规模有所下降，债务结构较为均衡，但整体债务负担仍较重。

截至2020年底，公司负债合计786.96亿元，较2019年底增长2.73%。从负债结构来看，流动负债占54.03%，非流动负债占45.97%，流动负债占比有所扩大。

截至2020年底，公司流动负债合计425.18亿元，较2019年底增长21.07%，主要系一年内到期非流动负债和短期借款增加所致。公司流动负债构成如下。

图9　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司短期借款为154.06亿元，较2019年增长23.47%。公司短期借款中保证借款117.07亿元（占92.10%），其中76.25亿元由中国化工提供保证。

截至2020年底，公司应付账款合计58.07亿元，较2019年底增长3.08%。其中，账龄在1年以内的占93.96%，1~2年占3.05%，2年及以上的占3.00%。

截至 2020 年底，公司其他应付款 34.49 亿元，较 2019 年底增长 39.28%，主要系应付第三方工程及材料款增加所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 104.69 亿元，较 2019 年底增长 39.52%，主要系一年内到期的应付债券增长所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债合计 361.78 亿元，较 2019 年底下降 12.79%，主要系长期借款和应付债券下降所致。从构成上看，主要由长期借款（占 29.27%）、应付债券（占 47.69%）和租赁负债（占 9.90%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 105.90 亿元，较 2019 年底下降 21.76%。公司保证借款中 46.00 亿元由中国化工提供保证。

截至 2020 年底，公司应付债券 172.52 亿元，较 2019 年底下降 18.57%。

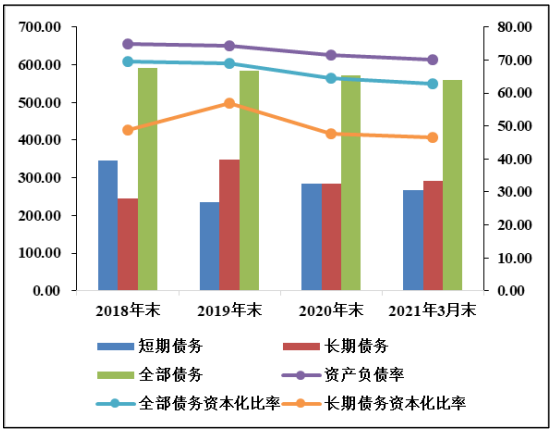
从有息债务结构看，将其他流动负债中超短期融资券、长期应付款中应付融资租赁款和非流动负债中的衍生金融负债均调整至有息债务后，截至 2020 年底，公司全部债务为 571.07 亿元，较 2019 年底下降 2.43%，其中短期债务占比较 2019 年底提高 9.61 个百分点至 49.99%，长期债务占比为 50.01%。

从债务指标来看，截至 2020 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 71.55%、64.60%和 47.71%，较 2019 年底下降 2.89 个百分点、4.40 个百分点和 9.31 个百分点。

公司发行了永续债，永续债计入所有者权益中的其他权益工具和少数股东权益，若将永续债调入有息债务，截至 2020 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 80.47%、75.71%和 64.12%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 786.33 亿元，较 2020 年底保持稳定；公司长期借款 140.30 亿元，较 2020 年底增长 32.48%；公司应付债券 150.45 亿元，较 2020 年底下降 12.79%；其他应付款 30.30 亿元，较 2020 年底下降 19.89%。

图10　公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

2020 年，公司盈利能力同比有所提升，利润扭亏为盈，非经常性损益对公司利润影响较大。

2020 年，公司实现营业收入 540.07 亿元，同比下降 3.21%；公司营业成本 425.03 亿元，同比下降 7.38%；公司营业利润率提升 3.50 个百分点至 20.59%；公司利润总额 21.15 亿元，扭亏为盈。

2020 年，公司期间费用为 89.68 亿元，同比下降 17.39%。其中，公司销售费用同比保持稳定，为 38.60 亿元；管理费用 34.20，同比下降 3.46%；研发费用 13.54 亿元，同比增加 2.90%；财务费用 3.34 亿元，同比减少 83.97%，主要系公司净汇兑收益大幅增加所致。2020 年，公司期间费用率 16.61%，期间费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2020 年，公司其他收益 6.85 亿元，占公司利润总额 32.40%；公司公允价值变动损益-7.81 亿元，主要为衍生金融工具、投资性房地产和其他非流动金融资产公允价值变动，为公司利润总额的-36.94%；其他收益和公允价值变动损益对公司利润总额影响较大。

