



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） 2023年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0986 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023年6月26日

本次跟踪发行人及评级结果	中国蓝星（集团）股份有限公司	AAA/稳定
--------------	----------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“19 蓝星 EB”	AAA
-------------	------------	-----

评级观点

中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“中国蓝星”或“公司”）以其持有的蓝星安迪苏股份有限公司（证券代码：600299.SH，以下简称“安迪苏”）股票对“19 蓝星 EB”进行质押担保。

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国蓝星产业链完整且行业领先地位稳固、多元化和全球化业务布局、盈利水平和经营获现能力持续提升以及融资渠道畅通，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原材料和产品价格波动影响公司盈利和获现稳定、海外业务面临经营管理及汇兑波动等风险以及关联方资金占用规模较大等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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。

正面
<ul style="list-style-type: none"> ■ 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，2022年继续保持领先的行业地位 ■ 公司拥有综合化、多元化的业务和产品组合，且业务布局全球化 ■ 跟踪期内，盈利水平和经营获现能力持续提升 ■ 融资渠道畅通，备用流动性充足
关注
<ul style="list-style-type: none"> ■ 原材料和产品价格波动对公司盈利及获现稳定性影响较大 ■ 海外业务面临经营管理及汇兑波动等风险 ■ 关联方资金占用规模较大，需关注回收情况

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn
项目组成员：杨龙翔 lxyang@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

中国蓝星（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,100.90	1,062.56	1,096.99	1,104.66
所有者权益合计（亿元）	313.87	308.63	297.75	291.57
负债合计（亿元）	787.02	753.93	799.24	813.10
总债务（亿元）	615.42	557.69	603.33	631.02
营业总收入（亿元）	540.32	681.28	689.48	156.09
净利润（亿元）	11.08	31.56	39.20	3.84
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	63.73	100.12	95.64	2.73
营业毛利率（%）	18.14	22.77	23.62	13.61
总资产收益率（%）	--	6.80	7.07	--
资产负债率（%）	71.49	70.95	72.86	73.61
总资本化比率（%）	66.22	64.37	66.96	68.40
总债务/EBITDA（X）	7.08	4.76	5.23	--
EBITDA利息保障倍数（X）	3.64	6.08	6.35	--
FFO/总债务（X）	0.06	0.16	0.17	--

中国蓝星（公司本部口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产（亿元）	514.59	477.17	521.92	531.68
所有者权益合计（亿元）	200.16	138.96	116.75	116.88
总负债（亿元）	314.42	338.22	405.17	414.80
总债务（亿元）	299.88	327.73	393.77	406.05
营业总收入（亿元）	0.45	0.40	0.25	0.06
净利润（亿元）	19.57	-12.07	3.76	0.13
经营活动净现金流（亿元）	-0.90	-1.51	-0.44	-0.18
资产负债率（%）	61.10	70.88	77.63	78.02
总资本化比率（%）	59.97	70.22	77.13	77.65

注：1、中诚信国际根据公司对外披露的其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2020年度、2021年度以及2022年度审计报告（非三年连审）整理。其中，2020年、2021年财务数据分别采用了2021年、2022年审计报告期初数，2022年财务数据采用了2022年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际分析时，将其他流动负债和衍生金融负债的有息债务调整至短期债务，将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务；4、由于缺乏相关数据，2023年一季度部分指标无法计算。

同行业比较（2022年数据）

公司名称	主营业务	主要产品最新产能 (万吨/年)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	资产负债率 (%)	经营活动净现金流 (亿元)
中国蓝星	硅材料 工程塑料 多功能材料	有机硅单体：70 工业硅：30 硅铁合金：32 碳素：33 环氧树脂：16 双酚A：15 聚醚：25 聚乙烯：60	1,096.99	297.75	689.48	39.20	72.86	95.64
中化国际	化工新材料 化工材料	苯酚丙酮：65 环氧树脂：35 环氧氯丙烷：25 双酚A：24 多元醇：75	702.57	265.43	874.49	21.80	62.22	34.06
鲁西化工	化工新材料 基础化工	己内酰胺：40 尼龙6：40 甲酸：40 烧碱：40	344.07	174.55	303.57	31.56	49.27	51.16

中诚信国际认为，公司与可比企业的核心产品均拥有一定规模优势，且主要产品多元化程度高，但上下游市场波动易对产品产销和盈利水平造成影响；公司为硅材料领域国内外龙头企业，市场布局更广，有机硅和蛋氨酸产品国际市场占有率更高。财务方面，公司资产及净资产规模大，经营获现和盈利能力处于可比公司较好水平，但关联方拆借款规模大，财务杠杆高且相关偿债指标有待优化。

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。

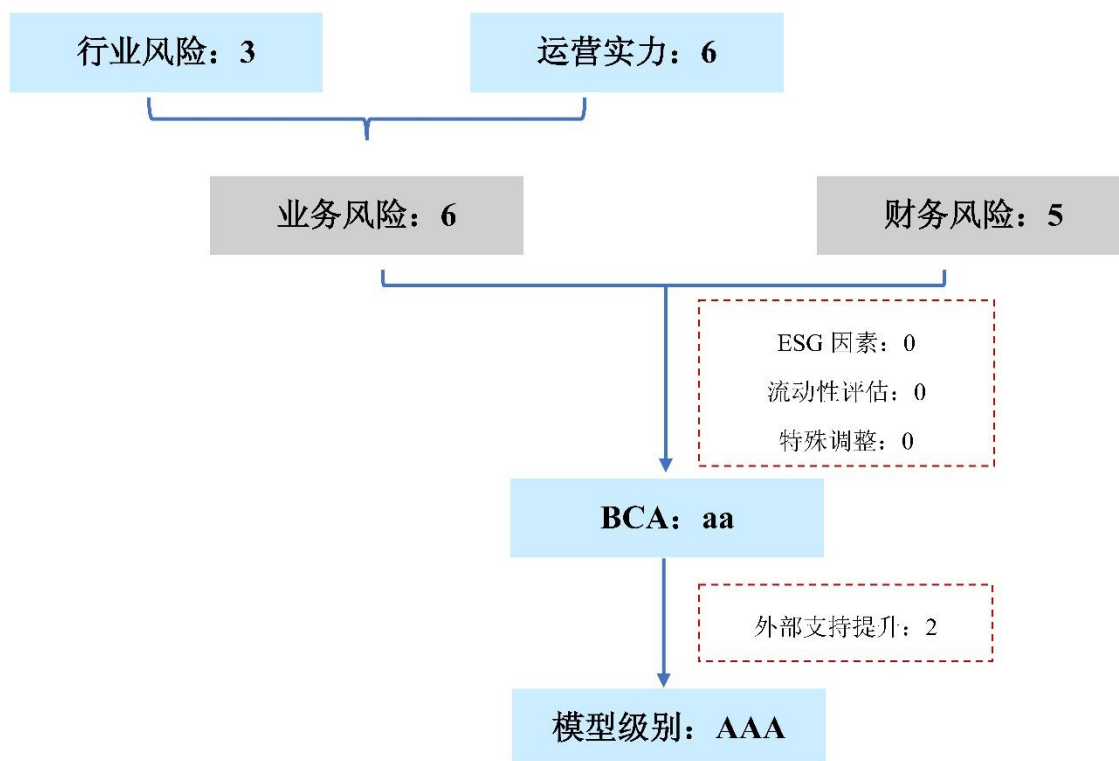
资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评 级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
19 蓝星 EB	AAA	AAA	2022/06/28	45.00	36.79	2019/10/18 ~2024/10/18	回售、赎回

