

中国蓝星（集团）股份有限公司

2025 年度第三期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕6324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拟发行的中国蓝星（集团）股份有限公司2025年度第三期中期票据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，中国蓝星（集团）股份有限公司2025年度第三期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月八日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

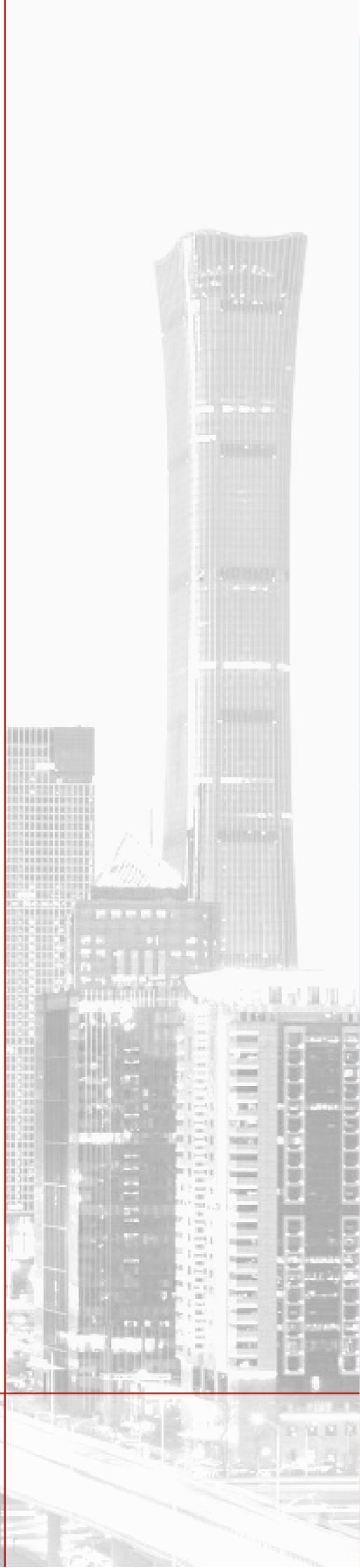
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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

2025 年度第三期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	本次评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/08

债项概况 中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行中国蓝星（集团）股份有限公司 2025 年度第三期中期票据，基础发行规模 0 亿元，发行金额上限 15 亿元；发行期限为 3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；募集资金拟用于补充流动资金、偿还有息负债等符合要求的用途。本期债券无担保。本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

评级观点 公司为中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）下属的大型化工企业，在细分领域业务规模、研发实力以及产业链等方面仍保持突出优势。公司业务和资产实现全球化布局，产品种类丰富。其中，有机硅和蛋氨酸业务规模位居国际前列，同时部分细分产品在国内保持一定的竞争优势。2022—2024 年，受硅材料业务相关产品价格下降影响，公司营业总收入及综合毛利率呈下降态势，但 2024 年受益于蛋氨酸市场需求逐步恢复，公司蛋氨酸产销量同比大幅增长带动公司综合毛利率回升。公司整体经营风险非常低。财务方面，2024 年，在公司最终控股股东中国中化的资金统筹安排下，公司与中国化工集团有限公司（以下简称“化工集团”）通过债务重组方式收回关联方债权，关联方资金占用规模显著下降，同时，公司债务规模大幅压缩，但考虑到公司永续债规模较大，公司债务负担重。2022—2024 年，公司主营业务盈利规模及经营活动现金净流入呈下降态势，但 2024 年以来，公司主营业务盈利能力回升，同时处置部分资产形成大额投资收益，利润总额扭亏为盈，同时，公司经营获现规模同比向好，对债务的保障程度有所增强。公司整体财务风险很低。本期债券的发行对公司现有债务结构影响很小。考虑到公司极强的持续经营能力，公司经营活动现金流量和 EBITDA 可以对本期债券发行后长期债务形成有力保障。综合公司经营和财务风险表现，并考虑公司融资渠道畅通和股东支持力度大等因素，公司实际偿债能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望 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，有序退出非核心业务，发挥国际国内协同效应。公司主要在建及拟建项目大多围绕公司经营战略而展开，但需关注相关产品市场消纳及盈利情况。随着相关战略规划的实施，公司综合竞争力有望进一步提升，同时可获得持续股东支持。综合来看，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司主营产品盈利能力持续弱化；公司债务负担显著上升，偿债能力大幅下降；公司发展定位调整，股东支持意愿明显下降；公司丧失主要子公司控制权或其他导致信用水平显著下降的因素等。

优势

- **公司股东实力极强，对公司支持力度大。**公司最终控股股东为中国中化，公司在中国中化的生命科学和材料科学领域居重要地位，在管理和资金方面可得到中国中化的重视和支持，公司融资渠道畅通。2024 年，在公司最终控股股东中国中化的资金统筹安排下，公司与控股股东化工集团通过债务重组方式收回关联方债权，关联方资金占用规模显著下降，公司有息债务规模亦显著下降。
- **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国际前列。截至 2024 年底，公司拥有 44 家研发和技术服务机构，并开发出一批具有自主知识产权的高科技产品和专有技术。

- **公司生命科学板块盈利能力强，2024 年其收入及利润同比大幅增加。**2024 年，受益于蛋氨酸市场需求逐步恢复，公司蛋氨酸产销量同比大幅增长带动公司生命科学业务收入同比增长 17.82%至 155.34 亿元，毛利率同比提高 8.83 个百分点至 30.21%，进而带动公司综合毛利率同比提高 4.10 个百分点。

关注

- **公司经营业绩受外部因素影响较大。**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。此外，公司境外资产和业务规模较大，会面临一定海外运营和汇率波动风险。
- **公司债务规模大，债务负担重。**截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 72.92%、65.53%，如将永续债调入债务计算，公司资产负债率、全部债务资本化比率较调整前分别上升 8.91 个百分点、11.34 个百分点。
- **本期债项为可续期债券，本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。**本期债项期限为 3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 化工企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	4
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

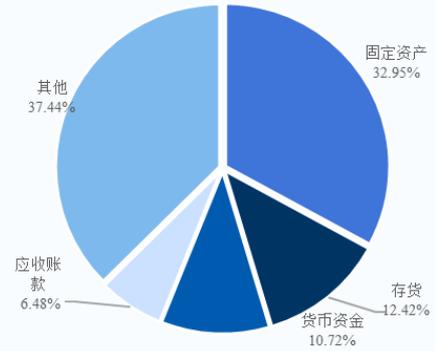
项目	合并口径			
	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	148.24	117.67	104.84	96.49
资产总额（亿元）	1096.99	1028.07	795.06	798.03
所有者权益（亿元）	297.75	260.63	215.32	221.29
短期债务（亿元）	291.44	238.49	198.80	243.63
长期债务（亿元）	309.02	342.86	210.56	168.26
全部债务（亿元）	600.46	581.35	409.36	411.89
营业总收入（亿元）	689.48	569.00	547.79	133.35
利润总额（亿元）	58.53	-14.82	1.12	5.50
EBITDA（亿元）	115.69	45.35	62.93	--
经营性净现金流（亿元）	95.64	44.88	50.77	9.78
营业利润率（%）	22.74	11.74	15.87	16.46
净资产收益率（%）	13.17	-9.58	0.49	--
资产负债率（%）	72.86	74.65	72.92	72.27
全部债务资本化比率（%）	66.85	69.05	65.53	65.05
流动比率（%）	124.73	128.38	101.07	89.29
经营现金流动负债比（%）	21.36	11.82	15.38	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.49	0.53	0.40
EBITDA利息倍数（倍）	6.37	2.08	3.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.19	12.82	6.51	--

