

信用评级公告

联合〔2022〕7126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

二〇二二年七月二十六日

中国蓝星（集团）股份有限公司

2022 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
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

跟踪评级债项概况：

债券简称	债券余额	起息日期	到期兑付日
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：2022 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	V3.1.202205
化工企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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

跟踪期内，中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“中国蓝星”）控股股东中国化工集团有限公司（以下简称“中国化工集团”）与中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）实施联合重组，重组后的新公司为中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”），两化合并后在化工领域的影响力进一步增强，公司最终控股股东已变更为中国中化，在管理和资金方面得到中国中化的重视和支持。2021 年，公司作为大型化工企业，在业务规模、研发实力以及产业链等方面仍保持突出优势，业务规模进一步扩大，经营获现能力增强。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到行业波动、关联方资金占用规模较大以及债务负担较重等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对公司存续债券待偿本金峰值覆盖程度较高。

根据中国中化及公司发展规划，公司将优化资产结构和产业布局，专注于发展化工新材料和特种化学品，加强业务板块的产业链延伸整合，退出部分不具备竞争力的业务，优化现有国内业务，加强全球资源配置。跟踪期内，公司出售了光伏板块经营主体，目前在建拟建工程大多围绕公司经营战略而展开，随着相关战略规划的实施，公司经营能力有望提升，经营状况有望保持稳定。

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. 公司股东实力强，对公司支持力度大。跟踪期内，两化联合重组事项完成，在化工领域的影响力进一步增强，有利于优化资源配置，形成集团内部的协同效应，公司最终控股股东已变更为中国中化，在管理和资金方面得到中国中化的重视和支持，在化工新材料和特种化学品领域具有战略地位，享有中化集团财务有限责任公司提供的相关财

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	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			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；财务指标为近三年加权平均值；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

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

务支持服务。

2. **公司产业链完整，研发实力强，规模优势和竞争优势突出。**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。截至 2021 年末，公司拥有 45 家研发和技术服务机构。
3. **跟踪期内，公司业务规模进一步扩大，经营获现能力增强。**2021 年，公司实现营业总收入 680.36 亿元，同比大幅增长 25.92%，毛利率 23.08%，同比提升 1.78 个百分点，经营活动现金净流入 100.17 亿元，较去年同期增长 57.59%。

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. **公司债务规模较大，债务负担较重。**截至 2021 年底，公司债务规模较年初有所下降，但整体债务负担仍较重，公司全部债务 574.56 亿元，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 67.35%、61.12% 和 45.66%。
3. **关联方资金占用规模较大。**公司其他应收款和长期应收款中关联方往来款规模较大，截至 2021 年底，公司其他应收款中应收关联方款项 176.97 亿元，长期应收款中应收关联公司往来款 101.02 亿元，合计占公司总资产的 24.83%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	180.10	130.06	173.97	151.92
资产总额（亿元）	1037.67	1100.90	1119.36	1127.02
所有者权益（亿元）	269.63	313.87	365.43	371.32
短期债务（亿元）	236.49	285.47	267.47	265.37
长期债务（亿元）	378.16	321.41	307.09	285.74
全部债务（亿元）	614.65	606.88	574.56	551.11
营业总收入（亿元）	558.67	540.32	680.36	179.26
利润总额（亿元）	-4.54	21.28	53.04	28.98
EBITDA（亿元）	62.24	87.54	115.89	--
经营性净现金流（亿元）	45.26	63.73	100.17	15.95
营业利润率（%）	17.13	17.43	22.54	27.84
净资产收益率（%）	-3.50	3.53	8.65	--
资产负债率（%）	74.02	71.49	67.35	67.05
全部债务资本化比率（%）	69.51	65.91	61.12	59.75
流动比率（%）	152.46	119.63	140.26	133.54
经营现金流动负债比（%）	12.87	14.99	24.46	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.46	0.65	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	2.41	3.66	6.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.88	6.93	4.96	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	469.17	514.59	527.42	537.22
所有者权益（亿元）	192.14	200.16	189.20	187.88
全部债务（亿元）	259.74	294.31	320.44	326.40
营业总收入（亿元）	0.42	0.45	0.40	0.06
利润总额（亿元）	-4.29	21.22	-13.20	-1.32
资产负债率（%）	59.05	61.10	64.13	65.03
全部债务资本化比率（%）	57.48	59.52	62.88	63.47
流动比率（%）	140.69	137.96	141.10	124.62
经营现金流动负债比（%）	-0.52	-0.59	-0.99	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.03	0.11	0.05

注：1. 2022 年一季度报表未经审计，未调整有息债务；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成的；3. 数据单位除特别说明外均为人民币；4. 公司合并口径已将其其他应付款中应付关联方借款、其他流动负债中的超短期融资券、长期应付款中的应付抵押借款、应付融资租赁款和其他非流动负债中的衍生金融负债相应调整至长期债务中，2022 年 3 月底，长期应付款中的应付抵押借款、应付融资租赁款和其他非流动负债中的衍生金融负债数据按照 2021 年底数据计算调整；5. 公司母公司口径已将其其他流动负债中的超短期融资券调整至短期债务中

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 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	AAA	AAA	稳定	2021/7/26	任贵永 毛文娟 石梦遥	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	AAA	稳定	2020/5/15	张博 王皓 张葛		阅读全文
20 蓝星 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/4/21	张博 张葛 王皓		阅读全文
20 蓝星 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/3/25	张博 张葛 王皓		阅读全文
20 蓝星 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/3/6	张博 张葛 王皓		阅读全文
19 蓝星 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/9/25	唐岩 李博恒		阅读全文
19 蓝星 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/9/17	唐岩 李博恒		阅读全文
19 蓝星 MTN001	AAA	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

中国蓝星（集团）股份有限公司

2022 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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

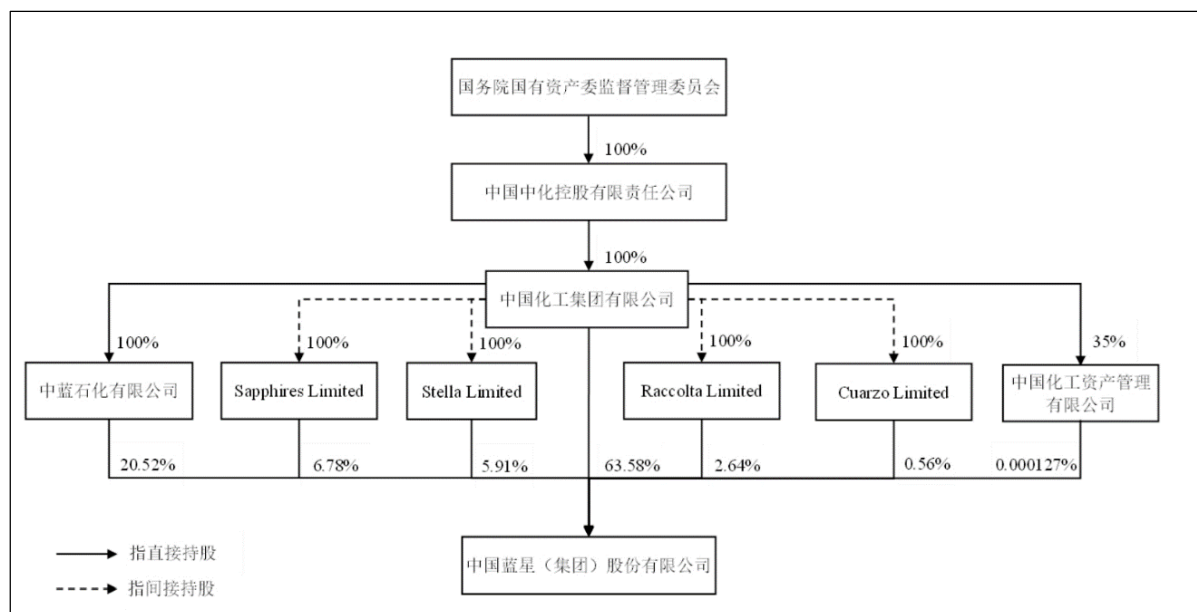
二、企业基本情况

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。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“中国化工集团”）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 2022 年 3 月底，中国化工集团直接持有公司 63.58% 的股份，通过中蓝石化有限公司持有公司 20.52% 的股份，此外，根据 2018 年 12 月 24 日、2018 年 12 月 30 日中国化工（香港）有限公司、中国化工集团签署的《股权转让协议》，中国化工集团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（含中国化工集团通过中国化工资产管理有限公司持有公司的 0.000127% 股权）；截至 2022 年 3 月底，公司实收资本 153.66 亿元，中国化工集团直接及间接持股 100%，公司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 2022 年 3 月底公司股权关系情况



