

西安蓝晓科技新材料股份有限公司

创业板公开发行可转换公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2018)011074】

评级对象: 西安蓝晓科技新材料股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券

主体信用等级: A⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: A⁺

评级时间: 2018年10月26日

计划发行: 不超过3.40亿元

本期发行: 不超过3.40亿元

发行目的: 项目建设

存续期限: 6年

偿还方式: 对未转股部分按年付息,到期归还本金和最后一年利息

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.93	2.40	2.50	5.83
刚性债务	-	0.14	0.33	3.57
所有者权益	6.80	7.22	7.89	8.06
经营性现金净流入量	0.45	0.45	0.46	0.20
合并口径数据及指标:				
总资产	8.09	8.92	10.60	16.36
总负债	1.29	1.70	2.42	7.60
刚性债务	-	0.14	0.33	3.57
所有者权益	6.80	7.22	8.18	8.76
营业收入	2.95	3.32	4.44	2.88
净利润	0.51	0.62	0.93	0.60
经营性现金净流入量	0.25	0.51	0.74	0.57
EBITDA	0.69	0.82	1.29	-
资产负债率[%]	15.94	19.09	22.86	46.44
权益资本与刚性债务 比率[%]	-	5285.88	2483.22	245.39
流动比率[%]	467.73	362.44	296.85	153.99
现金比率[%]	175.16	164.73	133.71	104.76
利息保障倍数[倍]	47.02	-	361.96	-
净资产收益率[%]	9.56	8.80	12.07	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	22.64	34.20	37.44	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-181.57	25.80	8.23	-
EBITDA/利息支出[倍]	54.22	-	429.30	-
EBITDA/刚性债务[倍]	-	6.00	5.53	-

注:根据蓝晓科技经审计的2015~2017年及未经审计的2018年上半年度财务数据整理、计算。

分析师



吴晓丽 wxl@shxsj.com
胡颖 huying@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- 在细分领域具较强市场竞争力和盈利能力。蓝晓科技主要产品吸附分离材料技术含量较高,在多个市场领域均具有较强的市场竞争力,盈利能力较强,且产品应用于多个领域,可提高下游市场风险的抵抗度。
- 较强的技术支撑。蓝晓科技具有较强的研究实力和优秀的研发团队,每年均保持较高规模的研发投入,公司技术具有较强的产业转化能力,有助于公司对下游领域拓展及对产品持续技术更新,公司近期所实现的盐湖卤水提锂技术的产业化更将带动未来收入规模的增长。
- 财务结构较为稳健。蓝晓科技目前仍保持了较为稳健的财务结构,资产负债率水平较低,现金流情况良好,刚性债务虽上升但尚控制在合理水平。

主要风险/关注:

- 需承担原材料价格波动风险。蓝晓科技生产所需原材料主要来自石油化工行业,近年来国际油价波动幅度较大,公司原料价格波动风险较高。
- 产品下游应用领域拓展依赖于技术突破和升级,存在一定技术壁垒。蓝晓科技在现有市场领域已深耕多年,但新进入或拟进入的产品下游应用领域则存在一定的技术壁垒,且新的下游领域开拓依赖于技术的拓展,公司拓展新市场领域需持续保持较强技术优势。
- 面临账款回收压力,及大额订单带来的执行风险和流动性压力。近年来蓝晓科技应收账款规模持续增加,公司面临一定的回款压力,且2018年以来,公司获得两个大额订单,订单

执行能力以及客户的付款模式将对公司近期资金流动产生重大影响。

- 未来较大的资本性支出压力。从蓝晓科技目前在建和拟建项目来看，公司未来资本性支出压力较大，除盈利积累外，公司将更多的通过融资方式进行资金筹措，未来刚性债务规模亦将明显攀升。
- 持续的安全环保压力。蓝晓科技在生产经营中存在“三废”排放与综合治理问题，随着环境污染管制标准日趋严格，公司未来将持续面临安全环保压力。
- 可转债到期未转股风险。如蓝晓科技股价低迷或股价未达债券持有人预期而导致可转债未转股，公司需对可转债还本付息，从而增加公司资金压力。

➤ 未来展望

通过对蓝晓科技及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 A+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性较强，并给予本次债券 A+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



西安蓝晓科技新材料股份有限公司创业板公开发行可 转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 公司概况

西安蓝晓科技新材料股份有限公司（简称“蓝晓科技”、“该公司”或“公司”，股票代码：300487.SZ）前身为西安蓝晓科技有限公司，由高月静、田晓军、关利敏和苏碧梧于 2001 年共同投资成立。

2011 年 9 月，西安蓝晓科技有限公司整体变更为股份有限公司，并更名为现名，注册资本 6,000 万元。变更完成后，公司法定代表人为高月静女士，公司实际控制人为寇晓康、高月静夫妇，二人分别持有公司 34.40%、18.20%的股权。

2015 年 7 月 2 日，该公司股票在深圳证券交易所上市交易，公开发行股票 2,000 万股，募集资金净额为 25,532.87 万元，公司股本增至 8,000 万元。股票发行后，寇晓康、高月静仍为公司控股股东和实际控制人，持股比例分别稀释至 25.80%和 13.65%。2016 年 6 月，公司实施股权激励计划，股本增至 8095.75 万元，2017 年 5 月，公司以资本公积转增股本，股本增至 20,239.38 万元，截至 2018 年 6 月末，公司注册资本为 20,239.38 万元，寇晓康、高月静持股比例分别为 25.49%和 13.49%，合计持股比例为 38.98%。

该公司属吸附分离材料制造行业，主营业务为研发、生产和销售吸附分离材料，并提供载有特定工艺的系统装置，以及一体化的吸附分离技术服务。主要产品及服务包括吸附分离材料、系统装置及技术服务三大类。公司的收入和盈利主要来源于公司本部（母公司）。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司于 2018 年 10 月 8 日召开的第三届董事会第九次会议，2018 年 10 月 25 日召开的 2018 年第一次临时股东大会，审议通过了公司公开发行可转换公司债券的相关议案。本次可转换公司债券的发行尚需获得中国证监会核准。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	西安蓝晓科技新材料股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过 3.40 亿元人民币
本期发行规模:	不超过 3.40 亿元人民币
本次债券期限:	6 年期
债券利率:	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承办方)协商确定。
还本付息方式:	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式, 到期归还本金和支付最后一年利息。
转换标的:	公司 A 股股票 (300487.SZ)
转股期限:	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
转股价格:	<p>本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价, 具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。</p> <p>在本次发行之后, 当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况(不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本)使公司股份发生变化时, 将进行转股价格的调整。</p>
赎回条款:	<p>①到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转债期满后五个交易日内, 公司将赎回全部未转股的可转债, 具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。</p> <p>②有条件赎回条款</p> <p>转股期内, 当下述两种情形的任意一种出现时, 公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债:</p> <p>(1) 在转股期内, 如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含 130%);</p> <p>(2) 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。</p>
回售条款:	<p>①有条件回售条款</p> <p>在本次发行的可转债最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时, 可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。</p> <p>最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次, 若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的, 该计息年度不能再行使回售权, 可转债持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>②附加回售条款</p> <p>若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化, 且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后, 可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售, 该次附加回售申报期内不实施回售的, 不应再行使附加回售权。</p>
定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源: 蓝晓科技

截至 2018 年 9 月末, 该公司未发行债券或其他债务融资工具。

(2) 本次债券募集资金用途

A. 项目投资

本次发行的募集资金总额（含发行费用）不超过 34,000 万元（含 34,000 万元），扣除发行费用后将投资于“高陵蓝晓新材料产业园项目”（简称“募投项目”），具体如下：

图 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（单位：亿元）

项目名称	批准机关（文号）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
高陵蓝晓新材料产业园项目	高发改发 [2015] 237 号 市环批复 [2016] 52 号	5.01	3.40

资料来源：蓝晓科技

募投项目将建设吸附分离材料生产基地，配套建设有厂房、仓库等，建筑物总建筑面积 204,000 平方米。项目产品为吸附分离材料，年产各类吸附材料 2.5 万吨。项目建设期为 5 年，总投资约为 50,057.11 万元。募投项目符合国家环境保护要求，2015 年 9 月 23 日，西安市高陵区发展和改革委员会出具了《关于高陵蓝晓新材料产业园建设项目备案确认书的通知》（高发改发 [2015] 237 号），同意项目备案。2016 年 3 月 29 日，西安市环境保护局出具了《关于高陵蓝晓新材料产业园项目环境影响报告书的批复》（市环批复 [2016] 52 号），同意项目实施。2018 年 9 月 4 日，西安市高陵区发展和改革委员会就该项目出具了《陕西省企业投资项目备案确认书》。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

吸附分离材料属于新材料，其最广泛的应用为工业水领域，技术成熟，市场竞争较为激烈，近年来随着国家环保要求日益严格，对传统工业水处理提出了新的标准。除工业水领域外，吸附分离材料还广泛应用于生物制药、湿法冶金、化工环保、食品加工等领域，新兴应用领域的开拓对于企业研发技术水平要求较高，具备技术实力的企业将逐步开拓新的市场，获得更高市场份额。吸附分离作为工业领域的基础工艺，具有普遍适用性，但目前行业市场规模较小，行业水平层次不齐，未形成较好的行业规范及标准。

A. 行业概况

吸附分离材料是功能高分子材料的一种，可通过其自身具有的精确选择性，以交换、吸附等功能来实现浓缩、分离、精制、提纯、净化、脱色等物质分离及纯化的目的。吸附分离材料既有吸附能力，又有精确选择性，在与混合物接触时能够吸附其中的目标物而不吸附其他物质，或者对不同的物质具有不同的吸附力，从而在下游用户的生产工艺流程中发挥特殊的选择性吸附、分离和纯化等功能。吸附分离技术是众多工业领域所需的基础技术，在下游生产过程中起到分离、纯化的作用。

