

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（2021）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 28 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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）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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1650 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

二零二一年六月二十八日

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，2020 年以来盈利能力和经营获现能力提升，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行业周期性波动影响、海外业务面临经营管理及汇兑波动等风险、关联方应收款规模大且增加、债务规模大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） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元） | 1,022.39 | 1,029.05 | 1,099.91 | 1,119.06 |
| 所有者权益合计（亿元） | 257.46 | 263.03 | 312.95 | 332.73 |
| 总负债（亿元） | 764.93 | 766.02 | 786.96 | 786.33 |
| 总债务（亿元） | 586.32 | 612.85 | 599.71 | 606.65 |
| 营业总收入（亿元） | 600.13 | 557.99 | 540.07 | 158.39 |
| 净利润（亿元） | 14.65 | -9.81 | 10.97 | 10.15 |
| EBIT（亿元） | 50.54 | 20.84 | 45.05 | -- |
| EBITDA（亿元） | 91.44 | 61.87 | 87.41 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 64.77 | 45.22 | 63.57 | 16.35 |
| 营业毛利率(%) | 22.33 | 17.76 | 21.30 | 26.86 |
| 总资产收益率(%) | 4.92 | 2.03 | 4.21 | -- |
| 资产负债率(%) | 74.82 | 74.44 | 71.55 | 70.27 |
| 总资本化比率(%) | 69.49 | 69.97 | 65.71 | 64.58 |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.41 | 9.91 | 6.86 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 3.51 | 2.39 | 3.65 | -- |

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 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，众多产品在行业处于龙头地位，2020 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。
- **盈利能力和经营获现能力提升。**2020 年公司各板块运营稳定，部分产品销量和盈利空间提升，加之当期汇兑收益的大幅增加，全年经营性业务盈利水平提升；2021 年一季度多数化工产品价

同行业比较

| 2020 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） | 所有者权益（亿元） | 资产负债率(%) |
| 鲁西化工 | 175.92 | 8.25 | 318.94 | 143.86 | 54.87 |
| 中化国际 | 541.62 | 17.41 | 559.37 | 280.00 | 49.94 |
| 中国蓝星 | 540.07 | 10.97 | 1,099.91 | 312.95 | 71.55 |

注：“鲁西化工”为“鲁西化工集团股份有限公司”简称；“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 | 上次评级时间 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 存续期 | 特殊条款 |
|----------|----------|----------|------------|----------|----------|-------------------------|-------|
| 19 蓝星 EB | AAA | AAA | 2020/06/24 | 45 | 35.06 | 2019/10/18 ~ 2024/10/18 | 回售、赎回 |

注：债券余额为截至 2021 年 6 月 9 日以发行金额扣除转股部分价值计算。

格上涨进一步推升盈利水平；受益于此，公司经营获现能力亦随之提高。

■ **融资渠道畅通，备用流动性充足。**公司拥有 3 家上市公司，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，2020 年末从国内主要合作金融机构获得授信总额 524.32 亿元，其中未使用额度为 332.98 亿元，备用流动性充足。

关注

- **行业周期性波动影响公司盈利稳定。**化工行业具有较强的周期性，其景气程度受到国内外经济环境、政策变动、原材料价格及产品供需变化等影响，进而对公司盈利稳定性产生影响。
 - **海外业务面临经营管理及汇兑波动等风险。**公司业务分布于法国、澳大利亚、挪威和新加坡等多个国家，对经营管理水平提出更高要求，外部环境和政策的变化可能对公司经营带来一定风险。同时，公司境外资产和业务规模较大，汇率波动给公司带来一定的汇兑风险。
 - **关联方应收款规模大且增加。**公司其他应收款和长期应收款中关联方往来款规模大，2020 年末进一步增加，需关注其回收情况。
 - **债务规模大，债务负担较重。**跟踪期内公司债务规模整体波动下降，但债务规模仍较大，债务负担较重。
- 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、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。

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：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压

力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年化工¹行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5 月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计 2021 年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020 年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工产品的需求；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 等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3 月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

出口方面，受海外疫情形势严重令其他经济体经济下行、国际贸易摩擦持续以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，2020 年我国化工行业出口端承受了巨大压力，根据海关统计数据，2020 年前三季度行业进出口贸易总额呈负增长态势，为近三年来较低水平。随着海外主要国家重启经济活动，全球经济总体呈现回暖趋势，美国 2020 年第三季度 GDP 环比折年率初值为 38.0%，欧盟 27 国同期 GDP 环比增长 12.1%，同时新冠疫苗未来在全球的逐步推出亦有助于各经济体重新提振经济。此外，随着拜登在美中期选举中获胜，中美贸易摩擦有望缓和；而 2020 年 11 月签署的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）规定协定生效后区域内 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税，亦有助于降低贸易壁垒。上述事项有利于相关化工产品及其下游产品出口需求的恢复，尤其是处于纺织服装、海外地产、家电产业链等的相关产品。不过，预计新冠疫苗仍很难使疫情在 2021 年内完全解除，海外疫情的发展和贸易摩擦仍存在一定的不确定性，并影响行业总需求。

2020 年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间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，其中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；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生

¹ 文中所提化工行业及企业，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。

产负荷企稳回升。

表 1: 我国部分化工产品产量统计

(万吨、亿立方米、万条、%)

