

# 中国蓝星（集团）股份有限公司 2019 年公开发行 可交换公司债券（面向合格投资者）（第一期）跟 踪评级报告（2020）

---

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 24 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1514 号

## 中国蓝星(集团)股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 蓝星 EB”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“中国蓝星”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 蓝星 EB”的债项信用等级为 **AAA**，公司以其持有的安迪苏（600299.SH）股票进行质押担保。中诚信国际肯定了公司产业链完整且行业地位显著，多元化和全球化业务布局提高抗风险能力，技术优势明显、融资渠道畅通以及备用流动性充足等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司 2019 年产生亏损、盈利能力稳定性有待关注以及海外资产和债务面临管理及汇兑风险等因素对其经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

中国蓝星（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,027.84	1,022.39	1,029.05	1,020.53
所有者权益合计（亿元）	242.51	257.46	263.03	232.54
总负债（亿元）	785.33	764.93	766.02	787.98
总债务（亿元）	605.77	586.32	583.65	602.94
营业总收入（亿元）	555.11	600.13	557.99	116.32
净利润（亿元）	7.57	14.65	-9.81	1.12
EBIT（亿元）	43.75	50.54	20.84	7.67
EBITDA（亿元）	81.53	91.44	61.87	--
经营活动净现金流（亿元）	76.39	64.77	45.22	-3.04
营业毛利率(%)	19.54	22.33	17.76	20.17
总资产收益率(%)	4.28	4.92	2.03	2.99
资产负债率(%)	76.41	74.82	74.44	77.21
总资本化比率(%)	71.41	69.49	68.93	72.17
总债务/EBITDA(X)	7.43	6.41	9.43	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.11	3.51	2.39	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **产业链完整，行业地位保持领先。**公司拥有从基础化工原料到化工新材料产品的完整产业链；是中国规模最大、世界排名第三的有机硅生产商和全球第 3 大聚苯醚生产商，是全球第二大蛋氨酸供应商和世界第三大离子膜电解槽生产商，2019 年继续保持领先的行业地位。

■ **多元化和全球化业务布局。**公司拥有综合化、多元化的业务和产品组合，支持广泛的终端市场应用，有助于分散单一业务产生的经营风险；同时业务布局全球，有利于增强抵御市场风险能力，提升整体竞争实力。

■ **技术优势明显。**截至 2019 年末，公司拥有专利数增至 3,186

### 同行业比较

2019 年部分化工企业主要指标对比表					
公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	总资产（亿元）	总债务（亿元）	资产负债率(%)
中化国际	528.46	15.98	526.68	183.42	52.01
中国蓝星	557.99	-9.81	1,029.05	583.65	74.44

注：“中化国际”为“中化国际（控股）股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 蓝星 EB	AAA	AAA	45	45	2019/10/18 ~ 2024/10/18

件，其中发明专利 2,580 件，主导制（修）订 18 项国际标准、182 项国家标准和 66 项行业标准，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，具有很强的技术优势。

■ **融资渠道畅通，备用流动性充足。**截至 2020 年 3 月末，公司拥有 3 家上市子公司，且所持有股权质押或冻结比例很低，直接融资渠道畅通；同时，公司与多家金融机构保持长期良好合作关系，同期末金融机构授信总额 489.63 亿元，其中未使用额度为 292.21 亿元，备用流动性充足。

### 关注

■ **公司易受宏观经济波动影响，2019 年出现亏损，盈利能力稳定性有待关注。**石化行业发展与国民经济景气度相关性大，我国 GDP 增速放缓且进入结构性调整阶段，对公司经营业绩或将产生一定影响。化工行业具有较强的周期性，2019 年公司主营业务板块业绩下滑，加之较高的期间费用率和大额资产减值损失，当年呈亏损态势，盈利能力稳定性有待关注。

■ **海外资产和债务面临管理及汇兑风险。**公司业务分布于法国、西班牙、挪威和比利时等多个国家，对经营管理水平提出更高要求。公司境外净资产规模较大，汇率波动给公司带来一定的汇兑风险。

### 评级展望

中诚信国际认为，中国蓝星（集团）股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司产品价格超预期下行、超预期停产、净利润连续出现大幅亏损、财务杠杆大幅攀升或其他导致信用水平显著下降的因素。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“19 蓝星 EB”募集资金 45 亿元，约定用于偿还公司有息负债，募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将

限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年以来国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令化工行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化，行业集中度持续提升；行业收入保持平稳，但整体盈利能力下降，行业间盈亏变动存在分化**

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除原油加工量增幅基本维持稳定、受下游行业需求减弱等因素影响烧碱和硫酸同比负增长外，其他产品产量增幅均较上年同期有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发，从短期来看，安全环保事故引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将

有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 1：近年我国部分化工产品产量统计  
(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸(折 100%)	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱(折 100%)	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱(碳酸钠)	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药(折有效成分 100%)	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平，中美

<sup>1</sup>本文中所述化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油加工、煤炭及核燃料加工

业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

两国于 2019 年 1 月 16 日正式签订贸易第一阶段协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