吸附分离材料起源于上世纪30年代的离子交换树脂，发明之初被用于核工业中，随着应用领域的不断拓展，吸附分离材料诞生并被广泛应用于工业领域，逐步成熟的生产工艺推动了湿法冶金、制药、食品加工、环保化工和水处

理等多种下游应用领域。目前吸附分离材料使用量最大、应用最成熟的应用领域是工业水处理，工业水处理领域吸附分离材料应用量约占全部吸附分离材料需求量的三分之二。世界领先的树脂生产商陶氏杜邦、德国朗盛和日本三菱等跨国公司在水处理领域的研究及产业化已经非常成熟，并长期垄断了高端工业水处理树脂的合成和应用技术。

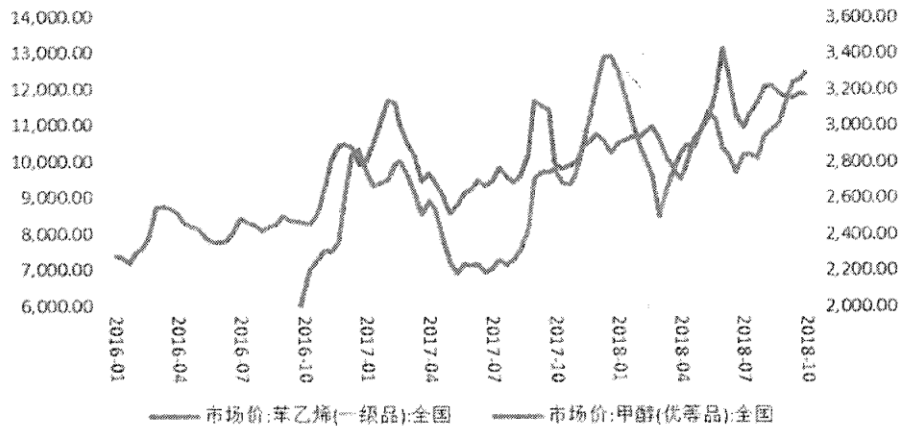
在新兴领域需求带动下，吸附分离材料提供商纷纷加大研发投入和市场开拓，合成出大量具有交换、吸附、螯合、催化等特殊功能的新型材料，在不同领域的生产工艺中实现了脱盐、分离、纯化、脱色、催化等多种应用效果，并成功应用于制药、食品加工、化工、环保、湿法冶金等领域，使吸附分离材料在普通工业水处理以外的应用由 80 年代以前占总用量的不足 10% 增加到目前的 30% 左右。

我国对吸附分离材料的生产起步较晚。由于开发缓慢，工业基础薄弱等原因，国内企业长期生产功能单一、质量较差、技术含量较低的吸附树脂，无法与跨国企业竞争。进入二十一世纪后，国内吸附分离材料制造企业加强技术创新投入，推动新产品、新技术在新兴领域的应用，国内吸附分离材料和技术得到了较快发展。吸附树脂、螯合树脂、酶载体等大量特殊功能吸附分离树脂已经成功国产化和产业化，各类吸附分离材料的产量不断增加，在很多领域打破了陶氏杜邦、德国朗盛、日本三菱等国际大型生产商多年来对国内市场的垄断，部分企业在国内市场保持了较高的市场占有率，部分原创技术在合成和应用方面已经达到国际先进水平。根据相关文献资料¹，目前全国已有 20 多家离子与吸附树脂生产企业，离子交换与吸附树脂年产量已达 20 万吨，约占世界总产量的 40%，我国生产的树脂不仅产量大、品种全，而且在特种树脂的研发与应用上也颇具实力，已成为名副其实的树脂生产与应用大国，产品不仅可满足国内需求，还可部分出口国际市场。

吸附分离材料行业的上游行业为石油化工行业，吸附分离材料行业主要原材料中的苯乙烯、二乙烯苯、甲醇等均来自于该行业，石油化工行业的产品供求变化和相关产品价格波动将对本行业的持续发展产生一定影响。该公司所需原材料品种众多，主要原材料在国内市场供应较为稳定，但采购价格则随行就市，需面临原材料价格波动风险。自 2017 年以来，苯乙烯、甲醇等原材料价格波动上涨，给行业内企业带来一定经营压力，其中苯乙烯价格由 2017 年初的 10,016 元/吨波动上涨至 2018 年 9 月末的 11,895 元/吨，而甲醇则由 2017 年初的 2,756 元/吨上涨至 2018 年 9 月末的 3,258 元/吨。

¹ 张全兴等.《我国离子交换与吸附树脂的发展历程回顾与展望》,高分子学报,2018,(7): 814-828

图表 3. 2016 年以来苯乙烯和甲醇市场价格变化情况（元/吨）



资料来源: Wind

吸附分离材料行业下游应用领域跨度大,涉及湿法冶金、制药、食品加工、环保化工和工业水处理等独立的行业,吸附分离材料在这些行业的生产工艺中起到不可替代的作用。下游行业的需求变化会对吸附分离材料行业的发展产生一定影响,但下游行业广泛且分散度较高的特性使得吸附分离材料行业对下游市场风险抵抗度较高。

在制药领域,吸附分离材料适用于原料药、生物药以及中药有效成份提取三个方面。目前原料药抗生素领域需求企稳回升,生物药市场增幅明显。原料药方向,抗生素行业自限抗政策之后一直低位平稳,2017年,国家环保政策趋紧导致产业集中度加大,市场份额重新分布;去库存带来需求回暖,价格回升,进而带动增加头孢系列和酶载体系列产品的需求。2016年11月,国务院印发的《十三五国家战略性新兴产业发展规划》中对生物医药技术、研发以及国际化战略进行了详细的部署和规划,“十三五”期间将鼓励生物医药产业将重点发展重大疾病化学药物、生物技术药物、新疫苗、新型细胞治疗制剂等多个创新药物品类;同时,将加快专利到期药物仿制上市,到2020年国际专利到期的重要药物90%以上实现仿制生产。

在湿法冶金领域,吸附分离材料可应用于有色金属、稀有稀散金属、贵金属以及稀土金属、核工业用金属的分离纯化生产,目前该公司已经产业化的主要是提镓树脂和提锂树脂。伴随下游需求改善,金属镓价格自2017年以来波动上行,2018年9月末为1335元/千克,上游生产线的开工率较高,景气度回升。新能源领域的快速发展,带动锂、镍、钴等金属品种的需求增量明显,尤其是我国对锂资源的需求量快速上升,但我国锂矿资源不足,盐湖提锂是获得锂资源的重要方式,但受制于资源、技术、资本等因素,国内卤水锂的开发程度较低,吸附分离材料在提镓、提锂等湿法冶金领域的应用具有诸多优势,且有助于降低生产成本。上述行业的发展也带动了吸附分离技术市场空间的拓展。

在环保领域,吸附分离材料主要应用于高浓度、难降解有机物和重金属污

染的工业废水处理。用于工业废水处理的吸附分离材料因其可对废水中物质回收利用、使用方便、强度好和效率高等优点，使树脂法在废水处理领域应用不断扩大，目前已成为行业主要水处理方法。目前随着严格的环保政策的实行，工业废水处理需求增长，带动下游树脂需求量上升。

在食品加工应用领域，吸附分离材料可用于果蔬汁质量控制与深加工、蜂蜜脱抗、除去饮用水中超标离子等。吸附分离材料用于浓缩果汁质量控制的应用最大，其在果汁脱色、脱酸、脱苦、脱农残等方面起较大作用。

B. 政策环境

吸附分离材料属于新材料，为国家重点鼓励和支持发展产品。近年来，国家出台的鼓励和促进吸附分离材料发展的主要政策环境如下：

《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》（国发[2010]32号）将新材料列为重点培育和发展的七个战略新兴产业之一，是我国首次将新材料做为一个独立的产业，从国家战略角度进行重点扶持；《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》对培育和发展新材料产业提出了任务和要求；《中国制造 2025》（国发〔2015〕28号）强调将新材料作为重点发展领域。

《新材料产业发展指南》（工信部联规〔2016〕454号）提出，“十三五”期间要推进材料先行、产用结合，以满足传统产业转型升级、战略性新兴产业发展和重大技术装备急需为主攻方向，着力构建以企业为主体、以高校和科研机构为支撑、军民深度融合、产学研用协同促进的新材料产业体系，着力突破一批新材料品种、关键工艺技术与专用装备，不断提升新材料产业国际竞争力。

C. 竞争格局/态势

在主要应用领域，行业内的主要企业和该公司的竞争对手分为两类，一是国际厂商，如陶氏杜邦、德国朗盛、日本三菱，此类型企业的特点是技术实力较强、具有国际品牌，蓝晓科技在与这些企业相比，优势主要体现于拥有较高的性价比和较为精细化的客户服务；二是国内具有较好技术实力和业务规模的公司，如浙江争光、江苏苏青、淄博东大等，与这类企业相比，蓝晓科技具有较好的材料性能、应用工艺和应用装置技术等方面的综合技术实力，以及较大的下游市场份额。公司吸附分离材料在新兴市场领域的市场份额占比较高。

图表 4. 吸附分离材料行业内主要企业

应用领域	国际	国内
湿法冶金领域	住友化学	蓝晓科技
制药领域	陶氏杜邦、日本三菱	鲁抗立科、蓝晓科技
食品加工领域	陶氏杜邦、日本三菱	蓝晓科技、浙江争光
环保领域	-	蓝晓科技、江苏苏青、浙江争光、淄博东大
化工领域	德国朗盛、漂莱特、日本三菱	蓝晓科技