从盈利指标看，2020年，公司总资本收益率为3.94%，同比提升2.05个百分点；净资产收益率为3.51%，同比提升7.24个百分点。

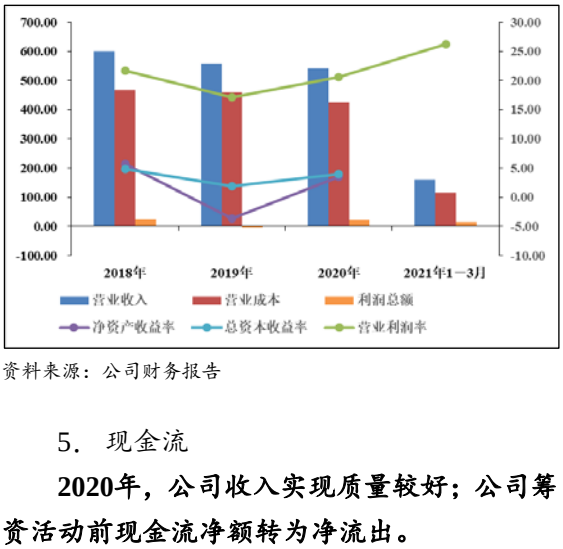
表 16　2020 年同业对比情况

主体名称	公司	鲁西化工集团股份有限公司	中化国际（控股）股份有限公司
营业收入（亿元）	540.07	175.92	541.62
利润总额（亿元）	21.15	10.94	21.75
销售毛利率（%）	21.30	15.81	12.15
总资产报酬率（%）	3.45	5.20	4.67
净资产收益率（%）	2.38	6.48	2.35

资料来源：Wind，联合资信整理

2021年1－3月，公司实现营业收入158.39亿元，同比增长36.16%，利润总额13.83亿元，同比增长415.47%。

图11　公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

5．现金流

2020年，公司收入实现质量较好；公司筹资活动前现金流净额转为净流出。

表 17　公司现金流情况　（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	631.73	620.87	567.71	144.05
经营活动现金流出小计	566.96	575.65	504.14	127.70
经营活动现金流量净额	**64.77**	**45.22**	**63.57**	**16.35**
投资活动现金流入小计	42.88	26.87	16.21	0.97
投资活动现金流出小计	96.67	65.10	131.34	14.67
投资活动现金流量净额	**-53.79**	**-38.22**	**-115.13**	**-13.70**
筹资活动前现金流量净额	**10.99**	**7.00**	**-51.56**	**2.65**
筹资活动现金流入小计	771.62	497.51	482.14	101.31
筹资活动现金流出小计	809.50	497.23	488.19	99.44
筹资活动现金流量净额	**-37.88**	**0.28**	**-6.06**	**1.87**
现金收入比	104.46	109.26	103.24	89.47

资料来源：公司提供

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入量同比下降8.56%；公司经营活动现金流出量同比下降12.43%。受上述因素影响，2020年，公司经营活动现金流量净额同比增长40.59%至63.57亿元。2020年，公司现金收入比有所下降，但收入实现质量仍较好。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入同比下降38.52%；公司投资活动现金流出同比增长101.76%，主要系公司完成对FRAmelco集团的收购、对广东聚合的收购所致。2020，公司投资活动现金流净流出规模同比增长101.76%。

2020年，公司筹资活动前现金流净流出51.56亿元，净流出规模较大，公司对筹资活动有一定的依赖。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入量同比下降3.09%，公司筹资活动现金流出量同比下降1.82%，公司筹资活动现金流出量为6.06亿元。