资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司拥有 3 家上市公司，分别为蓝星安迪苏股份有限公司（以下简称“安迪苏”）（2000 年 4 月 20 日在上海交易所上市：600299.SH）、沈阳化工股份有限公司（以下简称“沈阳化工”）（1997 年 2 月 20 日在深圳证券交易所上市：000698.SZ）及子公司 Elkem ASA（以下简称“埃肯公司”）（2018 年 3 月 22 日在挪威奥斯陆证券交易所正式上市），公司直接及间接对上述三家上市公司的持股比例合计分别为 85.82%、46.03%和 53.45%。此外，公司以其持有的安迪苏 680000000 股 A 股股票作为标的发行了可交换公司债券，该部分股票占安迪苏总股本的 25.36%。截至 2022 年 3 月末，公司累计换股数量为 87921900 股，剩余质押股数为 592078100 股。除上述作为可交换公司债券标的的股票处于质押状态外，公司直接及间接持有安迪苏、沈阳化工及埃肯公司的股权不存在质押情况。

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。截至 2022 年 3 月底，公司董事会内设 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；内部下设办公室、党群工作部、人力资源部、战略执行部、健康安全环保部、财务部、战略与投资部、数字化部、科技创新部、审计合规部、纪委办、党委巡察办 12 个职能部门（见附件 1-1）。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1119.36 亿元，所有者权益 365.43 亿元（含少数股东权益 210.34 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 680.36 亿元，利润总额 53.04 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1127.02 亿元，所有者权益 371.32 亿元（含少数股东权益 205.32 亿元）；2022 年 1—3 月，公司

实现营业总收入 179.26 亿元，利润总额 28.98 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、债券概况及募集资金使用情况

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，公司上述存续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

债券名称	债券余额 (亿元)	起息日	期限(年)
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分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及

上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐

月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

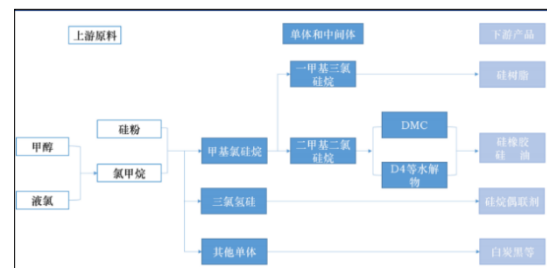
五、行业分析

1. 有机硅行业

中国工业硅产能位居全球第一，生产规模大，在政策对落后的有机硅产能逐步限制和淘汰背景下，工业硅产能有所收缩，国内工业硅产能利用率整体不高。2021 年，有机硅价格先跌后涨，经历一波“过山车”行情。

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



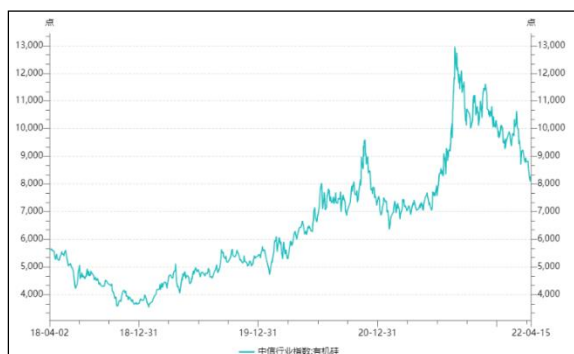
资料来源：公开资料

根据华泰期货相关数据，2021 年，全球工业硅产能共 632 万吨，较 2020 年减少 3%；其中，中国工业硅产能共 499 万吨，较 2020 年减少 3%，海外工业硅产能为 133 万吨，2015—2021 年期间，全球工业硅产能增长缓慢，绝大部分增长来自于中国产能的扩张。2021 年，全球工业硅产量共 412 万吨，较 2020 年增加 23%，其中，海外工业硅产量 91 万吨，中国产量约 321 万吨，占比 78%。中国产量占比持续提升，产量占比由 67%提升至 78%。由于工业硅属于高耗能、高排放行业，近年来，在节能减排的大背景下，国家相关部门陆续出台相关政策，集中在限制工业硅行业新增产能和清退低效电炉，促进行业节能减排，国内工业硅产能利用率整体不高。

有机硅单体是制备硅油、硅橡胶、硅树脂以及硅烷偶联剂的原料，由几种基本单体可生产出成千种有机硅产品。其中甲基氯硅烷最重要，其用量占整个单体总量的 90%以上，其次是苯基氯硅烷。近年来有机硅产量一直保持稳定增长，2021 年有机硅单体产量达 306 万吨，同比增长 15.9%。

2021 年以来，有机硅价格先涨后跌。2021 年中下旬阶段，能耗双控政策下，能源消费趋紧，同期原材料价格大涨，有机硅成本压力加大，期间下游需求表现良好，有机硅开启暴涨行情。10 月，下游开工降负，需求减弱，山东大厂连续大幅下调有机硅 DMC 出厂价格，原料支撑也逐步松动。

图3 2018年以来有机硅行业指数



资料来源：Wind

2. 蛋氨酸

蛋氨酸行业产能仍呈现龙头集聚状态。

2021 年，蛋氨酸供应端相对紧张，需求端呈现区域差异，价格整体呈现震荡行情。

全球动物健康行业主要包括动物诊疗、生物制品、包装药品及饲料添加剂。根据 GrandViewResearch 报告，动物饲料添加剂份额最大，饲料添加剂可分为营养健康添加剂与非营养性添加剂，蛋氨酸，是一种重要的氨基酸品种，动物饲料里必不可少的添加剂。

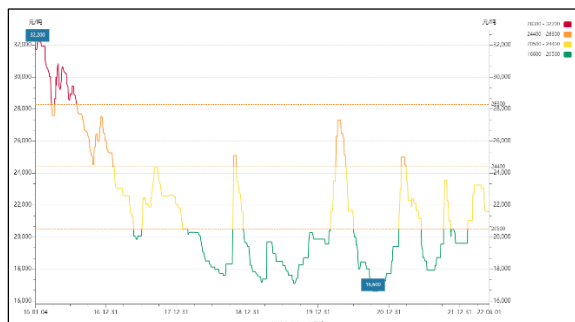
蛋氨酸一般从形态上分为液体蛋氨酸和固体蛋氨酸。由于液体蛋氨酸具备的诸多优势，尤其是成本优势，在成熟的蛋氨酸市场中，液体蛋氨酸的市场渗透率通常都能达到 50%以上，但中国和印度分别作为全球蛋氨酸规模最大的市场和增长最快的市场，液体蛋氨酸渗透率却较低，提升空间巨大。随着中印两国饲料工业化以及规模化养殖的逐渐发展，液体蛋氨酸的市场渗透率未来将进一步增加。

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，全球蛋氨酸市场产能高度集中，市场份额由赢创工业集团（以下简称“赢创”）、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”）等行业巨头分享。

2021 年，从供应方面来看，全球的形势正在改善，继第一季度生产中断、第二季度维修停工及中国第三季度能源控制之后，大多数生产商正在逐步恢复至正常生产水平。受到美国反倾销案的影响和全球物流的限制，全球不同生产商的蛋氨酸供应正在地区之间进行重组。与此同时，关键原材料价格的上涨继续给蛋氨酸生产带来压力。在物流方面，航运延误、集装箱/舱位不足、港口拥堵、卡车司机不足等方面尚未得到改善，给全球蛋氨酸供应链带来了更大的压力。随着海运价格继续飙升，物流的这种局面或将持续到 2022 年底。

受人口增长、发展中国家经济水平提高、现代化禽畜养殖业不断发展等因素影响，包括中国在内的亚太地区蛋氨酸需求高速增长。中国的猪肉、禽类及家畜生产规模居世界前列。相关养殖业持续保持高速发展，带动蛋氨酸的需求快速增长，尽管受到冠状病毒危机的影响，蛋氨酸市场在近几年仍持续增长。国际行业巨头为巩固现有市场地位，在过去几年逐步增加对亚洲地区投资。目前所有地区对蛋氨酸都表现出旺盛的需求。全球市场需求达到 150 万吨，市场的正常增长将预示两年后将会有约 20 万吨的额外需求。2021 年，北美、欧洲、拉丁美洲甚至中东和非洲的市场需求强劲，第三季度中国和一些亚洲国家的市场疲软，此外，由于供应紧张，原材料和能源成本大幅上涨，2021 年，蛋氨酸价格处于震荡行情，整体位于 1.9 万元/吨~2.5 万元/吨区间。

图4 蛋氨酸现货价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，中国化工集团直接及间接持有公司 100% 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，研发实力强，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 2022 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。