资料来源：蓝晓科技招股说明书，经新世纪评级整理

D. 风险关注

吸附分离材料行业下游应用以工业水处理为主，该领域技术处理成熟，产品附加值较低，市场竞争激烈。而其他新兴市场中，制药、食品等领域市场容量相对有限，限制了树脂企业在该领域的迅速发展；湿法冶金领域则受有色金属行业景气度影响明显。整体来看，吸附树脂行业市场拓展面临诸多限制，市场容量目前仍较小，单个企业规模偏小，优势企业主要在细分领域体现其市场优势；此外，国际知名企业占据较大市场份额，且具技术优势，国内企业还需面临国际企业竞争压力。

吸附分离材料行业上游为基础化工行业，主要原材料包括苯乙烯、二乙烯苯等的价格波动会对该行业产生较明显的影响。

2. 业务运营

该公司主要从事吸附分离材料和系统装置生产业务，受行业规模所限，公司体量较小。公司吸附分离材料属于新兴领域的应用，下游应用较为广泛，公司产品在部分领域具有较高市场占有率，近年来，公司营业收入保持增长，盈利能力持续较强。公司具有较强的研发实力，随着盐湖卤水提锂技术实现工业化应用，公司近期已获两个大额订单，公司的高速成长给业务运营带来诸多不确定性，未来对大额订单的执行能力和持续研发的投入将给企业运营带来新的挑战。

该公司主要从事吸附分离材料的研发、生产和销售，并提供载有特定工艺的系统装置，以及一体化的吸附分离技术服务。目前，公司提供的吸附分离材料共有产品 20 个系列，100 多个品种，被广泛运用于生物医药、金属、食品、环保、化工和水处理等下游领域，呈横向多元化扩张趋势，公司产品在部分领域具有较高市场占有率。近年来随着公司产能的提升、下游市场领域需求增长、新市场领域的开拓等因素影响，公司营业收入保持增长。公司所生产的吸附分离材料属于新兴领域的应用，技术含量高，而公司销售的系统装置也包含了较多的技术投入，因此公司业务保持较高的毛利率和盈利水平。

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年	2017 年上半年
营业收入合计	2.95	3.32	4.44	2.88	2.06
其中：（1）吸附分离材料	2.75	3.09	3.92	2.38	1.79
在核心业务收入中所占比重（%）	92.98	92.81	88.23	82.74	86.71
（2）系统装置	0.21	0.19	0.44	0.44	0.21
在核心业务收入中所占比重（%）	6.95	5.86	9.82	15.43	10.02
（3）技术服务	0.00	0.04	0.08	0.04	0.07
在核心业务收入中所占比重（%）	0.08	1.31	1.75	1.52	3.27
毛利率（%）	36.84	38.11	40.29	39.22	41.36
其中：离子交换吸附树脂（%）	37.70	36.70	39.39	37.53	39.91

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年	2017 年 上半年
系统装置 (%)	34.11	50.68	41.47	47.79	37.00
技术服务 (%)	-762.78	82.15	79.15	47.74	93.16

资料来源：蓝晓科技

该公司专注于吸附分离材料生产，并逐渐拓展至系统装置生产及技术服务，主业突出。2015~2017 年及 2018 年上半年，公司营业收入分别为 2.95 亿元、3.32 亿元、4.44 亿元和 2.88 亿元，近年来营业收入保持快速增长态势；同期，毛利率分别为 36.84%、38.11%、40.29%和 39.22%，毛利率处于较高水平，近年来有所波动主要受系统装置业务毛利率波动及吸附分离材料产品结构变化所致。

(1) 主业运营状况/竞争地位

A、吸附分离材料

吸附分离材料是该公司主要的收入来源。2015~2017 年及 2018 年上半年，公司吸附分离材料业务收入分别为 2.75 亿元、3.09 亿元、3.92 亿元和 2.38 亿元，收入以环保化工专用树脂和制药专用树脂收入为主；毛利率分别为 37.70%、36.70%、39.39%和 37.53%，毛利率处较高水平但有所波动，系因毛利率较高品种在当年销售占比变化所致。

该公司吸附分离材料根据下游行业分类，可分为环保化工专用树脂、生物医药专用树脂、湿法冶金专用树脂和食品加工专用树脂等。公司在环保化工领域的树脂产品较为成熟，销售客户主要为下游化工、染料和炼油企业，其中环保类树脂主要应用于高浓度、难降解有机物和重金属污染的工业废水处理，化工类树脂主要应用于离子膜烧碱行业的二次盐水精制等化工产品的精制和催化。公司树脂产品在中国大陆化工环保领域已经建立了较高的品牌知名度，销量稳定，主要是现货销售。2015 年以来，工业废水的资源利用和达标排放需求增加，下游市场容量放大，公司环保专用树脂需求不断增加，虽然近年来产品价格呈下降态势，但销量增加带动环保化工类树脂收入增长，尤其是 2018 年上半年，主要因下游客户环保提标，使得环保专用树脂需求量明显增加，带动收入明显增长。

该公司在生物医药领域产品主要为固定化酶载体、层析介质和层析预装柱等树脂产品，销售客户多为高校、科研院所、食品药品加工厂等，公司在该行业中属新进入的产品供应商，所占市场份额有限，但凭借客户粘性及其客户需求的增长，近年来产品仍保持了良好的销量增长，且该产品技术含量较高，产品价格较高，对公司收入贡献度较高，近年来收入保持稳步增长。

该公司湿法冶金领域树脂主要为镓、锂、镍提取专用树脂产品，销售客户主要为金属冶炼企业与新能源动力电池产业相关企业。公司在该领域的提取树脂技术成熟，提纯比较高，具有较强竞争优势。2016 年金属镓价格下滑，下游行业不景气致公司产品销量减少，价格亦下滑，2018 年上半年因金属镓价

格回升，下游客户开工率增加，镓提取树脂销量增加，售价亦有回升。

该公司食品加工专用树脂主要应用于国内果蔬汁生产领域，产品以脱色树脂为主。公司的食品加工专用树脂在行业内处于绝对领先地位，但国内该应用领域体量较小，受市场空间影响，收入规模相对不大。

a. 生产

该公司目前主要生产基地为蓝晓特种树脂工厂，近年来随着技术升级和生产线改造，该基地树脂生产能力不断提升，目前具有年产 7,500 吨树脂的综合生产能力。2015~2017 年及 2018 年上半年，公司树脂产量分别为 8,977.51 吨、9,115.60 吨、11,328.30 吨和 8,216.28 吨，随着下游需求扩张，树脂产量保持增长，生产线处于超负荷运转的状态，受产能所限，公司需外购一部分白球量。不过 2018 年底随着高陵蓝晓新材料生产基地一期生产线（约新增产能 1 万吨）的投产，可缓解产能压力，但另一方面也需关注产能释放压力。

图表 6. 公司吸附分离材料产能及产量情况（吨，%）

	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年
加权产能	6,500.00	7,000.00	7,500.00	7,500.00
产量	8,977.51	9,115.60	11,328.30	8,216.28
外购白球量	3,124.26	3,248.77	4,165.25	4,663.69
净产量（产量-白球*1/3）	7,936.09	8,032.68	9,939.88	6661.71
产能利用率	122.09%	114.75%	132.53%	177.65%

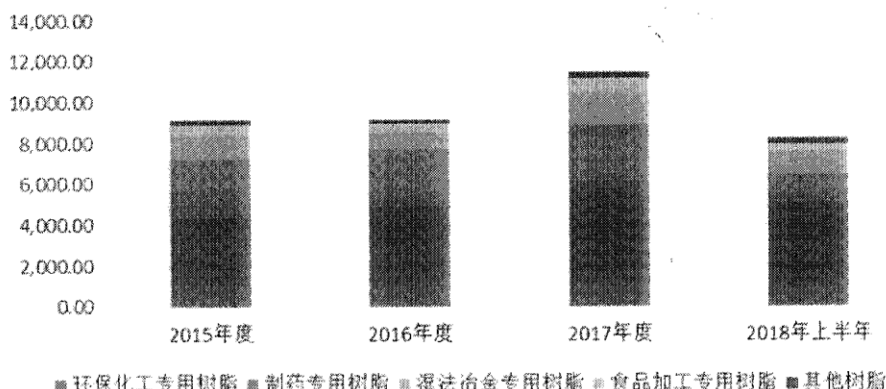
资料来源：蓝晓科技

注：

- 1、近年来，公司对原有车间进行了新增、更换和改造部分设备，产能有一定增加。
- 2、由于存在产能不足的情况，公司在生产过程中外购了一部分白球，白球是进一步加工树脂的中间体。据估算，白球大约占了公司整体生产环节 1/3 的产能，公司在核算产量时，对该部分产量扣减。

该公司采取以销定产的生产模式，公司根据订单情况和产品库存情况按照作业计划组织生产，同时根据市场变化调整作业计划，在满足客户需求的前提下控制最低库存量。公司产品应用面较广以及客户需求多具个性化特征，同时近年来订单呈现出少量多批的趋势，针对于此，公司引进自动化生产流程，通过生产过程的模块化配置等方法，缩短产品生产周期，增加生产线利用率并降低产品成本。

