

信用评级公告

联合〔2021〕8738号

联合资信评估股份有限公司通过对中国蓝星（集团）股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定中国蓝星（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月十三日

中国蓝星（集团）股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2021 年 9 月 13 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

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	盈利能力	3
			现金流量	1
			资产质量	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 石梦遥

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

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”）的评级反映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具有突出优势；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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强。

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，整体抗风险能力极强。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。

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。**公司境外业务规模较大，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%和 47.71%。
4. **公司应收款项规模较大，对资金形成一定占用。**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	--
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；4. “--”代表该指标无使用意义

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

主体评级历史：

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
AAA	稳定	2021/07/26	任贵永 毛文娟 石梦遥	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)	阅读全文
AAA	稳定	2019/05/31	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、本次信用评级结果的有效期限自 2021 年 9 月 13 日至 2022 年 9 月 12 日有效；根据跟踪评级的结论，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

主体长期信用评级报告

一、主体概况

中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“中国蓝星”或“公司”）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（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”），隶属关系变更为化学工业部直属企业，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”）。

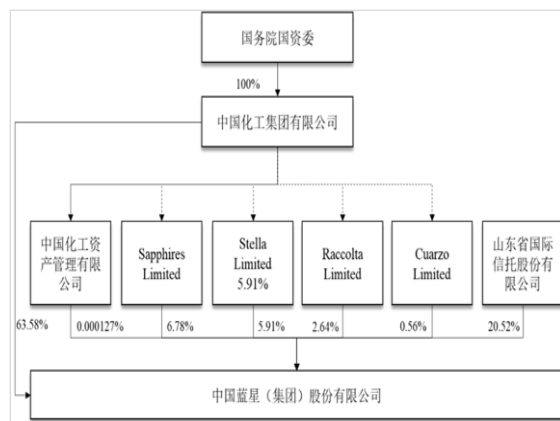
2004年5月12日，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）签发《关于重组设立中国化工集团公司的公告》，批准在蓝星集团和中国昊华化工（集团）总公司（以下简称“中国昊华”）重组基础上组建中国化工集团公司，蓝星集团作为其全资子公司。

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2021年6月底，中国化工直接持有公司63.58%的股份，山东省国际信托股份有限公司持有公司20.52%的股份，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》，中国化工间接接受美国黑石集团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2021年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务包括材料科学、生命科学和环境科学三大板块，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和离子膜电解槽等。

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；经理层工作机构设置办公室、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、商务部及安全环保部11个职能部门（见附件1-1）。

公司合并范围内有三家上市子公司，分别为蓝星安迪苏股份有限公司（以下简称“安迪苏”，股票代码“600299.SH”）、沈阳化工股份有限公司（以下简称“沈阳化工”，股票代码“000698.SZ”）及Elkem ASA（以下简称“埃肯公司”，挪威奥斯陆证券交易所上市）。公司以其持有的安迪苏6.80亿股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2021年3月底，公司可交换债累计换股数量为0.87亿股，剩余质押股数为5.93亿股。

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。

二、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，新冠肺炎疫情的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。中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，推动经济逐季复苏，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年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策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。

经济持续稳定修复。2021年上半年，中国国内生产总值53.22万亿元，不变价累计同比增长12.70%，两年平均增长5.31%，较一季度加快0.31个百分点，低于2019年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.29%和6.12%，均已经高于疫情前2019年上半年的水平（2019年上半年分别为3.10%和5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为4.89%，远未达到2019年上半年7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于2019年水平，是掣肘GDP增速的主要因素。2021年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现21.19万亿元，同比增长23.00%，两年平均增长4.39%（2019年上半年为8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成25.59万亿元，同比增长12.60%，6月份环比增长0.35%；两年平均增长4.40%，比一季度加快1.50个百分点，低于疫情前2019年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021年上半年，中国货物

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同

贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

表 1 2018 - 2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；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，其余指标增速均为名义增长率；4. 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

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是

上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，

上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元,同比增长 4.50%,支出进度仅为全年预算的 48.65%,支出进度较慢。上半年,全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元,同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元,同比增长 22.40%,土地出让金收入增速明显放缓;全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元,同比下降 7.80%,主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善,居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响,各月调查失业率相对较高;二季度劳动力市场继续回暖,企业用工需求增加,城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%,低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%,低于 5.50%左右的政府预期目标。上半年,城镇居民人均可支配收入 24125 元,同比名义增长 11.4%,扣除价格因素,实际增长 10.7%,维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变,外部环境更趋复杂严峻,国内经济恢复仍然不稳固、不均衡,未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性,保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能,兜牢基层“三保”底线,合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度,推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性,保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复,工业生产、出口表现强势,局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性,但未来随着疫苗接种范围的扩大,疫情对经济的影响或将逐步减弱,前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力,经济有望继

续稳健增长,经济增长重心回归内需,但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看,未来随着疫情防控的常态化,服务业及居民消费支出将继续修复,芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转,消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中,受调控政策影响,下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势;受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,基建投资未来扩张空间有限,预计基建投资保持低速增长;在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下,制造业投资增速有望进一步加快,成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下,下半年出口承压,同比增速或将放缓。