2021 年，公司申请专利 259 件，主导制（修）订国家标准 19 项，1 项行业标准。截至 2021 年末，公司拥有 45 家研发和技术服务机构，其中获得国家级资质 14 个，省部级资质 26 个，承担并完成了中国、法国、挪威等国多项重要科研项目，开发出高灼热丝起燃温度阻燃聚对苯二甲酸丁二醇酯树脂组合物、羟基封端聚二甲基硅氧烷的合成方法等具有自主知识产权的高科技产品和专有技术，获得 830 多项科技奖。

截至 2022 年 3 月底，公司共有 22 家境内外一级控股公司，拥有安迪苏、沈阳化工和埃肯公司 3 家上市公司，在全球拥有 58 家工厂和 45 家研发和技术服务机构，海外业务遍及法国、美国、澳大利亚、挪威等 200 多个国家和地区。

3. 企业信用记录

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：9111000010000181794），截至 2022 年 6 月 23 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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 7 月 15 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司相关管理架构、管理制度运作状态良好；公司董事杨兴强、Helge Aasen 离任，但未影响公司正常生产经营。

八、重大事项

跟踪期内，两化联合重组事项已完成工商登记，公司最终控股股东变更为中国中化，控股股东和实际控制人未发生变化。

2021年9月16日，根据中国化工集团和中化集团实施联合重组的安排，重组后的新公司为中国中化并完成工商变更登记手续。本次重组完成后，公司最终控股股东变更为中国中化，控股股东和实际控制人未发生变化。

跟踪期内，公司出于优化资产结构和产业布局，进一步聚焦主业的考虑，出售了光伏材料业务相关经营主体。

根据《中国蓝星（集团）股份有限公司出售子公司股权暨丧失子公司实际控制权的公告》，公司于2021年11月29日收到最终控股股东中国中化对出售 REC Solar Holdings AS 公司（以下简称“REC 太阳能”）100%股权事项的批复文件《关于同意转让 REC Solar Holdings AS 100%股权的批复》。2022年2月21日，公司发布《中国蓝星（集团）股份有限公司完成出售子公司股权暨丧失子公司的实际控制权的公告》，公司将所持 REC 太阳能 100%股权出售给印度信实工业公司（Reliance Industries Limited，以下简称“RIL 公司”），交易价格为 7.71 亿美元。REC 太阳能主要经营公司环境科学板块的光伏材料业务，2021 年度营业收入为 32.61 亿元，占公司 2021 年营业总收入比重为 4.79%；净利润为 -17.55 亿元。此笔交易完成后，公司将不再持有

光伏材料业务。REC 太阳能基础转让价格为 7.71 亿美元，公司确认投资损失 8.06 亿元。截至 2021 年底，REC 太阳能公司总资产 52.58 亿元，净资产 7.24 亿元。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业总收入增长明显，毛利率小幅上升，收入结构变动不大。

跟踪期内，公司业务范围未发生重大变化，仍主要为材料科学、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。

2021 年，公司实现营业总收入 680.36 亿元，同比大幅增长 25.92%，公司三大主要板块营业收入均有所增长，其中，材料科学板块增长幅度较大，同比增长 33.93%，主要系公司在材料科学板块的重点企业埃肯公司和南通星辰合成材料有限公司（以下简称“南通星辰”）营业收入大幅上升。埃肯公司收入增加主要受益于销售价格上涨以及产销良好，南通星辰收入增加主要受益于其部分化工材料产品市场价格上升。生命科学板块收入同比增长 8.07%，主要因为该板块功能性产品蛋氨酸量价齐升，维生素产品受数家维生素生产厂商间歇出现生产供应问题的影响而实现产品价格的上涨。此外，特种产品受下游需求提升影响产销量同比增长。环境科学板块收入同比增长 23.56%，主要系下游订单上升所致。

表 3 2019 - 2021 年及 2022 年 1 - 3 月公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	371.46	66.57	15.20	354.68	65.67	17.55	475.03	69.82	22.24	131.25	73.21	28.85
生命科学	111.35	19.96	33.93	119.08	22.05	38.02	128.69	18.91	34.14	34.57	19.28	32.02
环境科学	100.50	18.01	5.88	91.01	16.85	8.05	112.45	16.53	6.25	21.21	11.83	7.73
其他及抵消	-25.32	-4.54	--	-24.70	-4.57	--	-35.81	-5.26	--	-7.77	-4.32	--
合计	557.99	100.00	17.76	540.07	100.00	21.30	680.36	100.00	23.08	179.26	100.00	28.26

资料来源：公司提供

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率为 23.08%，同比提升 1.78 个百分点，材料科学毛

利率有所上升，生命科学和环境科学毛利率小幅下降，生命科学业务毛利率仍处于较高水平。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 179.26 亿元，同比增长 13.18%，毛利率为 28.26%，同比小幅增加 1.39 个百分点，主要系材料科学板块盈利能力上升所致。

2. 材料科学

材料科学业务是公司的核心业务，主要细分为硅材料、工程塑料及功能性化学品三大部分。

(1) 硅材料产品

在有机硅领域，公司仍保持着一定的规模优势，2021 年，受益于产品价格上涨，硅材料主要产品收入和毛利率增长明显。

公司硅材料业务主要以埃肯公司及其子公司江西蓝星星火有机硅有限公司（以下简称“星火有机硅”）、蓝星有机硅国际有限公司（以下简称“蓝星有机硅国际”）和埃肯硅材料（兰州）有限公司为主体。

公司硅材料业务具体包括有机硅、硅材料、铸造以及碳素等产品。其中，公司有机硅下游产品技术完备，能够生产 3000 多种有机硅产品，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 2022 年 3 月底，公司有机硅单体年产能 70 万吨，有机硅单体产能位列全球前列。埃肯公司在境外拥有 4 个金属硅工厂和 3 个硅石矿，工业硅产能总计 30 万吨/年，主要产品是金属硅和微硅粉。公司国内有机硅产品主要由星火有机硅进行生产，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原料支持。

表 4 截至 2022 年 3 月底公司硅材料产品产能情况

（单位：万吨/年）

主要产品	国内产能	国外产能	合计产能
有机硅单体	50	20	70
工业硅	5	25	30
硅铁合金	--	32	32
碳素	--	33	33

资料来源：公司提供

销售方面，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 个国家和地区，在全球模具行业及功能性涂敷、卫生防护、牙科应用等领域均保持领先地位。公司在境内市场采用直销与经/分销、电商渠道相结合的模式；海外市场，以直销为主、经销和代理商销售为辅，其中，针对大客户，通常采用直销模式，直销占比约为 90%，相对分散的市场通过代理和经销渠道覆盖。

2021 年，公司硅产品和有机硅产品价格大幅上涨，营业收入和毛利率均大幅提升；碳素价格小幅提升，加之销量有所上升，碳素营业收入同比增长 18.98%。

表 5 公司硅材料业务主要产品经营情况

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年
碳素	营业收入（亿元）	14.41	13.75	16.36
	主要产品（炭素）销售均价（元/吨）	5608.02	5369.68	5565.82
	毛利润（亿元）	2.42	3.22	3.82
	毛利率（%）	16.79	23.42	23.00
有机硅	营业收入（亿元）	88.50	93.21	131.07
	主要产品（功能性添加剂和功能性涂料）销售均价（元/吨）	26339.55	25056.63	32045.50
	毛利润（亿元）	11.96	9.97	27.61
	毛利率（%）	13.51	10.70	21.07

硅产品（原硅材料和铸造板块合并）	营业收入（亿元）	--	85.11	111.17
	主要产品销售均价（元/吨）	--	16180.59	22145.05
	毛利润（亿元）	--	8.74	27.84
	毛利率（%）	--	10.27	25.04

注：1.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（工业硅）和铸造业务（硅铁合金）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

（2）工程塑料产品

工程塑料板块在部分细分产品保持一定的规模优势，2021年，工程塑料板块主要产品产销量均实现不同程度增长。产品价格受市场环境变化影响波动很大，2021年，多数产品销售均价增长明显，聚苯醚产品受下游需求锐减及新产能投入因素影响销售均价有所下降。

公司工程塑料产品业务主要由南通星辰负责运营。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、苯酚、丙酮以及聚苯醚（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 2022 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，是中国领先的特种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；公司的苯酚产能 9.00 万吨/年，丙酮产能 5.60 万吨/年。

2021年，公司工程塑料板块主要产品营业收入均实现不同程度的增长，主要系主要产品产销量同比增长，且除聚苯醚外主要产品销售价格均有所增长所致。聚苯醚受限于下游光伏行业对聚苯醚产品需求急剧减弱，叠加行业新