图表 7. 公司吸附分离材料产量情况（吨）



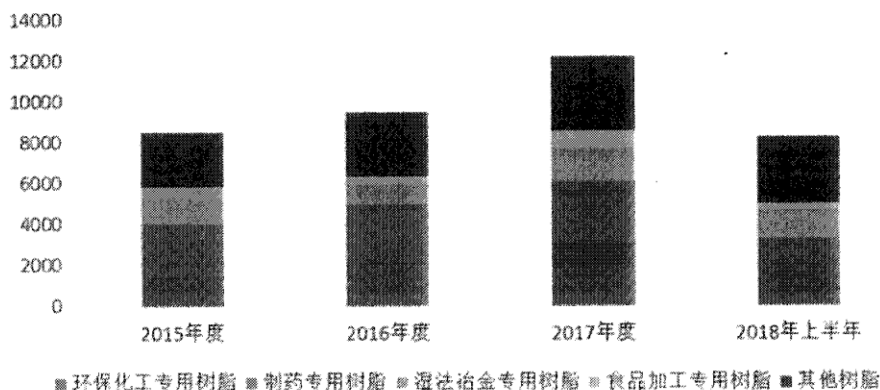
资料来源：蓝晓科技

该公司重视安全生产和环保工作，在环保方面投入呈上涨趋势，2015~2017年环保投入分别为 247.10 万元、411.96 万元和 827.00 万元，主要用于污水处理以及尾气收集，2018 年上半年环保投入为 813.68 万元。近年来，公司遵守各项安全环保法律法规，母公司以及子公司均未发生生产安全或环保事故，无因违反安全生产相关法律法规行为而受行政处罚的情形。

b. 销售

该公司以西安作为销售中心，由销售部门按照不同应用领域直接面向客户推广。公司产品应用于不同工业领域，行业跨度大，生产工艺和应用条件差异大，对产品与客户生产工艺的匹配度要求很高。为保证销售的针对性，公司采取了将技术支持与服务贯穿于售前、售中、售后全过程的技术营销模式。技术营销体系主要由市场部、应用部、研发部和系统工程部等组成，市场部负责产品销售、商务谈判、合同、客户维护等工作，应用部负责售前方案设计、售中技术支持，售后服务等，研发部主要负责吸附分离材料合成，应用技术开发，系统工程部主要负责系统装置的设计、生产与调试等技术支持。

图表 8. 公司吸附分离材料销量情况（吨）



资料来源：蓝晓科技

该公司在多个下游市场领域处龙头地位，与下游客户合作关系基本稳定，下游行业的分散性也增强了公司对于单一行业风险的抵御度，且树脂产品为消耗性产品，重复购买率较高，可为公司带来了持续稳定的销售收入。从前五大下游客户来看，近年来公司与大客户合作较为稳定，2017年，公司对前五大客户销售额合计为0.69亿元，占营业收入的15.46%

图表 9. 公司 2015-2017 年前五大下游客户销售额（万元）

2015 年度		
公司名称	金额（万元）	占营业收入比重
东方希望涪池镓业有限公司	2,246.40	7.61%
中节能科技投资有限公司	1,264.03	4.28%
孝义市兴安镓业有限公司	1,189.85	4.03%
焦作健康元生物制品有限公司	1,173.80	3.97%
SUM	957.79	3.24%
合计	6,831.87	23.13%
2016 年度		
公司名称	金额（万元）	占营业收入比重
伊犁川宁生物技术有限公司	2,641.97	7.95%
西安纳瑞工控科技有限公司	1,644.73	4.95%
RNT	1,145.97	3.45%
RDL	1,127.31	3.39%
孝义市兴安镓业有限公司	1,098.31	3.30%
合计	7,658.29	23.04%
2017 年度		
公司名称	金额（万元）	占营业收入比重
RNT	1,894.50	4.30%
东方希望涪池镓业有限公司	1,574.51	3.54%
孝义市兴安镓业有限公司	1,245.28	2.80%
浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司	1,093.16	2.46%
东台纳盛特生物科技有限公司	1,061.44	2.39%
合计	6,868.90	15.46%

资料来源：蓝晓科技

在结算模式上，该公司对于优质的下游客户给与一定的信用周期，近年来随营业收入的增长，应收款项规模亦保持增加，目前应收账款规模较大，公司面临账款回收压力。根据下游客户领域不同，对客户执行的信用政策也有所差异，以下游制药企业为例，制药企业客户根据其生产计划向公司滚动采购吸附树脂材料，在货款结算上，制药企业客户通常在每批采购前先预付部分款项，其余款项结合其自身资金状况和公司信用政策支持，从而形成滚动付款。

c. 采购

该公司生产计划部门每月确定物料的月度需求计划，采购部门结合物料行情与生产计划部门协商确定月度采购计划。公司生产所需原材料主要为基础化工原料，原料品种众多，约在 100 种左右，其中需求量较大的原材料约在 20 种左右，公司对于需求量较大的原材料采用月度采购模式，对于需求量小的原

材料一般根据订单情况，采用即时订单采购模式。

图表 10. 公司主要原材料采购量及采购均价(吨, 万元/吨)

		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年
白球	采购量	3,124.26	3,248.77	4,165.25	4,663.69
	采购均价	1.12	0.99	1.31	1.17
苯乙烯	采购量	1,270.42	1,151.52	1,473.42	745.55
	采购均价	0.77	0.72	0.88	0.98
盐酸羟胺	采购量	465.67	614.79	627.93	487.86
	采购均价	1.90	1.29	2.07	2.85
甲醇	采购量	6,951.54	9,370.06	6,050.54	2,568.08
	采购均价	0.16	0.14	0.20	0.23

资料来源：蓝晓科技

该公司需求量较大的原材料主要包括苯乙烯、盐酸羟胺、二乙烯苯和甲苯等，产品市场价格透明、标准统一，公司通过考察、筛选形成供应商名单，采购部根据生产计划，从供应商名单中经过谈判确定最终供应商。公司树脂产品对于原材料品质和特性要求较高，对于原材料产地有一定要求，近年来原材料供应方比较稳定，2017 年对前五大供应商采购额占比为 27.89%。公司单一原材料采购规模相对偏小，采购议价能力偏弱，加之部分原料采购周期较短，采购价格随行就市，受市场价格变动影响较大。近年来主要原材料价格均有较大幅度的增长，加大公司成本控制压力，但公司产品技术附加值较高，在原材料成本增加下，公司凭借技术优势、降本增效措施等仍可保持较高的毛利率水平。

图表 11. 公司主要原材料供应商供应额（万元）

	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年
鹤壁市海格化工科技有限公司	/	1,036.50	2,578.56	2,225.88
山东宝运艾科化工有限公司	2,731.00	2,189.98	1,339.99	/
江苏安得利新材料科技有限公司	/	/	1,072.92	760.07

资料来源：蓝晓科技

d. 技术

该公司在吸附分离材料领域具有较强的技术优势，拥有 30 余项发明专利及多项专有技术，公司自主研发并产业化的品系达八大类 100 多个品种，覆盖下游多个应用领域。在抗生素领域，公司的吸附分离材料和技术成功对国外产品形成替代，公司的酶载体产品在国内首先大规模生产实现 CPC 酶法裂解工艺生产 7-ACA，成为头孢类抗生素生产的重大技术进步。在金属领域，公司的镓提取树脂技术，带动了国内树脂法提镓工艺的升级，显著提高了镓提取能力。

该公司每年均保持较大规模的研发投入，近年来研发投入约占营业收入的 6% 左右。公司技术具有较强的产业转化能力，公司在确立研发方向时，对国内市场进行充分调研，选取市场空间较大的领域作为研发方向；在研发过程中，公司发掘客户需求，根据客户的实际情况开发产品和应用工艺；在产业化过程

中，通过小试-中试-大型的步骤，提高科研成果转化率，降低产业化风险。公司每年有 4 到 8 个新产品、6 到 10 个新工艺研发成功或被产业化应用。2018 年青海冷湖 100t/a 碳酸锂项目生产线完成调试，已产出高纯碳酸锂，公司实现了盐湖卤水提锂的工业化转化，公司吸附法富集工段作为卤水提锂核心工段，结合膜浓缩的工艺技术，实现经济性和环保性的双重优势。

该公司将技术人才作为公司核心的资源，对公司人力资源配置不断优化并加大人力资源体系建设。公司研发团队成员 100 余名，团队核心成员从事吸附分离材料研发多年，具有树脂合成和应用工艺经验；公司还与高校合作，汇集新技术研究资源，建有“陕西省功能高分子吸附分离工程技术研究中心”；与南京大学张全兴院士合作成立院士专家工作站。

为了进一步激发技术人才的工作积极性，该公司于 2016 年 3 月作出股权激励承诺，将股东利益、公司利益和个人利益有效结合在一起。2016 年 5 月，公司实际向 83 名激励（含公司管理层 4 人，中层管理人员、核心技术（业务）人员 79 人）对象授予 95.75 万股限制性股票，授予价格 21.20 元/股，总发行金额为 2,029.90 万元。

B、系统装置

该公司于 2011 年针对客户在生产运营和技术支持方面的需求提出了“吸附分离系统集成装置”的概念产品，为客户提供载有特定工艺的系统装置，以及集树脂应用、生产工艺、自动化控制和工程管理为一体的一站式专业化服务产品。公司的“吸附分离聚合材料结构调控与产业化应用关键技术”项目获得国家科技进步二等奖。

该公司销售系统装置主要收入来自设备装置合同款。公司目前为客户提供的定制化系统工程产品包括连续离子交换系统装置、EPC 工程及运行支持和撬装单元系统装置。近期在国内外成功完成的项目包括中国铝业分公司氧化铝厂镓提取项目、以色列氯化钾制硝酸钾项目和 MTBE 萃取水脱酸项目等。2018 年上半年，公司在土耳其市场实现了首条整线输出，完成国外安装、调试，为客户提供整体解决方案。