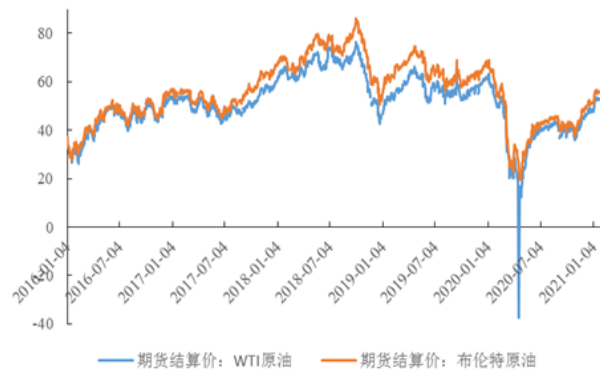
| 产品 | 2019 | | 2020 | |
|-------------------|----------|------|----------|------|
| | 产量 | 同比 | 产量 | 同比 |
| 原油 | 19,101.4 | 0.8 | 19,492.0 | 1.6 |
| 天然气 | 1,736.2 | 9.8 | 1,888.5 | 9.8 |
| 原油加工量 | 65,198.1 | 7.6 | 67,440.8 | 3.0 |
| 硫酸(折100%) | 8,935.7 | 1.2 | 8,332.3 | -1.2 |
| 烧碱(折100%) | 3,464.4 | 0.5 | 3,643.2 | 5.7 |
| 纯碱(碳酸钠) | 2,887.7 | 7.6 | 2,812.4 | -2.9 |
| 乙烯 | 2,052.3 | 9.4 | 2,160.0 | 4.9 |
| 农用氮、磷、钾化学肥料(折纯) | 5,624.9 | 3.6 | 5,395.8 | -0.9 |
| 化学农药原药(折有效成分100%) | 225.4 | 1.4 | 214.8 | -1.1 |
| 初级形态塑料 | 9,574.1 | 9.3 | 10,355.3 | 7.0 |
| 合成橡胶 | 733.8 | 11.0 | 739.8 | 0.5 |
| 化学纤维 | 5,952.8 | 12.5 | 6,167.9 | 3.4 |
| 橡胶轮胎外胎 | 84,226.2 | 1.9 | 81,847.7 | 1.7 |
| 塑料制品 | 8,184.2 | 3.9 | 7,603.2 | -6.4 |

资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

从成本端来看, 化工行业产业链多且长, 其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020年初以来, 在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下, 全球经济受到沉重打击, 石油需求出现大幅萎缩, 供需失衡令产油国库存高企, 国际原油价格快速下跌, 4月20日美国西得克萨斯轻质原油(以下简称“WTI”)期货5月结算价暴跌至-37.63美元/桶; 随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启, 油价逐步反弹。2020年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 39.58 美元/桶和 43.21 美元/桶, 同比分别下降约 17.45 美元/桶和 20.96 美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响, 2020年上半年天然气价格持续下跌; 下半年以来, 疫情缓和以及下游需求回暖, 天然气消费量上升, 价格亦反弹明显, LNG 市场价格较上半年增长 7.99%, 不过全年均价仍同比下降约 16.79%。自供给侧改革以来, 煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳, 2020年以来呈小幅下降态势, 整体降幅较为平稳, 截至 12 月末国内无烟煤

(2 号洗中块) 市场价为 900 元/吨, 较年初下降 15.75%。总体来看, 2020 年原油价格的超预期下跌将严重削弱石油开采企业的盈利空间, 短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企, 随着油价及下游产品价格缓慢恢复, 油制产业链盈利提升, 同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击; 接近消费端的化工品盈利更依赖自身的供需变化, 受油价的影响将相对较小。预计 2021 年, OPEC+ 执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑, 但疫情对原油需求的拖累将持续存在, 加之当前原油供大于求的格局下, 油价或将处于中枢区间。

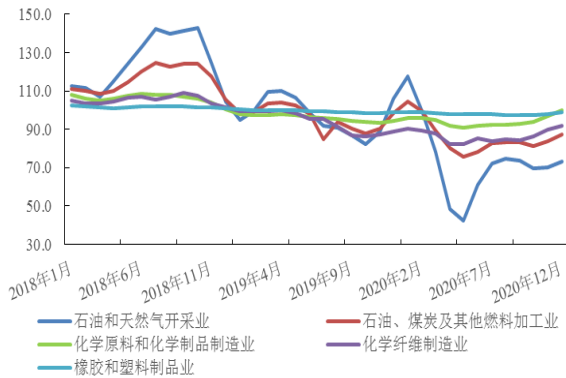
图 1: 国际原油价格走势情况(美元/桶)



资料来源: Choice, 中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响, 2020年1~5月化工产品价格整体下跌; 随着前期库存逐步消化, 国内下游行业复工复产, 化工产品价格底部复苏, 全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看, 自 2020 年 2 月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数(以下简称“PPI”)全年均弱于上年同期且分化较为明显。

图 2：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

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降15.5%和8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标的企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿

色化改造；全面实行排污许可制，推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严，短期看，不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020年一季度受新冠疫情影响较大，化工企业普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，叠加原油价格大幅下跌，营业总收入同比下降，亏损企业数量大幅增至89家。进入二季度后，随着国内疫情逐步得到控制，企业开工率有所回升，4~6月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升；但由于原油及其炼化产品价格处于低位，石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降，且仍呈亏损状态。三季度以来，在国内疫情防控措施得力的背景下，工业生产保持快速增长，各行业需求持续复苏，第三季度营业总收入环比增长；行业亏损企业数量降至43家。总体来看，2020年化工行业营业总收入同比下降，盈利能力有所弱化，但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，盈利能力持续修复。

表 2：2020年化工行业主要经济指标

| 行业 | 行业亏损企业亏损总额(亿元) | | 营业收入(亿元) | | 利润总额(亿元) | |
|----------------|----------------|-----------|------------------|--------------|----------------|--------------|
| | 2020 | 同比(%) | 2020 | 同比(%) | 2020 | 同比(%) |
| 石油和天然气开采业 | 767.5 | 243.4 | 6,674.0 | -20.1 | 257.1 | -83.2 |
| 石油加工、煤炭及核燃料加工业 | 485.1 | 79.5 | 41,632.4 | -13.4 | 868.5 | -26.5 |
| 化学原料及化学制品制造业 | 765.6 | -41.8 | 63,117.4 | -3.7 | 4,257.6 | 20.9 |
| 化学纤维制造业 | 81.9 | 23.0 | 7,984.2 | -10.4 | 263.5 | -15.1 |
| 橡胶和塑料制品业 | 163.7 | -4.1 | 24,763.3 | -1.0 | 1,681.6 | 24.4 |
| 化工行业 | 2,263.8 | -- | 144,171.3 | -8.07 | 7,328.3 | -8.99 |