产能投入带动行业竞争加剧等因素，导致其销售均价当年下降。

2022年一季度，公司工程塑料板块多数产品销售均价较2021年保持上涨，聚苯醚受江浙沪地区疫情反复影响，开工率有所下滑，产销量较上年同期小幅下降。

表 6 近年来公司工程塑料主要产品经营情况

产品	项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
环氧树脂	产量（万吨）	11.14	14.57	15.42	3.96
	销量（万吨）	9.88	13.17	14.06	3.65
	收入（亿元）	20.31	21.98	37.58	9.03
	销售均价（元/吨）	16891	16693	26731	24741
PBT	产量（万吨）	5.83	6.19	6.26	1.69
	销量（万吨）	6.14	6.73	6.88	2.07
	收入（亿元）	5.35	4.88	10.42	3.34
	销售均价（元/吨）	8719	7258	15145	16137
改性塑料	产量（万吨）	1.30	1.63	2.26	0.70
	销量（万吨）	1.41	1.69	2.38	0.67
	收入（亿元）	1.95	2.15	4.19	1.28
	销售均价（元/吨）	13660	12752	17591	19174
聚苯醚	产量（万吨）	1.80	2.23	2.52	0.75
	销量（万吨）	1.71	2.37	2.84	0.62
	收入（亿元）	4.04	4.46	4.65	1.26
	销售均价（元/吨）	23663	18832	16353	20467
苯酚丙酮	产量（万吨）	14.79	12.93	14.65	3.66
	销量（万吨）	14.74	12.92	14.70	2.37
	收入（亿元）	6.14	4.42	6.95	2.13
	销售均价（元/吨）	6763	5556	7671	9529

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

（3）功能性化学品

2021年，公司功能性化学品产能保持稳定，30万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目实现分批投运；聚醚和丙烯酸酯收入保持增长，PVC

(国内)和糊树脂受产销量影响收入有所下降。受上游原材料价格上涨带来的成本推动,功能性化学品主要产品销售均价均有所增长。

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”),生产设施主要位于沈阳、淄博和澳大利亚。

公司功能性化学品为石油产品、有机化工产品以及一百多种具有其他性能的功能性化学品,如丙烯酸、丙烯酸酯、丙烯、乙烯、甲醇、聚醚多元醇和PVC糊树脂等。公司功能性化学品除对外销售外,还用于自身硅产业链和工程塑料等先进材料的生产加工。

跟踪期内,公司功能性化学品主要产品产能保持稳定。截至2022年3月底,公司聚醚产能25万吨/年,在国内市场占有率达11%以上。PVC糊树脂产能20万吨/年,是亚洲和全球范围内领先的PVC糊树脂生产商之一,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,丙烯酸酯年产能达到13万吨/年。此外,公司30万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目计划分三批次投入运行,第一批投料生产线已于2021年5月试车成功;其余生产线已建设完毕,目前正处投料前期准备阶段,计划于2022年9月

全部投入运行。

2021年,公司聚醚、聚乙烯(国外)和丙烯酸酯销售收入同比增长;聚乙烯(国内)和PVC糊树脂营业收入受产销量下降影响有所下降。

产销量方面,2021年,聚醚和丙烯酸酯产销量同比增长,但PVC糊树脂及聚乙烯产品受行业产能过剩及国内外疫情好转下医用防护手套等防疫用品需求有所下降影响,产销量均有所下降。2022年一季度,聚醚产品产销情况正常,公司PVC糊树脂及聚乙烯产品产销量受北京冬奥会影响较大,叠加设备检修以及上游原材料价格大幅上涨影响,聚乙烯(国内)产品当期未实现开车生产,仅靠销售库存商品实现少量收入;丙烯酸酯受冬奥会影响产销量较上年同期下降。

销售价格方面,2021年,受上游原材料价格增长影响,公司功能性化学板块主要产品销售价格均呈现不同比例的增长。2022年一季度,环氧乙烷、环氧丙烷、丁醇等原材料价格下降使得聚醚和丙烯酸酯销售均价亦有所下降;此外,下游需求下滑令PVC糊树脂价格亦有所下降;同期,国际原油价格的持续走高令聚乙烯销售均价仍保持增长。

表 7 近年来公司功能性化学产品经营情况

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
聚醚	产量(万吨)	21.35	19.58	21.05	5.61
	销量(万吨)	21.21	19.74	20.86	5.45
	营业收入(亿元)	21.19	23.20	33.15	6.49
	销售均价(元/吨)	9989.00	11751.97	15890.05	11907.52
PVC 糊树脂	产量(万吨)	19.82	19.65	17.11	4.20
	销量(万吨)	20.48	19.72	16.20	4.30
	营业收入(亿元)	14.45	24.35	21.22	4.06
	销售均价(元/吨)	7056.00	12351.58	13097.6	9447.95
聚乙烯(国内)	产量(万吨)	12.09	6.97	6.67	--
	销量(万吨)	11.57	7.82	6.58	0.12
	营业收入(亿元)	8.23	5.10	4.78	0.11
	销售均价(元/吨)	7113.00	6520.05	7268.04	9305.24
聚乙烯(国外)	产量(万吨)	34.13	32.80	32.50	7.38
	销量(万吨)	35.13	34.90	32.48	7.04
	营业收入(亿元)	34.05	30.31	34.30	7.54
	销售均价(元/吨)	8492.00	7991.45	9494.49	10290.20

丙烯酸酯	产量（万吨）	12.09	9.57	11.45	2.09
	销量（万吨）	11.89	9.61	11.45	1.61
	营业收入（亿元）	9.27	7.65	16.93	1.94
	销售均价（元/吨）	7575.00	6991.94	12981.65	12074.15

资料来源：公司提供

3. 生命科学板块

公司蛋氨酸品种齐全，规模优势较强，2021年，公司生命科学板块收入同比有所增长，毛利率受原材料价格上涨及运输成本上升影响有所下降。

公司生命科学产品主要由子公司安迪苏生产经营。安迪苏是全球第二大蛋氨酸供应商，是世界上为数不多的可同时生产固体和液体蛋氨酸的企业之一，同时还是全球领先的过瘤胃保护性蛋氨酸供应商。

公司主要产品分为三类：功能性产品（蛋氨酸、维生素、硫酸铵及硫酸钠）、特种产品（酶制剂、反刍动物产品、有机硒产品）及其他（二硫化碳、硫酸、粉末加工服务等）。截至2022年3月底，安迪苏已有两大生产平台（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18万吨/年，该项目目前进展顺利，土建工程已完成，施工进度达99%，预调试阶段已开始，该项目将于2022年下半年开始试运行。此外，法国安迪苏比利牛斯山项目已于2021年9月改造完成并投入运行，该项目为公司带来了2.8万吨/年液体蛋氨酸产能的提升。近年来，公司逐步将蛋氨酸生

产转移至国内，有利于降低生产和销售成本，随着在建项目陆续扩产完成，公司在蛋氨酸领域的规模优势和竞争实力有望得到进一步提升。除了蛋氨酸产品外，安迪苏也可向客户提供全系列维生素产品，其中饲料用维生素A占有约20%的产能。

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。

2021年，公司生命科学各类产品销售收入均实现同比增长，受原材料价格上升及运输成本上升影响，公司生命科学板块各产品毛利率均有所下降，但功能性产品和特种产品毛利率仍处于较高水平。

表 8 近年来公司生命科学产品经营情况（单位：亿元、%）

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
功能性产品	销售收入	80.86	85.23	90.72	25.26
	毛利润	24.02	29.43	27.26	7.30
	毛利率	29.71	34.53	30.04	28.89
特种产品	销售收入	24.31	28.24	31.64	7.31
	毛利润	11.91	14.08	15.39	3.50
	毛利率	48.98	49.85	48.65	47.91
其他产品	销售收入	4.33	5.64	6.33	2.01

毛利润	1.85	1.69	1.29	0.28
毛利率	29.96	30.03	20.42	13.72

资料来源：公司提供

4. 环境科学板块

2021年，公司出售了环境科学板块盈利能力较低的光伏材料板块业务主体，其他业务板块收入保持增长，受工业服务及贸易毛利率下降影响该板块综合毛利率小幅下降。

公司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。其中，光伏材料业务板块盈利能力较低，2021年，公司出售了该板块经营主体 REC 太阳能。

表9 近年来公司环境科学板块收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021年			2022年1—3月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
膜材料	6.63	6.39	11.79	5.75	6.32	12.72	6.45	5.74	11.04	1.20	5.68	12.53
光伏材料	33.71	32.48	-2.48	28.31	31.11	1.75	32.61	29.00	1.55	--	--	--
工业服务及贸易	58.78	56.63	10.26	51.26	56.32	9.69	65.82	58.54	6.59	17.27	81.45	6.54
先进装备制造	4.68	4.51	12.52	5.69	6.25	20.13	7.57	6.72	19.50	2.74	12.87	13.11
合计	103.80	100.00	6.18	91.01	100.00	8.06	112.45	100.00	6.25	21.21	100.00	7.72