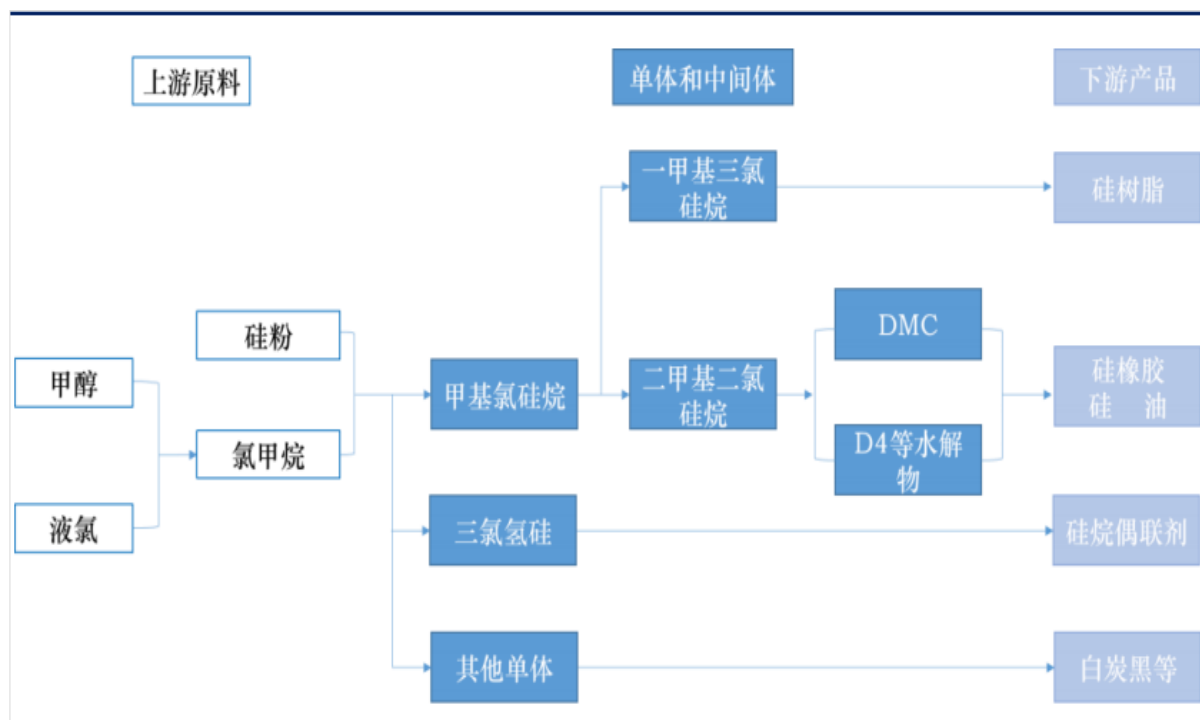
三、行业分析

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,并于下半年达到近年高位。

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

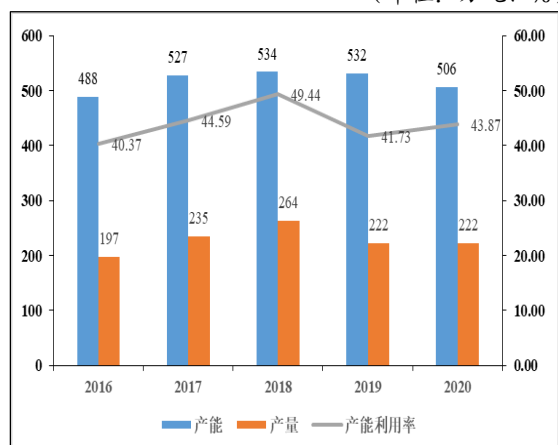


资料来源：公开资料

截至 2020 年底，中国工业硅规模位居全球第一。根据公开资料，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、%)



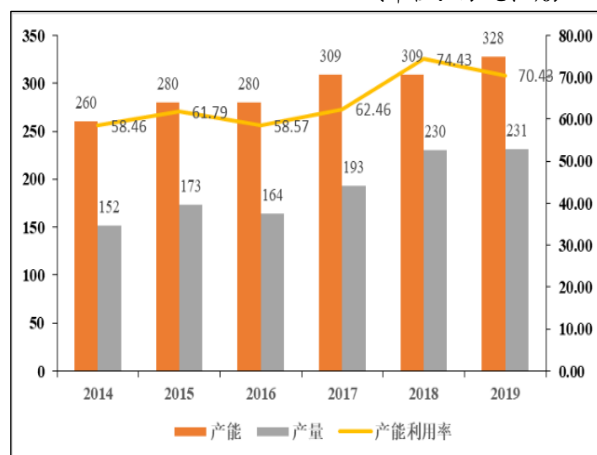
资料来源：公开资料，联合资信整理

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

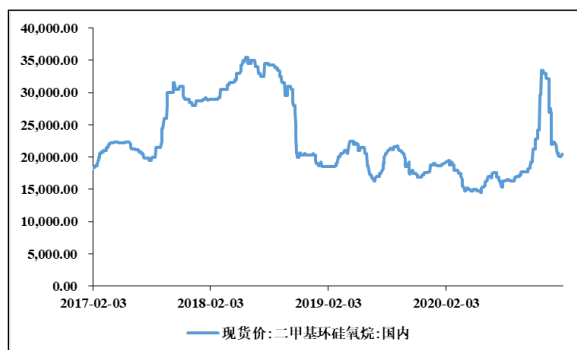
(单位：万吨、%)