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下，终端行业将延续回暖态势或实现边际改善，国内化工产品整体需求或将提升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

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；2020年部分装置故障停产检修加之部分产品价格下降，令功能性化学品及材料科学整体收入有所下降；2021年一季度主要产品价格上涨，带动各板块收入增长，盈利空间提升

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，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。

表 3：公司材料科学板块收入构成

| 分类 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 硅材料 | 211.91 | 177.08 | 176.61 | 50.70 |
| 工程塑料 | 47.71 | 41.56 | 44.17 | 16.88 |
| 功能性化学品 | 157.18 | 152.82 | 133.90 | 39.33 |
| 合计 | 416.81 | 371.46 | 354.68 | 106.91 |

资料来源：公司提供

公司硅材料产品板块的运营主体为 Elkem ASA，系挪威奥斯陆交易所上市公司（证券代码：ELK）。目前已打造了上下游一体且全球化的硅产业价值链。截至 2020 年末，公司产能保持稳定，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二。

表 4：2020 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 |

表 5：公司硅材料业务主要产品经营情况（亿元、元/吨）

| 项目 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|-----|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 硅材料 | 营业收入 | 53.54 | 51.28 | - | - |
| | 主要产品（工业硅）销售均价 | 22,592.30 | 21,368.35 | - | - |
| 铸造 | 营业收入 | 41.29 | 35.36 | - | - |
| | 主要产品（硅铁合金）销售均价 | 15,015.00 | 13,707.07 | - | - |
| 碳素 | 营业收入 | 15.37 | 14.41 | 13.75 | 3.70 |
| | 主要产品（炭素）销售均价 | 5,393.86 | 5,608.02 | 5,369.68 | 5,286.99 |
| 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 | 33,791.20 | 26,339.55 | 25,056.63 | 26,495.93 |
| 硅产品 | 营业收入 | - | - | 85.11 | 23.88 |
| | 主要产品销售均价 | - | - | 16,180.59 | 18,229.50 |

注：上述数据不包括各材料间抵消部分；2020 年 Elkem ASA 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。

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。2020 年，新一代 3 万吨/年聚苯醚项目投产令其产能增至 5 万吨/年，产能规模升至全球第二。其他产品产能基本保持稳定，截至年末拥有 16 万吨/年的环氧树脂和 15 万吨/年的原料双酚 A 生产能力，是中国领先的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 产能分别为 6 万吨/年和 3 万吨/年，是中国第六大 PBT

| | | | |
|------|--------|---------|---------|
| 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、功能性涂敷、卫生防护、牙科应用等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。2020 年 1~8 月硅材料行业整体延续了上年低景气行情，9 月以来随着终端需求不断增加加之海外产能退出及受限，产品价格逐步上升，公司全年有机硅销售均价同比有所下降，碳素全年销售均价亦有所下降，整体来看，硅材料板块收入同比略有下滑。2021 年一季度各产品价格整体延续了上涨趋势，硅材料板块收入同比增长较多，盈利空间提升。

基础树脂生产商和第三大改性塑料生产商；苯酚和丙酮产能分别为 9 万吨/年和 5.60 万吨/年。

2020 年公司聚苯醚销售均价受下游需求减弱及新产能投入等影响继续呈下行态势；其他产品受原材料价格下降等影响，全年价格亦同比下降。但得益于工程塑料业务主要产品产销量不同程度上升，去年收入有所增长；2021 年一季度除聚苯醚外，其他多数产品销售均价较上年均有较大提升，工程

塑料业务收入同比亦增长。

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 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|------|----|-----------|------------|------------|-----------|
| 环氧树脂 | 产量 | 91,517.76 | 111,415.50 | 145,686.23 | 38,059.47 |
| | 销量 | 82,450.12 | 98,849.55 | 131,684.32 | 35,673.77 |
| | 收入 | 18.62 | 20.31 | 21.98 | 8.13 |
| | 均价 | 21,358 | 16,891 | 16,693 | 22,779 |
| PBT | 产量 | 61,630.71 | 58,333.32 | 61,936.14 | 17,175.21 |
| | 销量 | 61,250.86 | 61,365.45 | 67,275.91 | 18,984.67 |
| | 收入 | 6.43 | 5.35 | 4.88 | 2.20 |
| | 均价 | 12,182 | 8,719 | 7,258 | 11,569 |
| 改性塑料 | 产量 | 14,473.12 | 13,049.47 | 16,300.41 | 6,079.19 |
| | 销量 | 16,900.70 | 14,058.14 | 16,884.06 | 6,443.05 |
| | 收入 | 2.29 | 1.95 | 2.15 | 0.95 |
| | 均价 | 15,453 | 13,660 | 12,752 | 14,807 |
| 聚苯醚 | 产量 | 21,333.45 | 18,048.28 | 22,287.90 | 10,981.36 |
| | 销量 | 20,412.47 | 17,081.74 | 23,704.75 | 8,784.44 |
| | 收入 | 5.95 | 4.04 | 4.46 | 1.54 |
| | 均价 | 34,800 | 23,663 | 18,832 | 17,491 |

资料来源：公司提供

公司功能性化学品除对外销售外，还用于自身硅产业链和工程塑料等先进材料的生产加工，2020年聚醚产能增加5万吨/年至25万吨/年，国内市场占有率提升至11%以上，此外新建的30万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目于2021年5月试车成功，有助于推进该产品结构调整；其他产品产能保持稳定，PVC糊树脂产能为20万吨/年，丙烯酸酯产能为13万吨/年，聚乙烯国内产能和国外产能分别为10万吨/年和50万吨/年。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销量大幅下降，公司调整产品结构，丙烯酸及酯产量增加；其他产品受疫情影响等，产销量有所下降。当年防疫材料的销售令糊树脂销售均价大幅上升，高端及定制销售提升令聚醚销售均价上涨，其他产品销售均价则有所下降。受部分产品销售价格下降及石蜡化工产品产销量大幅下降影响，2020年功能性化学品收入同比降低12.38%。2021年一季度公司主要产品销售量价均有不同程度提升，带动该业务收入同比增长。