注：上述数据不包括各产品间抵消部分

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2022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。2021年，公司膜材料收入6.45亿元，同比增长12.17%，毛利率保持相对稳定。

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。2021年，公司工业服务及贸易实现收入65.82亿元，同比增长28.40%，但毛利率下降3.10个百分点至6.59%。

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，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2022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。

2021年以来，随着海外氯碱装备市场份额的不断扩大，带动产品销量提升，进而推动先进装备制造板块收入同比增长 33.04%至 7.57 亿元。

5. 经营效率

2021年，公司经营效率指标有所上升。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别较上年的 7.29 次、4.94 次和 0.51 次上升至 7.87 次、5.36 次和 0.61 次。与同行业其他企业相比，公司经营效率指标

表现尚可。

表 10 2021 年公司与同行业经营效率对比（单位：次）

指标名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
中国昊华化工集团股份有限公司	6.41	6.09	0.49
鲁西化工集团股份有限公司	12.08	429.88	0.99
中国化工农化有限公司	2.01	4.97	0.36
公司	5.36	12.28	0.61

注：为保证同业对比指标口径一致性，上表中的指标统一使用 Wind 口径
资料来源：Wind

6. 在建拟建工程及未来发展

公司未来计划专注于化工新材料和特种化学品，加强业务板块的产业链延伸整合，退出

部分不具备竞争力的业务，优化现有国内业务，加强全球资源配置。公司目前在建及拟建工程大多围绕公司经营战略而展开，每期规划投资额相对平均，融资压力不大，部分项目投资主体为公司下属上市公司。

截至2021年底，公司在建项目计划总投资额105.00亿元，已完成投资合计61.68亿元，未来三年尚需投资39.85亿元；拟建项目计划投资19.40亿元。在建及拟建项目主要围绕公司主业展开，其中硅材料板块涉及有机硅单体、甲基硅油项目和特种硅油项目，主要为扩产、延伸产业链和丰富产品种类，工程塑料板块涉及聚醚多元醇扩产，生命科学板块项目主要为公司扩产液体蛋氨酸项目。

表 11 截至 2021 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 2021 年底累计完成投资额	未来投资金额		
			2022 年	2023 年	2024 年
南通星辰 3 万吨 PPE 及配套工程项目	9.56	9.56	--	--	--
安迪苏科芒特里工厂废水处理项目	1.48	1.48	--	--	--
30 万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目	14.43	11.90	2.53	--	--
南京安迪苏 18 万吨液体蛋氨酸项目	39.45	25.25	11.50	2.70	--
法国安迪苏比利牛斯山项目	2.96	2.96	--	--	--
星火有机硅 20 万吨有机硅单体及配套工程项目	29.86	5.84	10.08	7.27	3.20
凯迪苏 K2 项目	6.17	3.76	2.00	0.41	--
星火有机硅 11kt 低粘度甲基硅油项目	1.09	0.93	0.16	--	--
合计	105.00	61.68	26.27	10.38	3.20

资料来源：公司提供

表 12 截至 2021 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		
				2022 年	2023 年	2024 年
埃肯星火有机硅 6KT 特种硅油项目	1.44	2022.06	2023.07	0.91	0.53	--
埃肯星火有机硅新建尾气焚烧项目	1.80	2022.07	2023.10	0.73	0.87	0.20
泉州东大 25 万吨聚醚多元醇项目	10.98	2022.11	2024.11	1.60	2.80	5.38
南通中蓝 5.61 万吨/年高性能复合材料项目	5.18	2022.08	2023.12	2.00	1.96	0.75
合计	19.40	--	--	5.24	6.16	6.33

资料来源：公司提供

公司战略定位是在中国中化的发展理念和发展战略指引下，专注于发展化工新材料和特种化学品，公司“十四五”战略规划主要分为业务战略、价值链战略和地域战略，业务战略方面，公司计划专注于化工新材料和特种化学品，

对公司业务进行优化和重组，对于与核心业务不形成协同效应、不具备市场竞争力的业务，有序退出。价值链战略方面，公司立足于价值链中端，向全价值链管理延伸，通过对采购、销售端的垂直整合，减少对外部资源的依赖程。地域

战略方面，公司继续优化现有国内业务，拓展国际业务，发挥国际国内协同效应。部分规划公司已经或正在实施过程中。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 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。2021 年度，公司将子公司 REC 太阳能 100%股权出售给第三方公司，不再纳入公司合并范围内，此外，公司以支付现金 7125.77 万元取得蓝星保险经纪有限公司 100%股权，合并前其受中国化工集团控制，为同一控制下企业合并。公司合并范围内变动对财务报表可比性有一定影响。公司 2022 年一季度财务报告未经审计。

截至2021年底，公司合并资产总额1119.36

亿元，所有者权益365.43亿元(含少数股东权益210.34亿元)；2021年，公司实现营业总收入680.36亿元，利润总额53.04亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额1127.02亿元，所有者权益371.32亿元(含少数股东权益205.32亿元)；2022年1—3月，公司实现营业总收入179.26亿元，利润总额28.98亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总规模变化较小，公司2021年处置了部分子公司，固定资产、无形资产和商誉减少，公司货币资金保持增长，较为充裕，但其他应收款和长期应收款中关联方资金占用规模仍较大。

截至2021年底，公司合并资产总额1119.36亿元，较年初变化不大。其中，流动资产占51.31%，非流动资产占48.69%。公司资产结构相对均衡。

表 13 公司资产主要构成

科目	2019 年末 (追溯后)		2020 年末 (追溯后)		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	536.05	51.66	508.74	46.21	574.39	51.31	573.26	50.86
货币资金	159.87	15.41	102.83	9.34	139.04	12.42	123.52	10.96
应收账款	48.18	4.64	52.64	4.78	58.19	5.20	71.13	6.31
应收款项融资	6.64	0.64	13.14	1.19	34.82	3.11	28.29	2.51
其他应收款 (合计)	196.14	18.90	208.39	18.93	209.59	18.72	207.45	18.41
存货	90.92	8.76	88.22	8.01	106.87	9.55	112.52	9.98
非流动资产	501.62	48.34	592.16	53.79	544.97	48.69	553.76	49.14
长期应收款	51.93	5.00	101.79	9.25	102.92	9.19	103.29	9.17
固定资产 (合计)	283.55	27.33	278.09	25.26	237.32	21.20	241.69	21.45
在建工程 (合计)	30.15	2.91	52.18	4.74	56.30	5.03	58.32	5.18
无形资产	56.48	5.44	56.70	5.15	53.74	4.80	53.98	4.79
商誉	30.27	2.92	37.79	3.43	30.68	2.74	30.56	2.71
资产总额	1037.67	100.00	1100.90	100.00	1119.36	100.00	1127.02	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动资产574.39亿元，较年初增长12.90%，主要系货币资金、应收款项类和存货增加所致。

截至2021年底，公司货币资金较年初增长35.22%，主要系当年经营性积累增加且投资活动现金流出减少所致。公司货币资金主要为银

行存款(126.80亿元)，公司存放在境外的货币资金60.21亿元；公司货币资金中有12.24亿元受限资金，受限比例较低，主要为保证金、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。

截至2021年底，公司应收账款账面价值和应收款项融资分别均较年初增长10.54%和164.89%，主要系销售规模的扩大以及下游客户使用票据支付规模增加所致，当年公司销售债权周转次数7.87次，较上年小幅提升，公司应收账款累计计提坏账准备4.27亿元，应收账款账龄以一年以内为主，应收款项融资主要为银行承兑汇票。

截至2021年底，公司其他应收款（合计）较年初变化不大，主要由其他应收款（182.06亿元）和应收利息（27.53亿元）构成，公司其他应收款占比较高，其他应收款中应收关联公司款项176.97亿元，公司其他应收款方主要为相关关联方作为公司合并范围内子公司期间，公司向其提供的用于项目建设的借款以及补充运营资金的借款，后因中国化工集团产业调整，上述公司相继从公司剥离，因而产生大额其他应收款。公司其他应收款账龄以3年以上为主，占比59.94%，公司其他应收款计提坏账准备4.37亿元。目前，公司针对不同的债务人特点分别制定了不同的回款措施，具体措施如下：（1）置入关联方优质资产。公司将原先向关联方提供的往来借款用于冲抵购买该关联方资产的价款，进而实现关联方其他应收款的间接回收。同时，对于近几年经营情况有所好转的公司，如中蓝连海设计研究院有限公司、中蓝长化工程科技有限公司，公司计划结合公司产业调整战略对该部分股权进行回收。中蓝连海设计研究院有限公司已完成股权转让。（2）公司主要欠款方与公司共同受中国化工集团的控制。近年来，中国化工集团正在对部分子公司进行战略重组、股权优化以及引入权益资本，进而归还公司的往来欠款；（3）公司督促关联方制定明确的还款计划和方案。其中，部分关联企业拥有较大的土地资产。目前，中国化工集团及公司已设立专门部门盘活资产，回笼资金用于偿还相关往来款项。未来三年预计可通过盘活土地、装置等资产实现其他应收款回收约50亿元。