项目	公司本部口径			
	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	521.92	534.19	408.20	414.03
所有者权益（亿元）	116.75	199.90	194.70	196.49
全部债务（亿元）	391.42	326.09	195.80	199.81
营业总收入（亿元）	0.25	0.36	0.36	0.08
利润总额（亿元）	3.87	12.39	0.14	1.79
资产负债率（%）	77.63	62.58	52.30	52.54
全部债务资本化比率（%）	77.02	62.00	50.14	50.42
流动比率（%）	97.36	187.87	108.18	85.49
经营现金流动负债比（%）	-0.18	-0.23	-1.40	--

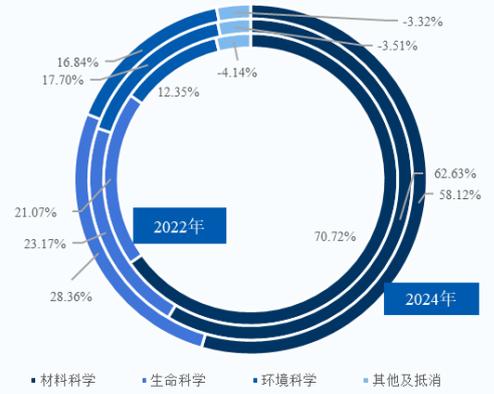
注：1. 公司2025年一季度财务报表未经审计；2. 合并口径已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务相应调整至短期债务和长期债务，2025年一季度因无明细科目，债务调整采用2024年底数据；公司本部已将其其他流动负债和长期应付款中的有息债务相应调整至短期债务和长期债务，长期应付款因无明细未调整；3. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成的；数据单位除特别说明外均为人民币；4. "--"表示数据不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024年底公司资产构成



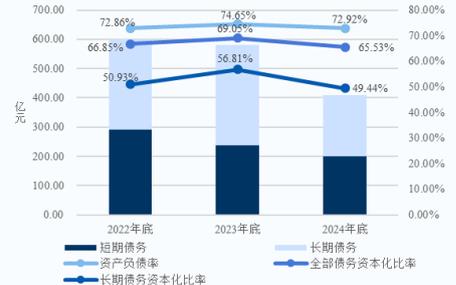
2022年—2024年公司主营业务收入构成



2022—2024年公司现金流情况



2022—2024年底公司债务情况



主体评级历史

主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/06/27	樊 思 牛文婧	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：樊 思 fansi@lhratings.com

项目组成员：牛文婧 niuwj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“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，中华人民共和国商务部签发《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》，同意公司改制为股份有限公司，并同意境外投资者 Sapphires Limited 等对公司进行增资扩股。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“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。2022年12月29日，中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）下发《关于同意划转中国蓝星（集团）股份有限公司相关股份的批复》，同意 Sapphires Limited、Stella Limited、Cuarzo Limited、Raccolta Limited 分别以1港元名义对价，将合计持有的公司15.8951%股份划转至中化香港（集团）有限公司（以下简称“中化香港”）。截至2024年底，公司注册资本及实收资本为153.66亿元。其中，化工集团直接持有公司63.5804%的股份，通过中蓝石化有限公司持有公司20.5244%的股份，通过中国化工资产管理有限公司持有公司0.0001%的股份；中化香港（集团）有限公司持有公司15.8951%的股份。因此，中国中化合计间接持有公司100.00%的股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司主营业务聚焦于材料科学和生命科学等领域，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至2024年底，公司控股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”，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）及子公司 Elkem ASA（以下简称“埃肯公司”，股票代码：ELK.OL），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85.77%、46.03%和53.35%。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。

截至2024年底，公司根据经营管理需要设立了多个职能部门（详见附件1-2）。

截至2024年底，公司合并资产总额795.06亿元，所有者权益215.32亿元（含少数股东权益110.50亿元）；2024年，公司实现营业总收入547.79亿元，利润总额1.12亿元。截至2025年3月底，公司合并资产总额798.03亿元，所有者权益221.29亿元（含少数股东权益110.03亿元）；2025年1—3月，公司实现营业总收入133.35亿元，利润总额5.50亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区北土城西路9号；法定代表人：李波。

二、本期债券概况

公司拟发行“中国蓝星（集团）股份有限公司2025年度第三期中期票据”（以下简称“本期债券”），本期债券基础发行规模0亿元，发行金额上限为15亿元，期限为3+N（3）年期（于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期）。募集资金用于补充流动资金、偿还有息负债等符合要求的用途。本期债券无担保。本期债券的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

特殊发行条款方面，本期债券附赎回选择权，每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债项。本期债项第3个计息年度末为首个票面利率重置日，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率；如公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始，每3年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BP，在之后的3个计息年度内保持不变。

三、宏观经济和政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构

性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

四、行业分析

2024年化工行业下游需求未有明显改善，叠加能源价格仍处于高位波动状态，化工各主要子行业固定资产投资增长放缓，化工产品价格下行，行业综合景气指数低位波动。化工行业各细分领域收入和利润走势出现分化，从SW化工行业财务表现来看，化工行业整体仍呈现增收不增利，行业债务负担虽有所加重，但资产负债率仍较低。具体来看，石油化工方面，2024年，原油价格中枢同比下降，有利于炼化企业利润修复。未来，中国炼化项目新增产能有限，但成品油需求增速或将放缓，“降油增化”“调整产业结构”仍是炼化行业主旋律。完整版行业分析详见[《2025年化工行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司产业链完整，业务多元，产品丰富，部分产品产能排名前列，规模优势显著。同时，公司技术研发实力强，部分业务具有较高的进入壁垒，有利于公司竞争优势的保持。2024年，公司有机硅单体产能规模进一步扩大。

公司重点领域布局在材料科学和生命科学板块，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。

材料科学业务，公司拥有完整的硅产业链，是中国规模最大、世界排名第三的有机硅生产商，也是全球第三大聚苯醚生产商，并拥有亚洲规模最大的PVC糊树脂生产装置、中国单套规模最大的双酚A生产装置、中国最大和品种最多的环氧树脂生产装置。截至2024年底，公司拥有有机硅单体产能90.00万吨/年，较上年底增长20.00万吨/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，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。

生命科学业务，公司旗下的安迪苏是全球第二大蛋氨酸供应商，也是全球为数不多可以同时生产液体和固体蛋氨酸的生产商之一，同时蛋氨酸产品技术含量高，行业进入技术壁垒较高，使得安迪苏蛋氨酸产品保持较高市场份额，全球市场占有率约27%。此外，安迪苏也是维生素市场的重要参与者，向客户提供全系列维生素产品，包括A、B、D3、E、H等一系列产品，在饲料用维生素A市场占有率约20%的产能。

技术研发方面，公司在研发新产品和提升竞争力上投入了较多资源，在主要业务领域始终保持技术领先的地位。截至2024年底，公司拥有44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、新加坡、印度等多个国家和地区；公司获得国家级资质14个、省部级资质24个，承担并完成了中国、法国、挪威等国多项重要科研项目，开发出一批具有自主知识产权的高科技产品和专有技术，获得900多项科技奖。公司部分业务所处领域具有较高的进入壁垒，包括资本成本、专利技术、专业生产设备、环保及安全限制等，有效阻止了潜在竞争者进入市场，有利于公司进一步扩大生产规模、巩固行业地位。