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 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|----|----|------|------|------|----------|
|----|----|------|------|------|----------|

| | | | | | |
|---------|----|------------|------------|------------|-----------|
| 聚醚 | 产量 | 206,291.00 | 213,467.00 | 195,826.67 | 51,982.95 |
| | 销量 | 205,842.00 | 212,121.00 | 197,433.72 | 52,360.63 |
| | 收入 | 23.62 | 21.19 | 23.20 | 8.84 |
| | 均价 | 11,475.00 | 9,989.00 | 11,751.97 | 16,887.09 |
| PVC糊树脂 | 产量 | 203,050.00 | 198,212.00 | 196,502.68 | 46,093.74 |
| | 销量 | 198,484.30 | 204,793.35 | 197,177.54 | 46,632.56 |
| | 收入 | 12.00 | 14.45 | 24.35 | 9.00 |
| | 均价 | 6,046.00 | 7,056.00 | 12,351.58 | 19,306.75 |
| 聚乙烯(国内) | 产量 | 101,268.00 | 120,882.00 | 69,734.90 | 17,727.00 |
| | 销量 | 101,944.84 | 115,694.90 | 78,212.55 | 15,628.00 |
| | 收入 | 8.30 | 8.23 | 5.10 | 1.11 |
| | 均价 | 8,147.00 | 7,113.00 | 6,520.05 | 7,089.84 |
| 聚乙烯(国外) | 产量 | 334,600.00 | 341,300.00 | 328,000.00 | 80,167.34 |
| | 销量 | 343,100.00 | 351,300.00 | 349,000.00 | 82,735.87 |
| | 收入 | 38.59 | 34.05 | 30.31 | 11.66 |
| | 均价 | 11,248.00 | 8,492.00 | 7,991.45 | 8,585.18 |
| 丙烯酸及酯 | 产量 | 138,991.00 | 120,908.00 | 165,990.00 | 45,890.00 |
| | 销量 | 134,822.49 | 118,870.32 | 109,396.00 | 29,983.00 |
| | 收入 | 11.53 | 9.27 | 7.65 | 3.14 |
| | 均价 | 8,216.00 | 7,575.00 | 6,991.94 | 10,486.28 |

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，主要产品销量提升令该板块收入平稳增长

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，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)。

功能性产品方面，安迪苏是全球第二大蛋氨酸供应商，目前其全球市场份额约27%，行业地位突出，蛋氨酸生产工艺复杂，行业壁垒高，安迪苏是全球少数可同时生产固体和液体蛋氨酸的生产商之一，具有较强的技术优势和成本领先优势。截至2020年末，安迪苏拥有欧洲及中国2大生产平台、7家生产基地，蛋氨酸产能达55.80万吨/年，其中南京安迪苏和欧洲工厂产能分别为17.00万吨/年和38.80万吨/年，产能保持稳定。此外，安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18.00万吨/年，预计于2022年下半年试生产；欧洲工厂脱瓶颈项目预计将新增3万吨/年产能，预计将于2021年末完工。蛋氨酸生

产转移至国内有利于降低生产和销售成本，随着上述项目未来扩产完成，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。同时，安迪苏可向客户提供全系列维生素产品，其中饲料用维生素 A 占有约 20% 的产能。

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，2020 年蛋氨酸价格震荡整体下行。由于部分维生素生厂商出现生产供应问题，当年维生素 A 市场价格处于较高水平。2020 年公司蛋氨酸销量保持持续增长，维生素 A 和维生素 E 销量亦实现双位数提升。上述因素带动功能性化学品收入同比上涨。当年特种化学品收入亦实现较好提升，主要得益于反刍动物产品、水产业务以及包括“营养促健康”产品线在内的其他各类特种产品的销售增长。

表 8：公司生命科学主要产品收入构成（亿元）

| 种类 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 功能性化学品 | 84.96 | 80.86 | 85.23 | 20.86 |
| 特种产品 | 22.62 | 24.31 | 28.24 | 7.54 |
| 其他产品 | 6.60 | 4.33 | 5.64 | 1.54 |
| 合计 | 114.18 | 109.50 | 119.10 | 29.94 |

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：安迪苏年报

环境科学板块拥有较强的技术优势，2020 年产品订单有所下降，收入同比下滑

公司环境科学板块的业务主要包括：膜材料、光伏材料、工业服务及贸易、先进装备制造。环境科学业务的主要产品包括膜材料、光伏材料、氯碱设备、车用品等。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。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，2020 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，具备从多晶硅到组件生产的完整产业链优势，是世界领先的太阳能面板供应商，在欧洲和美国已建立独有的品牌和市场地位。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 年末太阳能硅片、电池和组件产能分别为 990MW、1,000MW 和 1,250MW。工业服务及贸易方面，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。蓝星的工业清洗剂年产量长期稳居全国第一。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，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。2020 年受新冠疫情等因素影响，公司产品订单有所下降，收入同比下滑。

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 2020 年末，公司拥有 3,131 件专利，其中发明专利 2,576 件，主导起草 9 项国际标准，参与起草 4 项国际标准，主导 182 项国家标准和 67 项行业标准的制定；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。

公司国际化水平较高，拥有安迪苏法国有限公司、Elkem ASA、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。

在建及拟建项目后续仍需一定规模的投资支出

截至 2020 年末，公司在建项目及拟建项目总投资 111.47 亿元，已投入 44.27 亿元，未来预计仍需投入 67.20 亿元，后续建设期内每年仍需一定规模的投资支出。