表 14 截至 2021 年底公司其他应收款前五大
(单位: 亿元、%)

公司名称	金额	占比	是否为关联方
中蓝石化有限公司	46.51	22.19	是
山纳合成橡胶有限责任公司	24.90	11.88	是
MHC Co., Ltd	23.54	11.23	是
蓝星（天津）化工有限公司	16.34	7.79	是
蓝星石化有限公司	10.86	5.18	是
合计	122.15	58.28	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年底，公司存货106.87亿元，较年初增长21.15%，主要系随着原材料价格的提升及主要产品产量的增长带动存货中原材料及产成品规模扩大所致。公司存货主要由原材料（39.72亿元）、在产品（6.61亿元）、产成品（60.50亿元）构成，累计计提跌价准备4.58亿元，计提比例4.11%。

截至 2021 年底，公司非流动资产 544.97 亿元，较年初下降 7.97%，当年受公司处置子公司影响，公司固定资产、无形资产和商誉均有所下降，公司固定资产成新率 47.89%，成新率一般。公司在建工程（合计）随着相关项目建设的投入增加较上年初增长 7.91%。长期应收款较年初变化较小，主要仍为应收关联公司往来款 101.02 亿元，公司对关联公司的借款按照 3.85% 的协定利率计息。

表 15 截至 2021 年底公司长期应收款前五大
(单位: 亿元、%)

公司名称	金额	占比	是否为关联方
中蓝石化有限公司	53.03	51.52	是
蓝星石化有限公司	24.33	23.63	是
上海蓝星聚甲醛有限公司	12.00	11.66	是
蓝星纤维（北京）有限公司	6.66	6.47	是
兰州蓝星纤维有限公司	4.78	4.64	是
合计	100.79	97.92	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年底，公司受限资产 29.65 亿元，受限资产占总资产比重为 2.65%，受限比例低。

表 16 截至 2021 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	12.24	主要包括票据、保函、信用证、税收以及养老保险保证金、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
应收账款	7.87	已质押的银行承兑汇票
固定资产	9.55	主要为取得银行授信额度及长期应付款的抵押
合计	29.65	--

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2022 年 3 月底, 公司合并资产总额 1127.02 亿元, 较上年底增长 0.68%, 较上年底变化不大。其中, 流动资产占 50.86%, 非流动资产占 49.14%。公司资产结构相对均衡, 资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2021 年底, 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 2021 年底, 公司所有者权益 365.43 亿元, 较年初增长 16.43%, 主要系少数股东权益增加所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 42.44%, 少数股东权益占比为 57.56%。在所有者权益中, 实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 42.05%、7.35%、9.32%、-15.81% 和 -0.93%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底, 公司所有者权益 371.32 亿元, 构成较上年底变化不大。

(2) 负债

2021 年, 公司债务规模有所下降, 整体债务负担仍较重, 公司有息债务以长期为主。

截至 2021 年底, 公司负债总额 753.93 亿元, 较年初下降 4.21%, 其中, 流动负债占 54.32%, 非流动负债占 45.68%。公司负债结构较年初变化不大。

表 17 公司负债主要构成

科目	2019 年末 (追溯后)		2020 年末 (追溯后)		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	351.60	45.78	425.25	54.03	409.53	54.32	429.29	56.81
短期借款	124.77	16.25	154.06	19.57	107.54	14.26	100.37	13.28
应付票据	16.69	2.17	16.73	2.13	29.31	3.89	27.46	3.63
应付账款	56.49	7.36	58.07	7.38	67.68	8.98	65.35	8.65
其他应付款 (合计)	28.64	3.73	37.88	4.81	51.01	6.77	49.56	6.56
一年内到期的非流动负债	75.03	9.77	104.69	13.30	91.55	12.14	87.54	11.58
其他流动负债	20.69	2.69	10.56	1.34	21.51	2.85	52.81	6.99
非流动负债	416.43	54.22	361.78	45.97	344.40	45.68	326.41	43.19
长期借款	135.36	17.62	105.90	13.46	115.25	15.29	104.19	13.79
应付债券	211.87	27.59	172.52	21.92	177.13	23.49	166.81	22.07
租赁负债	29.20	3.80	35.81	4.55	13.56	1.80	13.60	1.80
负债总额	768.04	100.00	787.02	100.00	753.93	100.00	755.70	100.00

数据来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2021 年底, 公司流动负债 409.53 亿元, 较年初下降 3.70%, 主要系短期借款和一年内到期的非流动负债减少所致。

截至 2021 年底, 公司短期借款较年初下降 30.20%, 主要系公司根据资金计划调整并优化

有息负债期限结构, 公司短期借款主要由信用借款 (占 31.93%) 和保证借款 (占 68.07%) 构成。公司应付票据较年初增长 75.22%, 主要系随着业务规模增长, 票据结算增加所致。截至 2021 年底, 公司其他应付款 (合计) 较年初增长

34.65%，主要系新增关联方往来应付款3亿美元所致，公司其他应付款主要由固定资产购置及工程材料款（13.73亿元）、应付关联公司往来款（23.94亿元）、预提费用（2.26亿元）等构成。2021年，公司偿还了部分到期借款，公司一年内到期的非流动负债较年初下降12.54%，但公司当年新发行超短期融资券，公司其他流动负债增长至21.51亿元。

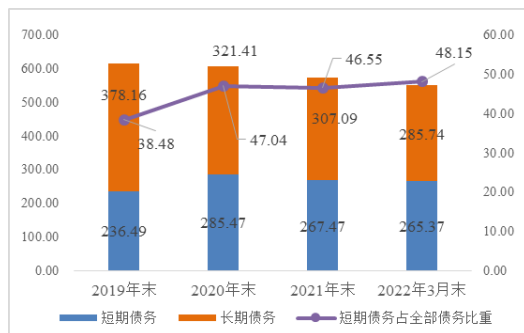
截至2021年底，公司非流动负债344.40亿元，较年初下降4.80%，主要系公司当年处置子公司REC太阳能的股权，相关租赁负债减少所致。公司长期借款和应付债券较年初小幅增长，公司长期借款主要由保证借款（占59.95%）和信用借款（占37.41%）构成。

截至2021年底，公司全部债务574.56亿元，较年初下降5.33%，短期债务占46.55%，长期债

务占53.45%，以长期债务为主，截至2021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67.35%、61.12%和45.66%，较年初分别下降4.14个百分点、4.79个百分点和4.93个百分点，公司债务杠杆指标有所下降。

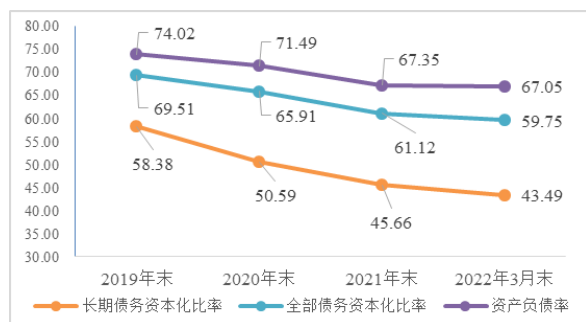
如将永续债调入长期债务，截至2021年底，公司全部债务增至599.70亿元。债务结构方面，短期债务267.47亿元（占44.60%），长期债务332.23亿元（占55.40%）。从债务指标看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.60%、63.80%和49.40%，较调整前分别上升2.25个百分点、2.67个百分点和3.74个百分点，公司债务负担仍较重。

图5 公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图6 公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司负债总额755.70亿元，较上年底增长0.24%，负债总额变化不大，负债结构变化不大。截至2022年3月底，公司全部债务551.11亿元，较上年底下降4.08%，短期债务占48.15%，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67.05%、59.75%和43.49%，较上年底分别下降0.30个百分点、1.38个百分点和2.18个百分点。

4. 盈利能力

2021年，公司盈利规模和盈利能力均提升明显，受汇率、资产处置、存货跌价损失、固定资产减值损失及政府补助等因素影响，非经常性损益对公司利润影响仍较大。

2021年，公司实现营业总收入680.36亿元，同比增长25.92%，主要系材料科学板块产品销售价格和产销量上升所致，营业利润率为22.54%，同比提高5.11个百分点，公司利润总额53.04亿元，同比增长149.24%，公司2021年整体盈利规模大幅提升。