2021年1－3月，公司经营活动现金流量净额16.35亿元，投资活动现金流量净额-13.70亿元，筹资活动现金流量净额1.87亿元。

6．偿债能力

2020年，公司偿债能力指标表现一般，考虑公司股东背景，及中国化工在资源收购、产业整合、信贷等方面对公司提供支持且公司直接、间接融资渠道畅通，公司偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别为119.42%和98.67%，分别较2019年底下降33.09个百分点和27.97个百分点；现金类资产/短期债务为0.41倍；截至2021年3月底，公司现金类资产/短期债务比为0.46倍。2020年，公司经营现金流动负债比为14.95%，较2019年有所提升，但仍很低。总体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 87.41 亿元，同比增长 41.28%；公司全部债务/EBITDA 由 2019 年的 9.46 倍下降为 6.53 倍；公司 EBITDA 利息倍数由 2019 年的 2.39 倍提升为 3.65 倍，公司长期偿债能力指标表现一般。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至2020年底，公司共获得各大商业银行授信总额524.32亿元，其中未使用额度332.98亿元，公司间接融资渠道较畅通。公司拥有3家上市公司，公司具有直接融资渠道。

7. 母公司财务概况

母公司为公司的管理和融资平台，收入规模很小，债务负担较重，但考虑到母公司对子公司的控制能力和自身再融资能力强，偿债能力与合并范围一致。

截至 2020 年底，母公司资产总额为 517.83 亿元，较 2019 年底增长 11.14%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产 204.83 亿元（占 39.56%），非流动资产 313.00 亿元（占 60.44%）。截至 2020 年底，母公司流动资产主要由其他应收款（合计）（占 98.22%）构成；母公司非流动资产主要由长期应收款（占 35.75%）和长期股权投资（占 61.32%）构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 205.00 亿元，较 2019 年底增长 8.06%，主要系未分配利润增长所致；母公司所有者权益主要由实收资本（占 74.95%）、其他权益工具（占 12.26%）、资本公积（占 39.62%）和未分配利润（占-27.78%）构成。

截至 2020 年底，母公司负债总额 312.82 亿元，较 2019 年底增长 13.25%；其中，流动负债 149.06 亿元（占 47.65%），非流动负债 163.76 亿元（占 52.35%）。截至 2020 年底，母公司全部债务合计 294.31 亿元，较 2019 年底增长 13.31%。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 60.41%，较 2019 年底上升 1.13 个百分点；全部债务资本化比率为 58.94%，较 2019 年底上升 1.15 个百分点；长期债务资本化比率 44.26%，较 2019 年底上升 2.84 个百分点。整体看，母公司整体债务负担较重。

2020 年，母公司营业收入 0.45 亿元，同比略有增长，投资收益 31.88 亿元，母公司利润总额 24.46 亿元。母公司利润总额主要来自投资收益。

2020 年，母公司经营活动现金流入规模小，为 0.86 亿元。2020 年，母公司投资活动现金流净额-32.54 亿元，筹资活动现金流净额 16.89 亿元。

母公司口径短期偿债能力指标方面，截至 2020 年底，母公司流动比率和速动比率分均为 137.41%和 137.41%，均较 2019 年底下降 3.28 个百分点。同期，经营现金流动负债比和现金类资产/短期债务分别为-0.80%和 0.13 倍。整体看，母公司短期偿债能力指标表现较弱。

十、存续债券偿债能力分析

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券的保障能力强。

截至 2021 年 7 月 26 日，公司本年剩余到期债券余额合计 23.00 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 567.71 亿元和 63.57 亿元，分别为本年剩余到期债券余额的 24.68 倍和 2.76 倍。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产为本年剩余到期债券余额的 5.39 倍。

假设含权债券于下个行权日全部行权，未来待偿债券本金峰值为 67.00 亿元（以下简称“单年偿还峰值”）。2020 年，公司 EBITDA 为公司单年偿还峰值的 1.30 倍；公司经营活动现金流入量和经营活动净现金流分别为单年偿还峰值的 8.47 倍和 0.95 倍。