● 评级模型

中国蓝星（集团）股份有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际化工行业评级方法与模型 C030000_2022_03

■ 业务风险：

中国蓝星属于化工行业，因化工行业与国民经济相关性大，中国化工行业风险评估为中等；公司终端原材料主要依赖外采，对利润影响较大，但主要产品行业地位领先，产品结构丰富且产能布局全球化，部分产品技术壁垒高，技术研发实力强，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

中国蓝星债务规模整体有所增长，杠杆水平高，但盈利及获现能力有所提升令偿债指标有所改善，且融资渠道畅通，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对中国蓝星个体基础信用等级无影响，中国蓝星具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

公司最终控股股东中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）为国务院国资委监管的国有重要骨干企业，市场竞争力和经营实力很强，公司作为其下属生命科学及材料科学板块最重要的运营主体，可获得其很强的支持。外部支持调升 2 个子级。

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

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来，原油价格维持高位，化工产品盈利空间有所收缩。未来上游能源价格预计仍将保持高位震荡，对各子行业 PPI 形成一定底部支撑。传统终端市场需求回升有待内需逐步修复，而新兴市场需求仍将保持高速增长，各子行业运营及财务情况预计将出现持续分化。

2022年以来，新能源以及国产替代相关行业需求旺盛，新能源材料和化工新材料等行业固定资产投资持续上涨，但受国内传统终端市场需求疲软影响，主要产品产量当期增速均不同程度放缓。能源价格整体高位运行，但主要化工产品价格冲高回落，除油气开采外其他子行业虽收入规模保持增长，但增幅有所收窄。未来一段时间，传统终端市场需求短期内或仍有所承压，长期受房地产边际修复影响较大；而新能源以及国产替代相关行业预计仍将保持相对高速发展，带动新能源材料和化工新材料等行业固定资产投资保持上涨趋势。上游能源价格预计仍将保持高位震荡，对各子行业PPI形成一定底部支撑，各子行业运营及财务情况预计仍将出现持续分化。

详见《中国化工行业展望，2023年2月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9793?type=1>

中诚信国际认为，公司主要产品行业地位突出，产品结构多元化且业务布局全球化，部分产品行业壁垒较高，技术研发和产品市场竞争力优势明显。原材料主要依赖外采，跟踪期内，产品价格上升拉动收入增长，但原材料价格高位对部分产品盈利形成一定影响。此外，需关注海外业务经营情况以及投资风险。

公司材料科学板块产业链较为完整，主要产品产能保持全球前列，拥有较强市场竞争力。2022年以来，主要产品产销量虽有所分化，但价格整体保持增长态势，带动材料科学板块收入大幅增长。

公司拥有从基础化工原料到化工新材料产品的全产业链，业务以材料科学、生命科学及环境科学三大板块为主。其中，材料科学板块包括硅材料、工程塑料及功能性化学品¹。硅材料产品板块的主要运营主体为Elkem ASA²（证券代码：ELK，以下简称“埃肯公司”），目前已打造了上下游一体且全球化的硅产业价值链，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、卫生防护、牙科应用等领域均保持领先地位。截至2022年末，公司在全球建有11个硅材料生产基地，工业硅年产能30万吨，有机硅单体年产能70万吨³，位列全球第三和中国第二；此外，在国外还拥有硅铁合金年产能32万吨和碳素年产能33万吨，跟踪期内产能规模保持稳定。公司下游客户优质，销售模式相对稳定；2022年硅材料业务各主要产品销售均价均呈增长态势，带动公司硅材料产品收入同比增幅明显。

表 1：公司硅材料业务主要产品经营情况（亿元、元/吨）

项目		2020	2021	2022
碳素	营业收入	13.75	16.36	26.41
	主要产品（炭素）销售均价	5,369.68	5,565.82	8,746.38
有机硅	营业收入	93.21	131.07	135.79
	主要产品（功能性添加剂和功能性涂料）销售均价	25,056.63	32,045.50	34,463.84
硅产品	营业收入	85.11	111.17	172.18
	主要产品销售均价	16,180.59	22,145.05	35,138.22

注：1、上述数据不包括各材料间抵消部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程塑料业务主要由公司全资子公司南通星辰合成材料有限公司负责运营，其是中国领先的特种环氧树脂生产商、国内最大的PPE生产商、第三大的双酚A生产商和改性塑料生产商。2022年

¹ 2022年硅材料、工程塑料及功能性化学品收入分别为316.94亿元、66.85亿元和103.81亿元，占材料科学板块收入的比重分别为65.00%、13.71%和21.29%，硅材料收入占比逐年大幅提升。

² 埃肯公司系挪威奥斯陆交易所上市公司。

³ 截至2022年末，有机硅单体国内产能50万吨/年，国外产能20万吨/年；工业硅国内产能5万吨/年，国外产能25万吨/年。

末该板块主要产品产能维持稳定⁴。产销方面，2022年，工程塑料板块主要产品产销量有所波动，原材料价格支撑主要产品销售价格高位震荡；其中，受下游需求不足以及上游双酚A行情偏弱难以对环氧树脂价格形成成本支撑等因素影响，环氧树脂销售量价均呈下行态势；随着电子电器行业的迅猛发展带动下游需求旺盛，同时公司聚苯醚产品质量不断提升，聚苯醚销售量价上升幅度较大。