资料来源：公开资料，联合资信整理

价格方面，2018 年，有机硅价格达到顶部，2019 年全线下跌，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，联合资信整理

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

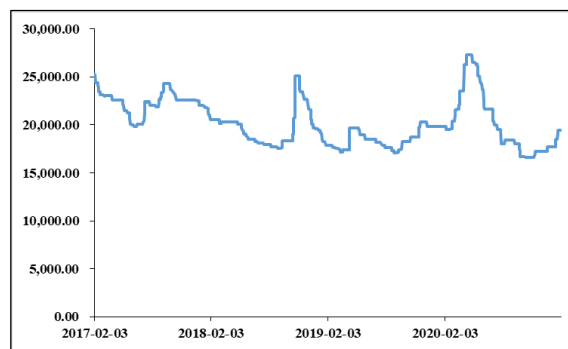
蛋氨酸生产具备很高的技术壁垒，主要生产企业占据明显的行业领先地位；随着蛋氨酸需求稳步上升，行业龙头企业或将迎来发展机遇。

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”）、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，蛋氨酸主要用于禽类、奶牛和水产品的饲料添加剂。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。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。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 2021 年 1 月底攀升至 1.94 万元/吨。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 6 月底，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行业前列，合并范围内有3家子公司为上市公司。

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。

公司合并范围内有三家上市公司：沈阳化工（股票代码“000698.SZ”）于1997年2月20日在深圳证券交易所上市；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；安迪苏（股票代码“600299.SH”）于2000年4月20日在上海交易所上市。

3. 人员素质

公司高级管理人员具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。公司员工整体文化素质较高，能满足公司发展的需要。

截至2021年3月底，公司拥有董事7人²、监事3人，总经理1人。

郝志刚先生，1978年5月生，博士学历。郝志刚先生历任蓝星集团规划办工程师，山西合成橡胶集团有限责任公司外籍高管行政助理，中国化工办公室秘书处主任科员，中国化工办公室（党委办公室）秘书副主任助理，公司办公室（党办）办公室主任、董事会秘书、党委副书记。郝志刚先生现任公司董事长、党委书记，

安迪苏董事长，埃肯公司董事长，凯诺斯控股有限公司（以下简称“凯诺斯”）董事长等职务。

Olivier de Clermont Tonnerre先生，硕士学历，法国籍；历任罗纳-普兰克精细化学品事业部的战略和管理控制；罗纳-普兰克董事会董事，罗纳-普兰克特殊工业品事业部常务主管；罗纳-普兰克表面活性剂和特殊化学品部常务主管；罗纳-普兰克食品部常务主管；罗纳-普兰克有机硅部门常务主管；罗地亚董事会董事，兼任罗地亚有机硅、二氧化硅、稀土业务总裁；现任公司董事、有机硅业务总裁，负责自有有机硅业务，兼任并购罗地亚有机硅业务的整体运行高级战略顾问，埃肯公司董事等。

截至2021年3月底，公司共有员工17873人。从学历构成来看，公司博士及以上学历员工占1.01%，硕士学历员工占5.46%，本科学历员工占53.37%，专科学历员工占39.96%。

4. 技术及研发水平

公司注重技术创新以及科技成果转化，技术和装备水平在同行业中处于前列。

截至2020年底，公司拥有3131件专利，其中发明专利2576件，主导制（修）订9项国际标准、182项国家标准和67项行业标准，参与制定4项国际标准。

公司拥有3000余名研究和工程技术人员，在全球致力于400余项科研项目开发。公司拥有45家研发和技术服务机构，分布于中国、法国、澳大利亚、英国、美国、巴西、挪威和新加坡等10个国家和地区。公司获得国家级资质14个，省部级资质25个，承担并完成了中国、法国及挪威等国多项重要科研项目，开发出一批具有自主知识产权的高科技产品和专有技术，获得790多项科技奖。在材料科学领域，公司利用其在有机硅上下游、工程塑料、特种纤维、特种化学品技术方面积累的经验和技能，为市场开发更加先进适用和环境友好的有机硅、聚苯醚、聚醚、PBT、PVC糊树脂、芳纶、环氧树脂、碳纤维、双酚A等产品。在生命科学领

² 公司董事黄翊、郝雷辞职，且暂未补选新的董事，导致现任董事人数与《公司章程》规定董事人数不一致，但并未导致公司董事会人数低于法定最低人数或者《公司章程》所定人数的三分之二，亦不会影响公司的正常经营决策

域，公司利用其在液、固体蛋氨酸，酶制剂、维生素技术方面积累的先进经验、技术和设备，为市场提供健康的动物营养解决方案，同时致力于将产品和服务扩展至人类应用领域，如食品、药品和化妆品等。在环境科学领域，公司利用其在海水淡化、水处理工程、膜科学、工业清洗方面积累的先进经验、技术和设备，从绿色、环保、节能及低碳经济着手，开发高效低能环境技术解决方案。在基础化工领域，公司利用其长期积累的丰富经验和科技成果，在精益制造和成本优化的基础上，正在运用先进技术改进传统产业。

