

中国蓝星（集团）股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

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〔2024〕5197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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国蓝星（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“蓝星 YK01”“蓝星 YK02”“蓝星 YK03”和“蓝星 YK04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：高宁

二〇二四年六月二十八日

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

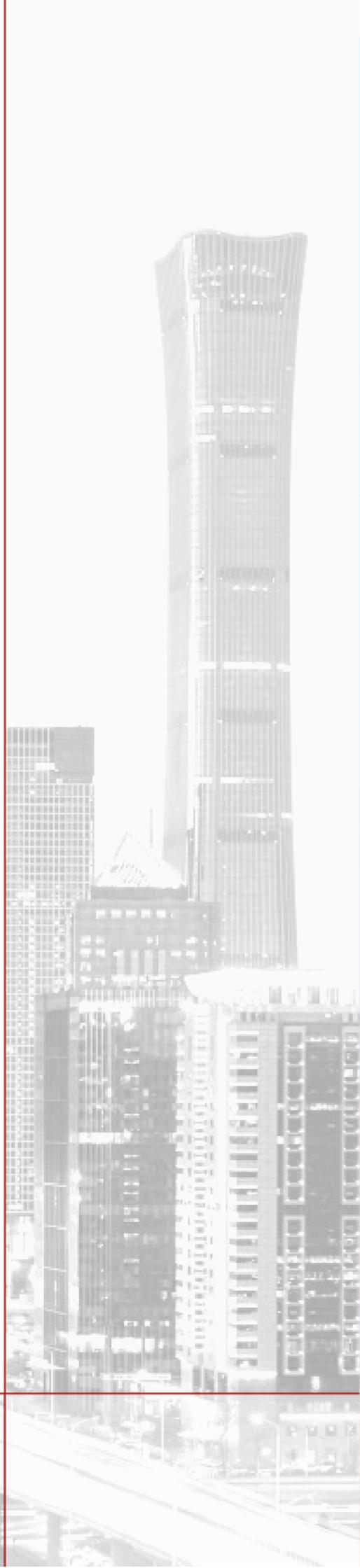
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国蓝星（集团）股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
蓝星 YK01	AAA/稳定	AAA/稳定	
蓝星 YK02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/28
蓝星 YK03	AAA/稳定	AAA/稳定	
蓝星 YK04	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“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，跟踪期内在业务规模、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。2023 年，受蛋氨酸、有机硅和硅产品价格下降影响，公司收入规模和毛利率水平平均同比下降。财务方面，公司货币资金较为充裕，但其他应收款和长期应收款中关联方资金占用规模大。公司债务负担加重，债务结构尚属合理。受主业盈利水平下降以及非经常性损益侵蚀影响，公司 2023 年和 2024 年一季度利润均出现亏损。同时，由于盈利和经营获现规模下降，公司对债务的保障程度有所弱化。考虑到公司融资渠道畅通，行业地位高，股东支持力度大等因素，公司实际偿债能力仍非常强。

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。

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。

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 2023 年底，公司拥有 45 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。
- **公司融资渠道畅通。**截至 2023 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 739.75 亿元，其中未使用额度为 471.81 亿元，公司间接融资渠道畅通。

关注

- **公司经营业绩受外部因素影响较大，跟踪期内，经营出现亏损。**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。2023 年和 2024 年一季度，公司利润总额分别为-14.82 亿元和-17.42 亿元。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 2023 年底，公司全部债务 581.35 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.65%、69.05%和 56.81%。
- **关联方资金占用规模大。**公司其他应收款和长期应收款中关联方往来款规模大，对公司资金形成占用，需关注其回收情况。

本次评级使用的评级方法、模型

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
		指示评级		
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

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

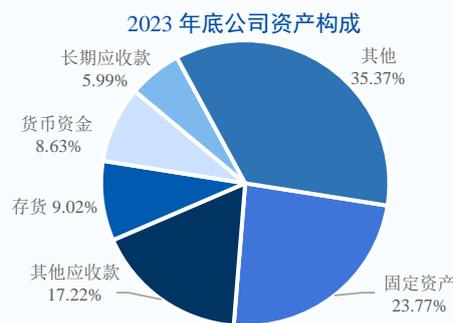
主要财务数据

合并口径			
项目	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	148.24	117.67	107.29
资产总额（亿元）	1096.99	1028.07	1008.04
所有者权益（亿元）	297.75	260.63	239.45
短期债务（亿元）	291.44	238.49	270.74
长期债务（亿元）	309.02	342.86	308.44
全部债务（亿元）	600.46	581.35	579.18
营业总收入（亿元）	689.48	569.00	134.56
利润总额（亿元）	58.53	-14.82	-17.24
EBITDA（亿元）	115.69	45.35	--
经营性净现金流（亿元）	95.64	44.88	7.87
营业利润率（%）	22.74	11.74	14.19
净资产收益率（%）	13.17	-9.58	--
资产负债率（%）	72.86	74.65	76.25
全部债务资本化比率（%）	66.85	69.05	70.75
流动比率（%）	124.73	128.38	117.73
经营现金流动负债比（%）	21.36	11.82	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.49	0.40
EBITDA利息倍数（倍）	6.37	2.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.19	12.82	--