2 人员素质

公司管理人员拥有丰富的从业经历和管理经验。

截至2025年6月底，公司董事和高级管理人员共计10人，均具有丰富的从业经历和管理经验。

李波先生，1975年3月生，硕士研究生，大连理工大学化学工程系化学工程专业毕业。李波先生历任中国中化集团有限公司总裁办公室秘书部职员；北京市石油化工产品开发供应有限公司总经理助理、总经理、党总支书记；中化泉州石化有限公司总经理助理、副总经理、党委委员，兼任中化辽宁有限公司总经理、党委书记；中化石化销售有限公司总经理、党总支书记；中化能源股份有限公司总经理助理、职工监事，兼任中化石化销售有限公司总经理、党委书记，兼任中化能源科技有限公司总经理、临时党支

部书记；中国中化控股有限责任公司党组秘书、办公室（党组办公室、董事会办公室）主任；中国中化控股有限责任公司董事会秘书、党组秘书，办公室（党组办公室、董事会办公室）主任；现任公司董事长、党委书记、总经理，埃肯公司董事长。

3 信用记录

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2025 年 4 月 9 日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录；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，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录。截至查询日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国中存在不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司按照相关法律法规和规范性文件的规定建立了规范的法人治理结构。

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《中国共产党章程》和其他有关法律法规和规范性文件的规定，制定了《公司章程》。根据《公司章程》，股东会是公司的权力机构，依法行使决定公司的发展战略和规划、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，对股东会负责。董事会由 5 至 7 名董事组成（公司现有董事 7 人）。董事会设董事长 1 人。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。根据公司 2025 年 7 月 2 日发布的公告显示，公司已取消监事会。

2 管理水平

公司根据中国中化相关管理制度并结合公司业务特点制定了公司相应的内部管理制度。

财务管理制度方面，公司按照中国中化制定的《中国中化财务管理规定》，对资金管理、会计管理、税务管理、风险管理、产权管理与服务、财务人员管理进行详细规定，此外公司还根据财务政策和制度，结合业务特点，制定相应财务政策和制度。

资金管理方面，公司按照中国中化制定的《中国中化资金管理办法》以及《中国蓝星（集团）股份有限公司资金管理办法》，进行资金预算管理、授信融资管理、账户管理、货币资金管理和汇率风险管理。公司在中国中化预算批复范围内开展融资工作；中国中化对授信融资业务实行分类授权受控管理，各单位应在融资过程中优先考虑使用中化集团财务有限责任公司（以下简称“中国中化财务公司”）贷款，以提高公司资金使用效率；中国中化对各级企业货币资金实行集中管理，各账户应按照日常业务需求设置限额，账户限额由中国中化财务公司审批；中国中化对汇率风险实施集中管理，各级企业从事汇率衍生品操作前须获取中国中化董事会的资质批复及预算额度。此外，为落实《中国中化资金管理办法》，公司执行中国中化制定的《货币资金集中管理机制》，公司外部账户应按照日常业务需求设置限额，账户限额由中国中化财务公司审批，并逐日将超出限额的货币资金划入集中账户。

投资管理方面，公司制定了投资管理办法，严格按照国家相关法律法规的要求进行投资运营活动。针对重点投资项目，公司专门制定了重点投资项目管理办法，详细规定了重点项目的领导机制、决策程序、监督制度、责任归属等问题，以保障重点投资项目的科学化和规范化管理。

融资担保管理方面，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，公司在严格执行《中国中化资金管理办法》的基础上，制定了《中国蓝星（集团）股份有限公司融资担保管理办法》，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，公司按照中国中化的要求，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部，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。公司相关管理部门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。

七、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，综合毛利率波动下降。

公司业务主要分为材料科学、生命科学、环境科学三大板块。2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，主要系材料科学板块收入持续下降所致。具体来看，材料科学收入及毛利率均呈下降态势，主要系硅材料业务相关产品受市场行情影响价格下降所致；生命科学板块收入及毛利率均波动增长，主要系受蛋氨酸市场行情影响，其产销量及价格波动所致；环境科学板块收入和毛利率均波动增长，其中 2024 年毛利率同比提高 1.38 个百分点，主要系下属子公司的贸易业务规模同比下降所致。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入 133.35 亿元，同比变动不大，综合毛利率较 2024 年同期提高 2.32 个百分点。

图表 1·公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
材料科学	487.59	70.72	23.70	356.38	62.63	9.29	318.39	58.12	10.61	76.67	57.49	10.20
生命科学	145.29	21.07	27.51	131.84	23.17	21.38	155.34	28.36	30.21	42.99	32.24	29.63
环境科学	85.12	12.35	7.93	100.74	17.70	7.76	92.24	16.84	9.14	15.18	11.39	12.32
其他及抵消	-28.52	-4.14	--	-19.96	-3.51	--	-18.18	-3.32	-1.28	-1.50	-1.13	--
合计	689.48	100.00	23.62	569.00	100.00	12.22	547.79	100.00	16.32	133.35	100.00	16.89

资料来源：公司提供

2 材料科学

公司拥有上下游一体化的完整硅产业链，且有机硅产能规模优势明显。2022—2024 年，受产品价格下降影响，硅材料业务收入及毛利润呈下降态势。

公司材料科学板块主要细分为硅材料、工程塑料及功能性化学品三大部分。其中，硅材料为公司材料科学板块的核心业务，公司硅材料业务经营主体主要为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“江西蓝星”）等，主要产品包括有机硅、硅产品以及碳素等。工程塑料业务主要由南通星辰合成材料有限公司负责运营，产品主要包括环氧树脂、PBT、改性 PBT、双酚 A、苯酚、丙酮以及聚苯醚（PPE）等；功能性化学品业务经营主体主要为沈阳化工，产品主要包括聚醚多元醇和 PVC 糊树脂等。

生产方面，公司拥有上下游一体化的完整硅产业链，埃肯公司在境外拥有 4 个金属硅工厂和 3 个硅石矿，公司在法国、挪威、冰岛、巴西和中国共建有 11 个生产基地，在高温电解技术、电弧炉技术、电极系统、能量回收技术等多个方面具有自主知识产权，具有技术优势。截至 2024 年底，公司有机硅单体产能 90.00 万吨/年，较上年增加 20 万吨/年，主要系江西蓝星的年产 20 万吨有机硅单体及配套项目于 2024 年 5 月投产所致。截至 2024 年底，公司工业硅产能总计 30 万吨/年，主要产品是金属硅和微硅粉；硅铁合金产能 32 万吨/年。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。

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；在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，公司通常采用直销模式，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。

碳素方面，2022—2024 年，碳素收入及毛利润呈下降态势，主要受碳素销售价格下降所致。有机硅方面，2022 年受上游原材料金属硅价格推涨，有机硅产品价格创历史新高；但 2023 年国内新增有机硅产能大幅释放，叠加房地产、出口景气度下降，产品需求低迷，有机硅销售价格大幅回落导致毛利亏损。2024 年，虽然有机硅产品价格同比下降，但受益于公司新增产能逐步释放带动公司有机硅产品销量增加，同时，其主要原材料采购价格较去年同期有所下降使得单位生产成本同比下降，有机硅产品毛利润由上年同期的亏损扭转为盈利。硅产品方面，2022 年受俄乌战争影响，欧洲能源价格大幅飙涨，使得全球金属硅及硅铁合金价格创历史新高，但公司硅产品工厂位于主要使用水电的挪威，且提前采取金融工具平抑了主要能源电力价格的剧烈波动，因此 2022 年