表 2：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	2020	2021	2022
环氧树脂	产量	145,686.23	154,161.94	149,665.78
	销量	131,684.32	140,571.80	139,146.95
	收入	21.98	37.58	29.45
	均价	16,693	26,731	21,167
PBT	产量	61,936.14	62,585.67	59,959.54
	销量	67,275.91	68,817.53	75,090.07
	收入	4.88	10.42	10.67
	均价	7,258	15,145	14,211
改性塑料	产量	16,300.41	22,600.20	24,828.00
	销量	16,884.06	23,800.28	25,087.08
	收入	2.15	4.19	4.48
	均价	12,752	17,591	17,857
聚苯醚（PPE）	产量	22,287.90	25,196.72	33,218.34
	销量	23,704.75	28,405.94	38,579.24
	收入	4.46	4.65	8.11
	均价	18,832	16,353	21,023

注：PBT存在部分委外加工，因此销量大于产量；2022年PBT以消化历史订单为主，因此销售量大幅增长。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2022年10月，公司30万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目投产运行，其他主要功能性化学品产能同比保持稳定⁵。产销方面，2022年，受产能过剩、下游需求疲软以及交通受阻等因素影响，公司功能性化学品板块销售量价整体均呈下行态势；其中，受环保政策导致的厂区搬迁以及上游原材料价格大幅上涨等因素影响，聚乙烯国内产线当期未实现开车生产。

表 3：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	2020	2021	2022
聚醚	产量	195,826.67	210,533.50	207,840.39
	销量	197,433.72	208,598.25	206,329.82
	收入	23.20	33.15	22.00
	均价	11,751.97	15,890.05	10,663.08
PVC糊树脂	产量	196,502.68	171,066.92	152,400.58
	销量	197,177.54	162,048.38	157,144.48
	收入	24.35	21.22	13.04
	均价	12,351.58	13,097.60	8,295.43
聚乙烯（国内）	产量	69,734.90	66,681.55	-
	销量	78,212.55	65,766.00	3,318.35
	收入	5.10	4.78	0.33
	均价	6,520.05	7,268.04	9,839.95

⁴ 截至2022年末，公司拥有环氧树脂产能16万吨/年、原料双酚A产能15万吨/年、PBT基础树脂产能6万吨/年、改性PBT产能3万吨/年、苯酚产能9万吨/年、丙酮产能5.60万吨/年和聚苯醚（PPE）产能5万吨/年。

⁵ 截至2022年末，聚醚产能25万吨/年、糊树脂产能20万吨/年、聚乙烯产能60万吨/年（国外产能50万吨/年）、丙烯酸酯产能13万吨/年、聚醚多元醇产能30万吨/年。

聚乙烯（国外）	产量	328,000.00	325,000.00	296,200.00
	销量	349,000.00	324,800.00	293,400.00
	收入	30.31	34.30	34.57
	均价	7,991.45	9,494.49	11,781.26
丙烯酸酯	产量	95,736.00	114,511.00	108,454.00
	销量	96,140.00	114,535.00	109,837.32
	收入	7.65	16.93	10.81
	均价	6,991.94	12,981.65	9,845.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，生命科学板块产能规模优势持续提升，液体蛋氨酸及特种产品需求强劲令产品销量提升，推动该板块收入平稳增长。但仍需关注原材料价格上升对该板块盈利能力的影响。

公司生命科学板块主要由安迪苏生产经营，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）。其中，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。2022 年 9 月，年产能 18 万吨的南京液体蛋氨酸工厂二期项目（BANC2）成功投产，但因生产成本高位，欧洲工厂暂时关闭了其中一条固体蛋氨酸生产线⁶。除了蛋氨酸产品外，安迪苏也可向客户提供全系列维生素产品；2022 年 12 月，安迪苏完成 Nor-Feed 收购并进入天然植物萃取饲料添加剂领域。

产销方面，虽然维生素 A 市场需求缩减且价格承压，但受益于中国和中东/非洲地区蛋氨酸销售量大幅增长以及产品价格上升，功能性产品营业收入持续增长；此外，所有动物类产品销售增长等因素令特种产品收入亦保持增长。但受地缘政治及欧洲能源危机等宏观环境的综合影响，丙烯 95% 甲醇以及硫磺等原材料价格同比增长，生命科学主要产品毛利率均呈下降态势。

表 4：公司生命科学主要产品收入构成（亿元、%）

项目		2020	2021	2022
功能性产品	营业收入	85.23	90.72	103.37
	毛利率	34.53	30.04	23.16
特种产品	营业收入	28.24	31.64	33.22
	毛利率	49.85	48.65	46.93
其他产品	营业收入	5.64	6.33	8.70
	毛利率	30.03	20.42	5.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，环境科学板块业务稳定经营，对收入形成一定贡献。

公司环境科学板块的业务主要以膜材料、工业服务及贸易、先进装备制造等为主。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，拥有自主知识产权的纳滤、反渗透、超滤三条膜产品生产线，产能规模稳定，可生产、销售 40 多种产品。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，离子膜电解槽设备制造能力和（烧碱）的电极制造能力稳定。公司向国内

⁶截至 2022 年末，安迪苏拥有欧洲及中国 2 大生产平台、7 家生产基地，南京安迪苏和欧洲工厂产能分别为 35.00 万吨/年和 38.80 万吨/年。

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。

公司聚焦主业的战略发展目标明确，在建项目后续仍有一定规模的投资支出，需关注海外投资及后续资产整合情况。

公司围绕材料科学和生命科学板块持续推进扩产及配套项目建设，截至 2022 年末，公司在建项目计划总投资 89.27 亿元，已投资 54.14 亿元，未来仍有一定资本支出规模。此外，中诚信国际关注到，公司战略性的进入海外市场，全球化的业务布局增强了抵御市场风险的能力但地缘政治、国际经济以及进入壁垒等其它诸多条件复杂多变，可能给公司海外业务拓展和经营带来风险；此外，为进一步聚焦主业，公司不断对业务结构进行优化调整，需对海外投资风险以及业务结构优化调整情况保持关注。