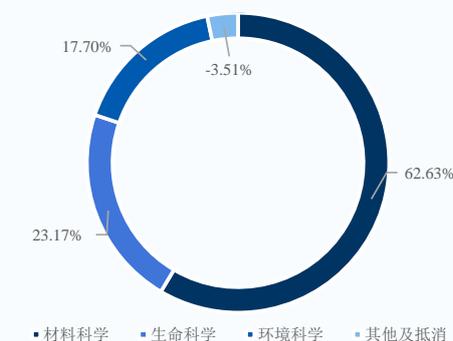
公司本部口径			
项目	2022年	2023年	2024年3月
资产总额（亿元）	521.92	534.19	533.01
所有者权益（亿元）	116.75	199.90	198.99
全部债务（亿元）	391.42	326.09	327.69
营业总收入（亿元）	0.25	0.36	0.13
利润总额（亿元）	3.87	12.39	-0.79
资产负债率（%）	77.63	62.58	62.67
全部债务资本化比率（%）	77.02	62.00	62.22
流动比率（%）	97.36	187.87	145.42
经营现金流动负债比（%）	-0.18	-0.23	--

注：1. 公司2024年一季度财务报表未经审计；2. 已将公司其他应付款、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；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

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



2023年公司主营业务收入构成



2022—2023年公司现金流情况



2022—2024年3月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
蓝星 YK01	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/06/28	调整票面利率，有条件赎回，延期，利息递延权，偿债保障承诺
蓝星 YK02	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/07/18	调整票面利率，有条件赎回，延期，利息递延权，偿债保障承诺
蓝星 YK03	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/09/18	调整票面利率，有条件赎回，延期，利息递延权，偿债保障承诺
蓝星 YK04	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/11/10	调整票面利率，有条件赎回，延期，利息递延权，偿债保障承诺

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；上述债券均为永续债券，所列到期兑付日均为下一行权日
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
蓝星 YK04	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/02	牛文婧、李晨	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
蓝星 YK03	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/09/07	牛文婧、王爽		阅读全文
蓝星 YK02	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/07	牛文婧、王爽		阅读全文
蓝星 YK01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/16	牛文婧、王爽		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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：牛文婧 niuwj@lhratings.com

项目组成员：蔡伊静 caiyj@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本为 153.66 亿元。其中，中国化工集团有限公司（以下简称“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，中国中化控股有限责任公司（以下简称“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（以下简称“国务院国资委”）。

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 2023 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 85.82%、46.03% 和 52.90%。其中，公司以其持有的安迪苏 680000000 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 2023 年底，公司累计换股数量为 87921900 股，剩余质押股数为 592078100 股。除上述作为可交换公司债券标的的股票处于质押状态外，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 3 月底，公司管理层下设办公室、人力资源部、战略与投资部、科技创新部、生产经营部、财务部、质量健康安全环保部、数字化部、审计部、法律合规部、党群工作部、党委巡查办、纪委办等 13 个职能部门。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1028.07 亿元，所有者权益 260.63 亿元（含少数股东权益 142.43 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 569.00 亿元，利润总额-14.82 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 1008.04 亿元，所有者权益 239.45 亿元（含少数股东权益 140.52 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 134.56 亿元，利润总额-17.24 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，募集资金均已按规定用途使用完毕，跟踪债券均未到首个付息日。

图表 1 • 截至 2024 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
蓝星 YK01	15.00 亿元	15.00 亿元	2023/06/28	2+N 年
蓝星 YK02	15.00 亿元	15.00 亿元	2023/07/18	2+N 年
蓝星 YK03	15.00 亿元	15.00 亿元	2023/09/18	2+N 年
蓝星 YK04	15.00 亿元	15.00 亿元	2023/11/10	2+N 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2023年原油和煤炭价格均波动下降，缓解了化工行业的成本压力，化工产品价格中枢走低，化工行业整体收入同比下降。由于化工行业下游地产建筑、汽车和家电制造、纺织服装等行业表现不一，对细分行业的需求拉动各异，导致细分化工行业利润分化明显。完整版行业分析详见《[2024年化工行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

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。

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2023年底，公司拥有有机硅单体产能70.00万吨/年、工业硅产能30.00万吨/年、硅铁合金产能32.00万吨/年、碳素产能33.00万吨/年、聚苯醚产能5.00万吨/年、PVC糊树脂产能20.00万吨/年、环氧树脂产能16.00万吨/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。