硅产品业务毛利较高，2023 年欧洲能源危机影响消退，硅产品毛利回归正常。2024 年，由于下游需求减弱导致硅和硅铁的价格下跌，以及销售量降低，进而导致其营业收入及毛利润同比下降。

图表 2 • 公司硅材料业务主要产品经营情况

产品	项目	2022 年	2023 年	2024 年
碳素	营业收入（亿元）	26.41	28.36	24.25
	主要产品（碳素）销售均价（元/吨）	8746.38	10163.12	8850.82
	毛利润（亿元）	8.21	8.65	7.52
	毛利率（%）	31.09	30.50	30.99
有机硅	营业收入（亿元）	135.79	96.58	100.29
	主要产品销售均价（元/吨）	34463.84	29091.43	25849.17
	毛利润（亿元）	14.23	-4.07	3.46
	毛利率（%）	10.48	-4.21	3.45
硅产品	营业收入（亿元）	172.18	123.74	103.05
	主要产品（销售均价（元/吨）	35138.22	26783.93	24420.11
	毛利润（亿元）	71.98	22.22	19.03
	毛利率（%）	41.81	17.95	18.47

注：1.上述数据不包括各产品间抵消部分；2.上表中毛利润和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
 资料来源：公司提供

3 生命科学

2022—2024 年，公司生命科学板块收入及毛利润均波动增长，整体收入规模大，盈利能力强。

公司生命科学板块主要由子公司安迪苏负责运营，主要产品分为两类：功能性产品（蛋氨酸、维生素、硫酸铵及硫酸钠和硫产品）、特种产品（益生菌类产品、有机硒产品、酶制剂、适口性产品粉、未加工服务等）。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，目前拥有两大生产平台（分别位于欧洲和中国南京），并计划在泉州新建年产能 15 万吨的固体蛋氨酸工厂，该工厂预计于 2027 年投产。

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。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 9 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。

2023 年，全球畜牧业需求低迷，家禽家畜行业性亏损，导致蛋氨酸价格承压下行，安迪苏功能性产品收入和毛利率均同比下降。2024 年，虽然蛋氨酸业务的部分原材料上涨，但得益于公司蛋氨酸工厂极高的生产稳定性以及迅速及时的供应链管理，公司液体蛋氨酸和固体蛋氨酸产销量均同比大幅增长，带动蛋氨酸产品业务的营业收入及毛利率均同比实现增长。

图表 3 • 公司生命科学产品经营情况

产品	项目	2024 年	2023 年	2024 年
功能性产品	销售收入（亿元）	103.37	88.07	116.21
	毛利润（亿元）	23.94	10.68	30.23
	毛利率（%）	23.16	12.13	26.02
特种产品	销售收入（亿元）	33.22	35.94	39.13
	毛利润（亿元）	15.59	15.31	16.70
	毛利率（%）	46.93	42.59	42.67
其他产品	销售收入（亿元）	8.70	7.83	--
	毛利润（亿元）	0.44	2.19	--
	毛利率（%）	5.08	28.00	--

注：2023 年，公司功能性产品包括蛋氨酸、维生素、硫酸铵及硫酸钠；特种产品包括酶制剂、反刍动物产品、有机硒产品；其他产品包括二硫化碳、硫酸、粉末加工服务等。自 2024 年起，为更好地管理业务，安迪苏决定将其他产品与功能性产品和特种产品开展重分类。功能性产品将包含蛋氨酸、维生素、硫酸铵、硫酸钠和硫产品。特种产品包括提升消化性能类、提升动物健康水平类、提升饲料品质类、提升产品质量和价值类产品及 Nor-Feed、Innovia（粉末制剂加工服务）和斐康®蛋白系列等
 资料来源：公司提供

4 经营效率

公司经营效率指标表现一般。

从经营效率指标看，2022—2024年，公司销售债权周转次数分别为7.59次、7.08次和7.67次，波动增长；存货周转次数分别为4.75次、4.62次和4.64次，总资产周转次数分别为0.64次、0.54次和0.60次，均波动下降。与同行业其他企业相比公司经营效率表现一般。

图4 2024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
唐山三友化工股份有限公司	11.69	69.05	0.83
鲁西化工集团股份有限公司	15.21	741.09	0.83
中国蓝星（集团）股份有限公司	4.28	10.97	0.60

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

5 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。公司目前在建工程大多围绕公司经营战略而展开。部分项目投融资主体为公司旗下上市公司，生命科学板块的主要经营主体安迪苏计划发行股票募集资金用于在建项目建设和补充流动资金，若能顺利实施公司将很大程度保障该项目资金落实。公司其他投资项目规模较小。

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，对公司业务进行战略性优化和重组，有序退出非核心业务。价值链战略方面，公司立足于价值链中端，向全价值链管理综合服务商延伸。地域战略方面，公司继续优化资源配置，发挥国际国内协同效应，打造海内外双循环发展；继续整合优化海外业务，丰富在高端领域的业务条线。

截至2024年底，公司主要在建项目计划总投资额65.49亿元，已完成投资14.92亿元。公司在建项目和未来投资规划主要围绕公司主业展开。其中，硅材料板块涉及有机硅下游产品，主要为延伸产业链和丰富产品种类；生命科学板块项目主要为公司扩产蛋氨酸及特种产品产能。根据安迪苏2025年4月的公告显示，安迪苏计划发行A股股票募集资金总额不超过30亿元，其中15万吨/年固体蛋氨酸项目拟使用募集资金17.43亿元，年产3.7万吨特种产品饲料添加剂项目拟使用募集资金0.60亿元，安迪苏欧洲特种产品产能项目拟使用募集资金1.97亿元，丙烯酸废水处理及中水回用项目拟使用该募集资金1.97亿元，补充流动资金9.00亿元。

图5 截至2024年底公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	截至2024年底 累计完成投资额	未来投资计划		
			2025年	2026年	2027年
星火有机硅下游项目A	2.74	1.71	0.36	--	--
星火有机硅下游项目B	1.84	1.77	0.08	--	--
星火有机硅下游项目C	1.52	0.88	0.04	--	--
安迪苏年产3.7万吨特种产品饲料添加剂项目	3.05	1.15	0.40	0.35	--
南京安迪苏丙烯酸废水处理及中水回用项目	3.28	1.25	1.39	0.20	--
中化蓝星安迪苏（泉州）15万吨/年固体蛋氨酸项目	49.32	4.87	18.76	18.96	0.58
安迪苏欧洲特种产品产能项目	3.74	3.29	1.59	--	--
合计	65.49	14.92	22.62	19.51	0.58

注：江西蓝星星火有机硅有限公司新建年产20万吨有机硅单体及配套项目已于2024年5月投产，因此上述表格未统计
资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2022—2024年财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2025年一季度财务报表未经审计。合并范围方面，2023年，公司合并范围内收购2家子公司，减少4家子公司。2024年，公司因破产清算减少1家子公司，股权转让减少2家子公司。公司合并范围变化不大，且会计政策和会计估计无重大变化，财务数据可比性强。

1 资产质量

2022—2024 年末，公司通过债务重组收回关联方债权，资产规模有所下降。公司其他应收款及长期应收款主要为应收关联公司款项，且已计提大规模的坏账准备。

2022—2024 年末，公司资产规模持续下降，年均复合下降 14.87%，其中，公司货币资金持续下降，主要系公司经营获现规模减小以及偿债资金大规模支出所致；其他应收款及长期应收款持续下降，主要系在化工集团资金统筹安排下，公司通过债务重组方式¹收回关联方债权所致。截至 2024 年底，公司其他应收款余额 92.31 亿元（应收关联公司 47.72 亿元、代垫款项 31.44 亿元），已累计计提坏账准备 51.98 亿元，其中因原控股子公司沈阳石蜡化工有限公司（以下简称“石蜡化工”）进入破产程序（合并范围转出），公司对其代垫款项（30.87 亿元）已全额计提坏账准备。截至 2024 年底，公司长期应收款余额 47.92 亿元（含一年内到期的部分），主要由应收关联公司款项（36.32 亿元）构成，已累计计提坏账准备 35.98 亿元。2022—2024 年末，受主要产品和原材料价格下降影响，公司应收账款、应收款项融资及存货均呈下降态势，2024 年底，公司对存货计提跌价准备 2.96 亿元；公司固定资产、在建工程、无形资产及商誉整体变动幅度不大。截至 2024 年底，公司资产受限比例为 0.97%，受限资产主要为货币资金（5.03 亿元）和固定资产（2.62 亿元）。截至 2025 年 3 月底，公司资产规模及构成较上年底变化不大。

图表 6 • 公司主要资产情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	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	558.61	50.92	487.23	47.39	333.72	41.97	329.02	41.23
货币资金	119.96	21.47	94.34	19.36	85.20	25.53	78.06	23.73
应收账款	60.76	10.88	48.40	9.93	51.50	15.43	58.17	17.68
应收款项融资	23.73	4.25	20.53	4.21	18.09	5.42	15.82	4.81
其他应收款	199.67	35.74	188.27	38.64	45.78	13.72	35.83	10.89
存货	117.37	21.01	98.65	20.25	98.75	29.59	101.52	30.85
非流动资产	538.38	49.08	540.84	52.61	461.34	58.03	469.01	58.77
长期应收款	73.97	13.74	65.50	12.11	11.91	2.41	16.54	3.53
固定资产	255.93	47.54	259.99	48.07	261.97	56.78	259.63	55.36
在建工程	46.49	8.64	59.53	11.01	46.97	10.18	51.91	11.07
无形资产	51.41	9.55	53.10	9.82	47.54	10.30	45.65	9.73
商誉	31.19	5.79	33.40	6.18	31.94	6.92	33.12	7.06
资产总额	1096.99	100.00	1028.07	100.00	795.06	100.00	798.03	100.00

注：1. 流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；2. 其他应收款包括应收利息、应收股利和其他应收款，在建工程包括在建工程和工程物资。

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2 资本结构

2022—2024 年末，公司所有者权益有所减少，权益稳定性一般。公司融资渠道畅通，股东为公司融资提供支持，债务规模（含永续债）显著压降，但考虑到公司存续的永续债规模仍较大，公司债务负担重。

资本结构方面，2022—2024 年末，公司所有者权益持续下降，主要系其他综合收益和未分配利润亏损规模扩大，以及子公司分别于 2023 年及 2024 年赎回 8 亿美元及 4 亿美元永续债导致少数股东权益减少所致。截至 2024 年底，公司所有者权益 215.32 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.68%，少数股东权益占比为 51.32%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 71.36%、16.58%、-33.64%和-39.34%。权益结构稳定性有待增强。

2022—2024 年末，负债规模持续下降，主要系公司压降有息债务规模所致，负债构成以银行借款、债券和应付类款项为主。2023 年，公司应付债券规模（计入其他流动负债中的超短期融资券及一般短期融资券）大幅下降，同时加大长期借款、股东借款（计入长期应付款）和永续债（计入其他权益工具）的融资力度。2024 年，公司与化工集团及其他关联方债务人签订债权债务转让协议提前偿还应付关联方（化工集团）的债务导致长期应付款较上年底大幅下降，但公司及下属子公司新增对关联方 1 年内的资金拆借导致其他应付款较上年底大幅增长。

有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务持续下降，截至 2024 年底，公司全部债务 409.36 亿元，较上年底下降 29.58%。

¹ 主要分为两种形式：（1）公司以 62.71 亿元的现金对价向化工集团转让应收关联方债权（账面价值 56.33 亿元），其差额视为权益性投入计入资本公积；（2）公司将应收关联方的债权（账面价值 131.90 亿元）转让用于偿还对化工集团的债务（135.00 亿元），其差额视为权益性投入计入资本公积。

其中，短期债务占 48.56%，长期债务占 51.44%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2024 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 72.92%、65.53%和 49.44%，较上年底分别下降 1.73 个百分点、3.51 个百分点和 7.37 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 480.22 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 81.83%、76.87%和 66.08%，较调整前分别上升 8.91 个百分点、11.34 个百分点和 16.64 个百分点。公司债务负担重。

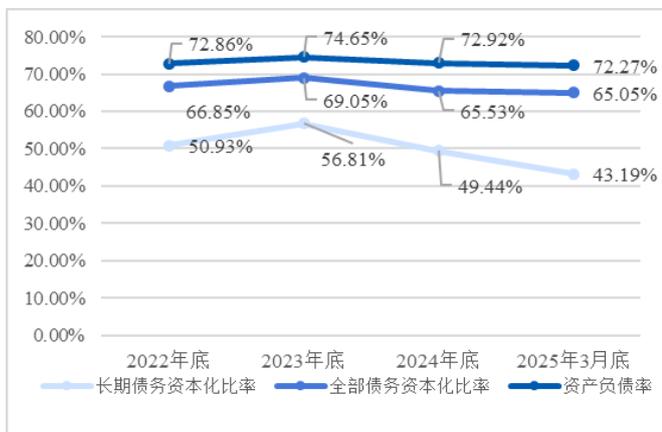
截至 2025 年 3 月底，公司负债及有息债务规模及构成较上年底变化不大。

图表 7 • 公司负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)						
流动负债	447.86	56.04	379.53	49.45	330.17	56.95	368.50	63.89
短期借款	78.64	17.56	75.47	19.88	43.97	13.32	63.69	17.28
应付账款	72.34	16.15	71.87	18.94	64.18	19.44	63.96	17.36
其他应付款	34.65	7.74	36.27	9.56	74.50	22.56	66.30	17.99
一年内到期的非流动负债	128.80	28.76	125.40	33.04	98.71	29.90	124.46	33.77
其他流动负债	67.10	14.98	21.34	5.62	0.91	0.28	1.15	0.31
非流动负债	351.38	43.96	387.91	50.55	249.57	43.05	208.24	36.11
长期借款	152.78	43.48	239.21	61.67	180.30	72.24	130.97	62.89
应付债券	142.01	40.42	59.13	15.24	22.36	8.96	29.17	14.01
长期应付款	0.92	0.26	30.41	7.84	0.40	0.16	0.47	0.22
负债总额	799.24	100.00	767.44	100.00	579.74	100.00	576.74	100.00

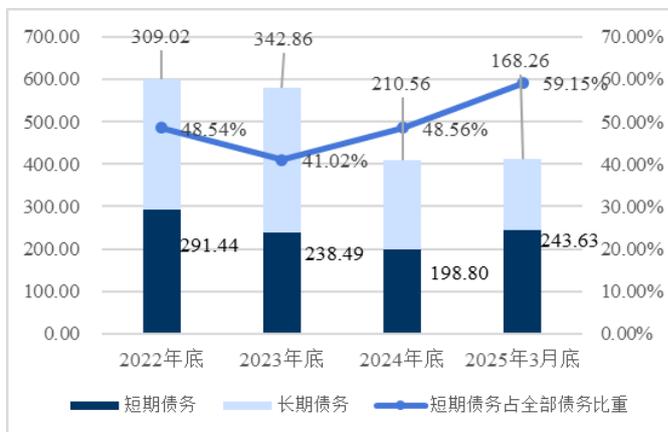
注：1.流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重；2.其他应付款含应付利息
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 8 • 公司债务指标表现