5. 外部环境及股东支持

公司作为中国化工的控股子公司，在管理和资金支持上均能够享有政策上的扶持和便利，外部环境对公司经营发展构成有力支撑。

公司控股股东为中国化工，中国化工为国务院国资委 100%持股的大型国有企业，综合实力强。

作为中国化工的核心子公司，公司享有众多政府政策、资金和管理上的支持。在海外并购过程中，公司享有低息贷款、税收优惠和政府补贴等资金支持，使其能够在控制投资和并购成本的基础上迅速成长并保持竞争力。例如，国家开发银行和中国进出口银行为公司收购安迪苏、Rhodia Silicones 和埃肯公司提供了低息贷款。公司及部分下属子公司享受了企业所得税优惠和消费税减免等税收优惠政策。2018—2020 年，公司及子公司境内外合计获得政府补贴 3.81 亿元、4.87 亿元和 7.12 亿元。

同时，国家鼓励优势化工企业通过兼并重组等方式优化产业结构的政策，有利于资源向国有企业集中，公司将受益于这一产业整合的机会。

公司在国内多个地区的项目开发促进了当地经济发展，获得当地政府的支持，有利于在当地持续性发展。公司多次受邀开展国家示范项目和国家研发项目。

6. 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：9111000010000181794），截至 2021 年 8 月 24 日，公司本部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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照现代企业制度要求和《公司法》的规定，建立了规范的法人治理结构。

根据《公司章程》，股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司经营方针和投资计划、审议批准董事会的报告及审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成（公司现有董事 7 名）。董事会设董事长 1 人。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。公司设总经理 1 名，由董事长提名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责。

2. 内部管理制度

公司内部管理制度较健全，管理风险较低。

财务管理制度方面，公司严格执行中国化工制定的《中国化工财务管理办法》，实现了对各级子公司财务事项进行规范管理。中国化工要求各单位应严格遵守财经纪律，认真执行中国化工制定的各项规章制度，接受中国化工对其日常财务活动的监督管理；认真贯彻落实《中国化工财务管理办法》以及公司会计核算办法和财务报告体系；要求各单位按要求

编制财务报告并按时上报，对各级单位的各项经营活动实行预算管理，并逐步实施预算控制；建立资产经营责任考核机制，统一制定考核指标体系，明确各级资产经营责任。

融资担保方面，公司制定了相应融资担保管理制度。为规范和加强融资担保管理，防范和控制担保风险，公司制定了《融资担保管理办法》，严禁对外担保。

关联交易方面，为加强对关联交易业务的内部控制，保证关联方的交易真实，定价合理，防范关联交易业务中定价显失公允、单边挂账、合并报表抵消不充分等差错和舞弊，降低财务风险，根据《会计法》《企业会计准则》《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》等国家法律法规相关规定，结合公司实际情况，公司制定《中国蓝星（集团）股份有限公司关联交易管理制度(试行)》，对关联交易的职责分工、授权审批、关联方界定、关联交易定价与执行等方面做出明确规定。

安全环保方面，公司按照中国化工的要求，贯彻落实《清洁生产促进法》，实施严格管理，各所属企业均专门设立了安全环保处，对各自的环保工作实行统一管理，明确职责，并建立了环保工作目标责任制。在生产过程中实行定人定时进行监测，严防跑、冒、滴、漏现象的

发生，在点源控制的基础上实行综合治理。

子公司管理方面，为了规范下属子公司的运作，提高对下属子公司的控制能力，建立了相应的一系列有效控制机制，及时掌握和了解下属子公司生产、运营、财务等信息，加强风险防范和控制，确保下属子公司规范运作和健康发展。同时，公司要求下属子公司在管理、财务、经营、生产、安全、环保等方面严格执行中国化工制定的各项规章制度。

六、经营分析

1. 经营现状

2018—2020 年，公司营业收入持续下降，材料科学与生命科学板块是公司收入和利润的主要来源，毛利率有所波动；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、生命科学及环境科学三大板块，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、离子膜电解槽及光伏材料等。

表 2 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

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2018—2020 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 5.14%。材料科学和生命科学板块是公司收入和利润的主要来源。分板块来看，材料科学收入持续下降，年均复合下降 7.75%，主要系市场供需及中美贸易战影响所致；生命科学收入有所波动；环境科学收入持续下降，

年均复合下降 6.36%。

毛利率方面，2018—2020 年，公司综合毛利率有所波动。分板块来看，材料科学毛利率波动下降，2019 年，公司材料科学毛利率同比下降 8.10 个百分点，主要系市场供需及中美贸易战影响所致；生命科学毛利率高，且波动上

升；环境科学毛利率持续上升，提升幅度较大，2018 年毛利率为负，主要系太阳能业务市场低迷，光伏部分补贴减少以及光伏材料售价有所下降所致。

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

材料科学板块为公司核心业务，主要产品包括硅材料产品、工程塑料和功能性化学品。

(1) 硅材料产品

公司拥有全球最大的有机硅生产基地，产品规模优势明显；硅材料上下游产业链较为完备，有利于成本管控，销售范围遍及全球多个国家和地区。公司基本完成硅产业价值链条整合，后续将继续强化埃肯公司在细分业务领域的市场地位，提升整体经营效率。

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、微硅粉及硅树脂等。

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 70.00 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 50.00 万吨/年有机硅单体和 22.00 万吨/年有机硅下游产品

产能，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 3 截至 2021 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	50.00	20.00	70.00
工业硅	5.00	25.00	30.00
硅铁合金	--	32.00	32.00
碳素	--	33.00	33.00