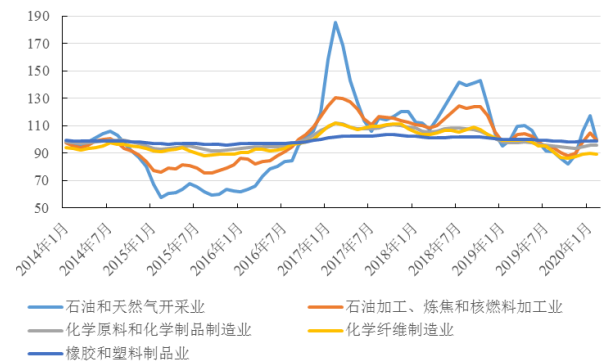
新型冠状病毒肺炎疫情自 2020 年 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求，而医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求大幅增加。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶，跌幅达 65.7% 和 66.5%，原油价格的超预期下跌将令主要石油出口国如美国、沙特及俄罗斯等国家经济承压。4 月 13 日，OPEC+ 全球原油减产协议达成，减产行动将自 5 月 1 日起生效，后续原油价格走势需持续关注。**中诚信国际认为**，低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019 年化

工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自 2018 年 10 月开始大幅回落，并于 2019 年 1 月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI 持续下滑，价格处于相对低位区间。

图1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019 年化工行业景气度较上年下行，大多数化工产品价格同比下降，使得行业营业收入虽然仍呈增长态势，但增幅大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑 42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑 25.6% 和 19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 12%。

**表 2: 2019 年化工行业主要经济指标 (亿元、%)**

行业	行业亏损企业占比		营业收入		利润总额	
	2019	同比	2019	同比	2019	同比
石油和天然气开采业	35.65	-5	8,675.6	-0.8	1,606.1	1.8
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4	1,279	-42.5
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1	3,481	-25.6
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4	311	-19.8
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2	1,374.8	12
<b>化工行业</b>	<b>16.19</b>	<b>0.005</b>	<b>156,827.4</b>	<b>1.29</b>	<b>8,051.9</b>	<b>-20.26</b>

资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

中诚信国际认为, 受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响, 2020 年化工产品下游终端需求或将先抑后扬, 但大幅改善的难度较大, 行业景气度将承受一定压力。

**公司有机硅产能保持全球前列, 规模优势明显, 工程塑料维持较强市场竞争力; 2019 年受供给增加、下游需求疲软、石化市场竞争加剧及国际原油价格震荡下跌影响, 材料科学板块主要产品销售价格下降, 盈利空间大幅压缩**

公司材料科学板块包括硅材料、工程塑料及功能性化学品, 以硅材料和功能性化学品为主。2019 年受市场供求波动、国际贸易摩擦及国际原油价格波动等影响, 材料科学板块收入有所下降。

**表 3: 公司材料科学板块收入构成**

分类	2017	2018	2019
硅材料	175.55	211.91	177.08
工程塑料	33.66	47.71	41.56
功能性化学品	167.42	157.18	152.82
<b>合计</b>	<b>376.64</b>	<b>416.81</b>	<b>371.46</b>

资料来源: 公司提供

公司硅材料产品板块的运营主体主要为埃肯公司, 系挪威奥斯陆交易所上市公司 (证券代码: ELK)。截至 2019 年末, 公司拥有 4 个金属硅工厂和 3 个硅石矿, 具备工业硅产能 30 万吨/年, 有机硅单体年产能 70 万吨, 位列全球第三和中国第一。

**表 4: 2019 年末公司硅材料产品产能情况 (吨/年)**

主要产品	国内产能	国外产能	合计产能
有机硅单体	500,000	200,000	700,000
工业硅	50,000	250,000	300,000
硅铁合金	-	320,000	320,000
碳素	-	330,000	330,000

资料来源: 公司提供

公司硅材料板块产业链健全, 产品品类 3,000 多种, 销往全球 140 个国家和地区, 在全球模具行业及功能性涂敷领域均保持领先地位。销售方面, 公司在国内市场采用直销与经/分销、电商渠道相结合的模式; 对于海外市场, 公司以直销为主、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。2019 年全球有机硅行业下游需求疲软, 且国外装置产能恢复使供给增加, 导致公司当期有机硅销售均价同比大幅下降, 工业硅和硅铁合金等硅材料产品销售价格亦有所下降, 受上述因素影响, 当年硅材料收入同比下降 16.44%。

2019 年 12 月 30 日, 埃肯公司公告称已与广东聚合科技有限公司 (以下简称“聚合股份”) 达成收购协议, 埃肯公司将收购聚合股份 100% 的股权, 2020 年 4 月 1 日, 上述收购事项已完成。聚合股份系国内较为知名的有机硅弹性体和硅树脂材料制造商, 在婴儿护理、食品级有机硅、电子产品以及医疗器械市场具有一定地位, 业务区域以华南地区为主, 拥有 2 个生产基地和 1 个研发中心。上述收购有利于实现埃肯公司和聚合股份在主营产品和市场区域等方面的优势互补, 亦有助于公司进一步布局境内外市场及硅材料板块的稳步发展。



**表 5：公司硅材料业务主要产品经营情况（元、元/吨）**

	项目	2017	2018	2019
硅材料	营业收入	524,116.88	535,437.50	512,840.50
	主要产品（工业硅）销售均价	18,853.13	22,592.30	21,368.35
铸造	营业收入	347,149.78	412,912.50	353,642.50
	主要产品（硅铁合金）销售均价	13,351.91	15,015.00	13,707.07
碳素	营业收入	128,903.98	153,725.00	144,126.00
	主要产品（炭素）销售均价	4,538.87	5,393.86	5,608.02
有机硅	营业收入	819,525.24	1,061,043.75	885,009.00
	主要产品（功能性添加剂和功能性涂料）销售均价	27,317.51	33,791.20	26,339.55