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司债务构成（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

受公司所属行业周期波动影响，2022—2024 年，公司营业总收入呈下降态势，利润空间收窄，同时期间费用支出多，非经常性损益对利润影响较大，2023 年利润总额出现亏损，2024 年，公司主营业务盈利能力有所回升。公司整体盈利稳定性有待加强。

2022—2024 年，由于主要产品和原材料价格下降，公司营业总收入和营业成本呈下降态势；期间费用波动增长，其中 2024 年同比增幅较大，主要系财务费用及管理费用增加所致。受汇兑收益减少、存款及应收款项的利息收入减少影响，2024 年公司财务费用同比显著增长 135.90%，同期，受职工薪酬费用及专业服务费用增加影响，公司管理费用同比增加。2024 年，公司期间费用率同比提高 3.73 个百分点至 17.92%，费用控制能力有待增强。非经常性损益方面，公司其他收益主要由政府补助构成。公司资产减值损失主要为存货跌价损失、固定资产减值损失和使用权资产减值损失，近年来，公司资产减值损失规模较大主要系子公司生产装置停产以及经营持续亏损所致。2024 年，公司处置经营不佳的子公司石蜡化工和海外子公司凯诺斯²带动投资收益同比大幅增长，同

² 2024 年 2 月 28 日，公司之子公司中国化工国际控股（香港）有限公司与 LAOP Bidco Pty Ltd 签署股权及应收股东贷款出售协议，以 6500 万澳元（折合人民币约 3.08 亿元）对价出售凯诺斯全部股权及应收股东贷款，该出售交易已于 2024 年 4 月 15 日完成。

时，凯诺斯关停阿尔托纳工厂计提相应损失导致公司营业外支出同比大幅增加。2024年，埃肯公司因财产保险赔款同比增加带动公司营业外收入规模同比增幅较大。公司利润规模受非经常性损益影响很大。2024年，公司净利润1.06亿元，其中归属于母公司净利润0.24亿元。2025年一季度，公司主业盈利水平有所回升带动公司利润总额由上年同期的亏损扭转为盈利。

图表 10 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
营业总收入	689.48	569.00	547.79	133.35
营业成本	526.64	499.49	458.41	110.83
期间费用	81.99	80.75	98.16	17.28
期间费用率	11.89%	14.18%	17.92%	12.96%
资产减值损失	-21.62	-11.38	-6.67	-0.09
其他收益	6.39	6.75	7.50	1.69
投资收益	-1.30	3.11	19.65	-0.55
利润总额	58.53	-14.82	1.12	5.50
营业外收入	1.62	2.86	7.90	0.80
营业外支出	1.18	1.93	11.86	-0.80
营业利润率	22.74%	11.74%	15.87%	16.46%
总资本收益率	6.39%	-0.42%	3.44%	--
净资产收益率	13.17%	-9.58%	0.49%	--

注：期间费用率=期间费用/营业总收入
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 2024 年公司同行业盈利指标对比

指标名称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
唐山三友化工股份有限公司	16.01	2.53	3.64
鲁西化工集团股份有限公司	14.83	7.46	11.40
中国蓝星（集团）股份有限公司	16.32	2.13	0.21

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

4 现金流

2022—2024年，公司经营活动现金净流入呈下降态势，同时，公司不断压缩债务规模，筹资活动持续净流出。

从经营活动来看，2022—2024年，公司经营活动现金净额波动下降，主要受经营业绩波动所致；公司现金收入比持续增长，收入实现质量高。从投资活动来看，2022—2024年，公司投资活动现金净额分别为-71.40亿元、-20.25亿元和27.48亿元，其中2024年投资活动由上年的净流出转为净流入，主要系公司处置关联方债权收到的现金金额较大所致。2022—2024年，公司不断压缩债务规模，筹资活动持续净流出。

图表 12 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
经营活动现金流入小计	742.72	618.45	611.21	129.05
经营活动现金流出小计	647.08	573.58	560.45	119.28
经营活动现金流量净额	95.64	44.88	50.77	9.78
投资活动现金流入小计	13.45	48.67	74.78	8.10
投资活动现金流出小计	84.85	68.93	47.30	17.35
投资活动现金流量净额	-71.40	-20.25	27.48	-9.26
筹资活动现金流入小计	473.66	549.32	369.47	90.36
筹资活动现金流出小计	517.98	600.69	447.34	97.12
筹资活动现金流量净额	-44.31	-51.37	-77.87	-6.76
现金收入比	106.00%	106.18%	107.61%	95.25%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标变化

2022—2024 年，公司偿债指标表现有所减弱，但考虑到公司融资渠道畅通，且行业地位高，实际偿债能力非常强。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	124.73	128.38	101.07	89.29
	速动比率 (%)	98.52	102.39	71.16	61.74
	经营现金流动负债比 (%)	21.36	11.82	15.38	--
	现金短期债务比 (倍)	0.51	0.49	0.53	0.40
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	115.69	45.35	62.93	--
	全部债务/EBITDA (倍)	5.19	12.82	6.51	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	6.37	2.08	3.04	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2022—2024 年，公司流动比率、速动比率均呈下降态势，主要系流动资产减少所致；经营现金流动负债比波动下降，主要系经营现金净流入波动下降所致；现金短期债务比波动增长。从长期偿债能力指标看，2022—2024 年，受盈利水平影响，公司 EBITDA 波动下降，EBITDA 对债务本息的保障程度均有所弱化。

截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在对外担保和重大未决诉讼。

截至 2024 年底，公司从国内主要合作金融机构获得的综合授信额度为 641.20 亿元（境内），其中未使用额度为 450.50 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司控股的 3 家上市公司具有股权融资渠道。

6 公司本部主要情况

公司本部为公司的管理和融资平台，收入规模非常小，利润以投资收益为主，债务负担重。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 408.20 亿元，较上年底下降 23.58%，主要系其他应收款下降所致。其中，流动资产 135.16 亿元，主要由其他应收款（占 52.50%）和一年内到期的非流动资产（占 43.79%）构成；非流动资产 273.04 亿元，主要由长期应收款（占 37.10%）和长期股权投资（占 60.12%）构成。截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 194.70 亿元，较上年底变动不大。截至 2024 年底，公司本部全部债务为 195.80 亿元，较上年底下降 39.96%，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.30% 和 50.14%。如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司本部全部债务增至 266.65 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.66% 和 68.29%，公司本部债务负担重。2024 年，公司本部营业总收入为 0.36 亿元，利润总额为 0.14 亿元（含投资收益 10.46 亿元）；经营活动、投资活动和筹资活动现金流净额分别为 -1.75 亿元、5.10 亿元和 -0.98 亿元。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环境保护，积极履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善，整体 ESG 表现良好。

环境方面，作为化工企业，公司在生产运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司已按照中国中化的要求，实施严格管理，各所属企业均专门设立了健康安全环保部，对各自的环保工作实行统一管理，并建立了环保工作目标责任制。同时，公司根据中国化工经营战略和 SHE（安全、健康、环保）管理现状，编制了《中国蓝星（集团）股份有限公司 SHE 管理体系实施指南》，旨在提升安全、健康与环境管理水平，建设具有国际竞争力的环境友好型、本质安全型化工企业。

社会责任方面，公司重视安全生产，持续强化安全管理，注重提高员工的职业安全健康水平。此外，公司大力推进自主创新和科技进步，积极参与社会公益事业。

公司治理方面，公司法人治理结构完善，内部管理制度健全，执行情况良好。同时，公司战略规划清晰，为其持续经营和稳定发展提供良好保障。

十、外部支持

1 支持能力

公司最终控股股东实力极强。

公司最终控股股东为中国中化。中国中化由中国中化集团有限公司与化工集团联合重组而成，主营业务覆盖生命科学、材料科学、石油化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域，是全球规模最大的综合性化工企业，规模优势显著，综合实力极强。

2 支持可能性

公司在中国中化的生命科学和材料科学领域居重要地位，在管理和资金方面可得到中国中化的重视和支持。

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，在生命科学和材料科学领域居重要地位。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“中化财务公司”），公司享有中化财务公司提供的相关财务支持服务。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。2024年，公司从化工集团及关联方借入借款295.64亿元，偿还借款194.22亿元。截至2024年底，中化财务公司给予公司授信115.00亿元，未使用额度114.00亿元。同时，2024年，在控股股东化工集团资金统筹安排下，公司通过债务重组方式收回关联方债权，关联方资金占用规模显著下降，公司有息债务规模亦显著下降。

十一、债券偿还风险分析

本期债券的发行对公司现有债务结构影响很小。考虑到公司极强的持续经营和再融资能力，公司经营活动现金流量和EBITDA可以对本期债券发行后长期债务形成有力保障。

1 本期债项对公司现有债务的影响

根据本期债券条款，按照最新会计准则，本期债券发行后将计入权益。但考虑到本期债券的债务属性，若将本期债券（按照15亿元的上限测算）和公司存续的永续债券计入债务测算，本期债券分别占公司2024年底长期债务和全部债务5.33%和3.12%。以2024年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由81.83%、76.87%和66.08%上升至82.17%、77.42%和67.23%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券或将部分用于偿还公司有息债务，公司实际债务指标或低于上述预测值。

2 本期债项偿还能力

以2024年底财务数据为基础，按本期债券计入长期债务测算，本期债券发行后公司长期债务为296.42亿元，公司经营活动现金流量和EBITDA对发行后长期债务保障程度一般。考虑到公司极强的持续经营和再融资能力，公司经营活动现金流量和EBITDA可以对本期债券发行后长期债务形成有力保障。

图表 14 • 本期债券发行后长期债务偿还能力测算

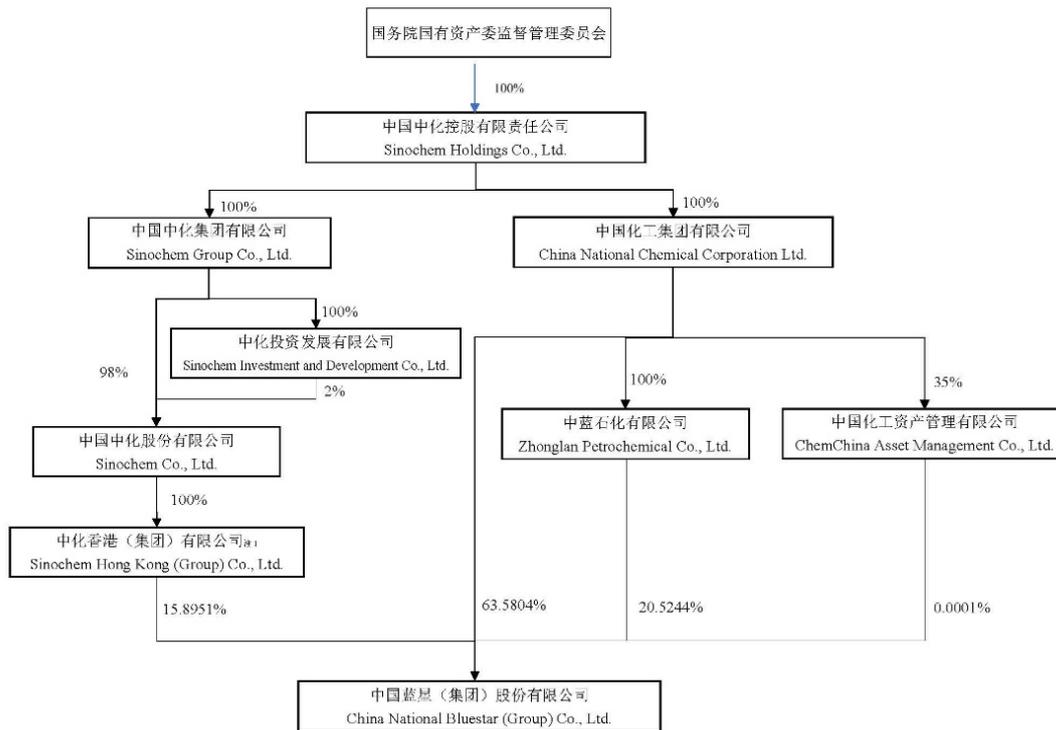
项目	2024年
发行后长期债务（亿元）	296.42
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.06
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.17
发行后长期债务/EBITDA（倍）	0.21

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、评级结论

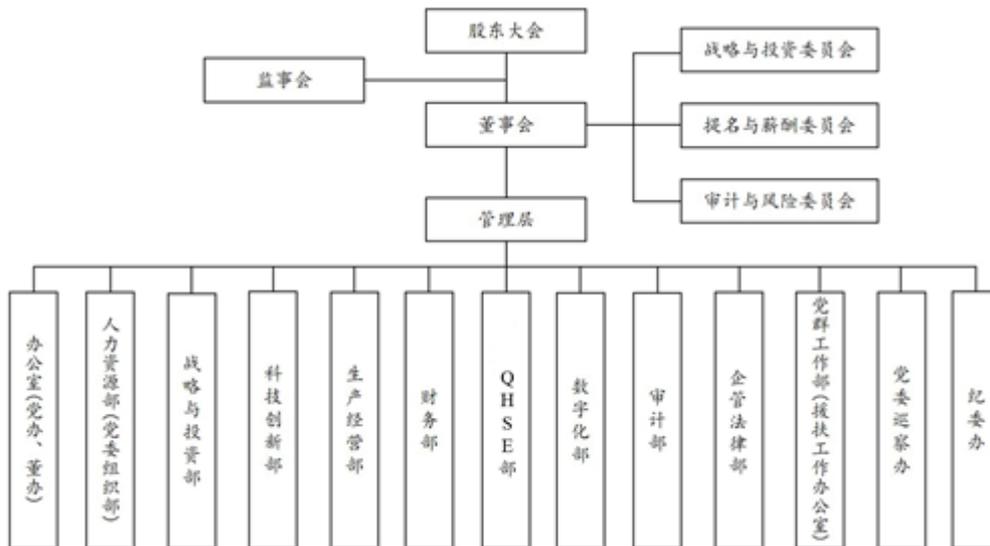
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