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；在牙科应用领域位居第一；密封和粘接应用在汽车工业中位居前列。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。

2018—2020 年，公司硅材料业务板块收入及各类产品的销售价格整体呈下降趋势，主要系中美贸易战及市场需求下降所致。

表 4 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.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；2. 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

（2）工程塑料产品

公司工程塑料板块生产工艺先进，在市场上拥有领先地位。公司为国内工程塑料产品的主要供应商，多种细分产品在国内具备较强的规模及品牌优势。

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、通信及汽车等行业。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5 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
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

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
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；PBT 树脂产销率超 100% 是消化了部分库存所致
资料来源：公司提供

生产方面，2018—2020 年，公司环氧树脂、聚苯醚、改性塑料、PBT 树脂产量均整体呈增长趋势；苯酚丙酮产量波动下降，总体看，公司主要工程塑料产品产能利用率有待提升。

销售方面，2018—2020 年，公司工程塑料主要产品销售价格呈下降的趋势，主要系受行业周期及疫情影响，下游需求减少所致，产销率保持较高水平。

表 6 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

（3）功能性化学品

公司功能性化学产品种类丰富，拥有较高的市场地位，对硅产业链和工程塑料等先进材料板块起到战略支撑作用。

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，主要产品为烯烃及聚乙烯（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。

聚醚作为重要的聚氨酯产品之一，主要用于生产防水涂料、胶粘剂、汽车内饰件和坐垫等。沈阳化工聚醚产品在国内市场占有率在 8% 以上。PVC 糊树脂是公司重要的通用塑料产品之一，被广泛应用于人造革、浸渍手套、壁纸、粘合剂、钢板涂层等领域，公司拥有亚洲最大的 PVC 糊树脂生产装置，是亚洲最大和全球范围内技术领先的 PVC 糊树脂生产商之一。未来，汽车和手套等相关领域将是 PVC 糊树脂产品收入的主要增长点。丙烯酸酯在建筑和纺织行业中主要用作涂料、弹性体、粘合剂、增稠剂、两性表面活性剂、纤维、塑料、纺织品和油墨。

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糊树脂的年产能为25.00万吨，丙烯酸酯年产能达到13.00万吨，聚乙烯（国外）产能达到50.00万吨/年，聚乙烯（国内）产能达到10.00万吨/年。

产量方面，2018—2020年，公司聚醚、PVC糊树脂及聚乙烯（国外）产量基本保持稳定；2020年，聚乙烯（国内）产量同比大幅下降42.31%，主要系公司设备装置故障停产所致；2020年，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，2018—2020年，公司功能性化学板块主要产品产销率均保持较高水平，2020年，公司丙烯酸酯产销率大幅下降，主要系2020年丙烯酸酯产量中包含了部分外购量所致。销售价格方面，2018—2020年，聚醚销售价格有所波动，PVC糊树脂销售价格持续上升，其余

产品销售价格均呈下降趋势。毛利率方面，2018—2020年，聚醚毛利率保持稳定；PVC糊树脂毛利率持续提升，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；聚乙烯毛利率整体呈下降趋势，2020年，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；丙烯酸酯毛利率持续下降。

公司功能性化学品除对外销售外，主要用于自身硅产业链和工程塑料等先进材料的生产加工。公司功能性化学品销售区域覆盖超过27个省、市、自治区，享有较高的市场声誉，产品质量在国内同行业中居于领先地位，沈阳化工的主要客户包括中丝辽宁化工物流有限公司、东营市海科瑞林化工有限公司、上海首德石油化工有限公司等；沈阳化工的主要供应商包括中国联合石油有限责任公司、中国石油天然气股份有限公司管道沈阳结算站等。

表7 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

注：2020年及2021年1—3月丙烯酸酯产量包含了部分外购量，因此产销率偏低
资料来源：公司提供

表8 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

公司蛋氨酸生产规模大、品种齐全，市场份额较高；有望形成以蛋氨酸为主的功能性产品和特种产品双支柱发展格局。

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，设计产能为18万吨/年，该项目预计2022年9月完工；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合作关系，以便更好地服务于当地市场和客户。

表9 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，但该板块毛利率水平较低。

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 10 截至 2021 年 3 月底公司环境科学业务主要产品产能情况

主要产品	国内产能	国外产能	合计产能
太阳能硅片（MW）	--	990	990
电池（MW）	--	1000	1000
组件（MW）	--	1250	1250
离子膜电解槽（万吨/年）	300	--	300

资料来源：公司提供

（1）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，其主营业务包括反渗透膜、超滤膜、纳滤膜的生产和销售。此外，公司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排名国内第一。截至2021年3月底，公司已投产反渗透膜和超滤膜年产能分别为877.00万平方米和120.00万平方米。其中，公司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需求提升不明显，该业务收入增长趋势放缓。

（2）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。

（3）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、蓝星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。

（4）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。与国内其他三家全球领先企业（日本旭化成、日本氯工程和德国伍德公司）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

公司经营效率指标持续下降，整体资产经营效率较低。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数持续下降，分别为 9.06 次、8.41 次和 7.28 次；存货周转次数持续下降，分别为 5.40 次、5.01 次和 4.75 次；总资产周转次数持续下降，分别为 0.59 次、0.54 次和 0.51 次。