表 18　截至 2021 年 7 月 26 日公司到期债券情况

年份	到期债券余额（亿元）
2021 年	23.00
2022 年	67.00
2023 年	60.00
2024 年	38.93
合计	**188.93**

资料来源：Wind

表 19　公司存续债券保障情况

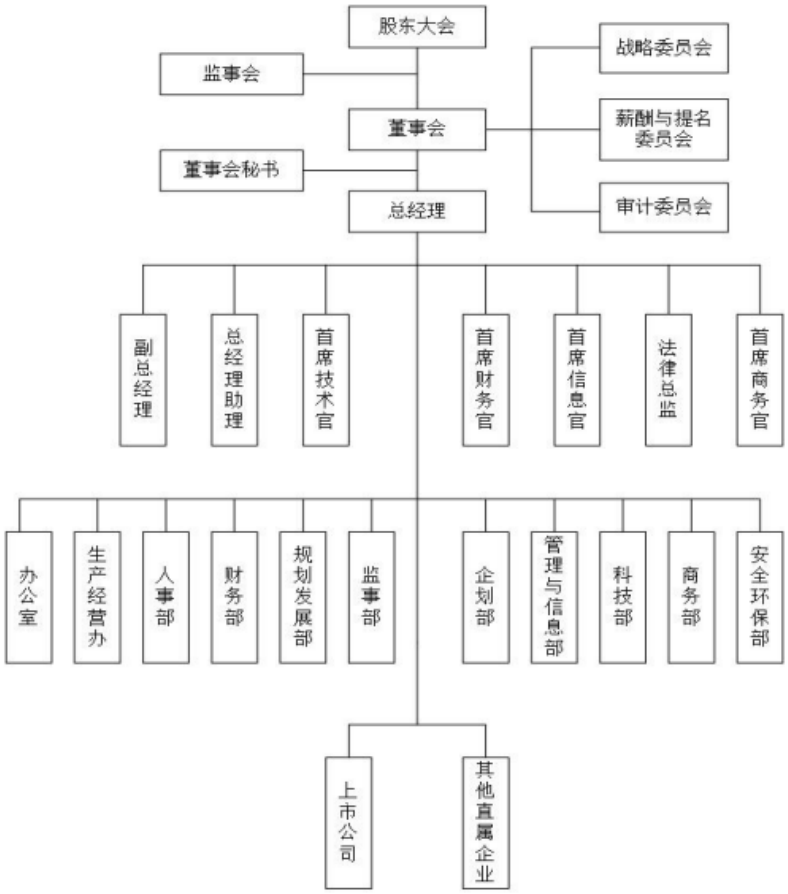
主要指标	指标值
本年度剩余到期债券金额（亿元）	23.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	67.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	5.39
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	8.47
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.95
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.30

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“19 蓝星 MTN001”“19 蓝星 MTN002”“19 蓝星 MTN003”“20 蓝星 MTN001”“20 蓝星 MTN002”“20 蓝星 MTN003”“20 蓝星 MTN004”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司控股一级子公司列表

序号	名称	注册地	业务性质	公司直接和间接持股比例合计
1	蓝星埃肯公司投资有限公司	香港	投资控股公司	100.00%
2	南通星辰合成材料有限公司	江苏省南通市	化工产品的生产、销售	100.00%
3	中国蓝星哈尔滨石化有限公司	黑龙江省哈尔滨市	化工产品的生产、销售	100.00%
4	沈阳化工集团有限公司	辽宁省沈阳市	石油化工产品	100.00%
5	中国化工集团（香港）投资有限公司	香港	投资控股公司	100.00%
6	蓝星安迪苏股份有限公司	北京市	动物营养添加剂生产及销售	87.65%
7	杭州水处理技术研究开发中心有限公司	浙江省杭州市	膜及水处理技术研究开发	100.00%
8	蓝星（杭州）膜工业有限公司	浙江省杭州市	水处理装备、膜元件制造	100.00%
9	广州合成材料研究院有限公司	广东省广州市	化工技术开发及交易	100.00%
10	中国蓝星集团上海化工新材料有限公司	上海市	化工产品销售	45.45%
11	中蓝晨光化工研究设计院有限公司	四川省成都市	化工新材料研制与生产	100.00%
12	北京蓝星清洗有限公司	北京市	制造工业清洗剂	100.00%
13	兰州蓝星清洗有限公司	甘肃省兰州市	制造工业清洗剂	100.00%
14	哈尔滨蓝星化工有限公司	黑龙江省	化工产品销售	100.00%
15	中蓝国际化工有限公司	北京市	化工产品的贸易	100.00%
16	北京蓝星节能投资管理有限公司	北京市	节能投资管理	100.00%
17	蓝星（北京）技术中心有限公司	北京市	技术推广服务	100.00%
18	无锡蓝星石油化工有限责任公司	江苏省无锡市	石油化工业	100.00%
19	中国蓝星沈阳石化有限公司	辽宁省沈阳市	化工业	60.00%
20	中蓝连海设计研究院有限公司	江苏省连云港市	化工业	100.00%
21	蓝星有机硅投资有限公司	香港	投资控股公司	100.00%

注：公司对中国蓝星集团上海化工新材料有限公司持股比例低于 50%，但因公司与另一持股 9.10%的股东上海蓝星聚甲醛有限公司达成一致行动人，合计表决权比例达到 54.55%，具备实际控制权，且上海化工新材料公司董事会成员均由公司任命，故作为控股一级子公司
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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元）	168.82	173.23	116.46	123.90
资产总额(亿元）	1022.39	1029.05	1099.91	1119.06
所有者权益合计(亿元）	257.46	263.03	312.95	332.73
短期债务(亿元）	345.61	236.35	285.47	268.49
长期债务(亿元）	245.20	348.96	285.59	290.75
全部债务(亿元）	590.81	585.31	571.07	559.24
营业收入(亿元）	600.13	557.99	540.07	158.39
利润总额(亿元）	24.55	-5.03	21.15	13.83
EBITDA(亿元）	91.55	61.87	87.41	--
经营性净现金流(亿元）	64.77	45.22	63.57	16.35
财务指标				
销售债权周转次数(次）	9.06	8.86	8.41	--
存货周转次数(次）	5.40	5.01	4.75	--
总资产周转次数(次）	0.59	0.54	0.51	--
现金收入比(%）	104.46	109.26	103.24	89.47
营业利润率(%）	21.72	17.09	20.59	26.23
总资本收益率(%）	4.79	1.89	3.94	--
净资产收益率(%）	5.69	-3.73	3.51	--
长期债务资本化比率(%）	48.78	57.02	47.71	46.63
全部债务资本化比率(%）	69.65	68.99	64.60	62.70
资产负债率(%）	74.82	74.44	71.55	70.27
流动比率(%）	110.05	152.51	119.42	128.20
速动比率(%）	90.73	126.64	98.67	106.03
经营现金流动负债比(%）	13.55	12.88	14.95	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.73	0.41	0.46
EBITDA 利息倍数(倍）	3.52	2.39	3.65	--
全部债务/EBITDA(倍）	6.45	9.46	6.53	--

注：1.公司合并口径其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已相应调整至长短期债务中；2.母公司其他流动负债中有息债务已相应调整至短期债务中；3.2021 年一季度报表未经审计，未调整有息债务
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元）	4.59	19.42	3.59	6.78
资产总额(亿元）	448.97	465.93	517.83	529.32
所有者权益(亿元）	169.75	189.72	205.00	203.75
短期债务(亿元）	195.47	125.59	131.54	129.34
长期债务(亿元）	63.95	134.15	162.76	164.78
全部债务(亿元）	259.42	259.74	294.31	294.12
营业收入(亿元）	0.30	0.42	0.45	0.06
利润总额(亿元）	-14.01	-4.35	24.46	-1.26
EBITDA(亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元）	-0.92	-0.74	-1.20	-0.33
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(%）	112.73	109.78	104.89	174.74
营业利润率(%）	48.28	63.61	75.50	71.23
总资本收益率(%）	-3.26	-0.97	4.89	--
净资产收益率(%）	-8.25	-2.29	11.91	--
长期债务资本化比率(%）	27.36	41.42	44.26	44.71
全部债务资本化比率(%）	60.45	57.79	58.94	59.08
资产负债率(%）	62.19	59.28	60.41	61.51
流动比率(%）	84.31	140.69	137.41	133.28
速动比率(%）	84.31	140.69	137.41	133.28
经营现金流动负债比(%）	-0.44	-0.52	-0.80	--
现金类短期债务比（倍）	0.02	0.15	0.03	0.05
全部债务/EBITDA(倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；2. 母公司其他流动负债中有息债务已相应调整至短期债务中；3. 2021 年一季度报表未经审计，有息债务未调整
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。