表 5：截至 2022 年末公司主要在建和拟建项目（亿元）

项目名称	总投资	截至 2022 年末 累计投资	计划投资		
			2023	2024	2025
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	29.86	16.46	10.38	3.02	--
江西蓝星星火有机硅有限公司 3.5 万吨特种密封胶项目	2.55	0.20	1.10	1.25	--
江西蓝星星火有机硅有限公司 6,000 吨特种硅油项目	1.37	0.54	0.35	0.48	--
江西蓝星星火有机硅有限公司新建尾气焚烧项目	1.84	0.53	1.31	--	--
江西蓝星星火有机硅有限公司 MQ 树脂项目	1.52	0.06	0.60	0.86	--
蓝星安迪苏南京有限公司二期 18 万吨液体蛋氨酸项目	39.47	32.90	3.10	3.47	--
安迪苏法国新建粉末制剂平台项目	1.50	1.04	0.46	--	--
埃肯有机硅 RON2022 项目	2.92	1.30	1.42	0.20	--
南通中蓝工程塑胶有限公司 5.61 万吨/年高性能复合材料项目	5.19	1.08	1.75	0.30	0.10
安迪苏 3.7 万吨特种产品饲料添加剂项目	3.05	0.03	0.60	1.08	0.69
合计	89.27	54.14	21.07	10.66	0.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司技术研发实力强，部分产品所处领域行业壁垒高。

截至 2022 年末，公司拥有 45 家研发和技术服务机构，分布于中国、法国、澳大利亚、英国、美国、巴西、挪威、新加坡、印度等 10 个国家和地区；其中获得国家级资质 14 个，省部级资质 26 个，承担并完成了中国、法国、挪威等国多项重要科研项目，开发出一批具有自主知识产权的高科技产品和专有技术，获得 830 多项科技奖。2022 年新申请专利 381 件，主导制（修）订团体标准 7 项。其中，材料科学板块埃肯公司在高温电解技术、电弧炉技术、电极系统、能量回收技术、硅基和铝基二元、三元和多元合金、金属表面处理、高温反应器的强化设计和建造等多个方面具有自主知识产权。生命科学板块，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。

财务风险

中诚信国际认为，受益于部分产品销售价格增长，2022 年公司收入及利润规模均有所增长；资产规模持续提升，债务结构相对稳定；获现能力提升推动偿债指标优化但关联企业为主的应收类款项规模较大，相关坏账减值损失对利润形成较大侵蚀，同时财务杠杆处于较高水平，需关注后续关联资金回收情况以及财务杠杆压

降计划。

2022年公司收入规模及经营性盈利能力均有所提升，非经常性损益对利润影响较大。同时，需关注原材料价格波动对盈利能力的影响。

2022年，光伏材料业务于2021年底划出后，对环境科学板块收入形成较大影响，但材料科学板块和生命科学主要产品价格增长令营业总收入和毛利率均保持增长；同时，汇兑损失下降令财务费用同比大幅下降，较好的期间费用控制能力进一步推动经营性业务利润同比增长；此外，固定资产减值损失、使用权资产减值损失以及其他应收款减值损失对利润形成较大侵蚀，但公司控股子公司为对冲所发行美元债券的汇率风险而开展汇率掉期交易，产生较大规模公允价值变动收益，对利润形成补充。2023年一季度，公司营业总收入同比下降12.93%，同时原材料价格高位令营业毛利率同比下降14.64个百分点。中诚信国际关注到，2022年公司海外业务收入占营业总收入的比重为58.93%（未内部抵消和分摊），为规避外汇风险公司持有远期外汇合约或货币互换合约等衍生金融工具，此外，海外业务受到国际政治环境影响较大，需持续关注上述因素对公司海外业务盈利的影响。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
材料科学	354.68	13.69	475.95	21.79	487.59	23.70
生命科学	119.08	35.39	128.69	34.14	145.29	27.51
环境科学	91.01	6.93	112.45	6.25	85.12	7.93
其他及抵消	-24.45	--	-35.81	--	-28.52	--
营业总收入/营业毛利率	540.32	18.14	681.28	22.77	689.48	23.62

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用合计	72.51	97.14	81.99	17.63
期间费用率	13.42	14.26	11.89	11.29
经营性业务利润	28.52	61.09	81.21	4.08
资产减值损失	1.03	8.80	21.62	0.26
信用减值损失	0.12	1.33	14.66	0.04
公允价值变动收益	-7.81	9.71	14.53	0.27
利润总额	21.28	52.99	58.53	6.08
EBITDA	86.97	117.19	115.32	--
总资产收益率	--	6.80	7.07	--

注：2022年因主要生产装置停产、经营持续亏损等因素，公司计提固定资产减值损失15.01亿元、使用权资产减值损失3.45亿元；此外，其他应收款计提减值损失11.95亿元，主要为对破产清算的关联方企业以及划出中国中化合并范围企业的往来款。

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司总资产规模小幅增长，但关联企业为主的应收类款项规模较大，后续资金回收情况有待关注；所有者权益下降令财务杠杆上升且处于较高水平

跟踪期内，公司总资产小幅增长，资产结构相对均衡。具体来看，公司货币资金保持较大规模，2022年末受限比例为9.57%，相对较低；2022年以来，随着主要产品产量的增长带动存货中产成品规模扩大。经营性应收类款项规模相对较大，但逐年小幅下降且账龄以一年以内为主。其他应收款以应收关联方带息款项为主，且规模较大，账龄集中在3年以上，占比为57.01%，截至

2022年末计提坏账准备40.86亿元⁷；长期应收款亦以应收关联方带息往来款为主，2022年末计提坏账准备30.76亿元。**中诚信国际关注到**，公司应收类款项占比较高，对公司资金形成较大占用，且应收对象以关联方往来款为主，计提坏账准备比例较高，需对公司应收类款项的收回情况保持关注。

公司负债规模较大，且以有息债务为主，受短期融资券发行以及长期债务于一年内到期，2022年末债务规模同比增长；随着在建项目投入，2023年3月末债务规模持续增长，短期债务占比小幅波动，但债务结构整体稳定且均衡。所有者权益方面，随着永续债到期赎回以及其他综合收益下降，公司所有者权益持续小幅下降，推动公司杠杆水平上升且维持相对高位。此外，公司所有者权益中少数股东权益占比高，权益稳定性一般。