与同类企业相比，公司经营效率较低。

表 11 2020 年化工行业公司主要经营指标对比

(单位：次)			
项目	中国蓝星	鲁西化工集团股份有限公司	中化国际(控股)股份有限公司
销售债权周转次数	7.28	249.53	12.30

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45.21亿元，尚需投资32.26亿元；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 12 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	
			2021 年	2022 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	--	--
REC 公司 X-Peak 项目	9.59	9.59	--	--
30 万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目	14.43	8.72	5.71	--
南京安迪苏 18 万吨液体蛋氨酸项目	39.45	14.92	16.32	8.20
法国安迪苏比利牛斯山项目	2.96	0.94	2.02	--
合计	77.47	45.21	24.05	8.20

资料来源：公司提供

表 13 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	3.00	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

公司战略目标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，公司将进行战略性业务优化和重组，有序退出部分不具备竞争力的业务。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2018—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，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务报告未经审计。

公司 2019—2020 年度纳入合并范围的一级子公司较上年均无变化，公司财务数据的可比性强。截至 2020 年底，公司合并范围内子公司 21 家。

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

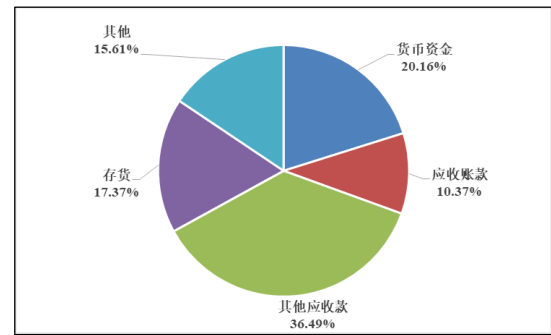
2018—2020年末，公司资产规模持续增长。公司流动资产中货币资金较为充裕，流动性较好；应收账款、其他应收款和长期应收款中关联方资金占用规模大。

2018—2020 年末，公司资产总额持续增长。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，公司资产负债中流动资产占 46.16%，非流动资产占 53.84%，资产结构较为均衡。

（1）流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产保持稳定。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：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降 18.45%。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%。

2018—2020 年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长 3.26%。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%）。

2018—2020 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 3.93%。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 年以上账龄的为主（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。公司近年来积极开展结构调整，剥离出一些企业，相关款项结算尚在处理过程中。其他应收款主要为公司剥离企业形成的拆借资金，规模大，对公司的资金形成了一定的占用。

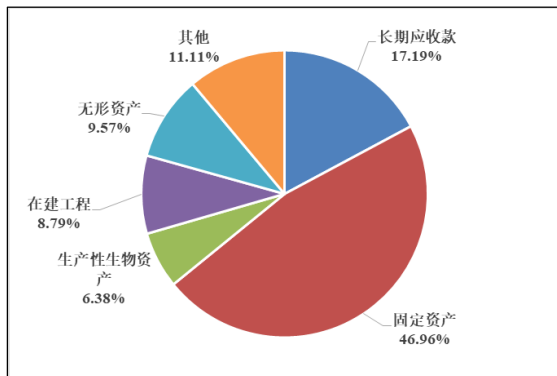
2018—2020 年末，公司存货持续下降，年均复合下降 2.30%。截至 2020 年底，公司存货账面价值为 88.22 亿元，较 2019 年底下降 2.87%。公司存货账面余额为 92.56 亿元，主要

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%。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末,公司非流动资产波动增长,年均复合增长 9.25%。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:公司财务报告,联合资信整理

2018—2020 年末,公司长期应收款持续增长,年均复合增长 40.33%。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%,主要为公司剥离一些企业时所形成的关联方借款,一般按照 3.85%~4.35%的协定利率计息。

2018—2020 年末,公司固定资产持续下降,年均复合下降 1.58%。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%,成新率一般。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%)。

2018—2020 年末,公司无形资产波动下降,年均复合下降 8.30%。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。

2018—2020 年末,公司在建工程波动增长,年均复合增长 25.62%。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%,资产受限占比较低。

表 14 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、公司下属海外子公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:公司财务报告,联合资信整理

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。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020 年末,公司所有者权益持续增长,少数股东权益占比高,权益结构稳定性较强。

2018—2020 年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长 10.25%。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。

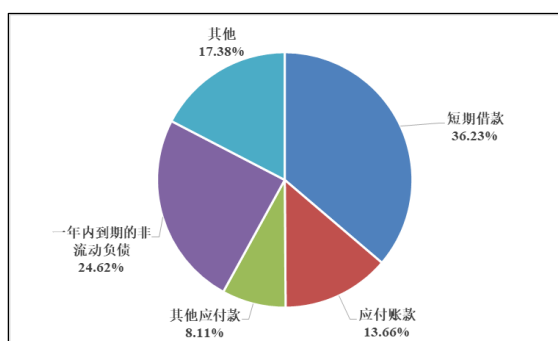
(2) 负债

2018—2020 年末，公司债务规模逐年下降，中国化工对公司融资提供有力支持，债务结构较为均衡，但整体债务负担较重。

2018—2020 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 1.43%。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。

2018—2020 年末，公司流动负债波动下降，年均复合下降 5.70%。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：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长 10.02%。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。

2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 2.22%。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%。

2018—2020 年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 1.66%。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。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 24.20%。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。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 12.32%。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。