注：上述数据不包括各材料间抵消部分。

资料来源：公司提供

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。2019 年，主要产品产能进一步扩张，截至年末公司拥有 16.00 万吨/年的环氧树脂生产能力和 15.00 万吨/年的原料双酚 A 生产能力，是中国第四大环氧树脂生产商和第三大的双酚 A 生产商；PBT 基础树脂和改性 PBT 产能分别达 7.20 万吨/年和 3.00 万吨/年，生产规模保持国内前列，是中国第六大 PBT 基础树脂生产商和第三大改性塑料生产商；聚苯醚（PPE）产能为 2.00 万吨/年，是中国最大的 PPE 生产商；苯酚丙酮和苯酚产能分别为 14.60 万吨/年和 9.00 万吨/年。

2019 年受汽车等下游行业需求乏力以及国内产能扩张导致供给增加等影响，环氧树脂和 PBT 树脂销售均价降幅超过 20%；受中美贸易摩擦等影响，下游光伏行业对聚苯醚产品需求急剧减少，导致当期销量和销售价格均下降较多，上述因素使得 2019 年工程塑料收入同比下降 12.89%。

**表 6：公司工程塑料板块主要产品经营情况（吨、亿元、元/吨）**

种类	科目	2017	2018	2019
环氧树脂	产量	121,257.41	91,517.76	111,415.50
	销量	90,960.38	82,450.12	98,849.55
	营业收入	9.67	18.62	20.31
	销售均价	14,800	21,358	16,891
PBT	产量	60,938.73	61,630.71	58,333.32
	销量	57,545.86	61,250.86	61,365.45
	营业收入	5.61	6.43	5.35
	销售均价	9,757	12,182	8,719
改性塑料	产量	13,954.26	14,473.12	13,049.47
	销量	14,430.33	16,900.70	14,058.14
	营业收入	1.87	2.29	1.95
	销售均价	12,972	15,453	13,660

聚苯醚（PPE）	产量	11,841.80	21,333.45	18,048.28
	销量	11,792.78	20,412.47	17,081.74
	营业收入	2.79	5.95	4.04
	销售均价	23,627	34,800	23,663
苯酚丙酮	产量	156,254.88	136,167.53	147,862.24
	销量	156,530.74	136,387.37	147,434.10
苯酚	营业收入	5.96	6.96	6.14
	销售均价	6,173	9,622	6,763

资料来源：公司提供

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，截至 2019 年末，聚醚和 PVC 糊树脂的年产能均为 20 万吨，丙烯酸酯产能达到 13 万吨/年，聚乙烯国内产能和国外产能分别为 12 万吨/年和 50 万吨/年，其聚醚产品在国内市场占有率仍在 8% 以上。2019 年，公司调整产品结构，加大缠绕膜、包装膜、管材等产品的市场开发力度，收缩胶带等毛利率较低产品的销售，实行“控制胶带、增加乳液”的营销策略，使得聚乙烯产销量同比增加，丙烯酸酯产销量同比下降较多。同时，2019 年上半年国内大型一体石化项目相继投产，石化市场竞争加剧，加之全年国际原油价格震荡下跌，对石化产品价格造成较大冲击，导致该板块收入下降，盈利空间大幅压缩，是造成 2019 年公司整体出现经营业绩亏损的主要原因。

2020 年一季度，国际原油价格超预期下滑，化工产品需求疲软，公司工程塑料和功能性化学品产品价格下跌，盈利空间压缩，中诚信国际将对原油价格走势对公司主要产品价格和盈利情况的影响保持关注。

**表 7：公司功能性化学品板块主要产品经营情况**  
 (吨、亿元、元/吨)

种类	科目	2017	2018	2019
聚醚	产量	221,995.55	206,291.00	213,467.00
	销量	224,717.05	205,842.00	212,121.00
	营业收入	22.91	23.62	21.19
	销售均价	10,197.22	11,475.00	9,989.00
PVC 糊树脂	产量	178,179.56	203,050.00	198,212.00
	销量	176,265.78	198,484.30	204,793.35
	营业收入	11.55	12.00	14.45
	销售均价	6,550.28	6,046.00	7,056.00
聚乙烯 (国内)	产量	120,454.70	101,268.00	120,882.00
	销量	119,524.70	101,944.84	115,694.90
	营业收入	9.67	8.30	8.23
	销售均价	8,089.12	8,147.00	7,113.00
聚乙烯 (国外)	产量	345,600.00	334,600.00	341,300.00
	销量	360,300.00	343,100.00	351,300.00
	营业收入	37.74	38.59	34.05
	销售均价	10,473.85	11,248.00	8,492.00
丙烯酸酯	产量	131,449.00	138,991.00	120,908.00
	销量	131,838.00	134,822.49	118,870.32
	营业收入	10.58	11.53	9.27
	销售均价	7,583.53	8,216.00	7,575.00

资料来源：公司提供

### 生命科学板块继续以蛋氨酸和特种产品为“双支柱”，行业地位突出，但 2019 年受蛋氨酸价格震荡下行影响，该板块收入小幅下降

公司生命科学板块主要由蓝星安迪苏股份有限公司(以下简称“安迪苏”，证券代码：600299.SH)生产经营，截至 2020 年 3 月末，公司直接持有安迪苏 63.74% 的股权<sup>1</sup>。安迪苏是全球第二大蛋氨酸供应商和三大营养添加剂生产厂商之一，目前全球市场份额约 27%，行业地位突出，拥有欧洲及中国 2 大生产平台、7 家生产基地，主要产品为动物营养类产品，分为功能性产品（蛋氨酸、维生素等）、特种产品（酶制剂、反刍动物添加剂等）和其他产品（二硫化碳等）。