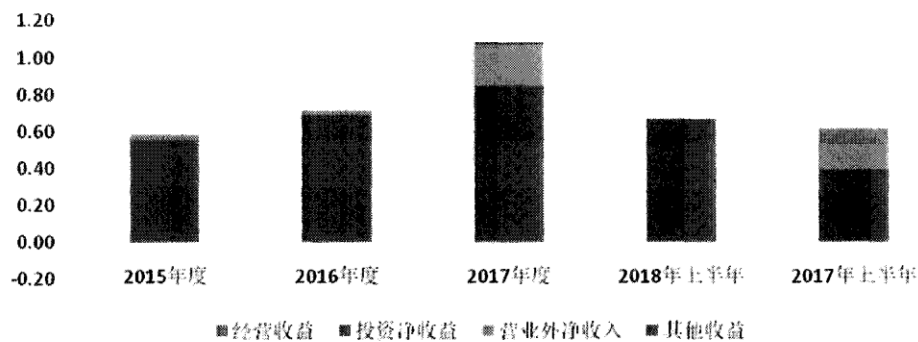
2015~2017 年及 2018 年上半年，该公司系统装置生产销售量分别为 18 套、26 套和 36 套和 22 套，分别实现收入 0.21 亿元、0.19 亿元、0.44 亿元和 0.44 亿元，由于系统装置为定制化产品，单个产品价值差异大，因此收入与销量并不具对应关系，2016 年因单套装置体量小，虽然销量增长，但收入却有所下降。

2018 年初，随着盐湖卤水提锂吸附剂、工艺和系统装置核心技术的工业化转化，公司业务向提锂领域拓展，凭借技术优势，2018 年上半年，公司已签署格尔木藏格锂业有限公司（简称“藏格锂业”）盐湖卤水提锂装置项目和青海锦泰锂业有限公司（简称“锦泰锂业”）碳酸锂盐湖卤水提锂生产线项目两大重点重点项目，上述项目涉及生产线装配和后续锂提取树脂的供应，会带动公司湿法冶金类树脂和系统装置收入的快速增长。2018 年 3 月 24 日，公司与藏

格锂业签订 10000t/a 盐湖卤水提锂装置设备购销合同，合同金额 5.78 亿元。2018 年 6 月 18 日，公司与锦泰锂业签订 3000t/a 碳酸锂生产线建设、运营和技术服务合同，合同金额为 4.68 亿元，预计 2019 年 3 月投产，生产线投产后，锦泰锂业将分期向公司支付建造款，并在生产线投产运营期间分期向公司支付生产线运营管理费用和利润分成。上述合同的签订，标志着公司盐湖卤水提锂吸附剂及系统装置的技术水平获得市场认可。但两笔项目目前同时进行且订单金额较大，将会对公司的执行能力带来挑战，此外，客户付款能力及模式也将直接影响公司资金流动性，客户款项支付不及时将对公司形成较大的流动性压力。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据蓝晓科技所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润基本来自于营业毛利，其他经营收益和营业外收入对利润影响较小。2015~2017 年及 2018 年上半年，公司营业收入分别为 2.95 亿元、3.32 亿元、4.44 亿元和 2.88 亿元，毛利分别为 1.09 亿元、1.27 亿元、1.79 亿元和 1.13 亿元，良好的盈利水平带动公司经营收益保持增长，同期经营收益分别为 0.52 亿元、0.65 亿元、0.79 亿元和 0.64 亿元。

图表 13. 公司营业利润结构分析

	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年	2017 年 上半年
营业收入合计 (亿元)	2.95	3.32	4.44	2.88	2.06
毛利 (亿元)	1.09	1.27	1.79	1.13	0.85
期间费用率 (%)	16.50	16.06	19.94	14.06	20.58
其中：财务费用率 (%)	-1.27	-2.03	1.84	-2.34	1.18
全年利息支出总额 (万元)	127.10	0.00	30.00	15.00	-
其中：资本化利息数额 (万元)	-	-	-	-	-

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理。

该公司期间费用以管理费用为主，管理费用以技术开发和员工薪酬为主，近年来保持增长；财务费用很小，尤其是早年公司将闲置资金用于银行理财获

得利息收入，使得财务费用为负；销售费用随业务规模扩大而保持增长；2015~2017 年公司期间费用分别为 0.49 亿元、0.53 亿元和 0.89 亿元，其中 2017 年期间费用增长较快，一方面管理费用有所增长，另一方面，受汇兑损益影响，公司利息由净收入转为净支出，使得财务费用上涨；同期，期间费用率分别为 16.50%、16.06 %和 19.94%，2017 年亦有明显上升。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析（万元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年	2017 年 上半年
投资净收益	287.69	413.51	541.16	147.47	243.1
营业外净收入及其他收益合计	313.77	197.88	2,346.69	68.69	2,185.15

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理。

该公司投资收益规模不大，主要是将闲置资金用于银行理财所获得的理财收益。公司营业外收入及其他收入规模亦不大，以政府补助为主，2017 年营业外收入大幅增加，主要是公司与中国铝业股份有限公司贵州分公司（简称“中铝贵州分公司”）因合同纠纷产生诉讼（见“表外事项”），目前双方已达成和解，中铝贵州分公司于 2017 年 4 月 25 日支付公司垫资款本息共计 2,916.16 万元，其中 2,236.86 万元计入营业外收入。

2015~2017 年及 2018 年上半年，该公司净利润分别为 0.51 亿元、0.62 亿元、0.93 亿元和 0.60 亿元，净利润水平保持增长，盈利能力较强。2015~2017 年，公司净利润率分别为 17.22%、18.56%和 20.91%，净资产收益率分别为 9.56%、8.80%和 12.07%。

（3）运营规划/经营战略

在未来三到五年，该公司将坚持发展吸附分离技术主业，着力提升产品竞争力和企业运营竞争力，扩大国内市场，加速开拓国际市场；坚持以材料、工艺、装置为核心，探索现代服务业模式并形成规模化收入；加快产业园建设，实现产能的战略性布局；坚持创新驱动，开发高技术含量的应用领域；参与国际高端市场竞争。

该公司目前主要在建项目包含高陵蓝晓新材料产业基地、蒲城蓝晓新材料产业基地、鹤壁蓝赛循环资源利用项目和湿法冶金分离材料产业化项目。其中高陵蓝晓以及蒲城蓝晓项目均为公司树脂材料生产工厂扩建工程，建设项目总投资达 9 亿元，将分别在西安市及其周边地区建设系统化树脂材料生产基地。目前，高陵新材料产业基地建设工程已进入收尾阶段，有望于 2018 年底开始生产吸附分离树脂材料，一期产能约 1 万吨。

图表 15. 公司在建项目（亿元）

	拟投资规模	截至 2018 年 6 月末已投资额	未来投资计划		
			2018 年下半年	2019 年	2020 年
高陵新材料产业基地	5	0.95	0.5	1.5	1.5
湿法冶金分离材料产业化项目	0.82	0.32	0.5	-	-

蓝赛项目	3.5	0.15	0.5	1.0	1.5
蒲城项目	4	0.23	0.5	1.5	1

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据绘制。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，实际控制人为寇晓康、高月静夫妇。公司建立了较完善的法人治理结构，经营管理团队具有较丰富的管理经验，能够满足现阶段的经营管理需求。公司根据自身经营管理需要设置了内部组织架构，并建立了完整的内部控制体系，运营管理规范。

(1) 产权关系

该公司于 2015 年 6 月 19 日在深圳证券交易所挂牌交易，公司控股股东和实际控制人为寇晓康先生、高月静女士。截至 2018 年 6 月末，寇晓康、高月静持股数量分别为 51,600,000 股和 27,300,000 股，持股比例分别为 25.49% 和 13.49%，合计持股比例为 38.98%。寇晓康、高月静俩人系夫妻关系，构成关联方及一致行动关系，为公司实际控制人。

截至 2018 年 6 月末，寇晓康、高月静所持该公司股份均为有限售条件的股份，锁定期为股票上市之日起 36 个月（至 2018 年 7 月 2 日）；寇晓康、高月静所持公司股份无质押情况；除持有公司股份外，寇晓康、高月静无其他对外投资。

(2) 主要关联方及关联交易

截至 2017 年末该公司无关联交易。

2018 年该公司与关联方西安南大环保材料科技有限公司（简称“南大环保”，公司对其持股比例为 44%）存在一定的关联交易，2018 年上半年公司向南大环保销售 300.64 万元的树脂生产原辅料。根据公司议案，2018 年，预计日常关联交易总金额不超过 1,900 万元，其中向南大环保销售树脂生产原辅料不超过 900 万元，向关联方西安南大环保材料科技有限公司南大环保采购树脂产品不超过 1,000 万元。

该公司存在由实际控制人提供的担保，体现了一定的股东支持。截至 2018 年 6 月末，实际控制人高月静、寇晓康合计为公司提供 1.80 亿元的担保，为实际控制人为公司银行信贷所提供的连带责任保证。

(3) 公司治理

该公司治理结构较完善，公司设股东大会，是公司权力机构。设董事会，对股东大会负责，公司面临的重大事宜，均根据《公司章程》及相关制度的规定由经理层、董事会、股东大会讨论确定，不存在受控于控股股东、实际控制人的情形；公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，由股东大会选举或更换，设董事长1名；董事会下设审计、薪酬与考核、战略、提名四个专门委员会。公司设监事会，监事会由3名监事组成，其中有1名职工代表监事。公司实际控制人高月静为该公司现任董事长。

该公司设总经理、副总经理、财务总监和董事会秘书等高级管理人员，均由董事会聘任或解雇。公司控股股东寇晓康为公司现任总经理。公司高级管理人员均在公司工作并领取薪酬，没有在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的职务及领取薪酬。公司财务人员不存在在控股股东、实际控制人或其控制的其他企业中兼职的情况。公司建立独立的人事管理系统，与员工签订劳动合同，建立独立的工资管理、福利与社会保障体系。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身的经营管理需要建立了内部组织架构，目前设立了多个职能部门，并明确了各个部门岗位的职责和权限，各部门在业务开展中能够在保持应有的独立性的同时，做到顺畅协作，机构设置能够满足现阶段经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司设置董事下设审计委员会，主要负责公司财务监督和核查工作及与外部审计机构的沟通、协调工作；对公司的经营状况、内控制度的制定和执行情况进行监督检查，从而加强董事会决策功能，做到事前审计、专业审计，确保董事会对高级管理人员的有效监督。