2018—2020 年末，公司长期借款波动下降，年均复合下降 8.00%。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。

2018—2020 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 24.07%。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，2018—2020 年末，公司全部债务持续下降。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，公司短期债务 285.47 亿元，占 49.99%，长期债务 285.59 亿元，占 50.01%。

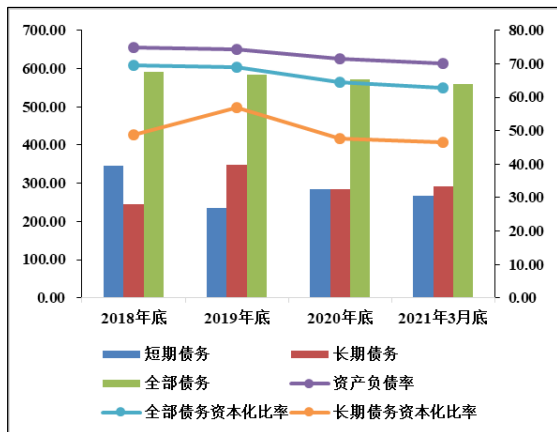
从债务指标来看，2018—2020 年末，公司资产负债率持续下降；截至 2020 年底为 71.55%；2018—2020 年末，公司全部债务资本化比率持续下降，截至 2020 年底为 64.60%；2018—2020 年末，公司长期债务资本化比率波动下降，截至 2020 年底为 47.71%。

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 80.49%、75.72%和 64.14%。

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%,主要系公司结算工程款所致。

图 10 公司债务情况(单位:亿元、%)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

4. 盈利能力

2018—2020 年,公司营业收入持续下降,虽然主营业务盈利能力尚可,但期间费用率较高,且非经常性损益对公司利润影响较大。

2018—2020 年,公司营业收入持续下降,分别为 600.13 亿元、557.99 亿元和 540.07 亿元;公司营业利润率波动下降,分别为 21.72%、17.09%和 20.59%。

2018—2020 年,公司期间费用持续下降,年均复合下降 9.70%。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 亿元,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。2018—2020 年,公司期间费用率分别为 18.33%、19.46%和 16.61%,期间费用控制能力一般。

非经常性损益方面,2018—2020 年,公司其他收益分别为 3.57 亿元、4.44 亿元和 6.85 亿元,分别为营业利润的 14.59%、-58.53%和 33.51%;公司公允价值变动损益分别为 8.47 亿元、10.72 亿元和 -7.81 亿元,分别为营业利润的 34.65%、-141.37%和 -38.21%;公司汇兑净收益分别为 -6.04 亿元、-2.34 亿元和 -13.14 亿元分别为营业利润的 43.24%、53.79%和 -53.67%。汇兑净损益、其他收益和公允价值变动损益对公司营业利润影响较大。

从盈利指标看,2018—2020 年,公司总资产收益率波动下降,分别为 4.79%、1.89%和 3.94%;净资产收益率波动下降,分别为 5.69%、-3.73%和 3.51%。

与行业同类公司对比,公司盈利能力较弱。

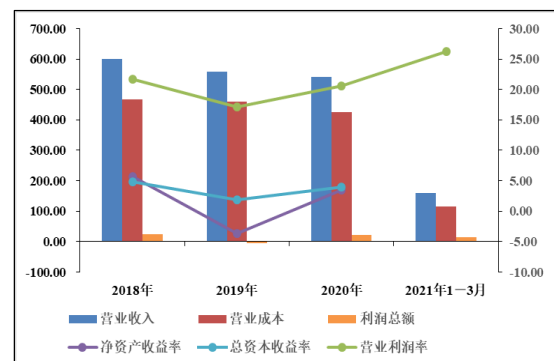
表 15 2020 年同业对比情况

主体名称	中国蓝星	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

注:为便于比较,表中指标统一使用 wind 上的口径
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,同比大幅增长 415.47%,主要系 2021 年一季度化工行业景气度提升,公司盈利水平提升。

图 11 公司盈利情况(单位:亿元、%)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

5. 现金流

2018—2020 年，公司收入实现质量好，经营活动现金流保持净流入；投资活动现金流出规模较大；公司在建工程规模小，整体对外筹资压力不大。

从经营活动来看，2018—2020 年，由于公司营业收入持续下降，公司经营活动现金流入量持续下降，年均复合下降 5.20%；公司经营活动现金流出量波动下降，年均复合下降 5.70%。受上述因素影响，2018—2020 年，公司经营活动现金流量净额持续为正，分别为 64.77 亿元、45.22 亿元和 63.57 亿元。2018—2020 年，公司收入实现质量好，现金收入比均超过 100%。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入持续下降，年均复合下降 38.52%；投资活动现金流出波动增长，2020 年，公司投资活动现金流出同比增长 101.76%，主要系公司收购 FRAMelco 集团及广东聚合科技股份有限公司所致。综上，2018—2020 年，公司投资活动现金流保持净流出，规模较大。

2018—2019 年，公司筹资活动前现金净流量为正，2020 年，公司筹资活动前现金流净流出 51.56 亿元。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入和现金流出均持续下降且下降幅度较大，筹资活动现金流量整体保持平衡。