序号	公司名称	级次	注册地	经营范围	直接和间接持股比例
1	蓝星安迪苏股份有限公司	2	北京市	动物营养添加剂生产及	85.77%
2	蓝星安迪苏营养集团有限公司	3	香港	投资控股公司	85.77%
3	Drakkar Group S.A.	4	比利时	投资控股公司	85.77%
4	Adisseo France S.A.S	5	法国	营养饲料工业的生产、	85.77%
5	Nutriad Holding B.V	5	荷兰	投资持股公司	85.77%
6	蓝星埃肯投资有限公司	2	香港	投资控股公司	100.00%
7	蓝星埃肯国际有限公司	3	卢森堡	投资控股公司	100.00%
8	Elkem ASA	4	挪威	硅材料生产、销售	53.35%
9	蓝星有机硅国际有限公司	5	挪威	投资控股公司	53.35%
10	蓝星有机硅法国有限公司	5	法国	特种化学品的生产、销	53.35%
11	江西蓝星星火有机硅有限公司	5	江西省九江市	化工产品销售	53.35%
12	中国化工集团（香港）投资有限公司	2	香港	投资控股公司	100.00%
13	中国化工国际控股（香港）有限公司	3	香港	投资控股公司	100.00%
14	蓝星有机硅投资有限公司	2	香港	投资控股公司	100.00%
15	Bluestar Finance Holdings Limited	3	BVI	投资公司	100.00%
16	沈阳化工集团有限公司	2	辽宁省沈阳市	石油化工产品	100.00%
17	沈阳化工股份有限公司	3	辽宁省沈阳市	化工产品、化工设备	46.03%
18	中化东大（淄博）有限公司	4	山东省淄博市	环氧丙烷与聚醚多元醇	46.03%
19	南通星辰合成材料有限公司	2	江苏省南通市	化工产品销售	100.00%
20	中国蓝星集团上海化工新材料有限公司	2	上海市	化工产品销售	45.45%
21	中蓝晨光化工研究设计院有限公司	2	四川省成都市	化工新材料研制与生产	100.00%
22	广州合成材料研究院有限公司	2	广东省广州市	化工技术开发及交易	100.00%
23	中国蓝星沈阳石化有限公司	2	辽宁省沈阳市	化工业	60.00%
24	北京蓝星清洗有限公司	2	北京市	制造工业清洗剂	100.00%
25	兰州蓝星清洗有限公司	2	甘肃省兰州市	制造工业清洗剂	100.00%
26	蓝星（杭州）膜工业有限公司	2	浙江省杭州市	水处理装备、膜元件制	100.00%
27	蓝星（北京）技术中心有限公司	2	北京市	技术推广服务	100.00%
28	中国蓝星哈尔滨石化有限公司	2	黑龙江省哈尔滨	化工产品生产及销售	100.00%
29	北京蓝星节能投资管理有限公司	2	北京市	节能投资管理	100.00%
30	蓝星（北京）化工机械有限公司	3	北京市	化工装备制造及销售	100.00%
31	杭州水处理技术研究开发中心有限公司	2	浙江省杭州市	膜及水处理技术研究开	100.00%
32	中蓝国际化工有限公司	2	北京市	化工产品贸易	100.00%
33	中蓝连海设计研究院有限公司	2	江苏省连云港市	化工业	100.00%
34	无锡蓝星石油化工有限责任公司	2	江苏省无锡市	石油化工工业	100.00%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目		2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	148.24	117.67	104.84	96.49
应收账款（亿元）	60.76	48.40	51.50	58.17
其他应收款（亿元）	199.67	188.27	45.78	35.83
存货（亿元）	117.37	98.65	98.75	101.52
长期股权投资（亿元）	17.17	18.67	11.12	10.62
固定资产（亿元）	255.93	259.99	259.99	259.63
在建工程（亿元）	46.39	59.43	46.93	51.91
资产总额（亿元）	1096.99	1028.07	795.06	798.03
实收资本（亿元）	153.66	153.66	153.66	153.66
少数股东权益（亿元）	210.45	142.43	110.50	110.03
所有者权益（亿元）	297.75	260.63	215.32	221.29
短期债务（亿元）	291.44	238.49	198.80	243.63
长期债务（亿元）	309.02	342.86	210.56	168.26
全部债务（亿元）	600.46	581.35	409.36	411.89
营业总收入（亿元）	689.48	569.00	547.79	133.35
营业成本（亿元）	526.64	499.49	458.41	110.83
其他收益（亿元）	6.39	6.75	7.50	1.69
利润总额（亿元）	58.53	-14.82	1.12	5.50
EBITDA（亿元）	115.69	45.35	62.93	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	730.85	604.16	589.49	127.02
经营活动现金流入小计（亿元）	742.72	618.45	611.21	129.05
经营活动现金流量净额（亿元）	95.64	44.88	50.77	9.78
投资活动现金流量净额（亿元）	-71.40	-20.25	27.48	-9.26
筹资活动现金流量净额（亿元）	-44.31	-51.37	-77.87	-6.76
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.57	7.08	7.67	--
存货周转次数（次）	4.70	4.62	4.64	--
总资产周转次数（次）	0.62	0.54	0.60	--
现金收入比（%）	106.00	106.18	107.61	95.25
营业利润率（%）	22.74	11.74	15.87	16.46
总资本收益率（%）	6.39	-0.42	3.44	--
净资产收益率（%）	13.17	-9.58	0.49	--
长期债务资本化比率（%）	50.93	56.81	49.44	43.19
全部债务资本化比率（%）	66.85	69.05	65.53	65.05
资产负债率（%）	72.86	74.65	72.92	72.27
流动比率（%）	124.73	128.38	101.07	89.29
速动比率（%）	98.52	102.39	71.16	61.74
经营现金流动负债比（%）	21.36	11.82	15.38	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.49	0.53	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	6.37	2.08	3.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.19	12.82	6.51	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司已将其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务相应调整至短期债务和长期债务，2025 年一季度因无明细科目，债务调整采用 2024 年底数据；3. “--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.19	7.22	4.98	5.26
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	201.72	147.57	38.96	/
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	168.98	168.06	164.15	164.15
固定资产（亿元）	0.88	0.82	0.77	0.76
在建工程（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.02
资产总额（亿元）	521.92	534.19	408.20	414.03
实收资本（亿元）	153.66	153.66	153.66	153.66
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	116.75	199.90	194.70	196.49
短期债务（亿元）	233.07	99.08	108.50	146.07
长期债务（亿元）	158.35	227.00	87.30	53.75
全部债务（亿元）	391.42	326.09	195.80	199.81
营业总收入（亿元）	0.25	0.36	0.36	0.08
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.04	0.00	0.00
利润总额（亿元）	3.87	12.39	0.14	1.79
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.33	0.37	0.35	0.07
经营活动现金流入小计（亿元）	1.10	0.78	0.45	0.09
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.44	-0.24	-1.75	-0.34
投资活动现金流量净额（亿元）	-37.07	8.20	5.10	-1.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	29.60	-8.85	-0.98	2.22
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）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	131.18	102.86	95.27	83.84
营业利润率（%）	69.05	77.69	81.79	98.99
总资本收益率（%）	2.87	4.68	2.29	--
净资产收益率（%）	3.22	6.59	0.07	--
长期债务资本化比率（%）	57.56	53.17	30.96	21.48
全部债务资本化比率（%）	77.02	62.00	50.14	50.42
资产负债率（%）	77.63	62.58	52.30	52.54
流动比率（%）	97.36	187.87	108.18	85.49
速动比率（%）	97.36	187.87	108.18	85.49
经营现金流动负债比（%）	-0.18	-0.23	-1.40	--
现金短期债务比（倍）	0.03	0.07	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部已将其其他流动负债和长期应付款中的有息债务相应调整至短期债务和长期债务，长期应付款因无明细未调整；3.

“/”表示未获取，“--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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	
总资产收益率	(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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“贵公司”）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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。