表 9：截止 2020 年末公司主要在建和拟建项目（亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 截止 2020 年末 累计投资 | 计划投资 | |
|-------------------------|---------------|--------------------|--------------|--------------|
| | | | 2021 | 2022 |
| 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/年新型高性能聚酯多元醇项目 | 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 | - |
| 在建项目小计 | 74.51 | 44.27 | 22.03 | 8.20 |
| 星火有机硅 20 万吨有机硅单体及配套工程项目 | 29.77 | - | 3.59 | 14.30 |
| 凯迪苏 K2 项目 | 6.17 | - | 3 | 2.71 |
| 星火有机硅 11kt 低粘度甲基硅油项目 | 1.02 | - | 1.02 | |
| 拟建项目小计 | 36.96 | - | 7.61 | 17.01 |
| 合计 | 111.47 | 44.27 | 29.64 | 25.21 |

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 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，其中 2018~2020 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”的超短期融资券调至短期债务，将计入“长期应付款”中的应付融资租赁款调至长期债务。

2020 年公司毛利率水平提升、汇兑收益等推升公司盈利水平；2021 年一季度受益于多数产品价格的上涨等，盈利能力进一步提升

2020 年，材料科学和环境科学板块收入下降令营业总收入同比略有下滑。2021 年一季度随着多数产品价格的上涨等，公司各业务板块收入同比均有所增加，营业总收入同比上升 36.16%。公司各板块相关产品价格上涨和高毛利产品收入占比提升等

令 2020 年以来营业毛利率持续提高。

表 10：公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

| 收入 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 材料科学 | 416.81 | 371.46 | 354.68 | 106.91 |
| 生命科学 | 114.18 | 111.35 | 119.08 | 29.94 |
| 环境科学 | 103.80 | 100.50 | 91.01 | 25.17 |
| 其他及抵消 | -34.65 | -25.32 | -24.70 | -3.63 |
| 营业总收入 | 600.13 | 557.99 | 540.07 | 158.39 |
| 毛利率 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
| 材料科学 | 23.30 | 15.20 | 17.55 | 26.95 |
| 生命科学 | 34.89 | 33.93 | 38.02 | 37.58 |
| 环境科学 | -2.76 | 5.88 | 8.05 | 8.22 |
| 营业毛利率 | 22.33 | 17.76 | 21.30 | 26.86 |

资料来源：公司提供

受益于较好的成本费用控制以及汇兑净收益大幅增加带动财务费用下降，2020 年公司期间费用降幅较大，期间费用率亦随之下降。2021 年一季度，销售费用随销售规模增大而增加，加之研发投入和汇兑损失增大等令期间费用同比增多，期间费用率上升。

营业毛利率上升叠加期间费用率下降令公司 2020 年经营性业务利润大幅改善，亦是净利润增加

的主要因素。同期，子公司 **Bluestar Finance Holding Limited** 为对冲其所发行美元债券的汇率风险而开展的汇率掉期交易产生相关公允价值变动损失 12.67 亿元¹。2021 年一季度，产品价格进一步上涨，经营性业务利润提高加之汇率掉期交易实现的公允价值变动收益，带动当期净利润同比大幅上升。

2020 年公司 EBIT 和 EBITDA 亦随利润总额的大幅增加而提升，令 EBITDA 利润率和总资产收益率提高，盈利指标上行。

表 11：公司盈利能力相关指标（亿元、%）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|------------|--------|--------|-------|----------|
| 销售费用 | 37.35 | 39.12 | 38.60 | 11.15 |
| 管理费用 | 49.28 | 48.58 | 47.74 | 13.21 |
| 财务费用 | 23.35 | 20.86 | 3.34 | 7.88 |
| 期间费用合计 | 109.98 | 108.56 | 89.68 | 32.24 |
| 期间费用率 | 18.33 | 19.46 | 16.61 | 20.35 |
| 经营性业务利润 | 23.96 | -8.74 | 28.38 | 9.63 |
| 资产减值损失 | 5.75 | 17.07 | -1.16 | -0.38 |
| 公允价值变动收益 | 8.47 | 10.72 | -7.81 | 4.29 |
| 营业外损益 | 0.11 | 2.56 | 0.70 | 0.00 |
| 资产处置收益 | -0.31 | 6.68 | -0.12 | 0.01 |
| 利润总额 | 24.55 | -5.03 | 21.15 | 13.83 |
| 净利润 | 14.65 | -9.81 | 10.97 | 10.15 |
| EBIT | 50.54 | 20.84 | 45.05 | -- |
| EBITDA | 91.44 | 61.87 | 87.41 | -- |
| EBITDA 利润率 | 15.24 | 11.09 | 16.19 | -- |
| 总资产收益率 | 4.92 | 2.03 | 4.21 | -- |

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

公司总资产保持小幅增长，子公司发行次级担保永续债及盈利提升令所有者权益大幅增加，财务杠杆率有所下降；对关联公司的其他应收款和长期应收款规模大且持续增加，需关注其回收情况

2020 年以来公司总资产规模小幅增加，2021 年 3 月末流动资产占比为 47.17%。具体来看，2020 年末货币资金大幅减少，主要系项目建设及股权收购及拆借资金给关联公司等支出较大所致；其中受限资金为 8.92 亿元，主要为保证金，受限比例较小。2021 年随着经营获现的积累及融资增加，3 月末货

币资金有所增长。其他应收款规模较大，主要为应收关联方款项及相关利息；账龄在 1 年以内的（含 1 年，不含应收利息）部分占比为 12.31%，3 年以上的（不含应收利息）部分占比 62.15%，同期末其他应收款坏账准备余额为 3.96 亿元。长期应收款亦主要为应收关联公司往来款，2020 年新增对关联公司中蓝石化有限公司和蓝星石化有限公司往来款令年末余额大幅增加。关联方往来占款对公司资金造成占用，中诚信国际将对相关款项的回收情况保持持续关注。2020 年 Elkem ASA 购买了广东聚合科技 100% 股权、安迪苏购买 FRAmelco 集团 100% 股权令年末商誉同比增长。

表 12：2020 年末公司对主要关联企业其他应收款和长期应收款情况（亿元）

| 公司名称 | 其他应收款 |
|----------------|---------------|
| 中蓝石化有限公司 | 36.01 |
| 山纳合成橡胶有限责任公司 | 23.98 |
| 蓝星（天津）化工有限公司 | 17.68 |
| 蓝星石化有限公司 | 10.46 |
| 山西合成橡胶集团有限责任公司 | 6.40 |
| 总计 | 176.50 |
| 公司名称 | 长期应收款 |
| 中蓝石化有限公司 | 53.03 |
| 蓝星石化有限公司 | 24.33 |
| 上海蓝星聚甲醛有限公司 | 12.00 |
| 蓝星纤维（北京）有限公司 | 6.66 |
| 兰州蓝星纤维有限公司 | 4.78 |
| 总计 | 101.02 |

资料来源：公司提供

债务规模较大，2020 年末有所下降，新增短期借款融资加之一年内到期的长期债务增多等令短期债务占比上升；2021 年总债务有所增大，由于借入长期借款置换流贷，3 月末短期债务占比有所下降。2020 年子公司 **Bluestar Finance Holdings Limited** 合计发行 8 亿美元次级担保永续债令少数股东权益大幅增加，加之利润积累，推动年末所有者权益增长。此外，同期公司赎回永续中票 10 亿元令其他权益工具同比下降。2021 年得益于利润积累，3 月末所有者权益保持增长。由于所有者权益的较大增

¹ 2020 年该业务导致公允价值变动损失的同时，与之相关的 **Bluestar Finance Holdings Limited** 发行的美元债亦产生较大的汇兑收益，列示于财务费用中。

幅，公司资产负债率和总资本化比率逐步下降，不过若债务考虑子公司发行的次级担保永续债和计入其他权益工具中的永续中票，公司债务负担仍较重。

表 13：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金 | 153.93 | 159.79 | 102.37 | 110.08 |
| 其他应收款 | 184.77 | 195.96 | 207.87 | 206.42 |
| 存货 | 92.42 | 90.82 | 88.22 | 91.35 |
| 流动资产 | 526.24 | 535.59 | 507.75 | 527.82 |
| 长期应收款 | 51.69 | 51.72 | 101.79 | 101.69 |
| 固定资产 | 287.09 | 283.55 | 278.09 | 279.91 |
| 商誉 | 29.20 | 30.27 | 37.79 | 36.99 |
| 总资产 | 1,022.39 | 1,029.05 | 1,099.91 | 1,119.06 |
| 短期债务 | 345.61 | 236.35 | 285.47 | 278.49 |
| 短期债务/总债务 | 58.95 | 38.57 | 47.60 | 45.91 |
| 总债务 | 586.32 | 612.85 | 599.71 | 606.65 |
| 总负债 | 764.93 | 766.02 | 786.96 | 786.33 |
| 其他权益工具 | 10.55 | 38.07 | 27.17 | 26.90 |
| 少数股东权益 | 139.04 | 126.68 | 181.02 | 189.19 |
| 所有者权益 | 257.46 | 263.03 | 312.95 | 332.73 |
| 资产负债率 | 74.82 | 74.44 | 71.55 | 70.27 |
| 总资本化比率 | 69.49 | 69.97 | 65.71 | 64.58 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营获现能力提升，偿债指标有所增强

随着主营业务盈利能力的提升，2020 年以来公司经营净现金流同比持续增加。2020 年投资活动现金流出大幅增长，主要为在建项目投入、关联单位借款支出以及收购 FRAmelco 集团和广东聚合等现金支出。同期公司偿还债务及支付股利和利息令筹资活动现金流呈净流出态势。2020 年盈利和获现能力提升，EBITDA 和经营活动净现金流增加令其对债务本息的覆盖能力均有所提高，偿债指标增强。

表 14：公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|---------------|--------|--------|---------|--------|
| 经营活动净现金流 | 64.77 | 45.22 | 63.57 | 16.35 |
| 投资活动净现金流 | -53.79 | -38.22 | -115.13 | -13.70 |
| 筹资活动净现金流 | -37.88 | 0.28 | -6.06 | 1.87 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 3.51 | 2.39 | 3.65 | -- |
| 经营活动净现金流/利息支出 | 2.49 | 1.75 | 2.66 | -- |
| 总债务/EBITDA | 6.41 | 9.91 | 6.86 | -- |
| 经营活动净现金流/总债务 | 0.11 | 0.07 | 0.11 | 0.11* |
| 货币等价物/短期债务 | 0.49 | 0.76 | 0.45 | 0.50 |

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

从存续债分布来看，截至 2021 年 6 月 18 日，公司待偿还境内债务融资余额 195.06 亿元，境外子公司待偿还债券 24 亿美元和 25.81 亿挪威克朗。

表 15：截至 2021 年 6 月 18 日公司存续债到期分布情况

| | 2021 | 2022 | 2023 及以后 |
|------|-------------------------|-------|-----------------------------|
| 到期金额 | 25 亿元+9 亿美元+13.31 亿挪威克朗 | 67 亿元 | 103.06 亿元+15 亿美元+12.5 亿挪威克朗 |

注：假设永续票据到期赎回，可交债未再行权；

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

备用流动性充足，股权融资渠道畅通，能够为整体偿债提供支持

银行授信方面，截至 2020 年末，公司从国内各家主要合作金融机构共获得授信总额 524.32 亿元，其中未使用额度为 332.98 亿元，均有所增加，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 Elkem ASA，具有畅通的资本市场融资渠道，财务弹性较强。

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值 35.13 亿元，其中包括受限货币资金 8.67 亿元，为融资租赁和用于取得银行抵押贷款的固定资产 18.08 亿元应收票据 8.39 亿元，受限资产规模较小。此外，截至 2021 年 3 月末，公司以其持有的安迪苏 592,506,518 股 A 股股票作为可交换公司债券的担保及信托财产，该部分股票占安迪苏总股本的 23.91%。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

重大未决诉讼方面，基于上海环境工程股份有限公司与公司、上海溶剂厂、中蓝建设工程有限责任公司、上海蓝星聚甲醛有限公司等因合资合作开发房地产事宜发生纠纷，各方于 2013 年 2 月 5 日签署《和解协议》。2021 年 3 月，上海环境工程股份有限公司以公司、上海溶剂厂、中蓝建设工程有限责任公司、上海蓝星聚甲醛有限公司延迟/未履行《和解协议》项下的部分房产交付/过户义务为由，向上海市第一中级人民法院提起诉讼，要求公司、

上海溶剂厂、中蓝建设工程有限责任公司、上海蓝星聚甲醛有限公司向其支付合计 154,516,951.30 元（违约金及加倍债务利息暂计至 2021 年 3 月 2 日）款项。目前该案件仍在审理中。海外诉讼方面，2021 年 2 月，挪威税务局决定增加 Elkem ASA 在 2016~2019 财年的应纳税所得额，该事项将增加所得税支出 1.38 亿元，该事项是由 2016 年收购 Blustar Silicones International Sarl 的宽恕协议引起，Elkem ASA 认为上述重新评估没有依据，将提起上诉。

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 2021 年 6 月 17 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

2021 年 3 月 31 日，经国务院国资委批准，中国中化集团有限公司（以下简称“中国中化”）与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”）实施联合重组，新设由国务院国资委代表国务院履行出资人职责的新公司，中国中化和中国化工整体划入该公司；5 月 8 日新公司成立并命名为中国中化控股有限责任公司。公司控股股东和实际控制人未发生变化，中诚信国际将关注两化整合对公司未来战略定位和业务开展及运营的影响。

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，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，截至 2020 年末，中国化工对公司的担保余额为 122.25 亿元。

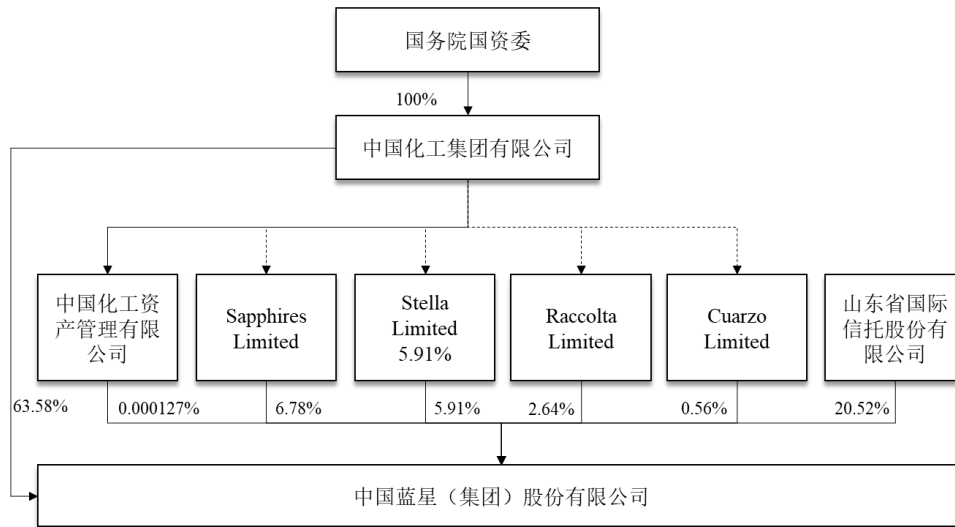
担保及信托财产情况

公司拟用于交换的安迪苏 680,000,000 股 A 股股票（股票代码：600299）及其孳息作为“19 蓝星 EB”的担保及信托财产，该债券换股期为 2020 年 10 月 21 日至 2024 年 10 月 18 日，截至 2020 年末，已完成换股 3,878.95 万股，预备用于交换的剩余股票数量为 64,121.05 万股，市值为 73.80 亿元，孳息账面价值为 1.81 亿元，合计 75.61 亿元，质押物价值对本期债券余额的覆盖比例为 186.16%。

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。

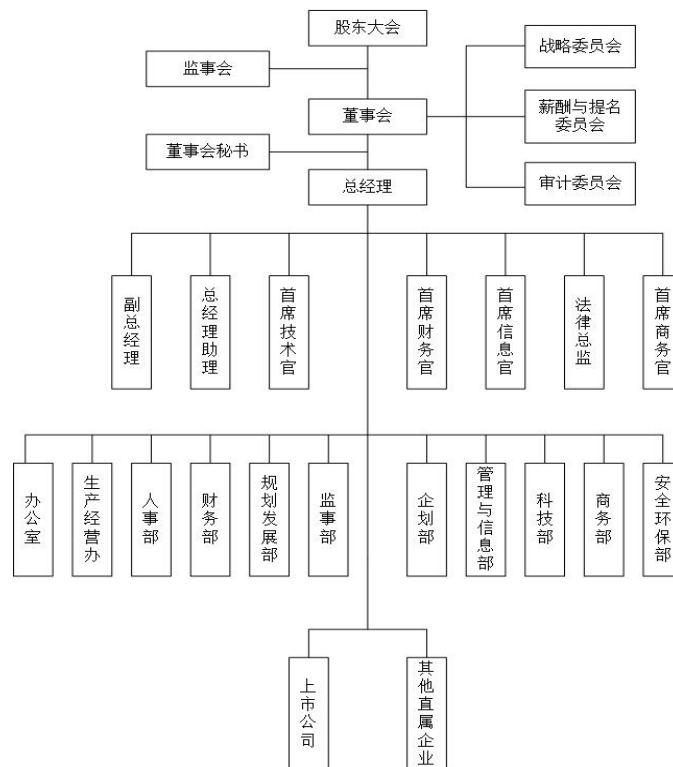
附一：中国蓝星（集团）股份有限公司股权结构及组织架构图（截至 2020 年末）



注：公司原股东之一深圳市中融毓翔股权管理中心（有限合伙）自 2014 年认缴 2,803,279,837 元出资但一直未完成实缴，公司向中融毓翔定向减资 2,803,279,837 元，减资完成后中融毓翔不再作为公司股东，其他股东实缴出资比例保持不变。该减资涉及的相关工商变更登记已完成并于 2020 年 11 月 30 日领取了新的《营业执照》，公司注册资本由 18,168,869,029 元变更为 15,365,589,192 元。

公司主要下属子公司情况

| 子公司名称 | 子公司层级 | 业务 | 直接和间接持股比例 |
|--------------|-------|--------------|-----------|
| Elkem ASA | 3 | 硅材料生产、销售 | 58.20% |
| 南通星辰合成材料有限公司 | 1 | 化工产品的生产销售 | 100% |
| 沈阳化工股份有限公司 | 2 | 化工产品、化工设备 | 46.03% |
| 蓝星安迪苏股份有限公司 | 1 | 动物营养添加剂生产及销售 | 87.65% |



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） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,539,292.43 | 1,597,885.39 | 1,023,691.90 | 1,100,837.98 |
| 应收账款净额 | 493,727.00 | 483,214.15 | 526,431.65 | 615,384.10 |
| 其他应收款 | 1,847,676.04 | 1,959,614.23 | 2,078,680.46 | 2,064,247.90 |
| 存货净额 | 924,151.53 | 908,214.83 | 882,157.61 | 913,499.85 |
| 长期投资 | 111,788.12 | 112,630.81 | 166,159.16 | 163,669.78 |
| 固定资产 | 2,870,894.70 | 2,835,463.04 | 2,780,883.77 | 2,799,058.49 |
| 在建工程 | 333,154.59 | 301,450.17 | 521,750.05 | 450,648.84 |
| 无形资产 | 674,178.30 | 699,500.15 | 760,914.48 | 577,241.09 |
| 总资产 | 10,223,889.97 | 10,290,498.72 | 10,999,070.72 | 11,190,640.14 |
| 其他应付款 | 393,505.20 | 286,387.06 | 378,246.94 | 303,007.55 |
| 短期债务 | 3,456,115.58 | 2,363,515.63 | 2,854,731.93 | 2,784,921.22 |
| 长期债务 | 2,407,121.77 | 3,764,960.18 | 3,142,341.94 | 3,281,615.96 |
| 总债务 | 5,863,237.35 | 6,128,475.81 | 5,997,073.86 | 6,066,537.17 |
| 净债务 | 4,323,944.92 | 4,530,590.42 | 4,973,381.96 | 4,965,699.20 |
| 总负债 | 7,649,274.44 | 7,660,211.09 | 7,869,550.56 | 7,863,332.59 |
| 费用化利息支出 | 259,829.58 | 258,728.54 | 238,997.28 | -- |
| 资本化利息支出 | 341.90 | - | 201.55 | -- |
| 所有者权益合计 | 2,574,615.53 | 2,630,287.63 | 3,129,520.16 | 3,327,307.55 |
| 营业总收入 | 6,001,337.75 | 5,579,944.75 | 5,400,740.41 | 1,583,906.44 |
| 经营性业务利润 | 239,600.51 | -87,448.26 | 283,847.25 | 96,267.85 |
| 投资收益 | -19,236.85 | 8,205.23 | 11,556.82 | 2,832.25 |
| 净利润 | 146,479.81 | -98,106.65 | 109,729.35 | 101,476.53 |
| EBIT | 505,376.26 | 208,442.41 | 450,476.36 | -- |
| EBITDA | 914,364.05 | 618,707.49 | 874,113.16 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 647,730.51 | 452,196.56 | 635,735.77 | 163,467.16 |
| 投资活动产生现金净流量 | -537,869.00 | -382,213.09 | -1,151,333.80 | -136,957.54 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -378,787.64 | 2,847.19 | -60,554.93 | 18,665.82 |
| 资本支出 | 472,023.42 | 499,184.48 | 500,069.78 | 140,736.27 |
| 财务指标 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
| 营业毛利率(%) | 22.33 | 17.76 | 21.30 | 26.86 |
| 期间费用率(%) | 18.33 | 19.46 | 16.61 | 20.35 |
| EBITDA 利润率(%) | 15.24 | 11.09 | 16.19 | -- |
| 总资产收益率(%) | 4.92 | 2.03 | 4.21 | -- |
| 净资产收益率(%) | 5.78 | -3.77 | 3.77 | 12.57* |
| 流动比率(X) | 1.10 | 1.53 | 1.19 | 1.28 |
| 速动比率(X) | 0.91 | 1.27 | 0.99 | 1.06 |
| 存货周转率(X) | 5.39 | 5.01 | 4.75 | 5.16 |
| 应收账款周转率(X) | 9.98 | 11.42 | 10.71 | 11.10 |
| 资产负债率(%) | 74.82 | 74.44 | 71.55 | 70.27 |
| 总资本化比率(%) | 69.49 | 69.97 | 65.71 | 64.58 |
| 短期债务/总债务(%) | 58.95 | 38.57 | 47.60 | 45.91 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.11 | 0.07 | 0.11 | 0.11* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.19 | 0.19 | 0.22 | 0.23* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 2.49 | 1.75 | 2.66 | -- |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | 5.62 | 2.14 | 4.63 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.41 | 9.91 | 6.86 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.26 | 0.26 | 0.31 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 3.51 | 2.39 | 3.65 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 1.94 | 0.81 | 1.88 | -- |

注：1、2021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 |
| | 总资本化比率 | =总债务/（总债务+所有者权益合计） |
| 经营效率 | 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 |
| | 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） |
| 盈利能力 | 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 |
| | EBIT 利润率 | =EBIT/当年营业总收入 |
| EBITDA 利润率 | =EBITDA/当年营业总收入 | |
| 现金流 | 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 |
| | 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） |
| 偿债能力 | 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 |
| | 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。