表 8：近年来公司资产、负债及资本结构（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	1,100.90	1,062.56	1,096.99	1,104.66
货币资金	102.83	139.04	119.96	127.98
其他应收款	208.39	184.88	199.67	204.12
存货	88.22	104.51	117.37	113.83
长期应收款	101.79	74.75	73.97	74.53
固定资产	278.09	236.19	255.93	257.14
在建工程	52.18	56.30	46.49	46.53
其他非流动资产	5.82	6.87	18.01	11.75
非流动资产/总资产	53.79	48.53	49.08	48.54
负债总额	787.02	753.93	799.24	813.10
应付账款	58.07	67.68	72.34	67.59
其他应付款	37.88	51.01	34.65	31.83
总债务	615.42	557.69	603.33	631.02
短期债务/总债务	47.77	44.94	48.78	41.33
其他权益工具	27.17	26.87	1.72	1.72
少数股东权益	181.02	207.13	210.45	214.43
所有者权益合计	313.87	308.63	297.75	291.57
资产负债率	71.49	70.95	72.86	73.61
总资本化比率	66.22	64.37	66.96	68.40

注：2022年末其他非流动资产大幅增长主要系衍生金融资产增长所致；2022年末其他应付款下降主要系应付关联公司款项下降所致。
 资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

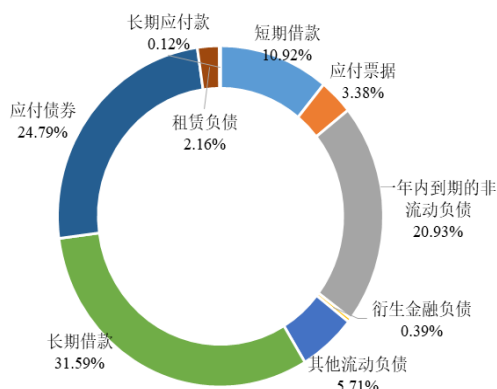
表 9：2022年末公司对主要关联企业其他应收款和长期应收款情况（亿元）

公司名称	其他应收款	公司名称	长期应收款
中蓝石化有限公司	50.40	中蓝石化有限公司	53.03
山纳合成橡胶有限责任公司	25.55	蓝星纤维（北京）有限公司	6.66
中国化工（香港）控股有限公司	24.89	兰州蓝星纤维有限公司	4.78
中国化工集团有限公司	17.97	蓝星石化有限公司	3.16
蓝星（天津）化工有限公司	8.84	上海蓝星聚甲醛有限公司	2.40
合计	127.65	合计	70.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

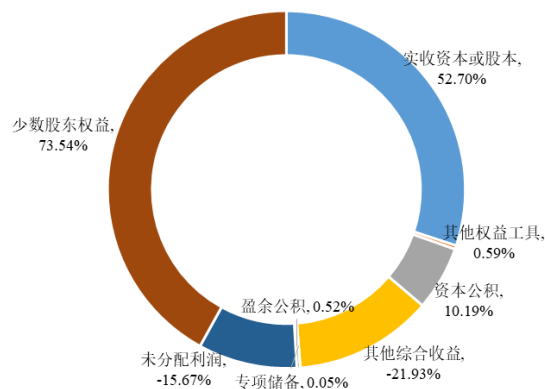
⁷中国中化已向公司出具《财务支持函》，确认截至2022年末公司账面确认的应收中国中化及所属企业的应收账款（不含山西合成橡胶集团有限责任公司）、其他应收款、长期应收款的金额不存在坏账风险，在公司要求上述企业偿还上述欠款而上述企业未及时支付的情况下，中国中化会按照公司要求偿付的金额及时支付。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年公司仍保持很强经营获现能力，偿债指标整体有所提升。

2022 年，受支付的各项税费增长影响，经营活动净现金流略有下降，但公司仍保持很强的经营获现能力；随着在建项目的不断投入以及向关联方拆出款项规模增长，投资活动现金净流出规模有所提升；很强的获现能力令公司保持一定债务偿付规模且于当期赎回永续债，筹资活动现金净流出同比增长。

偿债指标方面，2022 年 EBITDA 对债务本金覆盖能力有所弱化，但对利息仍可形成很好覆盖；同时，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有所提升。货币资金对短期债务无法实现较好覆盖，但整体来看，偿债能力仍保持较好水平。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	63.73	100.12	95.64	2.73
投资活动产生的现金流量净额	-115.13	-51.20	-71.40	-16.39
筹资活动产生的现金流量净额	-6.06	-13.80	-44.31	21.34
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	2.66	5.19	5.27	--
EBITDA 利息保障倍数	3.64	6.08	6.35	--
FFO/总债务	0.06	0.16	0.17	--
总债务/EBITDA	7.08	4.76	5.23	--
货币等价物/短期债务	0.37	0.51	0.38	--

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计 19.70 亿元，主要系货币资金 11.48 亿元、应收款项融资 3.62 亿元和固定资产 4.60 亿元，受限规模很小。此外，截至 2022 年末，公司以其持有的安迪苏 592,078,100 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 22.08%；占公司所持有安迪苏股权的 25.72%。

截至 2022 年末，公司无对外担保；截至 2023 年 3 月末，尚未了结的金额在 5,000 万元以上的重大诉讼、仲裁事项合计涉案金额 3.87 亿元，对公司日常生产经营无重大影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料显示，2020~2023 年 5 月末，公司本部所有借款均到期

还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

本部情况

跟踪期内，投资收益增长令公司本部利润水平有所提升，资产规模小幅提升，但关联方应收款对资金形成一定占用，且计提的减值损失对利润形成很大侵蚀；此外，债务规模小幅增长，财务杠杆相对高位，本部面临一定债务偿付压力。

公司本部主要承担管理及融资职能，利润来源主要系对子公司的投资收益。2022年，公司本部收入规模依旧较小，利润主要来源于下属子公司贡献的投资收益，随着子公司盈利能力的提升，公司投资收益有所提升，但对关联方应收款计提的减值损失对利润形成很大侵蚀。资本结构方面，跟踪期内，公司本部资产规模持续小幅增长，流动资产占比不断提升。其中，对关联方及其子公司的借款和往来款规模较大⁸，对资金形成一定占用。公司负债以有息债务为主，2022年以来，银行借款和（超）短期融资券规模的提升令有息债务规模增长，短期债务占比整体有所提升。永续债到期赎回令权益规模下降，进而导致公司本部财务杠杆水平进一步提升且处于较高水平。

2022年以来，公司本部经营活动现金流持续呈净流出态势；受购买理财规模以及关联方拆借规模增长等因素影响，投资活动现金净流出规模大幅提升。偿债方面，本部较弱的获现能力无法对债务本息形成有效覆盖，且本部货币资金规模相对较小，面临一定债务偿付压力。但公司本部持有沈阳化工、安迪苏和 Elkem ASA 三家上市公司股权⁹，截至2023年6月19日收盘，三家上市公司市值分别为32.45亿元、211.10亿元和165.95亿挪威克朗（约111亿人民币）；除部分持有的安迪苏股票被用于可交换债券质押担保外，无其他质押情况，可为公司本部债务偿还提供一定支持。