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。

表 16 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：公司财务报告，联合资信整理

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现较好，考虑公司主要经营领域形成的竞争力，以及控股股东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，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，2018—2020 年末，公司流动比率波动上升，2020 年底为 119.42%；速动比率波动上升，2020 年底为 98.67%；现金短期债务比波动下降，2020 年底为 0.41 倍。2018—2020 年，公司经营现金流动负债比分别为 13.55%、12.88% 和 14.95%，三年加权平均值为 14.05%，波动增长。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比分别为 128.20%、106.03% 和 0.46 倍。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，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 91.55 亿元、61.87 亿元和 87.41 亿元，波动下降。2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.52 倍、2.39 倍和 3.65 倍，波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度较好；全部债务/EBITDA 分别为 6.45 倍、9.46 倍和 6.53 倍，波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较好。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现较好。

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. 母公司财务分析

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，偿债能力极强。

2018—2020 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 7.40%。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。

2018—2020 年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长 9.90%。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。

2018—2020 年末，母公司负债总额持续增长，年均复合增长 5.85%。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。

2018—2020 年，母公司营业收入分别为 0.30 亿元、0.42 亿元和 0.45 亿元，投资收益分别为 -8.73 亿元、8.30 亿元和 31.88 亿元，利润总额分别为 -14.01 亿元、-4.35 亿元和 24.46 亿元。公司利润对投资收益的依赖程度很高。

2018—2020 年，母公司经营现金净流量分别为 -0.92 亿元、-0.74 亿元和 -1.20 亿元；投资活动现金净流量分别为 98.15 亿元、6.30 亿元

和 -32.54 亿元；筹资活动现金净流量分别为 -94.36 亿元、8.56 亿元和 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别为 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 0.03 倍。整体看，母公司短期偿债能力指标表现较弱。

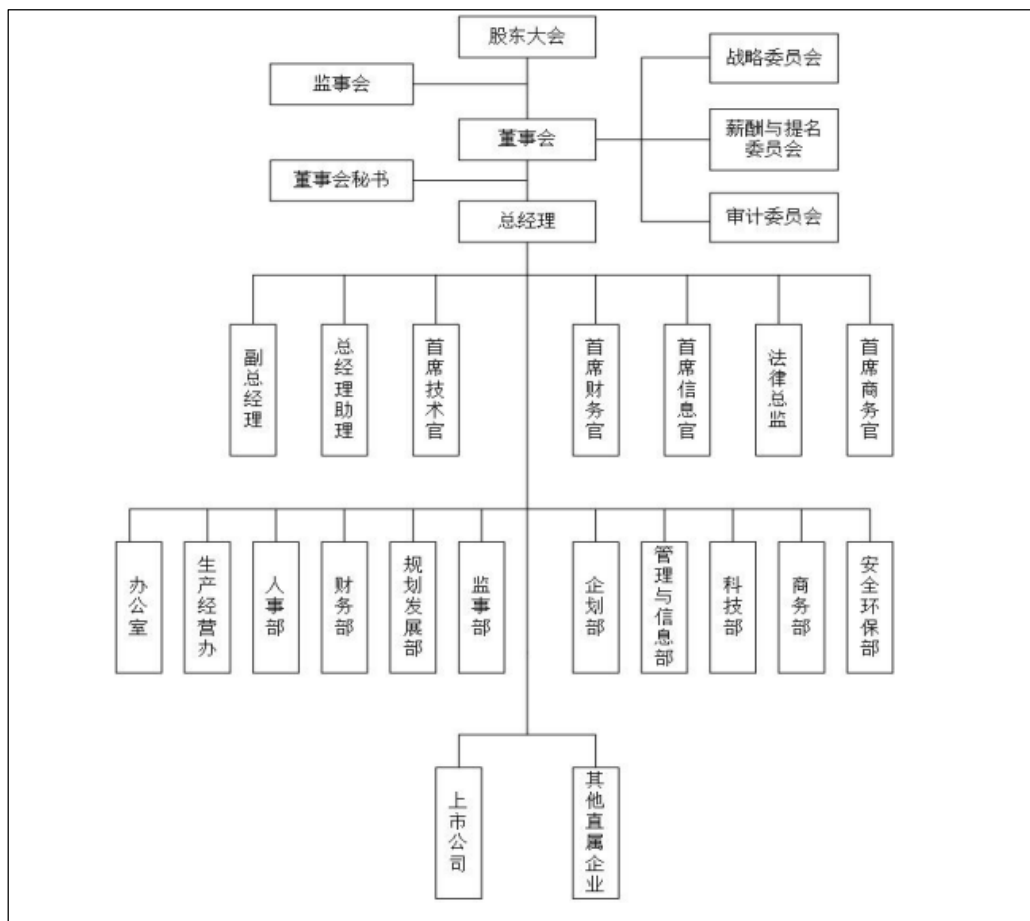
八、结论

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具有突出优势；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。

公司作为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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强。

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	8.41	7.28	--
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；4.销售债权周转次数中包括了应收款项融资；5.“--”代表该指标计算无意义

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（母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	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；4. “--”代表指标计算无意义，“*”代表计算结果为无穷大或无穷小，“/”公司未提供相关数据无法计算
 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 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

联合资信评估股份有限公司关于 中国蓝星（集团）股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在中国蓝星（集团）股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国蓝星（集团）股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。中国蓝星（集团）股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，中国蓝星（集团）股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国蓝星（集团）股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中国蓝星（集团）股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国蓝星（集团）股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国蓝星（集团）股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。