2021年，公司费用总额为99.03亿元，同比增长36.56%，主要系财务费用和研发费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为25.46%、36.36%、17.19%和20.99%。公司财务费用大幅增长，主要系2020年公司汇兑收益较高所致。2021年，公司利息支出实际处于下降趋势。

表 18 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入	558.67	540.32	680.36	179.26
费用总额	108.76	72.51	99.03	22.87
其中：销售费用	39.27	21.32	25.21	6.46
管理费用	35.49	34.32	36.01	7.86
研发费用	13.15	13.54	17.02	3.86
财务费用	20.84	3.34	20.79	4.69
投资收益	0.82	1.16	-6.33	0.04
资产减值损失	-17.10	-1.03	-8.80	0.01
公允价值变动收益	11.08	-7.81	9.71	0.81
其他收益	4.44	6.85	6.81	1.33
营业外收入	4.05	1.80	1.00	0.15
营业外支出	1.49	1.10	2.29	0.13
利润总额	-4.54	21.28	53.04	28.98
营业利润率	17.13	17.43	22.54	27.84
总资本收益率	1.86	3.80	5.52	--
净资产收益率	-3.50	3.53	8.65	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

非经常性损益方面，2021年，公司资产减值损失主要为存货跌价损失和固定资产减值损失，公司公允价值变动损益中包括公司子公司 Bluestar Finance Holdings Limited 为对冲其所发行美元债券的汇率风险而开展的汇率掉期交易产生的相关公允价值变动损益。2021年，公司投资收益为-6.33亿元，主要为公司当年处置子公司 REC 太阳能发生投资损失8.06亿元；其他收益主要为政府补助，营业外收入主要为政府补助和赔偿收入等。

从盈利指标看，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率均上升明显。与同行业公司相比，公司盈利能力指标处于一般水平。

表 19 2021 年公司与同行业盈利指标对比（单位：%）

指标名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中国昊华化工集团股份有限公司	24.69	5.68	10.41
鲁西化工集团股份有限公司	30.42	20.24	25.56
中国化工农化有限公司	33.13	3.20	3.49
公司	23.09	6.46	8.65

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

2021年，公司经营获现规模增加，投资活动现金流出因收并购支出的减少而大幅下降，公司经营活动现金净流入可以覆盖投资活动净流出，筹资活动处于净流出状态。

2021年，公司经营活动产生的现金流量净额为100.17亿元，同比上升57.59%，主要是由于公司经营活动现金收入质量较高，销售商品、提供劳务收到的现金较上年增加148.93亿元，远高于购买商品、接受劳务支付的现金较上年增加的119.75亿元，导致经营活动将现金流入增加57.59%。投资活动净流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，支出较2020年大幅下降，主要系2020年公司完成对 FRamelco 集团和广东聚合科技有限公司的收购，投资活动现金净流出规模大所致。2021年，公司筹资活动仍处于净流出状态。

表 20 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	621.88	568.09	715.41	168.30
经营活动现金流出小计	576.62	504.36	615.24	152.35
经营活动现金流量净额	45.26	63.73	100.17	15.95
投资活动现金流入小计	26.87	16.21	21.47	4.45
投资活动现金流出小计	65.10	131.34	72.71	14.91
投资活动现金流量净额	-38.22	-115.13	-51.25	-10.46
筹资活动前现金流量净额	7.04	-51.40	48.92	5.49
筹资活动现金流入小计	497.51	482.14	456.50	100.63
筹资活动现金流出小计	497.23	488.19	470.31	124.42
筹资活动现金流量净额	0.28	-6.06	-13.80	-23.79
现金收入比	109.28	103.25	103.84	92.81

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

6. 偿债指标

2021年，公司长短期偿债能力指标表现仍很好，公司融资渠道畅通，存在一定或有事项，但对公司整体流动性影响较小。

截至 2021 年底，公司长短期偿债能力指标表现均较上年有所优化，现金类资产对短期债务的保障程度较高，2021 年，公司 EBITDA 为 115.89 亿元，同比增长 32.37%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 32.44%）、摊销（占 5.19%）、计入财务费用的利息支出（占 16.61%）、

利润总额（占 45.77%）构成。EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司偿债能力指标表现很好。

表 21 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	152.46	119.63	140.26
	经营现金流动负债比（%）	12.87	14.99	24.46
	现金短期债务比（倍）	0.76	0.46	0.65
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	62.24	87.54	115.89
	全部债务/EBITDA（倍）	9.88	6.93	4.96
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.41	3.66	6.01
	全部债务/经营现金	13.58	9.52	5.74

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司获得银行授信额度为552.66亿元，尚未使用的授信额度为369.12亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司拥有3家上市公司，具有直接融资渠道。

截至 2022 年 3 月底，公司无对外担保事项。

重大未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司存在两件未决诉讼案：（1）基于上海环境工程股份有限公司与公司、上海溶剂厂、中蓝建设工程有限责任公司、上海蓝星聚甲醛有限公司等因合资合作开发房地产事宜发生纠纷，各方于2013年2月5日签署《和解协议》。2021年3月，上海环境工程股份有限公司以公司、上海溶剂厂、中蓝建设工程有限责任公司、上海蓝星聚甲醛有限公司延迟/未履行《和解协议》项下的部分房产交付/过户义务为由，向上海市第一中级人民法院提起诉讼，要求公司、上海溶剂厂、中蓝建设工程有限责任公司、上海蓝星聚甲醛有限公司向其支付合计154516951.30元（违约金及加倍债务利息暂计至2021年3月2日）款项。2022年6月，公司收到上海市第一中级人民法院作出的（2021）沪01民初68号《民事判决书》，判决驳回上海环境工程股份有限公司的全部诉讼请求。（2）2003年挪威埃肯公司及其子公司在巴西进行项目投资时，与当地税务机关就投资税收优惠事项存在分歧，当地税务机关于2006年对挪威埃肯公司提起诉讼，诉讼结果为挪威埃肯公

司败诉。挪威埃肯公司在行政法庭阶段败诉后已向高级法院提起上诉，根据公司的书面确认，挪威埃肯公司现已收到判决结果，挪威埃肯公司预计最终应支付税款为折合人民币6740.69万元。截至2021年底，扣除外币报表折算后，剩余税款为折合人民币2566.18万元，并已经确认为预计负债并计提减值。

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，利润以投资收益为主，债务负担较重。

截至2021年底，母公司资产总额527.42亿元，主要由其他应收款200.51亿元、长期应收款130.37亿元和长期股权投资170.60亿元构成，货币资金14.03亿元，母公司货币资金较少。

截至2021年底，母公司负债总额338.22亿元，较年初增长7.57%。其中，流动负债152.31亿元（占比45.03%），非流动负债185.91亿元（占比54.97%）。母公司2021年资产负债率为64.13%，母公司债务负担较重。

2021年，母公司营业总收入为0.40亿元，利润总额为-13.20亿元。同期，母公司投资收益为12.87亿元。公司母公司层面收入很低，收益主要来源于投资收益，但鉴于母公司承担着管理职能并承担着部分债务的融资成本，并且公司近年来对内部资产进行相应的整合处置，对公司本部的利润产生一定影响。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为-1.51亿元，投资活动现金流净额-3.19亿元，筹资活动现金流净额14.33亿元。

十一、外部支持

两化联合重组事项有利于优化资源配置，形成集团内部的协同效应，公司最终控股股东变更为中国中化，在管理和资金方面得到中国中化的重视和支持，在化工新材料和特种化学品领域具有战略地位，享有中化集团财务有限责任公司提供的相关财务支持服务。

公司作为中国化工集团的核心子公司之一，近年来，相关业务发展得到了中国化工集团的

重视与支持，享有众多政府政策、资金和管理上的支持。2011年，中国化工以其持有的公司全部股权为其下属企业并购借款提供质押担保。截至本报告出具日，该笔借款已结清，所设质押担保已履行完成解押手续。

随着两化联合重组事项的完成，公司最终控股股东已变更为中国中化，中国中化作为国务院国资委 100%直接持股的大型国有企业，具有显著的规模优势，综合实力强。两化联合重组事项有利于优化资源配置，形成集团内部的协同效应。

两化重组完成后，公司作为中国中化的全资二级子公司，在管理和资金方面得到中国中化的重视和支持，中国中化对于公司的发展理念和发展战略进行了明确定位，在化工新材料和特种化学品领域具有战略地位，并将加强业务板块的产业链延伸整合，退出部分不具备竞争力的业务。此外，两化重组过程中对两化财务公司整合为一家中化集团财务有限责任公司（以下简称“中国中化财务公司”），公司享有中国中化财务公司提供的相关财务支持服务，中国中化财务公司对公司除传统的授信额度外还提供较大额度的多币种授信，公司可利用中国中化的跨境资金通道，进行境内外资金融通。