环境科学业务，公司主要从事膜材料、工业服务及贸易、先进装备制造。膜材料以应用于水处理行业为主；工业服务及贸易业务中以工程技术服务中的清洗工程业务为主；先进装备制造的主要产品为离子膜电解槽等氯碱装备，公司是全球前三大离子膜电解槽制造商之一，也是中国唯一一家生产离子膜电解槽的厂家。

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2023年底，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、印度等多个国家和地区；公司获得国家级资质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。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。

海外布局方面，2006年开始，公司逐步进入国际市场，陆续收购了澳大利亚凯诺斯控股有限公司（以下简称“凯诺斯”）、安迪苏法国有限公司、法国罗地亚集团的有机硅和硫化物业务（收购后更名为蓝星有机硅国际有限公司）以及挪威埃肯公司。公司海外投资涉及有机硅、蛋氨酸等多个方面，海外收购的完成有助于提高公司技术水平、研发能力和整体竞争力。但公司在海外投资过程中将面临业务整合、机构审核、差别化管理、海外投资环境和汇率波动等诸多不确定因素，为公司经营管理带来一定风险。

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2024年5月21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存在逾期或违约记录。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。公司董事长、党委书记、总经理变更为李波先生，财务总监变更为孙岩峰先生，上述人员变动均为正常人事任免，未对公司的日常管理、生产经营产生重大影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司业务多元，产品丰富，部分产品产能排名前列，规模优势显著。2023年，受蛋氨酸、有机硅和硅产品价格下降影响，公司收入和毛利率水平均同比大幅下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。2023年，受材料科学和生命科学板块盈利下降影响，公司营业总收入同比下降17.47%，综合毛利率同比下降11.40个百分点。

分板块来看，材料科学是公司最核心的业务板块，2023年受有机硅和硅产品价格回落影响，材料科学板块收入同比下降26.91%，毛利率同比下降14.41个百分点。生命科学是公司第二大支柱业务，2023年全球畜牧业需求低迷，蛋氨酸价格承压下行，生命科学板块收入同比下降9.26%，毛利率同比下降6.13个百分点。2023年，环境科学板块收入同比增长18.35%，主要系子公司中蓝国际化工有限公司开展集团集采业务导致收入增加以及子公司北京蓝星节能投资管理有限公司业务量增加所致，环境科学板块毛利率小幅下降。

2024年1—3月，由于材料科学板块收入下降，公司营业总收入同比下降13.79%，综合毛利率同比变化不大。

图表2·2022—2023年及2024年1—3月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 (%)
材料科学	487.59	70.72	23.70	356.38	62.63	9.29	81.77	60.77	8.32
生命科学	145.29	21.07	27.51	131.84	23.17	21.38	34.96	25.98	31.96
环境科学	85.12	12.35	7.93	100.74	17.70	7.76	21.86	16.24	6.95
其他及抵消	-28.52	-4.14	--	-19.96	-3.51	--	-4.03	-3.00	--
合计	689.48	100.00	23.62	569.00	100.00	12.22	134.56	100.00	14.57

资料来源：公司提供

（1）材料科学

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；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，产品主要包括石油产品、有机化工品以及一百多种具有其他性能的功能性化学品，如丙烯酸、丙烯酸酯、丙烯、乙烯、甲醇、聚醚多元醇和PVC糊树脂等。

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、蓝星有机硅国际有限公司和埃肯硅材料（兰州）有限公司等，主要产品包括有机硅、硅产品以及碳素等。截至2023年底，公司有机硅单体产能70.00万吨/年、工业硅产能30.00万吨/年、硅铁合金产能32.00万吨/年、碳素产能33.00万吨/年，公司拥有上下游一体化的完整硅产业链，且有机硅单体产能位列全球前列。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。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。

图表 3 • 公司硅材料业务主要产品经营情况

产品	项目	2022 年	2023 年
碳素	营业收入 (亿元)	26.41	28.36
	主要产品 (碳素) 销售均价 (元/吨)	8746.38	10163.12
	毛利润 (亿元)	8.21	8.65
	毛利率 (%)	31.09	30.50
有机硅	营业收入 (亿元)	135.79	96.58
	主要产品 (功能性添加剂和功能性涂料) 销售均价 (元/吨)	34463.84	29091.43
	毛利润 (亿元)	14.23	-4.07
	毛利率 (%)	10.48	-4.21
硅产品	营业收入 (亿元)	172.18	123.74
	主要产品 (功能性添加剂和功能性涂料) 销售均价 (元/吨)	35138.22	26783.93
	毛利润 (亿元)	71.98	22.22
	毛利率 (%)	41.81	17.95

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

(2) 生命科学

公司生命科学板块主要由子公司安迪苏负责运营, 主要产品分为三类: 功能性产品 (蛋氨酸、维生素、硫酸铵及硫酸钠)、特种产品 (酶制剂、反刍动物产品、有机硒产品) 及其他产品 (二硫化碳、硫酸、粉末加工服务等)。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。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。