表 11：近年来公司本部财务情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	0.45	0.40	0.25	0.06
财务费用	6.34	4.15	2.46	1.99
期间费用合计	7.51	5.53	3.60	2.34
经营性业务利润	-7.16	-5.24	-3.43	-2.28
资产减值损失	4.32	16.93	1.52	-
信用减值损失	-	0.61	13.40	-
投资收益	31.88	12.87	16.16	1.87
取得投资收益、利息收入所收到的现金	8.17	10.67	15.67	-
利润总额	21.22	-13.20	3.87	0.13
货币资金	3.59	14.03	7.19	8.98
其他应收款	204.20	178.44	230.99	239.53
长期应收款	108.86	102.19	102.29	101.86
长期股权投资	188.69	170.60	168.98	168.98
总资产	514.59	477.17	521.92	531.68
短期债务	137.12	143.61	235.42	198.62
长期债务	162.76	184.12	158.35	207.43
总债务	299.88	327.73	393.77	406.05

⁸其他应收款及长期应收款均主要系应收中国化工及其子公司以及中国化工新材料有限公司和蓝星石化有限公司等关联方及其子公司的借款和往来款，该类借款和往来款占应收类款项的比重超过60%。中国化工向公司出具承诺函，承诺中国化工将为此类债务提供偿付支持；综合来看，上述款项的回收有一定保障。

⁹

总负债	314.42	338.22	405.17	414.80
未分配利润	-61.79	-125.03	-122.46	-122.33
所有者权益合计	200.16	138.96	116.75	116.88
资产负债率	61.10	70.88	77.63	78.02
总资本化比率	59.97	70.22	77.13	77.65
经营活动净现金流	-0.90	-1.51	-0.44	-0.18
投资活动净现金流	-32.84	-3.19	-37.07	-7.91
筹资活动净现金流	16.84	14.33	29.60	9.69
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.08	-0.15	-0.04	--
FFO/总债务	-0.04	-0.03	-0.03	--
货币资金/短期债务	0.15	0.03	0.10	0.05

注：2023年一季度取得投资收益收到的现金为-46.73万元；带“*”指标已经年化处理；资产减值损失包含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

假设与预测¹⁰

假设

——2023年，受主要产品价格整体下行以及原材料价格高位震荡，预期公司营业总收入以及盈利能力或将有所下行。

——2023年，公司在建项目按期推进且保持一定投资。

——2023年，公司债务规模持续增长，债务结构保持稳定，但永续债的发行或将令财务杠杆略有下降。

预测

表 12：预测情况表

重要指标	2021年实际	2022年实际	2023预测
总资本化比率（%）	64.37	66.96	64~66.96
总债务/EBITDA（X）	4.76	5.23	5.5~7.0

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司很强的获现能力以及畅通的外部融资渠道可实现资金平衡。

截至2022年末，公司在各家金融机构获得授信额度合计617.39亿元，其中，尚未使用授信额度为401.43亿元，拥有一定备用流动性；同年末公司未受限账面货币资金合计108.47亿元；同时，公司合并范围内拥有3家上市子公司，具有畅通的资本市场融资渠道，财务弹性较强。

公司资金流出主要用于经营活动、资本性支出、债务还本付息以及向股东分配股利等，债务主要由银行贷款、公开发行债券等构成，其中银行贷款以保证及信用借款为主。虽然一年内到期规模较大，面临一定短期偿债压力，但很强的获现能力以及畅通的外部融资渠道可实现资金平衡。

¹⁰ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

表 13：截至 2022 年末公司债务到期分部情况（亿元）

	一年以内	一年以上
合并口径	294.31	309.02
银行融资	120.39	152.78
公开债务	147.59	142.01
其他	146.72	14.23

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

ESG 分析¹¹

中诚信国际认为，公司重视安全生产与环保投入，治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险负面影响较小。

环保方面，在双碳目标和环保要求日趋严格的背景下，化工行业仍将持续淘汰落后产能且控制新增产能，整体面临一定转型升级压力，未来或将在工艺技术水平提升以及环保改造、绿色生产等方面保持较大资金投入。公司依照中国化工要求，实施严格管理，各所属企业均设立了安全环保处，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 管理现状，引进凯诺斯 SHE 管理理念，编制了《中国蓝星（集团）股份有限公司工程建设项目 SHE 管理制度》，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。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年，公司无重大负面影响的产品质量问题，未发生市场监督管理部门处罚，未出现重大安全生产事故。

公司治理方面，公司建立了股东大会、董事会、监事会等法人治理结构，明确了职责权限及运作程序，治理结构较为健全。2022 年 12 月，张学工先生辞去公司董事职务，王红军先生担任第五届董事会董事。内控方面，公司建立健全并严格执行各项内部控制制度，包括重大经营与投资决策管理制度、对外投融资管理制度、关联交易管理制度等。财务管理方面，公司实现了对各级子公司财务事项进行规范管理，并对各项经营活动实行预算管理，逐步实施预算控制。此外，中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）下属中化集团财务有限责任公司（以下简称“中化财务公司”）对公司境内子公司的资金进行每日归集；同时，公司下属境内上市公司分别与中化财务公司签订了《金融服务协议》，中化财务公司根据监管部门要求对上市公司资金进行每日归集。战略方面，“十四五”期间，公司将以创新驱动专注于发展材料科学、生命科学业务，以结构调整为主线，积极围绕主业实施战略性业务优化和重组。

外部支持

公司控股股东背景雄厚，作为其下属生命科学及材料科学板块最重要的运营主体，可获得其很强的支持。

公司控股股东中国化工系中国中化¹²下属重要子公司，中国中化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，在全球超过

¹¹中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

¹² 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“中化集团”）与公司控股股东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，中化集团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。

150个国家和地区拥有生产基地和研发设施，以及完善的营销网络体系，是全球规模最大的综合性化工企业，拥有17家境内外上市公司，具备很强的市场综合竞争力和经营实力，在协调政府和金融机构等方面具有很强的优势。公司作为中国中化下属生命科学及材料科学板块最重要的运营主体，拥有较高且较为明确的战略地位，截至2022年末中化财务公司对公司授信额度86.69亿元，未使用额度41.70亿元，中国中化对公司支持能力很强。