十二、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对公司存续债券待偿本金峰值覆盖程度较高。

截至2022年6月底，公司存续债券如下表，余额合计218.06亿元（不含19亿美元债），其中，2023年内到期（含行权）的应付债券余额113.00亿元，达到存续债券待偿本金峰值。截至2021年底，公司现金类资产为173.97亿元，为公司存续债券待偿本金峰值（113.00亿元）的1.54倍；2021

年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为715.41亿元、100.17亿元、115.89亿元，分别为存续债券待偿本金峰值（113.00亿元）的6.33倍、0.89倍和1.03倍。

表22 截至2022年6月底公司存续债券到期金额
(单位：亿元)

年份	到期债券金额（亿元）
2022 年	70.00
2023 年	113.00
2024 年	35.06
合计	218.06

资料来源：Wind

截至 2021 年底，公司长期债务余额共 332.23 亿元（含人民币永续债），2021 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 715.41 亿元、100.17 亿元、115.89 亿元，分别为公司长期债务（含永续债）的 2.15 倍、0.30 倍和 0.35 倍。

表 23 公司永续债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务*（亿元）	332.23
经营现金流入/长期债务（倍）	2.15
经营现金/长期债务（倍）	0.30
EBITDA/长期债务（倍）	0.35

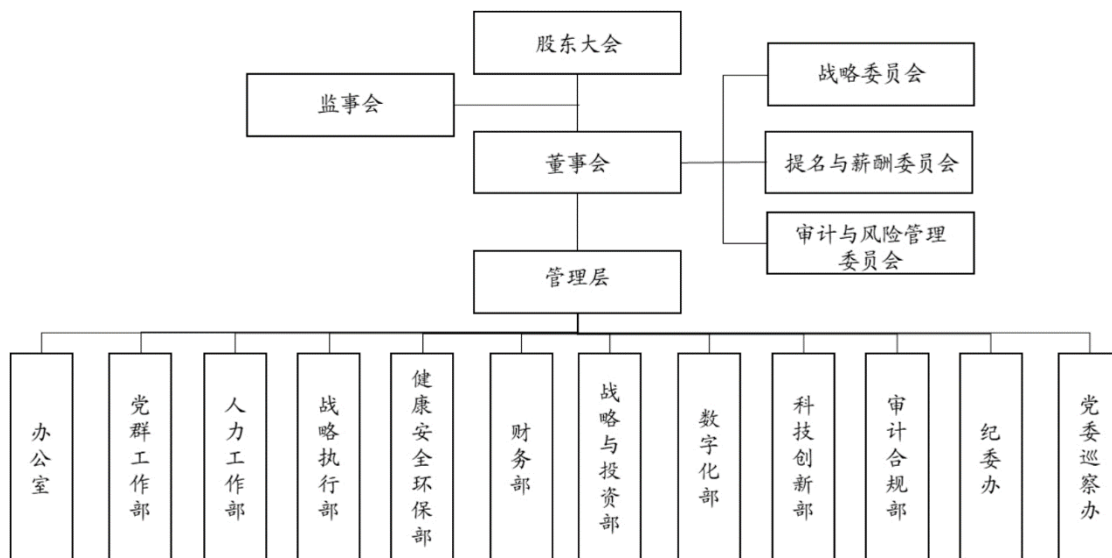
注：1.上表中的长期债务为将人民币永续债计入后的金额；2.经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十三、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，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。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司纳入合并范围的主要子公司

子公司名称	主要经营地	业务性质	公司直接和间接持股比例
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	85.82%
Elkem ASA	挪威	硅材料生产、销售	53.45%
中国化工集团（香港）投资有限公司	香港	投资控股公司	100.00%
沈阳化工集团有限公司	辽宁省	石油化工产品	100.00%
沈阳化工股份有限公司	辽宁省	化工产品、化工设备	46.03%
南通星辰合成材料有限公司	江苏省	化工产品销售	100.00%
中蓝晨光化工研究设计院有限公司	四川省	化工新材料研制与生产	100.00%
广州合成材料研究院有限公司	广东省	化工技术开发及交易	100.00%
中国蓝星沈阳石化有限公司	辽宁省	化工业	60.00%
北京蓝星清洗有限公司	北京市	制造工业清洗剂	100.00%
兰州蓝星清洗有限公司	甘肃省	制造工业清洗剂	100.00%
蓝星（杭州）膜工业有限公司	浙江省	水处理装备、膜元件制造	100.00%
蓝星（北京）技术中心有限公司	北京市	技术推广服务	100.00%
中国蓝星哈尔滨石化有限公司	黑龙江省	化工产品生产及销售	100.00%
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%
蓝星（北京）化工机械有限公司	北京市	化工装备制造及销售	100.00%
杭州水处理技术研究开发中心有限公司	浙江省	膜及水处理技术研究开发	100.00%
中蓝国际化工有限公司	北京市	化工产品贸易	100.00%
中蓝连海设计研究院有限公司	江苏省	化工业	100.00%
无锡蓝星石油化工有限责任公司	江苏省	石油化工业	100.00%
哈尔滨蓝星化工有限公司	黑龙江省	化工产品销售	100.00%
蓝星保险经纪有限公司	甘肃省	保险业	100.00%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	180.10	130.06	173.97	151.92
资产总额（亿元）	1037.67	1100.90	1119.36	1127.02
所有者权益（亿元）	269.63	313.87	365.43	371.32
短期债务（亿元）	236.49	285.47	267.47	265.37
长期债务（亿元）	378.16	321.41	307.09	285.74
全部债务（亿元）	614.65	606.88	574.56	551.11
营业收入（亿元）	558.67	540.32	680.36	179.26
利润总额（亿元）	-4.54	21.28	53.04	28.98
EBITDA（亿元）	62.24	87.54	115.89	--
经营性净现金流（亿元）	45.26	63.73	100.17	15.95
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.42	7.29	7.87	--
存货周转次数（次）	5.01	4.94	5.36	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.51	0.61	--
现金收入比（%）	109.28	103.25	103.84	92.81
营业利润率（%）	17.13	17.43	22.54	27.84
总资本收益率（%）	1.86	3.80	5.41	--
净资产收益率（%）	-3.50	3.53	8.65	--
长期债务资本化比率（%）	58.38	50.59	45.66	43.49
全部债务资本化比率（%）	69.51	65.91	61.12	59.75
资产负债率（%）	74.02	71.49	67.35	67.05
流动比率（%）	152.46	119.63	140.26	133.54
速动比率（%）	126.60	98.89	114.16	107.32
经营现金流动负债比（%）	12.87	14.99	24.46	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.46	0.65	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	2.41	3.66	6.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.88	6.93	4.96	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 公司合并口径已将其其他应付款中应付关联方借款、其他流动负债中的超短期融资券、长期应付款中的应付抵押借款、应付融资租赁款和其他非流动负债中的衍生金融负债相应调整至长短期债务中，2022 年 3 月底，长期应付款中的应付抵押借款、应付融资租赁款和其他非流动负债中的衍生金融负债数据按照 2021 年底数据计算调整

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.42	3.59	14.32	8.21
资产总额（亿元）	469.17	514.59	527.42	537.22
所有者权益（亿元）	192.14	200.16	189.20	187.88
短期债务（亿元）	125.59	131.54	136.32	164.19
长期债务（亿元）	134.15	162.76	184.12	162.21
全部债务（亿元）	259.74	294.31	320.44	326.40
营业总收入（亿元）	0.42	0.45	0.40	0.06
利润总额（亿元）	-4.29	21.22	-13.20	-1.32
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-0.74	-0.90	-1.51	-0.36
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.95	*	2.89	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	109.78	89.05	110.20	112.35
营业利润率（%）	82.87	75.50	69.60	97.04
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-2.24	9.78	-6.38	--
长期债务资本化比率（%）	41.11	44.85	49.32	46.33
全部债务资本化比率（%）	57.48	59.52	62.88	63.47
资产负债率（%）	59.05	61.10	64.13	65.03
流动比率（%）	140.69	137.96	141.10	124.62
速动比率（%）	140.69	137.96	141.10	124.62
经营现金流动负债比（%）	-0.52	-0.59	-0.99	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.03	0.11	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成的，数据单位除特别说明外均为人民币；2. “/”表示有数据，但未获取到，“--”表示相关指标无意义，*代表数据过大或过小；3. 公司母公司口径已将其他流动负债中的超短期融资券调整至短期债务中

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持