该公司设薪酬与考核委员会，主要负责制定公司董事及高级管理人员的考核标准并进行考核；制定、审查公司董事及高级管理人员的薪酬政策与方案，从而制订科学、有效的薪酬管理制度。

该公司设董事会下设战略委员会，主要负责对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议，从而加强公司决策科学性，提高重大投资决策的效益和决策的质量，完善公司治理结构。

该公司设董事会下设提名委员会，主要负责研究公司的董事、高级管理人员的当选条件、选择程序和任职期限；形成决议后提交董事会通过并遵照实施，从而完善公司治理人选的任职资格标准。

在关联交易方面，该公司制定《关联交易管理制度》，关联交易定价应当公允，关联交易事项按照下列规定审议：详细了解交易标的的真实状况，包括交易标的运营现状、盈利能力、是否存在抵押、冻结等权利瑕疵和诉讼、仲裁等法律纠纷；详细了解交易对方的诚信纪录、资信状况、履约能力等情况，审慎选择交易对方；根据充分的定价依据确定交易价格；遵循法律法规的要求以及公司认为有必要时，聘请中介机构对交易标的进行审计或评估；对交易标的状况不清；交易价格未确定；交易对方情况不明朗；因本次交易导致或者可能导致公司被控股股东、实际控制人及其附属企业非经营性资金占用；因本次交易导致或者可能导致公司为关联人违规提供担保；因本次交易导致或者可能导致公司被关联人侵占利益的其他情形的关联交易事项，公司不应进行审议并作出决定。

在对外投资方面，该公司制定《对外投资管理制度》，投资行为和投资项目的选择，必须符合公司发展战略要求，坚持聚焦主业的专业化发展方向。未经公司批准，子公司所属项目公司原则上不得进行对外股权投资业务。对于长期股权投资，应编制投资方案报告，但为实施项目投资而组建的项目公司除外。对于项目投资，按照专业化分工原则，子公司的项目投资应符合公司发展战略和本身主业发展要求，除非事先得到了公司有权机构的授权批准，原则上不参与非主业项目的投资活动。

在对外担保方面，该公司制定《对外担保管理制度》，实行严格的审批制度，公司对外担保应遵循合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险。担保由公司统一管理，未经公司有权机构授权或批准，公司和子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保；若外单位为公司或子公司提供担保，被担保单位可相应提供反担保；对除子公司以外的其他方提供担保必须要求对方提供反担保。公司需谨慎判断反担保提供方的实际担保能力和反担保的可执行性。

(3) 投融资及日常资金管理

在财务管理方面，该公司制定《财务会计制度》，公司财务管理应当按照制定的财务战略，合理筹集资金，控制担保风险，有效营运资产，强化预算管理，控制成本费用，规范关联交易，加强财务监督和财务信息管理。

该公司还建立了内部审计制度，使用公司内部机构或人员，对其内部控制和风险管理的有效性、财务信息的真实性和完整性以及经营活动的效率和效果等开展评价活动。对资金筹集、资产营运、成本控制、收益分配等财务和经济活动实施全面把控管理。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》（2018年9月27日），截至报告日，公司无不良信用记录。根据审计报告所载，截至2018年6月末公司不存在重大诉讼及仲裁事项。

财务

该公司财务结构稳健,债务规模较小,资产负债率保持在较低水平,但 2018 年以来受在建项目资金需求影响,公司借款规模大幅增加,致债务规模攀升,资产负债率亦有大幅增加;不过公司盈利能力较强,良好的经营积累和经营性现金净流入可对债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

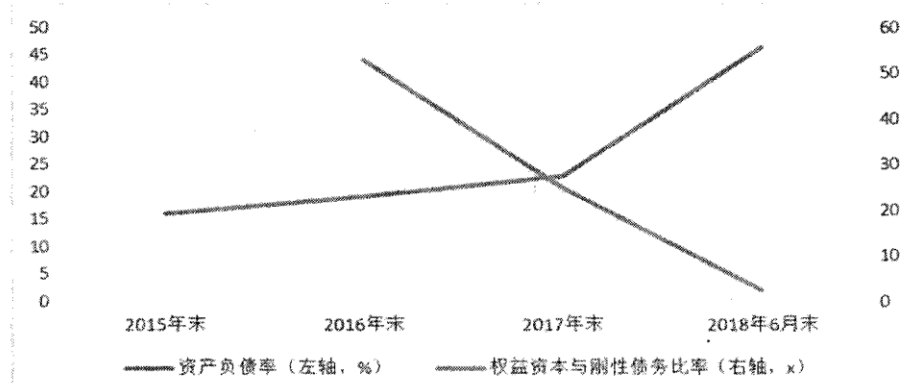
天健会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2015~2017 年财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。该公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》,自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》,该项会计政策变更采用未来适用法处理。公司编制 2017 年度报表执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2017〕30 号)。

截至 2017 年末,该公司有 4 子公司,其中 2017 年新增 3 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源:根据蓝晓科技所提供数据绘制。

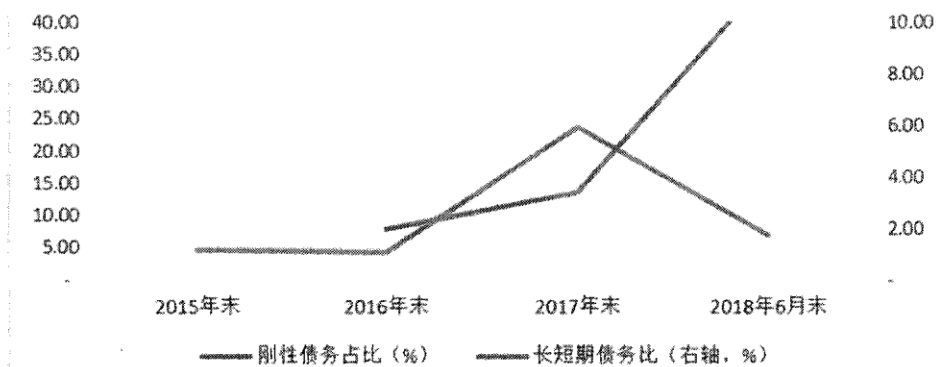
2015~2017 年末及 2018 年 6 月末,该公司负债总额分别为 1.29 亿元、1.70 亿元、2.42 亿元和 7.60 亿元,公司早期负债规模很小,不过自 2017 年开始,公司业务发展迅速,且后续有较大规模的项目建设计划,公司对资金储备需求增加,受此影响,2017 年开始公司负债总额增长较快,资产负债率水平也随之攀升,2015~2017 年末及 2018 年 6 月末资产负债率分别为 15.94%、19.09%、22.86%和 46.44%。公司新增债务主要来自于银行借款,受此影响,公司权益资本与刚性债务比明显下降,2016~2017 年末及 2018 年 6 月末分别

为 52.86、24.83 和 2.45（2015 年公司刚性债务为 0，不涉及此指标）。

良好的经营积累是该公司资本积累的有力保障，同时公司 2015 年公开发行股票后，资本实力进一步增强；公司实施了限制性股票激励计划，2016 年开始分三期定期解锁部分限制性股票，也带动所有者权益的增加，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司所有者权益分别为 6.80 亿元、7.22 亿元、8.18 亿元和 8.76 亿元。公司所有者权益以实收资本、资本公积和未分配利润为主，公司自上市以来每年均分红，2015~2017 年现金分红分别为 0.20 亿元、0.11 亿元和 0.17 亿元，公司章程对于利润分配有明确的规定，不会出现利润大额分配的情况，权益结构整体稳定。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务（亿元）



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
刚性债务	0.00	0.14	0.33	3.57
应付账款	0.61	0.66	0.97	1.44
预收款项	0.40	0.40	0.57	2.13
刚性债务占比 (%)	0.00	8.02	13.59	47.00
应付账款占比 (%)	47.42	38.66	40.18	18.89
预收款项占比 (%)	31.33	23.60	23.38	27.99

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据绘制。

该公司负债以流动性负债为主，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末长短期债务比分别为 1.18%、1.10%、5.94%和 1.76%，公司早期负债以经营性负债为主，2017 年以来借款增加但以短期借款为主，故近年来长短期债务比一直很低。

债务构成方面，2017 年末该公司负债以刚性债务、应付账款和预收款项为主，年末上述科目占负债总额的比例分别为 13.59%、40.18%和 23.38%，合计占比负债总额的 77.14%。

2017 年末，公司应付账款为 0.97 亿元，较上年末增长 47.78%，以应付材料款、应付工程和设备款为主，其中应付材料款随树脂业务增长而保持增加，应付工程和设备款随系统装置业务的扩大而增幅较大。同期末，公司预

收款项为 0.57 亿元，较上年末增长 40.86%，为预收的货款，随业务增长而增加。同期末，公司刚性债务合计 0.33 亿元，以应付票据为主。

2018 年 6 月末，公司应付账款较年初增长 47.42% 至 1.44 亿元，主要是随着大额合同的签订，公司业务规模迅速扩大，应付材料款、应付工程和设备款均有所增加；预收款项大幅增至 2.13 亿元，新增部分主要来自于大额合同的客户预付的款项；刚性债务大幅增至 3.57 亿元，主要是短期借款大幅增加。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
短期刚性债务合计	-	0.14	0.23	3.47
其中：短期借款	-	-	-	3.07
应付票据	-	0.14	0.23	0.40
应付利息	-	-	-	0.002
中长期刚性债务合计	-	-	0.10	0.10
其中：长期借款	-	-	0.10	0.10