担保及信托财产情况

公司以其持有并用于交换的安迪苏（股票代码：600299）680,000,000股A股股票（占公司直接持有股权的39.78%）及其孳息作为“19蓝星EB”的担保及信托财产并办理担保及信托登记，以保障本期债券持有人交换标的股票和本期债券本息按照约定如期足额兑付。如出现预备用于交换的标的股票数量不能保证不低于1倍的担保倍数的情况，公司将选择补充标的股票数量或者调整发行规模以保证不低于1倍的担保倍数。

安迪苏主要从事研发、生产和销售动物营养添加剂。2022年安迪苏继续保持行业领先地位，功能性产品以及特种产品价格上升带动收入同比增长，但地缘政治以及国际能源危机对利润形成一定影响。截至2023年3月末，安迪苏总资产215.20亿元，净资产150.16亿元，资产负债率30.22%；2022年实现营业总收入145.29亿元，净利润12.50亿元。

截至2022年末，公司直接持有安迪苏股票170,938.72万股，持股比例为63.74%，持股市值为135.55亿元¹³。该债券换股期为2020年10月21日至2024年10月18日。根据《中国蓝星（集团）股份有限公司公司债券年度报告（2022年）》，截至2022年末，已完成换股8,792.19万股，预备用于交换的剩余股票数量为59,207.81万股，市值为48.91亿元，孳息账面价值为3.66亿元，合计52.57亿元，质押物价值对本期债券余额的覆盖比例为149.92%。

同行业比较

中诚信国际选取了鲁西化工和中化国际作为中国蓝星的可比公司，鲁西化工和中化国际均为各细分领域的龙头企业，均拥有较大规模的化工新材料业务板块，上述企业在业务和财务方面均具有较高的可比性。

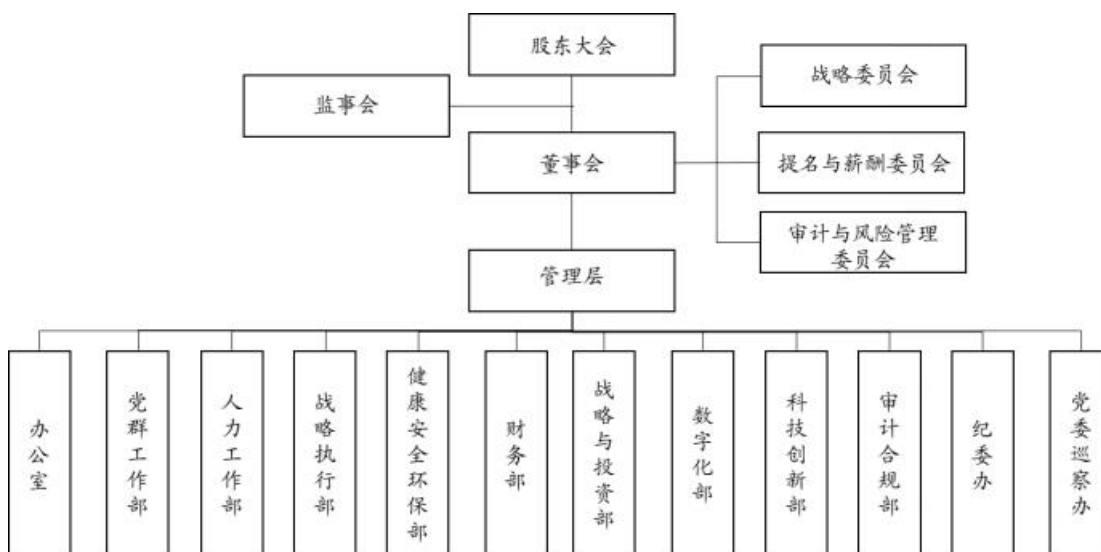
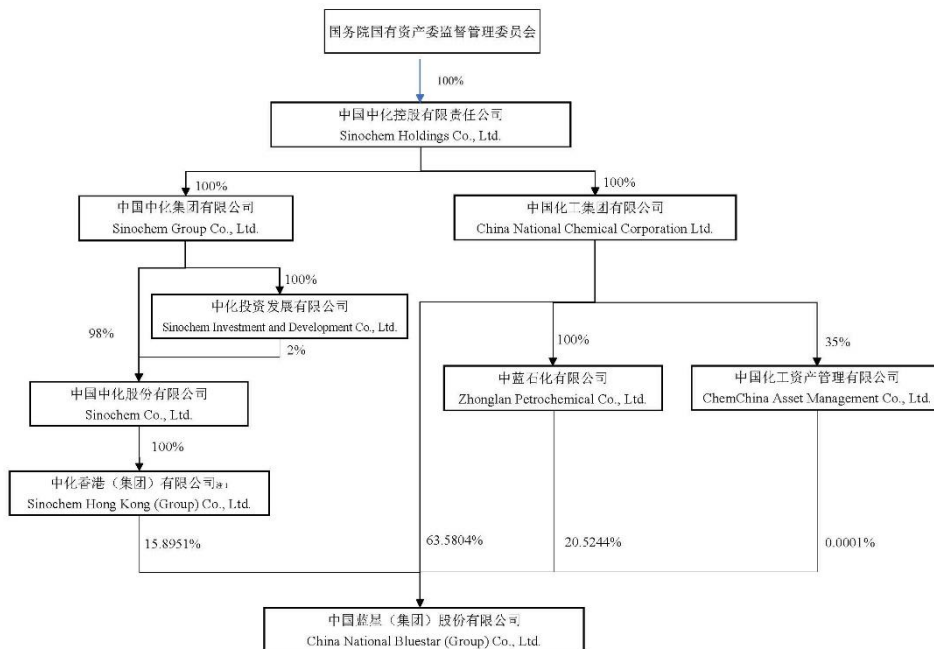
中诚信国际认为，公司与可比企业的核心产品均拥有一定规模优势，且主要产品多元化程度高，但上下游市场波动易对产品产销和盈利水平造成影响；公司为硅材料领域国内外龙头企业，市场布局更广，有机硅和蛋氨酸产品国际市场占有率更高。财务方面，公司资产及净资产规模大，经营获现和盈利能力处于可比公司较好水平，但关联方拆借款规模大、财务杠杆高且相关偿债指标有待优化。