图表 4 • 公司生命科学产品经营情况

产品	项目	2022 年	2023 年
功能性产品	销售收入 (亿元)	103.37	88.07
	毛利润 (亿元)	23.94	10.68
	毛利率 (%)	23.16	12.13
特种产品	销售收入 (亿元)	33.22	35.94
	毛利润 (亿元)	15.59	15.31
	毛利率 (%)	46.93	42.59
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

资料来源: 公司提供

(3) 经营效率

2023 年, 由于收入和成本下降, 公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别下降至 7.08 次、4.62 次和 0.54 次。

2 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, 每期规划投资额相对平均, 融资压力不大, 部分项目投融资主体为公司旗下上市公司。

截至 2023 年底, 公司主要在建项目计划总投资额 152.53 亿元, 已完成投资 77.22 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单体、甲基硅油项目和特种硅油项目, 主要为扩产、延伸产业链和丰富产品种类; 工程塑料板块涉及聚醚多元醇扩产, 生命科学板块项目主要为公司扩产蛋氨酸项目。联合资信将持续关注相关项目投产后效益实现情况。

图表 5 • 截至 2023 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 2023 年底 累计完成投资额	未来投资计划		
			2024 年	2025 年	2026 年
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	25.95	1.74	--	--
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	1.77	0.35	--	--
江西蓝星星火有机硅有限公司 6000 吨特种硅油项目	1.37	0.99	--	--	--
江西蓝星星火有机硅有限公司新建尾气焚烧项目	1.84	1.63	0.16	--	--
江西蓝星星火有机硅有限公司 MQ 树脂项目	1.52	0.84	0.10	--	--
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	35.82	--	--	--
安迪苏法国新建粉末制剂平台项目	1.50	1.51	--	--	--
埃肯有机硅 RON2022 项目	2.92	2.43	0.38	--	--
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	2.89	0.75	--	--
中化东大（泉州）有限公司年产 24 万吨聚醚多元醇项目	10.20	0.10	4.00	6.10	--
安迪苏 3.7 万吨特种产品饲料添加剂项目	3.05	0.39	1.18	0.69	0.79
中化蓝星安迪苏（泉州）15 万吨固体蛋氨酸项目	49.32	2.36	8.36	14.40	15.20
法国安迪苏 1.2 万吨/年液体美斯特项目	3.74	0.54	2.29	0.77	--
合计	152.53	77.22	19.31	21.96	15.99

资料来源：公司提供

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。

（四）财务方面

公司提供了 2023 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 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司合并范围内收购 2 家子公司（分别为 Nor-Feed Holding S.A.S 和 Elkem Carbon Slovakia a.s），减少 4 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 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，货币资金较为充裕，但其他应收款和长期应收款中关联方资金占用规模大。公司所有者权益规模下降，债务负担重，债务结构尚属合理。受主业盈利水平下降以及非经常性损益侵蚀影响，公司 2023 年和 2024 年一季度利润均出现亏损，并导致经营活动现金净流入规模大幅下降，但仍可满足投资支出需求，公司对外筹资压力不大。

资产方面，跟踪期内，公司资产总额小幅下降，资产构成相对均衡。具体来看，由于经营获现减少，公司货币资金持续下降，但整体规模仍较大。受主要产品和原材料价格下降影响，公司应收账款和存货规模有所减少。公司其他应收款和长期应收款规模较大，主要系根据中国中化发展战略结构调整或公司结构调整导致合并报表范围发生变化形成的应收关联方款项，截至 2023 年底，公司分别对其他应收款和长期应收款累计计提坏账准备 32.13 亿元和 30.76 亿元，需关注资金回收情况。公司持续推进在建项目投资并逐步转固，在建工程规模有所增长，固定资产规模较为稳定。截至 2023 年底，受收购两家境外子公司以及外币报表折算影响，公司商誉小幅增加。截至 2023 年底，公司资产受限比例为 1.96%，受限资产主要为货币资金、应收款项融资和固定资产。

图表 6 • 公司主要资产情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	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	476.80	47.30
货币资金	119.96	21.47	94.34	19.36	86.10	18.06
应收账款	60.76	10.88	48.40	9.93	54.39	11.41
其他应收款	199.67	35.74	188.27	38.64	187.21	39.26

存货	117.37	21.01	98.65	20.25	92.98	19.50
非流动资产	538.38	49.08	540.84	52.61	531.24	52.70
长期应收款	73.97	13.74	65.50	12.11	65.40	12.31
固定资产	255.93	47.54	259.99	48.07	255.47	48.09
在建工程	46.49	8.64	59.53	11.01	57.44	10.81
无形资产	51.41	9.55	53.10	9.82	49.70	9.36
商誉	31.19	5.79	33.40	6.18	32.49	6.12
资产总额	1096.99	100.00	1028.07	100.00	1008.04	100.00