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司刚性债务总额分别为 0.00 亿元、0.14 亿元、0.33 亿元和 3.57 亿元。2015 年末公司没有刚性债务，2016 年末公司刚性债务全部为应付票据，没有银行借款，2017 年末公司刚性债务新增一笔 1000 万元的长期借款，为收到的产业发展专项资金 1,000 万元，资金使用期限三年，到期一次还本付息，按 3% 的年利率支付利息。2018 年 6 月末，公司新增 3.07 亿元的短期银行借款。

2018 年 6 月末，该公司银行借款总额为 3.07 亿元，其中质押借款为 2.77 亿元，质押物为美元存款，信用借款 0.30 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
营业周期（天）	322.80	301.89	231.17	-
营业收入现金率（%）	65.90	65.53	72.10	88.63
业务现金收支净额（亿元）	0.36	0.76	0.82	0.84
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.11	-0.25	-0.08	-0.27
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.25	0.51	0.74	0.57
EBITDA（亿元）	0.69	0.82	1.29	-

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年上半年
EBITDA/刚性债务（倍）	-	6.00	5.53	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	54.22	-	429.30	-

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司存货规模较大，主要系公司结合订单、用户需求特点和公司生产工艺流程特点，对树脂产品进行合理备货，付款方式上公司一般给下游客户一定信用期限，致应收账款规模亦较大，存货和应收账款周转天数均偏高，营业周期较长，2015~2017年，公司营业周期分别为322.80天、301.89天和231.17天，近年来公司收入保持增长，但公司控制存货规模，同时控制应收账款增长速度，营业周期有所缩短。公司较多的使用票据进行结算，致营业收入现金率指标表现偏弱，分别为65.90%、65.53%和72.10%。实际上，得益于良好的利润支撑和收现水平，公司近年来保持了良好的经营性现金流入，且随业务规模扩大，净流入规模亦呈增加态势，2015~2017年及2018年上半年，公司经营性现金流净额分别为0.25亿元、0.51亿元、0.74亿元和0.57亿元。

该公司 EBITDA 以利润总额为主，随利润总额的增加而保持增长，2015~2017年 EBITDA 分别为0.69亿元、0.82亿元和1.29亿元，其中利润总额占比分别为84.87%、86.59%和84.08%。公司早期刚性债务没有或很小，EBITDA 对刚性债务保障能力很强，自2017年以来随着银行借款规模的增加，EBITDA 对刚性债务保障能力有所弱化，但仍保持在良好水平。

（2）投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年上半年
回收投资与投资支付净流入额	-1.54	0.51	-0.16	1.32
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.71	-0.63	-0.44	-0.66
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	0.01	-0.02	0.20
投资环节产生的现金流量净额	-2.25	-0.12	-0.57	0.86

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理。

随着业务规模的扩大，该公司持续对生产线进行技改、并建设新的生产基地，投资性现金流出保持一定的规模，同时公司利用闲置资金理财，也加大了现金流的波动，2015~2017年及2018年上半年投资性现金净流出额分别为-2.25亿元、-0.12亿元、-0.57亿元和0.86亿元，其中2015年净流出额较大，主要是2015年公司将闲置资金用于银行理财，2018年上半年呈净流入，主要是公司将理财资金陆续收回用于项目建设。

2015~2017年及2018年上半年，该公司购建与处置固定资产、无形资产

及其他长期资产形成的净流入额分别为-0.71 亿元、-0.63 亿元、-0.44 亿元和-0.66 亿元，近年来投资支出主要以生产线技术改造、环保设备支出等，自2017 年随着新生产基地正式投建，预计未来投资支出额会增加；同期，公司回收投资与投资支付净流入额-1.54 亿元、0.51 亿元、-0.16 亿元和 1.32 亿元，基本为理财资金投资。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
权益类净融资额	2.56	0.01	-0.06	-0.01
债务类净融资额	-0.01	-	0.10	3.07
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.13	-	-	-1.89
筹资环节产生的现金流量净额	2.42	0.01	0.04	1.17

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理。

该公司经营性现金流良好，对投资性现金流的覆盖能力较强，因此近年来公司债务类融资额很小，不过 2018 年上半年融资额大幅增加。权益类融资流入主要是公司 2015 年公开发行股票所获得募集资金及其后每年授予限制性股票所获得的资金，流出为每年的现金分红。受此影响，公司筹资性现金流近三年来有一定波动，2015~2017 年及 2018 年上半年，筹资性现金净流入额分别为 2.42 亿元、0.01 亿元、0.04 亿元和 1.17 亿元。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	5.96	6.11	6.79	11.50
	73.68%	68.45%	64.07%	70.28%
其中：货币资金（亿元）	1.95	2.48	2.77	7.27
应收票据（亿元）	0.30	0.31	0.30	0.56
应收账款（亿元）	1.11	1.27	1.52	2.10
存货（亿元）	1.02	0.92	0.78	0.87
其他流动资产（亿元）	1.56	1.10	1.30	0.00
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	2.13	2.82	3.81	4.86
	26.32%	31.55%	35.93%	29.72%
其中：固定资产（亿元）	0.48	1.78	1.57	1.53
在建工程（亿元）	0.88	0.03	0.99	1.70
无形资产（亿元）	0.34	0.41	0.38	0.88
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.58	1.29	0.52	2.89
受限资产账面余额/总资产（%）	19.47	14.45	4.87	17.68

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理。

2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司资产总额分别为 8.09 亿元、8.92 亿元、10.60 亿元和 16.36 亿元，早期公司资产主要依赖于经营积累，增幅相

对较慢，2017 年以来随着借款规模的增加，资产规模大幅增加。

该公司资产以流动资产为主，2017 年末，公司流动资产总额为 6.79 亿元，占资产总额的 64.07%，以货币资金、应收账款和存货为主。2017 年末公司货币资金 2.77 亿元，受限资金为 0.26 亿元，主要为保函和银行承兑汇票保证金；应收账款 1.52 亿元（已计提坏账准备 0.24 亿元），同比增长 20.03%，主要是应收货款，随业务规模扩大而增加；存货 0.78 亿元，同比下降 15.35%，主要为树脂库存产品亦有所降低，存货以在产品 and 库存商品为主，金额分别为 0.20 亿元和 0.37 亿元；其他流动资产 1.30 亿元，主要是银行理财产品。

2017 年末，该公司非流动资产总额为 3.81 亿元，以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。2017 年末公司固定资产 1.57 亿元，随折旧及公司将高新总部三号楼出租并转入投资性房地产而有所减少；在建工程 0.99 亿元，较上年末大幅增加，主要是高陵新材料产业基地开工建设，当年该项目投资 0.92 亿元；无形资产 0.38 亿元，随摊销及转入投资性房地产而有所减少。

2018 年 6 月末，该公司货币资金同比增加 162.38%至 7.27 亿元，新增部分除经营积累以外，其余一部分为银行借款增加所致，一部分为公司将银行理财产品所赎回；应收票据因票据结算量加大而增至 0.56 亿元；应收账款随业务规模扩大继续增至 2.10 亿元；其他流动资产因公司赎回理财产品而降至 0.00 亿元。同期末，在建工程随各个项目陆续投入而增加，其中 2018 年上半年公司对湿法冶金分离材料产业化项目投入 0.28 亿元，鹤壁蓝赛项目、蒲城材料园项目亦开始投入建设，带动在建工程金额大幅增加；无形资产亦增至 0.88 亿元，主要是公司新购置 0.51 亿元的土地。

截至 2018 年 6 月末，该公司受限资产合计 2.89 亿元，占总资产的 17.68%，包括 2.15 亿元的货币资金，主要为保函、票据保证金，以及将美元存款质押获得银行借款，0.72 亿元的无形资产和 0.02 亿元的投资性房地产。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率	467.73%	362.44%	296.85%	153.99%
速动比率	386.95%	306.42%	258.69%	133.11%
现金比率	175.16%	164.73%	133.71%	104.76%

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理。

该公司资产和负债均以短期为主，而负债规模较小，流动比率和速动比率处于良好水平，但近年来随着负债的扩张，上述指标有所趋弱；公司货币资金较为充裕，2015~2017 年末现金比率均超过 100%，但 2018 年 6 月末，公司借款规模迅速攀升，现金比率指标明显弱化，但目前仍尚处较好水平，不过后续随着储备资金的使用及债务的持续扩张，该指标将会持续弱化。2017 年末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 296.85%、258.69%和

104.76%。

6. 表外事项

该公司无对外担保事项，存在一起以公司为原告方的重大诉讼事项。

2012年3月16日，该公司与中铝贵州分公司签订《40/a 金属镓项目技术服务合同》，约定由公司承担并垫资中铝贵州分公司氧化铝厂40t/a 镓生产线改造及生产技术服务项目（以下简称“金属镓项目”），项目考核验收达产达标后由公司承包运行管理，期限5年，项目改造垫资款由中铝贵州分公司以还本付息方式分5年逐月支付给公司。2012年11月11日，金属镓项目开始生产，2016年6月中铝贵州分公司因搬迁将氧化铝厂40t/a 镓生产线拆除。自2014年1月起，中铝贵州分公司停止支付公司对金属镓项目的垫资款和利息，以及项目管理相关的其他费用。2016年公司向贵州省高级人民法院就中国铝业股份有限公司、中国铝业股份有限公司贵州分公司两被告因技术服务合同纠纷一案提起诉讼，涉案金额为4,002.52万元，目前双方已达成和解，其中由中铝贵州分公司在2017年4月25日前支付公司垫资款本息共计29,161,585元，目前公司已经收到上述款项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部承担主要的生产职能，下属子公司目前主要进行在建项目的建设，本部财务指标与合并报表高度一致。2017年末，公司本部资产总额9.62亿元，负债总额1.73亿元，所有者权益为7.89亿元，2017年公司本部实现营业收入3.86亿元，净利润为0.69亿元，当年经营性现金流净额为0.46亿元。