截至 2019 年末，公司拥有蛋氨酸产能 55.80 万吨/年，其中，南京安迪苏扩能改造项目（Panda2 项目）于 2019 年初建成投产，蛋氨酸产能新增 2 万吨/年，使得南京生产平台产能提升至 17.00 万吨/年；欧洲生产平台产能稳定在 38.80 万吨/年。此外，安

<sup>1</sup> 不包含公司发行可交换债，预备用于交换的安迪苏 680,000,000 股 A 股股票。

迪苏拟以自有资金投资 4.90 亿美元于南京新建液体蛋氨酸工厂，设计产能为年产 18.00 万吨，预计于 2022 年初完工；截至 2019 年末，该项目已完成第一阶段，主要包括设计、建造及投入运营后用以处理每年 36 万吨 AT88 的新仓储物流设施，累计完成投资 3.07 亿元，项目主体建设进度受新冠疫情影响有所推迟。在全球蛋氨酸产能不断增加的现状下，蛋氨酸生产转移至国内有利于降低生产和销售成本，随着南京项目未来扩产完成，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。

蛋氨酸行业产能高度集中，产品价格对供求关系较为敏感，随着新增产能的不断释放，2019 年蛋氨酸价格震荡下行，同时维生素价格从高位逐步回落，导致当期功能性化学品收入小幅下降。特种产品方面，受益于酶制剂和喜利硒销量增长，同时美国奶业市场复苏带动反刍动物产品销量增加，当期特种产品收入有所增加，以蛋氨酸和特种产品“双支柱”发展的模式进一步完善。

**表 8：公司生命科学主要产品收入构成（亿元）**

种类	2017	2018	2019
功能性化学品	81.02	84.96	80.86
特种产品	17.30	22.62	24.31
其他产品	5.66	6.60	4.33
<b>合计</b>	<b>103.98</b>	<b>114.18</b>	<b>109.50</b>

资料来源：安迪苏年报

### 环境科学板块拥有较强的技术优势，2019 年膜材料收入增长趋势持续放缓；光伏材料得益于国内市场拓展及“抢装潮”带来下游需求上升，亏损大幅减少

膜材料方面，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居国内第一。截至 2019 年末，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，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，2019 年由于市场新开工项目

增加有限，与之配套的污水处理设备等需求提升不明显，膜材料收入增长趋势持续放缓。

光伏材料方面，公司下属 REC 太阳能公司是世界领先的光伏产业一体化公司，产业链优势明显，并已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，占地 32 万平方米，截至 2019 年末太阳能硅片、电池和组件产能分别为 990MW、1,000MW 和 1,250MW。为抵御中美贸易摩擦带来的经营风险，2019 年 REC 太阳能公司加大国内市场拓展力度，受益于国内新能源发电业务补贴退坡等政策带来的光伏领域“抢装潮”等因素，光伏材料下游需求上升且业务回款周期缩短，该板块亏损大幅减少。

先进装备制造方面，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，截至 2019 年末具有年产 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。公司向国内外 160 多家氯碱生产企业提供了年产能超过 1,700 万吨烧碱的离子膜电解槽装置，其中最新膜极距电解槽年产能超过 800 万吨，产能优势明显。

### 公司技术优势明显；海外业务较多，对其经营管理水平提出更高要求

截至 2019 年末，公司拥有专利数增至 3,186 件，其中发明专利 2,580 件，主导制（修）订 18 项国际标准、182 项国家标准和 66 项行业标准，参与制定

4 项国际标准；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 25 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 790 多项科技奖。2019 年以及 2020 年一季度，公司研发费用分别为 13.15 亿元和 2.72 亿元，占营业总收入的比重分别为 2.36% 和 2.34%，研发投入维持一定规模。强大的研发实力有利于公司进一步扩大生产规模、提高市场知名度。

公司国际化水平较高，拥有安迪苏法国有限公司、埃肯公司、凯诺斯控股有限公司等多家海外子公司，业务已分布于法国、西班牙、挪威和比利时等多个国家。不断拓展的全球化业务布局在推动公司业务进一步多元化发展并实现规模增长的同时，亦对其经营管理水平提出更高要求。

### 拟建项目后续仍需一定规模的投资支出

截至 2019 年末，公司在建项目尚需投资规模较小，但拟建项目投资规模较大，未来或面临一定资本支出压力。其中，南京安迪苏 BANC2 项目采用法国安迪苏蛋氨酸生产工艺，新增液体蛋氨酸产能 18 万吨/年；山东蓝星东大 30 万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目是根据淄博市政府城市建设规划，将子公司山东蓝星东大化工有限公司搬迁至淄博桓台马桥化工园区，同时进行技术升级，并将产能由 25 万吨扩大到 30 万吨。

表 9：截止 2019 年末公司主要在建和拟建项目（亿元）

项目名称	总投资	截止 2019 年末 累计投资	计划投资		
			2020	2021	2022
<b>在建项目</b>					
南通星辰 3 万吨 PPE 及配套工程项目	9.56	7.85	1.71	-	-
南京安迪苏 panda 2 项目	3.80	3.90	-	-	-
安迪苏科芒特里工厂废水处理项目	1.48	0.98	0.50	-	-
REC 公司 X-Peak 项目	9.59	5.89	3.70	-	-
江西星火有机硅下游产品装置扩改项目	1.59	1.59	-	-	-
<b>在建项目小计</b>	<b>26.02</b>	<b>20.21</b>	<b>5.91</b>	-	-