注：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；其他应付款包括应付利息、应付股利和其他应付款，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

资本结构方面，跟踪期内，由于其他综合收益和未分配利润亏损规模扩大，以及子公司赎回 8 亿美元永续债，公司所有者权益规模有所下降，截至 2024 年 3 月底为 239.45 亿元。在权益构成中，实收资本占 64.17%，其他权益工具占 30.56%，其他综合收益占-28.42%，未分配利润占-36.94%，少数股东权益占 58.69%，权益结构稳定性有待增强。公司负债规模小幅下降，负债构成以银行借款、债券和应付类款项为主。公司应付债券规模大幅下降，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。截至 2023 年底，公司全部债务 581.35 亿元，较上年底下降 3.18%。其中，短期债务占比下降至 41.02%，长期债务占比上升至 58.98%，债务结构有一定优化。由于所有者权益规模下降，公司债务负担有所加重，截至 2023 年底，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 74.65%、69.05%和 56.81%，较上年底分别上升 1.79 个百分点、2.19 个百分点和 5.88 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司全部债务增至 653.93 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 81.71%、77.67%和 68.84%，较调整前分别上升 7.06 个百分点、8.62 个百分点和 12.03 个百分点。

图表 7· 公司负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	447.86	56.04	379.53	49.45	405.00	52.69
短期借款	78.64	17.56	75.47	19.88	76.45	18.88
应付账款	72.34	16.15	71.87	18.94	68.65	16.95
其他应付款	34.65	7.74	36.27	9.56	32.19	7.95
一年内到期的非流动负债	128.80	28.76	125.40	33.04	165.02	40.75
其他流动负债	67.10	14.98	21.34	5.62	10.97	2.71
非流动负债	351.38	43.96	387.91	50.55	363.59	47.31
长期借款	152.78	43.48	239.21	61.67	211.06	58.05
应付债券	142.01	40.42	59.13	15.24	41.64	11.45
长期应付款	0.92	0.26	30.41	7.84	42.12	11.59
负债总额	799.24	100.00	767.44	100.00	768.59	100.00

注：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
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利能力方面，跟踪期内，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均同比下降。受益于汇兑收益增加，2023 年公司财务费用下降至 7.64 亿元；公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2023 年期间费用率同比提高 2.30 个百分点至 14.19%，费用控制能力有待进一步增强。非经常性损益方面，公司对部分持续经营亏损的子公司计提资产减值损失，对利润形成较大侵蚀；2024 年一季度，公司营业外支出 9.91 亿元，主要系公司海外所属企业凯诺斯¹关停阿尔托纳工厂计提相应损失所致。整体看，受主业盈利水平下降以及非经常性损益侵蚀影响，公司 2023 年和 2024 年一季度利润均出现亏损。

现金流方面，2023 年，由于盈利下降，公司经营活动现金流量净额同比大幅下降 53.08%；同期，公司投资支出下降，且收回部分关联方款项，使得投资活动现金净流出规模同比大幅下降 71.64%，公司经营活动所获现金可以覆盖投资活动现金净流出量，对外筹资压力不大。公司筹资活动以债务周转为主，筹资活动现金流持续呈净流出状态。

¹ 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。

图表 8 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	689.48	569.00	134.56
营业成本	526.64	499.49	114.96
期间费用	81.99	80.75	27.65
资产减值损失	-21.62	-11.38	-0.29
其他收益	6.39	6.75	1.47
营业外支出	1.18	1.93	9.91
利润总额	58.53	-14.82	-17.24
营业利润率	22.74%	11.74%	14.19%
总资本收益率	6.39%	-0.42%	--
净资产收益率	13.17%	-9.58%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	742.72	618.45	138.80
经营活动现金流出小计	647.08	573.58	130.92
经营活动现金流量净额	95.64	44.88	7.87
投资活动现金流入小计	13.45	48.67	0.16
投资活动现金流出小计	84.85	68.93	12.90
投资活动现金流量净额	-71.40	-20.25	-12.74
筹资活动现金流入小计	473.66	549.32	106.46
筹资活动现金流出小计	517.98	600.69	107.92
筹资活动现金流量净额	-44.31	-51.37	-1.46
现金收入比	106.00%	106.18%	101.21%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，受盈利和经营获现规模下降影响，公司对债务的保障程度有所弱化。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 10 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	124.73	128.38	117.73
	速动比率（%）	98.52	102.39	94.77
	经营现金流动负债比（%）	21.36	11.82	--
	现金短期债务比（倍）	0.51	0.49	0.40
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	115.69	45.35	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.19	12.82	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	6.37	2.08	--

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，2023 年，公司经营活动现金净流入规模同比减少，对流动负债的保障程度有所弱化；截至 2023 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年底变化不大。从长期偿债能力指标看，2023 年，公司利润亏损导致 EBITDA 同比大幅下降，EBITDA 对债务本息的保障程度均有所弱化。

截至 2023 年底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

截至 2023 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 739.75 亿元，其中未使用额度为 471.81 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司控股的 3 家上市公司具有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

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 2023 年底，公司本部资产总额 534.19 亿元，较上年底增长 2.35%。其中，流动资产 199.22 亿元，主要由其他应收款（占 96.35%）构成；非流动资产 334.97 亿元，主要由长期应收款（占 47.52%）和长期股权投资（占 50.17%）构成。截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 199.90 亿元，较上年底增长 71.21%，主要系发行 70 亿元永续债所致。截至 2023 年底，公司本部全部债务为 326.09 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.58%和 62.00%。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司本部全部债务增至 396.94 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.84%和 75.47%，较调整前分别上升 13.26 个百分点和 13.47 个百分点。

2023 年，公司本部营业总收入为 0.36 亿元，利润总额为 12.39 亿元（含投资收益 19.55 亿元）；经营活动、投资活动和筹资活动现金流净额分别为-0.24 亿元、8.20 亿元和-8.85 亿元。

（五）ESG 方面

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技术进步，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。

七、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。截至 2023 年底，中化财务公司给予公司授信 119.80 亿元，其中已使用额度 74.25 亿元。

八、债券偿还能力分析

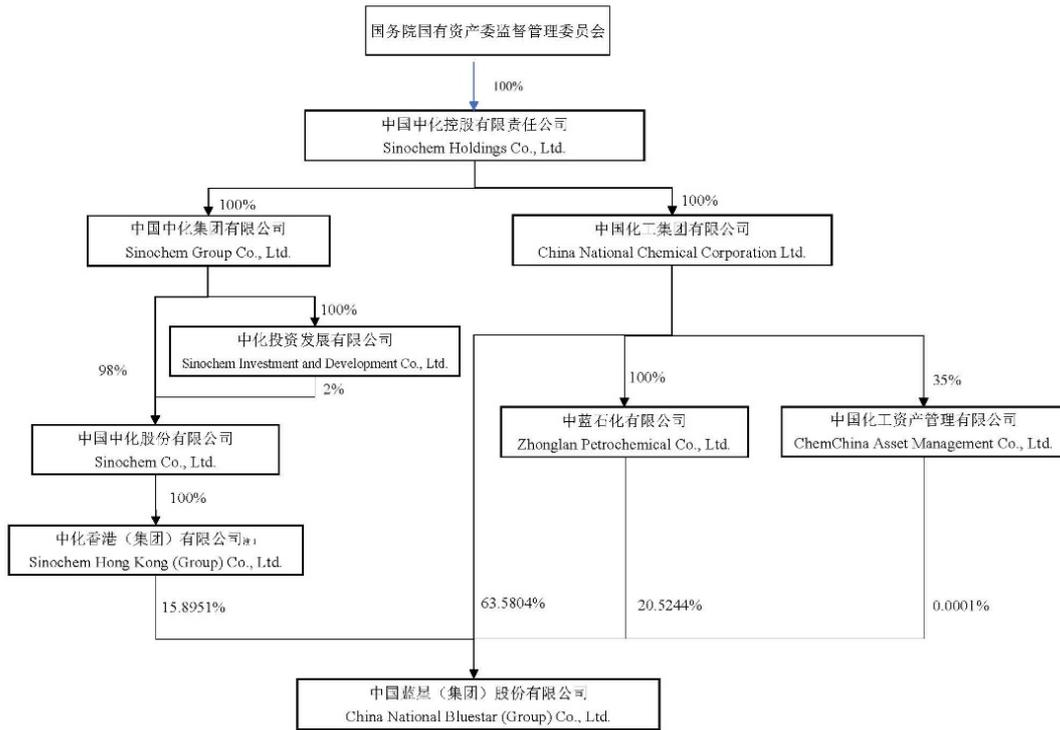
公司对本报告跟踪债券的保障能力强。

本报告跟踪债券余额合计 60 亿元。2023 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本报告跟踪债券余额的保障倍数分别为 10.31 倍、0.75 倍和 0.76 倍。考虑到相关债项均设置有可续期选择权，可在很大程度上缓解公司偿债压力，同时，中国中化可协调其集团内资源提升公司偿债保障。

九、跟踪评级结论

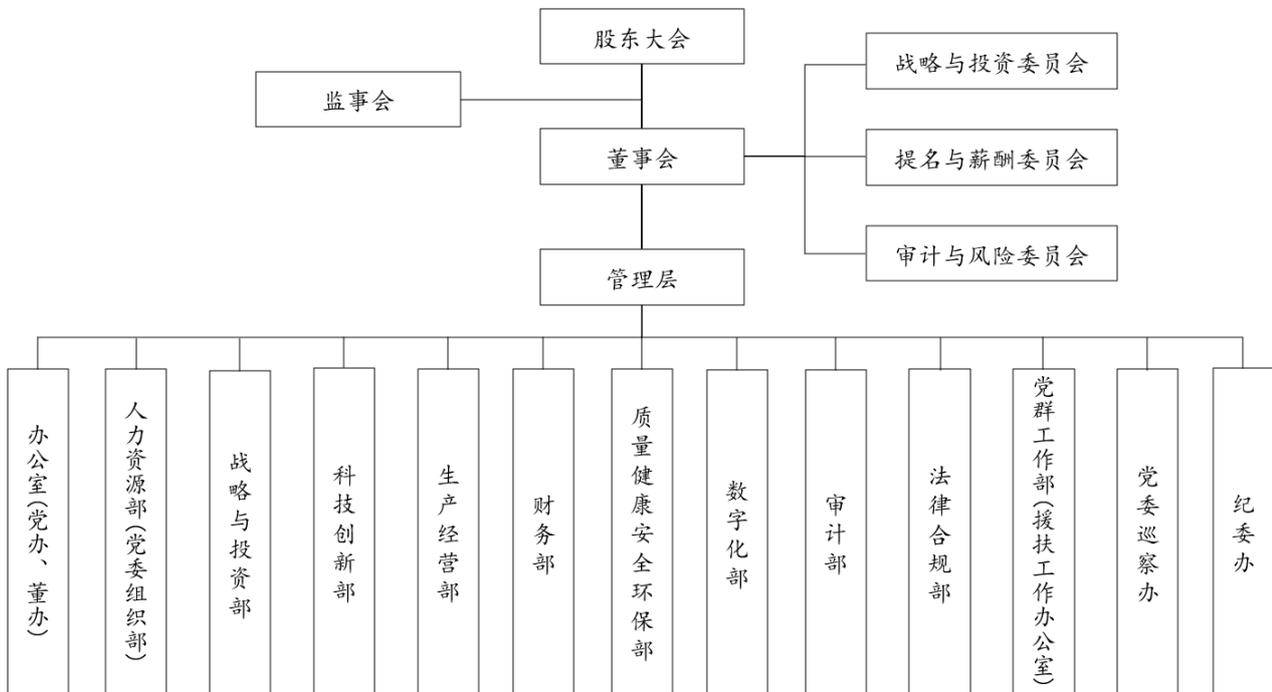
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“蓝星 YK01”“蓝星 YK02”“蓝星 YK03”和“蓝星 YK04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

序号	公司名称	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	北京市	动物营养添加剂生产及销售	85.82%
2	蓝星安迪苏营养集团有限公司	香港	投资控股公司	85.82%
3	Drakkar Group S.A.	比利时	投资控股公司	85.82%
4	Adisseo France S.A.S	法国	营养饲料工业的生产、开发和	85.82%
5	Nutriad Holding B.V	荷兰	投资持股公司	85.82%
6	蓝星埃肯投资有限公司	香港	投资控股公司	100.00%
7	蓝星埃肯国际有限公司	卢森堡	投资控股公司	100.00%
8	Elkem ASA	挪威	硅材料生产、销售	52.90%
9	蓝星有机硅国际有限公司	挪威	投资控股公司	52.90%
10	蓝星有机硅法国有限公司	法国	特种化学品的生产、销售	52.90%
11	江西蓝星星火有机硅有限公司	江西省九江市	化工产品销售	52.90%
12	中国化工集团（香港）投资有限公司	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	香港	投资控股公司	100.00%
14	凯诺斯控股有限公司	澳大利亚	石油化工及聚乙烯产品的生	100.00%
15	蓝星有机硅投资有限公司	香港	投资控股公司	100.00%
16	Bluestar Finance Holdings Limited	BVI	投资公司	100.00%
17	沈阳化工集团有限公司	辽宁省沈阳市	石油化工产品	100.00%
18	沈阳化工股份有限公司	辽宁省沈阳市	化工产品、化工设备	46.03%
19	中化东大（淄博）有限公司	山东省淄博市	环氧丙烷与聚醚多元醇的生产	45.72%
20	沈阳石蜡化工有限公司	辽宁省沈阳市	石油化工产品的生产及销售	46.03%
21	南通星辰合成材料有限公司	江苏省南通市	化工产品销售	100.00%
22	中国蓝星集团上海化工新材料有限公司	上海市	化工产品销售	45.45%
23	中蓝晨光化工研究设计院有限公司	四川省成都市	化工新材料研制与生产	100.00%
24	广州合成材料研究院有限公司	广东省广州市	化工技术开发及交易	100.00%
25	中国蓝星沈阳石化有限公司	辽宁省沈阳市	化工业	60.00%
26	北京蓝星清洗有限公司	北京市	制造工业清洗剂	100.00%
27	兰州蓝星清洗有限公司	甘肃省兰州市	制造工业清洗剂	100.00%
28	蓝星（杭州）膜工业有限公司	浙江省杭州市	水处理装备、膜元件制造	100.00%
29	蓝星（北京）技术中心有限公司	北京市	技术推广服务	100.00%
30	中国蓝星哈尔滨石化有限公司	黑龙江省哈尔滨市	化工产品生产及销售	100.00%
31	北京蓝星节能投资管理有限公司	北京市	节能投资管理	100.00%
32	蓝星（北京）化工机械有限公司	北京市	化工装备制造及销售	100.00%
33	杭州水处理技术研究开发中心有限公司	浙江省杭州市	膜及水处理技术研究开发	100.00%
34	中蓝国际化工有限公司	北京市	化工产品贸易	100.00%
35	中蓝连海设计研究院有限公司	江苏省连云港市	化工业	100.00%
36	无锡蓝星石油化工有限责任公司	江苏省无锡市	石油化工业	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	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	148.24	117.67	107.29
应收账款（亿元）	60.76	48.40	54.39
其他应收款（亿元）	199.67	188.27	187.21
存货（亿元）	117.37	98.65	92.98
长期股权投资（亿元）	17.17	18.67	12.74
固定资产（亿元）	255.93	259.99	255.47
在建工程（亿元）	46.49	59.53	57.44
资产总额（亿元）	1096.99	1028.07	1008.04
实收资本（亿元）	153.66	153.66	153.66
少数股东权益（亿元）	210.45	142.43	140.52
所有者权益（亿元）	297.75	260.63	239.45
短期债务（亿元）	291.44	238.49	270.74
长期债务（亿元）	309.02	342.86	308.44
全部债务（亿元）	600.46	581.35	579.18
营业总收入（亿元）	689.48	569.00	134.56
营业成本（亿元）	526.64	499.49	114.96
其他收益（亿元）	6.39	6.75	1.47
利润总额（亿元）	58.53	-14.82	-17.24
EBITDA（亿元）	115.69	45.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	730.85	604.16	136.20
经营活动现金流入小计（亿元）	742.72	618.45	138.80
经营活动现金流量净额（亿元）	95.64	44.88	7.87
投资活动现金流量净额（亿元）	-71.40	-20.25	-12.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	-44.31	-51.37	-1.46
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.59	7.08	--
存货周转次数（次）	4.75	4.62	--
总资产周转次数（次）	0.64	0.54	--
现金收入比（%）	106.00	106.18	101.21
营业利润率（%）	22.74	11.74	14.19
总资本收益率（%）	6.39	-0.42	--
净资产收益率（%）	13.17	-9.58	--
长期债务资本化比率（%）	50.93	56.81	56.30
全部债务资本化比率（%）	66.85	69.05	70.75
资产负债率（%）	72.86	74.65	76.25
流动比率（%）	124.73	128.38	117.73
速动比率（%）	98.52	102.39	94.77
经营现金流动负债比（%）	21.36	11.82	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.49	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	6.37	2.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.19	12.82	--

注：1. 公司 2024 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
 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 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.19	7.22	5.35
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	230.99	191.95	192.77
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	168.98	168.06	168.06
固定资产（亿元）	0.88	0.82	0.81
在建工程（亿元）	0.02	0.02	0.02
资产总额（亿元）	521.92	534.19	533.01
实收资本（亿元）	153.66	153.66	153.66
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	116.75	199.90	198.99
短期债务（亿元）	233.07	99.08	131.24
长期债务（亿元）	158.35	227.00	196.45
全部债务（亿元）	391.42	326.09	327.69
营业总收入（亿元）	0.25	0.36	0.13
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.04	0.00
利润总额（亿元）	3.87	12.39	-0.79
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.33	0.37	0.10
经营活动现金流入小计（亿元）	1.10	0.78	0.16
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.44	-0.24	-1.17
投资活动现金流量净额（亿元）	-37.07	8.20	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	29.60	-8.85	-0.70
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.80	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	131.18	102.86	76.52
营业利润率（%）	69.05	77.69	99.07
总资本收益率（%）	2.87	4.68	--
净资产收益率（%）	3.22	6.59	--
长期债务资本化比率（%）	57.56	53.17	49.68
全部债务资本化比率（%）	77.02	62.00	62.22
资产负债率（%）	77.63	62.58	62.67
流动比率（%）	97.36	187.87	145.42
速动比率（%）	97.36	187.87	145.42
经营现金流动负债比（%）	-0.18	-0.23	--
现金短期债务比（倍）	0.03	0.07	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部已将其他应付款、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；3. “/”表示未获取资料来源：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