外部支持因素

金融机构支持

截至2018年6月末，该公司从金融机构获得的授信额度合计8000万²，其中未使用授信额度为3000万元，此外，公司作为上市公司，资本补充渠道较为通畅。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换公司债券，转股期限自可转债发行结束之日起满六个

² 公司质押美元存款所获得的质押借款未列入授信范围内。

月后的第一个交易日起至可转债到期日止，在可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款和回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在转股期内，公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）未转股余额不足 3,000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次发可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转债一旦面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

3. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利能力强

该公司盈利能力较强，且随业务规模扩大利润水平保持增长，带动 EBITDA 保持增加，2015~2017 年公司利润总额分别为 0.58 亿元、0.71 亿元和 1.08 亿元，同期 EBITDA 分别为 0.69 亿元、0.82 亿元和 1.29 亿元，对刚性债务的保障能力较强。

（2）经营性现金呈净流入，货币资金较为充裕

该公司经营性现金流保持净流入态势，2015~2017 年，经营性现金流净额分别为 0.25 亿元、0.51 亿元和 0.74 亿元，净流入规模保持增加；同时公司货币资金充裕，2015~2017 年末分别为 1.95 亿元、2.48 亿元和 2.77 亿元，且基本未受限，现金比率亦保持在较高水平，可对债务偿付提供一定保障。

评级结论

吸附分离材料属于新材料，其最广泛的应用为工业水领域，技术成熟，市场竞争较为激烈，近年来随着国家环保要求日益严格，对传统工业水处理提出了新的标准。除工业水领域外，吸附分离材料还广泛应用于生物制药、湿法冶金、化工环保、食品加工等领域，新兴应用领域的开拓对于企业研发技术水平要求较高，具备技术实力的企业将逐步开拓新的市场，获得更高市场份额。吸附分离作为工业领域的基础工艺，具有普遍适用性，但目前行业市场规模较小，行业水平层次不齐，未形成较好的行业规范及标准。

该公司主要从事吸附分离材料和系统装置生产业务，受行业规模所限，公司体量较小。公司吸附分离材料属于新兴领域的应用，下游应用较为广泛，公司产品在部分领域具有较高市场占有率，近年来，公司营业收入保持增长，盈利能力持续较强。公司具有较强的研发实力，随着盐湖卤水提锂技术实现工业化应用，公司近期已获两个大额订单，公司的高速成长给业务运营带来诸多不确定性，未来对大额订单的执行能力和持续研发的投入将给企业运营带来新的挑战。该公司为民营上市公司，实际控制人为寇晓康、高月静夫妇。公司建立了较完善的法人治理结构，经营管理团队具有较丰富的管理经验，能够满足现阶段的经营管理需求。公司根据自身经营管理需要设置了内部组织架构，并建立了完整的内部控制体系，运营管理规范。该公司财务结构稳健，债务规模较小，资产负债率保持在较低水平，但 2018 年以来受在建项目资金需求影响，公司借款规模大幅增加，致债务规模攀升，资产负债率亦有大幅增加；不过公司盈利能力较强，良好的经营积累和经营性现金净流入可对债务偿付提供一定保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

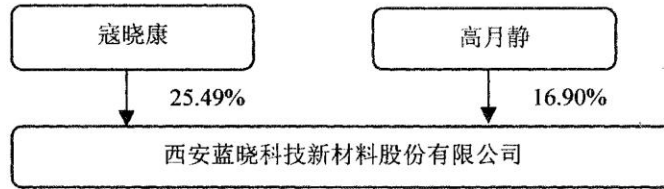
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

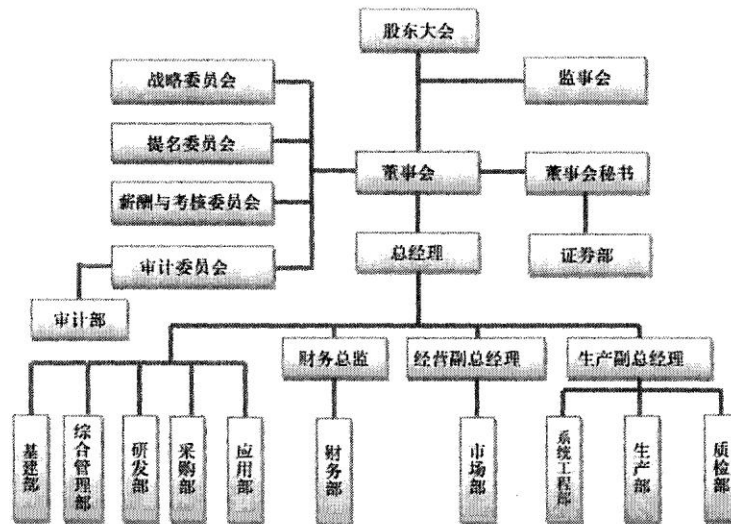
公司与实际控制人关系图



注：根据蓝晓科技提供的资料绘制（截至 2018 年 6 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据蓝晓科技提供的资料绘制（截至 2018 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业 务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注	
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)		EBITDA (亿元)
西安蓝晓科技新材料股份有限公司	蓝晓科技	本部	-	树脂生 产、系统 装置生 产	0.33	7.89	3.86	0.69	0.46	1.28	

注：根据蓝晓科技 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年上半年
资产总额 [亿元]	8.09	8.92	10.60	16.36
货币资金 [亿元]	1.95	2.48	2.77	7.27
刚性债务[亿元]	-	0.14	0.33	3.57
所有者权益 [亿元]	6.80	7.22	8.18	8.76
营业收入[亿元]	2.95	3.32	4.44	2.88
净利润 [亿元]	0.51	0.62	0.93	0.60
EBITDA[亿元]	0.69	0.82	1.29	-
经营性现金净流入量[亿元]	0.25	0.51	0.74	0.57
投资性现金净流入量[亿元]	-2.25	-0.12	-0.57	0.86
资产负债率[%]	15.94	19.09	22.86	46.44
权益资本与刚性债务比率[%]	-	5285.88	2483.22	245.39
流动比率[%]	467.73	362.44	296.85	153.99
现金比率[%]	175.16	164.73	133.71	104.76
利息保障倍数[倍]	47.02	-	361.96	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	322.80	301.89	231.17	-
毛利率[%]	36.84	38.11	40.29	39.22
营业利润率[%]	18.74	20.76	19.41	23.08
总资产报酬率[%]	9.30	8.35	11.12	-
净资产收益率[%]	9.56	8.80	12.07	-
净资产收益率*[%]	9.56	8.80	12.15	-
营业收入现金率[%]	65.90	65.53	72.10	88.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.64	34.20	37.44	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-181.57	25.80	8.23	-
EBITDA/利息支出[倍]	54.22	-	429.30	-
EBITDA/刚性债务[倍]	-	6.00	5.53	-

注：表中数据依据蓝晓科技经审计的2015~2017年度及未经审计的2018年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U
证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1155号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至长期
 经营范围 资信服务, 企业资产管理, 债券评估, 为投资者提供
 投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年08月18日



信用

信用评级有限公司

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

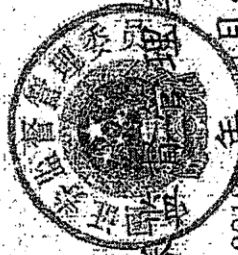
证

公司名称：上海新世纪资信评级有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级

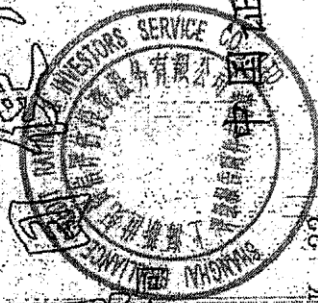
法定代表人：朱荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

编号：ZPJ003

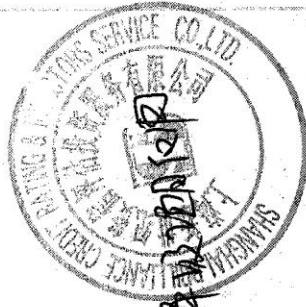


2012年11月2日



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 吴晓丽

性别: 女

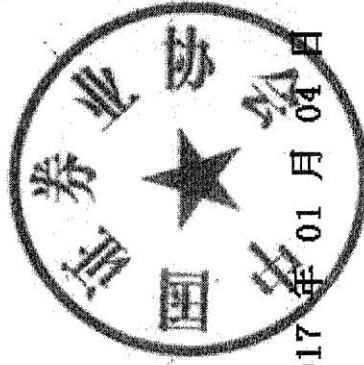
执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070212010001

证书取得日期 2012-01-06

证书有效截止日期 2018-12-31



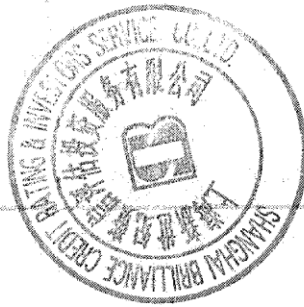
本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



仅限证券投资顾问



证书有效截止日期 2019-12-31

证书取得日期 2017-08-30

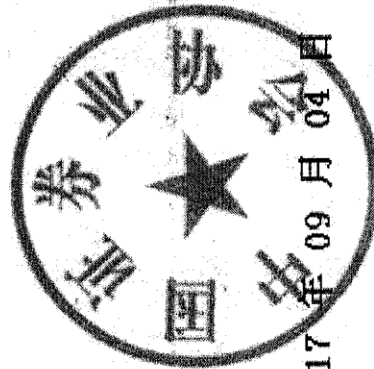
姓名: 胡颖

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070217080002



2017年09月04日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。