拟建项目					
南京 BANC2 项目	39.47	-	12.13	14.00	10.27
山东蓝星东大 30 万吨/年新型高性能聚酯多元醇项目	15.27	-	7.50	7.77	-
<b>拟建项目小计</b>	<b>54.74</b>	<b>-</b>	<b>19.63</b>	<b>21.77</b>	<b>10.27</b>
<b>合计</b>	<b>80.76</b>	<b>20.21</b>	<b>25.54</b>	<b>21.77</b>	<b>10.27</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，其中 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。中诚信国际分析时将计入“其他流动负债”的超短期融资券调整至短期债务，将计入“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务。

### 2019 年材料科学板块收入和毛利率下降幅度较大，期间费用对利润造成较大侵蚀，且石油化工相关资产计提大额减值，共同导致当年产生较大亏损，盈利能力显著弱化

2019 年，蛋氨酸价格下行使得生命科学收入小幅下降；环境科学板块收入；材料科学收入下降幅度较大主要是因硅材料业务受市场供求、中美贸易摩擦等因素影响，主要产品价格降低、销量小幅下降所致。2020 年一季度受疫情影响，公司各业务板块收入同比均有所下降，营业总收入同比下降 12.93%。

国际原油价格下跌等使得石油化工产品价格下行，导致 2019 年以来公司材料科学业务毛利率显著下降，该板块较高的收入占比亦导致营业毛利率整体下降。因光伏材料业务亏损大幅减少，且除其他环境科学业务盈利均有所改善，同年环境科学毛利率由负转正。

表 10：公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
材料科学	376.64	416.81	371.46	74.43
生命科学	103.98	114.18	111.35	28.52
环境科学	106.49	103.80	100.50	18.82
其他及抵消	-31.99	-34.65	-25.32	-5.44
<b>营业总收入</b>	<b>555.11</b>	<b>600.13</b>	<b>557.99</b>	<b>116.32</b>
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
材料科学	17.48	23.30	15.20	14.82
生命科学	38.92	34.89	33.93	38.54
环境科学	2.53	-2.76	5.88	8.27
<b>营业毛利率</b>	<b>19.54</b>	<b>22.33</b>	<b>17.76</b>	<b>20.17</b>

资料来源：公司提供

受益于较好的成本费用控制能力以及汇兑净损失减少带动财务费用下降，2019 年公司期间费用小幅下降，但营业总收入的减少导致期间费用率同比上升。2020 年一季度，期间费用同比增加，且营业总收入同比下降，期间费用率显著上升。

营业毛利率下降叠加期间费用率上升令公司 2019 年经营性业务利润大幅亏损，亦是净利润产生较大亏损的主要因素。同年石油化工业务受国际原油贴水及汇率上升等因素影响成本上升，同时行业景气下行、原油价格下滑以及竞争加剧引起产品价格下跌，公司计提固定资产减值损失 7.05 亿元、无形资产减值损失 7.05 亿元、存货跌价损失 2.44 亿元<sup>1</sup>，对利润造成较大侵蚀。同期，子公司 **Bluestar Finance Holding Limited** 为应对汇率波动开展汇率掉期交易所产生的公允价值变动收益较高，保险赔款收入使得营业外损益处于高位，加之子公司 **REC Solar Pte. Ltd.** 将固定资产进行售后回租产生资产处置收益 6.76 亿元，共同对利润总额提供有益补充。2020 年一季度，较高的期间费用率对盈利造成较大侵蚀，经营性业务利润持续亏损；但汇率掉期交易

<sup>1</sup> 固定资产减值损失主要包括新加坡 REC 太阳能公司计提减值准备 4.59 亿元、沈阳石蜡化工有限公司（以下简称“沈阳蜡化”）计提减值准备 2.85 亿元；无形资产减值损失主要包括公司本部计提关于沈阳蜡化的评估减值 5.89 亿元；存货跌价损失主要包括沈阳蜡化计提存货减值 0.96 亿元、埃肯计提存货减值 0.52 亿元。

实现的公允价值变动收益及营业外收入增长，带动当期净利润同比上升。

2019年公司EBIT和EBITDA亦随利润总额的大幅下降而减少较多，导致EBITDA利润率和总资产收益率显著下降，盈利能力指标下滑。

表 11：公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	33.78	37.35	39.12	9.51
管理费用	41.58	49.28	48.58	12.50
财务费用	7.39	23.35	20.86	7.24
期间费用合计	82.75	109.98	108.56	29.25
期间费用率	14.91	18.33	19.46	25.14
经营性业务利润	25.57	23.96	-8.74	-5.36
资产减值损失	2.05	5.75	17.07	0.08
公允价值变动收益	-12.74	8.47	10.72	7.22
营业外损益	2.22	0.11	2.56	1.05
资产处置收益	2.64	-0.31	6.68	0.01
利润总额	17.62	24.55	-5.03	2.68
净利润	7.57	14.65	-9.81	1.12
EBIT	43.75	50.54	20.84	7.67
EBITDA	81.53	91.44	61.87	--
EBITDA 利润率	14.69	15.24	11.09	--
总资产收益率	4.28	4.92	2.03	2.99*

注：1、中诚信国际分析时，将“研发费用”计入“管理费用”；将“信用减值损失”计入“资产减值损失”；2、带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司总资产和总负债保持稳定，财务杠杆率维持较高水平；其他应收款规模大，账期较长，对资金造成一定占用

公司总资产规模相对稳定，2019年末流动资产占比为52.05%。同期末，货币资金较为充足，其中受限资金为8.92亿元，主要为保证金，受限比例较小。其他应收款规模较大，其中应收关联公司款项同比增长2.70%至171.57亿元；账龄在1年以内的（含1年，不含应收利息）占比为24.77%，3年以上的（不含应收利息）占比57.07%，同期末其他应收款计提坏账准备3.96亿元。2019年末，长期应收款维持一定规模，其中应收关联公司往来款为51.02亿元。关联方占款对公司资金造成一定占用，但整体回收风险较小，中诚信国际将对相关款项的回收情况保持持续关注。此外，商誉随着海外生命科学和材料科学板块股权收购呈增长趋势。2020年一季度，

固定资产因计提折旧稍有减少，令总资产规模稍有下降。

2019年公司总负债和总债务亦维持一定规模。因当年债务到期规模较大，且公司加大长期债券融资规模，同年末短期债务占比显著下降。2020年一季度，因短期借款增加，短期债务占比有所回升，总债务和总负债受此影响亦有所增加。

2019年公司亏损令未分配利润减少，但因当期合计发行25.00亿元永续中期票据计入其他权益工具，且发行45.00亿元可交换债券，并按发行日初始价格计量，计入其他权益融资工具的初始价格为22.50亿元，共同带动期末所有者权益增长。2020年一季度，因10亿元永续中票“18蓝星MTN001”兑付及外币折算差额进一步扩大，期末所有者权益有所减少。公司资产负债率和总资本化比率处于较高水平，2020年3月末，债务增加进一步推升了财务杠杆率。

此外，2020年3月19日公司发布公告称，股东之一深圳市中融毓翔股权管理中心（有限合伙）（以下简称“中融毓翔”）自2014年认缴的28.03亿元出资一直未完成实缴，公司拟对中融毓翔定向减资28.03亿元，减资后注册资本变更为153.66亿元，实收资本不变，目前减资方案已经公司股东大会批准。

表 12：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	178.96	153.93	159.79	146.13
其他应收款	178.61	184.77	195.96	198.34
流动资产	540.54	526.24	535.59	536.53
长期应收款	51.43	51.69	51.72	54.49
固定资产	285.86	287.09	283.55	274.56
商誉	21.56	29.20	30.27	28.95
总资产	1,027.84	1,022.39	1,029.05	1,020.53
总负债	785.33	764.93	766.02	787.98
短期债务	300.35	345.61	236.35	276.55
短期债务/总债务	49.58	58.95	40.50	45.87
总债务	605.77	586.32	583.65	602.94
所有者权益	242.51	257.46	263.03	232.54
资产负债率	76.41	74.82	74.44	77.21
总资本化比率	71.41	69.49	68.93	72.17

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019 年以来公司经营获现能力下降，偿债指标有所弱化

随着主营板块收入的减少，2019 年公司经营活动净现金流下降；2020 年一季度因收入同比下降，且销售回款减少，导致当期经营活动净现金流为负。2019 年投资活动现金流出主要用于在建项目投入以及收购 Basel Chemie Co Ltd 等现金支出，当年资金缺口有所收窄。同期公司加大债券融资规模，且偿债资金支出减少，令筹资活动净现金流由负转正。

2019 年盈利和获现能力下滑，EBITDA 和经营活动净现金流下降令其对债务的覆盖能力均有所弱化，偿债指标下滑。

表 13：公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	76.39	64.77	45.22	-3.04
投资活动净现金流	-57.66	-53.79	-38.22	-13.01
筹资活动净现金流	-14.84	-37.88	0.28	5.30
EBITDA 利息保障倍数	3.11	3.51	2.39	--
经营活动净现金流/利息支出	2.91	2.49	1.75	-0.61
总债务/EBITDA	7.43	6.41	9.43	--
经营活动净现金流/总债务	0.13	0.11	0.08	-0.02*
货币等价物/短期债务	0.65	0.49	0.76	0.56

注：带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 备用流动性充足，股权融资渠道畅通，能够为整体偿债能力提供支持

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得金融机构授信总额 489.63 亿元，其中未使用额度为 292.21 亿元，备用流动性充足。同期末，公司合并范围内拥有 3 家上市子公司，分别为沈阳化工股份有限公司（股票代码：000698.SZ）、安迪苏和埃肯公司，直接加间接持股比例分别为 46.03%、63.74%<sup>1</sup>和 58.20%，且股权质押或冻结比例低，具有畅通的资本市场融资渠道，财务弹性较强。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值 25.13 亿元，其中包括受限货币资金 5.46 亿元，其他主要为融资租入和用于取得银行抵押贷款固定

资产，占总资产的比重为 2.46%，受限资产规模较小。此外，发行人以其持有的安迪苏 680,000,000 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 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

未决诉讼方面，公司与山东晋煤明水化工集团有限公司（以下简称“晋煤明水集团”）产生债务追偿权纠纷，涉案金额 4,643.13 万元。2017 年 7 月 18 日，北京市海淀区人民法院作出一审判决，判决公司、济南石化连带偿还原告晋煤明水集团因承担保证责任而向申请执行人支付的 4,400 万元及利息。公司向北京市第一中级人民法院提起上诉，2018 年 4 月 27 日，北京市第一中级人民法院作出（2018）京 01 民终 175 号《民事裁定书》，裁定撤销北京市海淀区人民法院一审判决，发回北京市海淀区人民法院重审。之后，北京市海淀区人民法院作出（2018）京 0108 民初 28608 号《民事判决书》，判决：（1）济南石化偿还晋煤集团因承担保证责任而支付的 4,400 万元及利息；（2）驳回晋煤集团的其他诉讼请求。目前，晋煤集团已向北京市第一中级人民法院提起上诉，该案处于二审程序中。

在北京普华必拓贸易有限公司（以下简称“普华必拓”）与济南石化、晋煤集团、济南鲁康化学工业有限公司借款及担保合同纠纷一案中，济南市历下区人民法院作出《民事判决书》，判决济南石化向普华必拓偿还借款本金 5,600 万元及逾期付款利息。之后，普华必拓申请追加公司为被执行人，济南铁路运输中级法院组织公开听证后作出（2019）鲁 71 执异 6 号《执行裁定书》，裁定驳回普华必拓追加公司为被执行人的申请。目前普华必拓已向山东省高级人民法院提起执行复议申请。

2003 年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，当地税务机关已于 2006 年对埃肯公司提起诉讼，诉讼结果为埃肯公司败诉。埃肯公司的行政

<sup>1</sup> 不包含公司发行可交换债，预备用于交换的安迪苏 680,000,000 股 A 股股票。

法庭阶段败诉后已向高级法院提起上诉，目前该案仍在审理过程中。埃肯公司预计最终应支付税款为折合人民币 6,740.69 万元，截至 2019 年末，埃肯公司已支付税款为折合人民币 3,478.78 万元，扣除外币报表折算后，剩余税款为折合人民币 3,018.22 万元，并已经确认为预计负债并计提减值。

**过往债务履约情况：**根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至 2020 年 5 月 14 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

## 外部支持

### 中国化工集团有限公司实力雄厚，公司作为其核心子公司，能在资源协调等方面获得有力的支持

公司实际控制人中国化工集团有限公司（以下简称“中国化工”）为国务院国有资产监督管理委员会监管的国有重要骨干企业，是国内唯一一家大型综合型化工集团，业务涵盖石油化工及炼化、化工新材料及特种化学品、农用化学品、氯碱化工、轮胎橡胶、化工装备及化工科研与开发等多个领域，在中国化工行业具备突出地位，2019 年名列《财富》世界 500 强第 144 位，具备很强的市场竞争力和经营实力，在协调政府和金融机构等方面具有很强的优势，支持能力很强。公司是中国化工的核心子公司，总资产、营业总收入和净利润占中国化工的比例较高，且在中国化工系统内具有较高且较为明确的战略定位，中国化工在协调政府和金融机构等资源方面可为公司提供有力的支持。

## 担保及信托财产情况

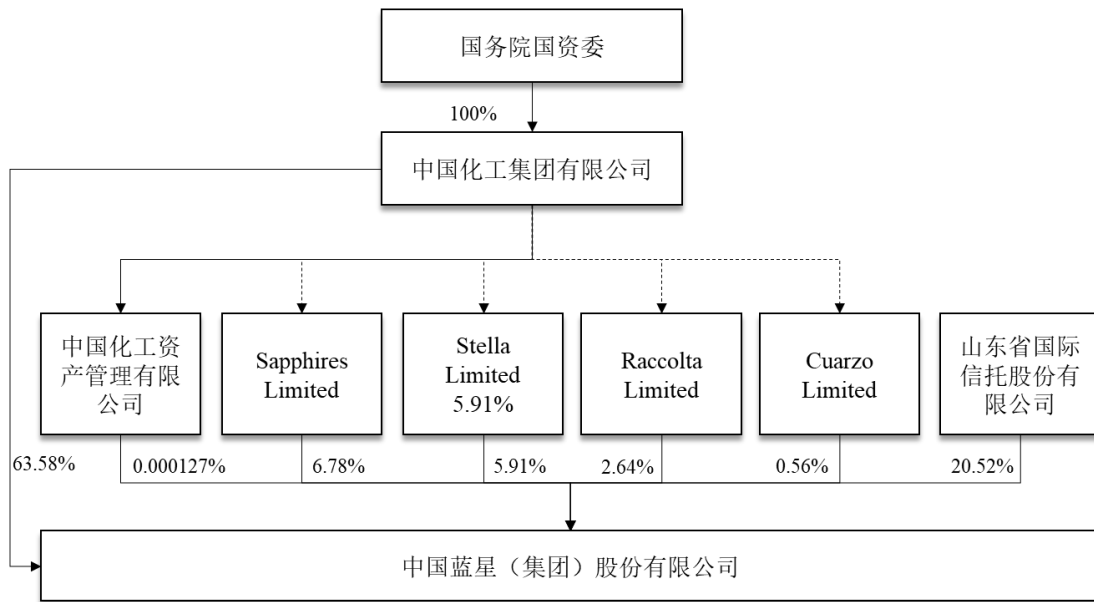
公司拟用于交换的安迪苏 680,000,000 股 A 股股票（股票代码：600299）及其孳息是本期债券的担保及信托财产，截至 2019 年末，股票市值为 72.56 亿元，孳息账面价值为 0.70 亿元，合计 73.26 亿元，质押物价值对本期债券余额的覆盖比例为 162.79%。“19 蓝星 EB”换股期为 2020 年 10 月 21

日至 2024 年 10 月 18 日，目前尚未进入换股期，担保物余额未发生变化。

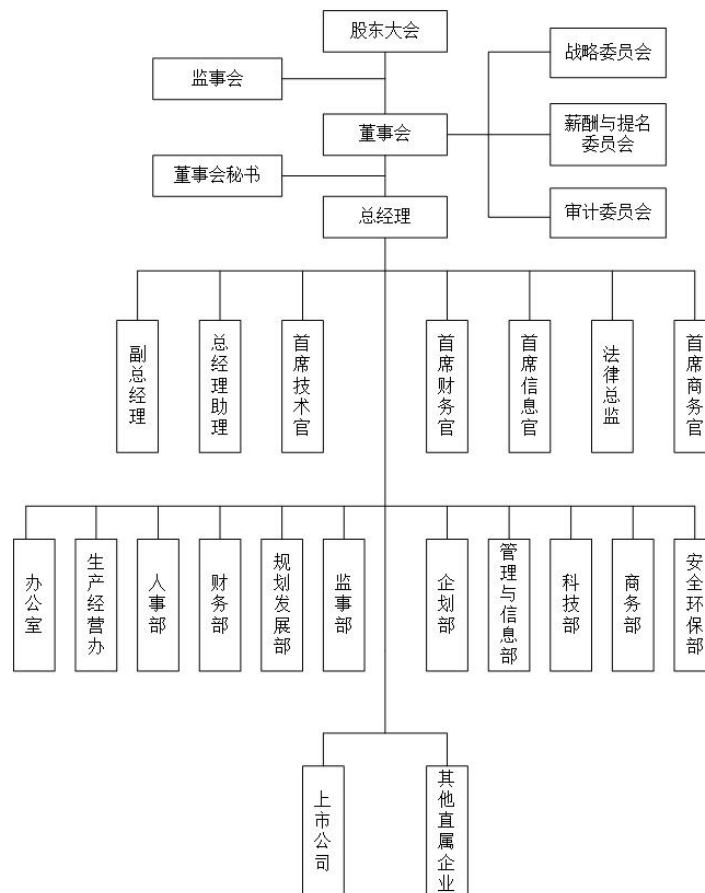
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国蓝星（集团）股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 蓝星 EB”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：中国蓝星（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：根据财政部、人力资源社会保障部、国务院国有资产监督管理委员会《关于划转中国石油天然气集团有限公司等 35 家中央企业部分国有资本有关问题的通知》的要求，国务院国有资产监督管理委员会持有中国化工集团有限公司股权的 10.00% 一次性划转给社保基金会。截至 2020 年 3 月末，工商变更登记尚未完成。



资料来源：公司提供



## 附二：中国蓝星(集团)股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,789,588.88	1,539,292.43	1,597,885.39	1,461,300.43
应收账款净额	517,062.43	493,727.00	483,214.15	553,230.55
其他应收款	1,786,104.80	1,847,676.04	1,959,614.23	1,983,414.17
存货净额	803,423.87	924,151.53	908,214.83	948,690.52
长期投资	96,805.71	111,788.12	112,630.81	120,749.87
固定资产	2,858,593.71	2,870,894.70	2,835,463.04	2,745,641.46
在建工程	377,243.54	333,154.59	301,450.17	314,114.58
无形资产	634,631.62	674,178.30	699,500.15	543,726.47
总资产	10,278,378.10	10,223,889.97	10,290,498.72	10,205,254.78
其他应付款	293,307.42	393,505.20	286,387.06	264,891.50
短期债务	3,003,459.77	3,456,115.58	2,363,515.63	2,765,536.04
长期债务	3,054,269.90	2,407,121.77	3,472,973.92	3,263,878.37
总债务	6,057,729.68	5,863,237.35	5,836,489.55	6,029,414.42
净债务	4,268,140.80	4,323,944.92	4,238,604.16	4,568,113.99
总负债	7,853,257.69	7,649,274.44	7,660,211.09	7,879,815.06
费用化利息支出	261,253.18	259,829.58	258,728.54	49,881.95
资本化利息支出	1,034.09	341.90	-	-
所有者权益合计	2,425,120.41	2,574,615.53	2,630,287.63	2,325,439.72
营业总收入	5,551,145.55	6,001,337.75	5,579,944.75	1,163,240.15
经营性业务利润	255,732.00	239,600.51	-87,448.26	-53,586.30
投资收益	19,785.82	-19,236.85	8,205.23	-1,600.00
净利润	75,702.97	146,479.81	-98,106.65	11,188.81
EBIT	437,456.13	505,376.26	208,442.41	76,702.70
EBITDA	815,301.90	914,364.05	618,707.49	--
经营活动产生现金净流量	763,860.65	647,730.51	452,196.56	-30,399.62
投资活动产生现金净流量	-576,630.01	-537,869.00	-382,213.09	-130,078.39
筹资活动产生现金净流量	-148,350.91	-378,787.64	2,847.19	53,031.88
资本支出	473,581.02	472,023.42	499,184.48	94,129.84
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.54	22.33	17.76	20.17
期间费用率(%)	14.91	18.33	19.46	25.14
EBITDA 利润率(%)	14.69	15.24	11.09	--
总资产收益率(%)	4.28	4.92	2.03	2.99*
净资产收益率(%)	3.01	5.78	-3.77	1.81
流动比率(X)	1.26	1.10	1.53	1.36
速动比率(X)	1.08	0.91	1.27	1.12
存货周转率(X)	5.66	5.39	5.01	4.00*
应收账款周转率(X)	10.45	9.98	11.42	8.98*
资产负债率(%)	76.41	74.82	74.44	77.21
总资本化比率(%)	71.41	69.49	68.93	72.17
短期债务/总债务(%)	49.58	58.95	40.50	45.87
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.11	0.08	-0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.25	0.19	0.19	-0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.91	2.49	1.75	-0.61
经调整的经营净现金流/总债务(%)	7.40	5.62	2.25	--
总债务/EBITDA(X)	7.43	6.41	9.43	--
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.26	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.11	3.51	2.39	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.67	1.94	0.81	1.54

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时，将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“存货”，将“研发费用”计入“管理费用”；将计入“其他流动负债”的超短期融资券调整至短期债务，将计入“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
偿债能力	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。