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”的信用等级为**AAA**。

¹³ 按照2023年6月16日收盘价计算所得。

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2023年3月末）



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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	1,028,294.12	1,390,437.54	1,199,557.29	1,279,824.92
应收账款	526,441.08	577,750.42	607,574.18	630,437.71
其他应收款	2,083,938.30	1,848,803.37	1,996,712.24	2,041,160.69
存货	882,157.61	1,045,102.04	1,173,686.93	1,138,321.96
长期投资	166,159.16	206,093.55	270,293.89	266,418.10
固定资产	2,780,901.94	2,361,886.04	2,559,269.50	2,571,413.20
在建工程	521,750.05	563,025.01	464,942.19	465,310.64
无形资产	566,952.31	537,434.92	514,080.33	506,656.88
资产总计	11,008,961.54	10,625,613.59	10,969,903.29	11,046,640.01
其他应付款	378,807.27	510,079.17	346,495.01	318,291.48
短期债务	2,940,090.16	2,506,033.06	2,943,148.56	2,608,223.80
长期债务	3,214,070.30	3,070,900.76	3,090,153.55	3,701,978.52
总债务	6,154,160.45	5,576,933.82	6,033,302.11	6,310,202.32
净债务	5,212,547.87	4,308,868.19	4,948,555.72	5,030,377.40
负债合计	7,870,239.62	7,539,282.21	7,992,397.32	8,130,979.32
所有者权益合计	3,138,721.92	3,086,331.38	2,977,505.97	2,915,660.69
利息支出	239,198.83	192,731.87	181,632.48	--
营业总收入	5,403,203.69	6,812,809.33	6,894,776.58	1,560,866.28
经营性业务利润	285,179.30	610,943.96	812,061.51	40,824.73
投资收益	11,556.82	-63,340.33	-12,978.55	20,604.01
净利润	110,753.57	315,621.13	392,049.86	38,353.86
EBIT	446,044.49	735,910.81	763,160.01	--
EBITDA	869,681.92	1,171,935.70	1,153,218.48	--
经营活动产生的现金流量净额	637,319.08	1,001,173.26	956,433.54	27,321.58
投资活动产生的现金流量净额	-1,151,340.73	-511,994.64	-714,010.41	-163,934.53
筹资活动产生的现金流量净额	-60,554.93	-138,031.26	-443,144.36	213,417.58
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率（%）	18.14	22.77	23.62	13.61
期间费用率（%）	13.42	14.26	11.89	11.29
EBIT 利润率（%）	8.26	10.80	11.07	--
总资产收益率（%）	--	6.80	7.07	--
流动比率（X）	1.20	1.34	1.25	1.42
速动比率（X）	0.99	1.08	0.99	1.13
存货周转率（X）	--	5.46	4.75	4.67*
应收账款周转率（X）	--	12.34	11.63	10.09*
资产负债率（%）	71.49	70.95	72.86	73.61
总资本化比率（%）	66.22	64.37	66.96	68.40
短期债务/总债务（%）	47.77	44.94	48.78	41.33
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.06	0.15	0.14	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.12	0.34	0.28	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.66	5.19	5.27	--
总债务/EBITDA（X）	7.08	4.76	5.23	--
EBITDA/短期债务（X）	0.30	0.47	0.39	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.64	6.08	6.35	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.86	3.82	4.20	--
FFO/总债务（X）	0.06	0.16	0.17	--

注：1、带“*”指标已经年化处理。

附三：中国蓝星（集团）股份有限公司财务数据及主要指标（公司本部口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	35,855.85	140,348.11	71,921.98	89,838.74
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	2,041,991.30	1,784,422.64	2,309,937.85	2,395,260.25
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,901,554.22	1,751,108.37	1,743,181.96	1,743,181.96
固定资产	9,900.37	9,296.74	8,808.81	8,672.55
在建工程	6,782.61	213.88	200.44	266.77
无形资产	1,060.23	1,514.39	1,371.28	1,311.40
资产总计	5,145,863.83	4,771,727.37	5,219,221.26	5,316,805.62
其他应付款	106,730.57	64,222.29	60,090.55	63,647.93
短期债务	1,371,165.29	1,436,069.44	2,354,199.77	1,986,184.66
长期债务	1,627,607.55	1,841,207.37	1,583,501.62	2,074,273.72
总债务	2,998,772.84	3,277,276.81	3,937,701.39	4,060,458.38
净债务	2,980,997.19	3,163,254.98	3,902,752.21	3,970,619.64
负债合计	3,144,239.05	3,382,169.99	4,051,679.39	4,147,975.21
所有者权益合计	2,001,624.78	1,389,557.37	1,167,541.87	1,168,830.41
利息支出	111,387.06	102,308.84	108,100.63	--
营业总收入	4,475.55	4,046.58	2,525.89	623.16
经营性业务利润	-71,583.82	-52,444.42	-34,253.68	-22,752.34
投资收益	318,750.99	128,686.69	161,599.73	18,680.93
净利润	195,676.56	-120,725.61	37,563.01	1,288.54
EBIT	323,783.22	-27,744.04	145,294.18	--
EBITDA	324,830.40	-26,832.43	146,355.96	--
经营活动产生的现金流量净额	-8,963.18	-15,076.59	-4,371.99	-1,769.45
投资活动产生的现金流量净额	-328,351.96	-31,906.64	-370,725.48	-79,134.90
筹资活动产生的现金流量净额	168,432.35	143,256.79	296,018.52	96,862.02

财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率（%）	1,677.81	1,367.27	1,427.14	3,750.79
EBIT 利润率（%）	7,234.50	-685.62	5,752.21	--
总资产收益率（%）	--	-0.56	2.91	--
流动比率（X）	1.38	1.27	0.97	1.21
速动比率（X）	1.38	1.27	0.97	1.21
存货周转率（X）	--	--	--	--
应收账款周转率（X）	--	--	--	--
资产负债率（%）	61.10	70.88	77.63	78.02
总资本化比率（%）	59.97	70.22	77.13	77.65
短期债务/总债务（%）	45.72	43.82	59.79	48.92
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.04	-0.04	-0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.09	-0.09	-0.05	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.08	-0.15	-0.04	--
总债务/EBITDA（X）	9.23	-122.14	26.90	--
EBITDA/短期债务（X）	0.24	-0.02	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.92	-0.26	1.35	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.91	-0.27	1.34	--
FFO/总债务（X）	-0.04	-0.03	-0.03	--

注：1、带“*”指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
资本结构	
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
经营效率	
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	
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-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	
EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn