

2019 年西安蓝晓科技新材料股份有限公司

可转换公司债券

# 跟踪评级报告



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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022) 100427】

评级对象: 2019年西安蓝晓科技新材料股份有限公司可转换公司债券

蓝晓转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: A+/稳定/A+/2022年06月21日

前次跟踪: A+/稳定/A+/2021年06月25日

首次评级: A+/稳定/A+/2018年10月26日

### 主要财务数据及指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	3.66	5.35	6.29	7.90
刚性债务	3.01	2.68	1.64	2.30
所有者权益	10.49	13.22	16.56	17.16
经营性现金净流入量	3.55	2.16	1.47	1.36
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	22.53	25.53	31.05	35.46
总负债	9.73	8.80	10.05	13.69
刚性债务	3.76	3.25	2.26	3.03
所有者权益	12.80	16.73	20.99	21.78
营业收入	10.12	9.23	11.95	3.32
净利润	2.48	1.96	3.05	0.79
经营性现金净流入量	-0.47	2.60	3.50	1.12
EBITDA	3.32	3.21	4.53	—
资产负债率[%]	43.19	34.48	32.38	38.59
权益资本与刚性债务 比率[%]	340.17	515.43	928.40	718.25
流动比率[%]	180.93	199.09	234.36	200.00
现金比率[%]	78.74	102.11	129.69	79.29
利息保障倍数[倍]	15.43	16.88	43.96	—
净资产收益率[%]	22.06	13.24	16.20	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-6.41	40.55	46.34	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-33.55	21.79	18.90	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.13	23.48	56.07	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.87	0.91	1.64	—

注:根据蓝晓科技经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。2020年数据根据2021年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

### 分析师

何婕妤 hejieyu@shxsj.com  
钱源 qianyuan@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

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对西安蓝晓科技新材料股份有限公司(简称蓝晓科技、发行人、该公司或公司)及其发行的可转债的跟踪评级反映了2021年以来蓝晓科技在吸附分离技术方面继续保持优势,在业务规模、资本实力及锦泰项目回款等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在毛利率、系统装置业务资金周转、安全环保、可转换债券转股及回售等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **吸附分离树脂材料技术优势。**蓝晓科技在吸附分离树脂材料领域具有较强的研发实力,跟踪期内公司主要产品吸附分离材料不断延伸下游应用领域,业务规模上升,在细分市场具有较强的市场竞争力。
- **2021年实施定向增发,权益资本实力增强。**蓝晓科技于2021年3月向实控人非公开发行5,194,410股股份,募集资金净额1.248亿元,公司权益资本实力有所增强。

#### 主要风险:

- **毛利率下降。**跟踪期内在原材料价格上涨背景下,蓝晓科技产品价格上涨幅度有限,毛利率有所下降。
- **资金周转压力。**蓝晓科技系统装置业务回款周期长,公司应收款项规模较大,面临一定的资金周转压力。
- **持续的安全环保压力。**虽然蓝晓科技注重安全环保绿色生产,但随着安全环保政策趋严,公司未来仍可能持续面临安全环保压力。
- **本次可转换债券转股及回售风险。**截至2022年3月末本次可转债余额1.07亿元,跟踪期内公司转股进度较慢,若后续转股情况仍不理想,

会增加公司偿付压力。另外，本次可转换债券设置了回售条款，可能面临债券存续期缩短风险。

### ➤ 未来展望

通过对蓝晓科技及其发行的蓝晓转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 A+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为蓝晓转债还本付息安全性较强，并维持蓝晓转债 A+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2019年西安蓝晓科技新材料股份有限公司

### 可转换公司债券

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照2019年西安蓝晓科技新材料股份有限公司可转换公司债券（简称“蓝晓转债”、本次债券）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据蓝晓科技提供的经审计的2021年财务报表、未经审计的2022年第一季度财务数据及相关经营数据，对蓝晓科技的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司本次债券于2019年3月22日获得中国证监会核准（证监许可【2019】474号），于2019年6月10日公开发行了总额为3.40亿元、期限为6年的可转换公司债券，本次债券票面利率为第一年0.50%、第二年0.70%、第三年1.30%、第四年2.00%、第五年2.50%、第六年3.00%。本次债券的转换标的为公司A股股票（300487.SZ），转股期自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（2019年12月17日至2025年6月10日），转股价格19.07元/股<sup>1</sup>。截至2022年3月末“蓝晓转债”已累计转股232.99万张，剩余107.01万张未完成转股，剩余可转债票面余额为107,013,000元，占发行总量的31.47%。截至2022年5月末收盘价为49.80元/股，高于转股价格。

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限	发行利率 (当期)	发行时间	本息兑付情况
蓝晓转债	3.40	1.07	6年	1.30%	2019年6月11日	正常付息

资料来源：蓝晓科技（截至2022年3月末）

本次债券募集资金扣除发行费用后，全部投资于“高陵蓝晓新材料产业园项目”（简称“高陵新材料产业园”）。高陵新材料产业园已于2020年建成投产，可生产出各类吸附材料2.50万吨/年，2021年高陵蓝晓科技新材料有限公司实现营业收入4.75亿元，净利润0.76亿元。

图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（单位：亿元）

项目名称	总投资	2022年3月末 已投资	拟投入 募集资金	募集资金 已使用额
高陵新材料产业园	4.50	4.47	3.34	3.34

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

<sup>1</sup> 自本次可转债发行以来，该公司因股票激励计划、权益分派、定向增发、回购限制性股票等原因多次调整转股价格，截至2022年5月末蓝晓转债转股价格为19.07元/股。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (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，吸附分离材料还应用于生物制药、湿法冶金、化工环保、食品加工等领域，相关领域对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很小，行业水平参差不齐，未形成较好的行业规范及标准。

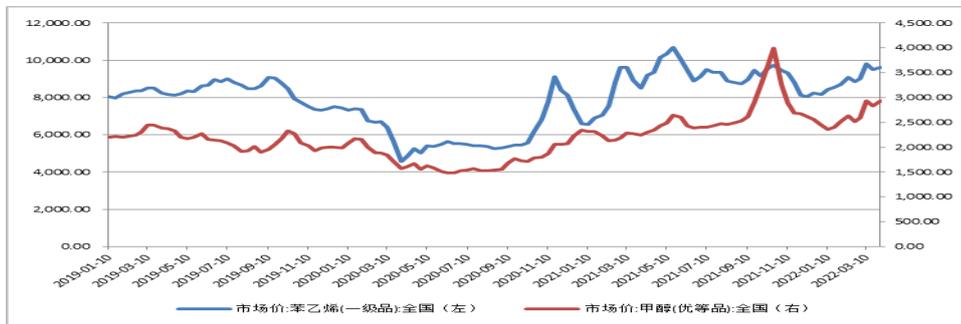
### A. 行业概况

吸附分离材料是功能高分子材料中的一个重要分支，其可通过自身具有的精确选择性，以交换、吸附、螯合等功能来实现除盐、浓缩、分离、精制、提纯、净化、脱色等物质分离及纯化的目的。吸附分离材料具有应用领域广、细分品种多、发展速度快的特点，预计目前全球吸附分离材料年产值约500亿元左右，吸附分离成套技术的产值为材料产值的5-10倍，同时行业在快速发展。

吸附分离材料上游为石油化工行业。主要原材料包括苯乙烯、甲醇等，在国内市场供应较为稳定，采购价格随行就市。上游原材料主要由石油提取而得，因此石油价格的波动将影响吸附分离材料的成本。2021年美元量化宽松进一步推高原油及各类大宗产品价格，1-5月苯乙烯与甲醇产品市场价格在震荡

中逐步上行；6-10月苯乙烯行业产能扩张，但在原油价格支撑下，苯乙烯价格在高位震荡，同期甲醇价格随原油价格继续震荡走高；11-12月原油价格冲高回落，受此影响，苯乙烯与甲醇产品市场价格均出现下跌。截至2021年末苯乙烯、甲醇产品市场价格分别为8,183.10元/吨和2,445.90元/吨，较上年末增长23.93%和4.16%。进入2022年，俄乌冲突持续升级，同时疫情对全球经济的扰动趋弱，一季度原油价格继续上涨。截至2022年3月末，苯乙烯与甲醇产品市场价格较年初分别增长17.76%和20.07%至9,636.70元/吨和2,936.90元/吨。由于吸附分离材料具有较高的技术含量与产品附加值，产品定价受原材料及国际油价波动影响较小，原材料价格的波动对企业自身经营影响有限。

图表 3. 2019 年以来苯乙烯和甲醇市场价格变化情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

吸附分离材料行业下游应用领域跨度大，涵盖湿法冶金、生物医药、水处理与超纯化、食品加工、节能环保、化工与催化等诸多领域。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单一市场景气度变化的抗风险能力较高。

在湿法冶金领域，吸附分离材料可应用于新能源金属、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。吸附分离技术主要用于从低浓度的浸取液中分离纯化有用物质，需经历净化、富集、提取环节，与传统的重结晶、沉淀等分离方法相比，具有很高的提取效率和经济性。近年来新能源汽车行业快速发展，2021年国内新能源汽车累计销量为350.7万辆，同比增长165.1%；2022年1-3月销量达125.7万辆，同比增长1.4倍；我国新能源车渗透率持续上升，2022年3月渗透率为28.2%，创历史新高。在新能源汽车销量增长带动下，2021年动力电池装机量为154.5GWh，同比增长142.8%，动力电池装机量的进一步提升将带动锂资源需求持续增加。由于我国锂资源主要蕴藏在盐湖卤水之中，盐湖提锂技术则是推动我国锂资源产业发展的重要动力。我国的盐湖卤水普遍镁锂比高，提取难度大，生产成本低，因此在盐湖提锂方面取得生产技术突破的企业将在行业中取得较大优势。2021年以来锂资源供不应求，锂盐价格持续上涨。截至2022年3月末，电池级碳酸锂（99.5%）均价为50万元/吨，较2020年末增长870.87%。除盐湖提锂外，

金属提取还覆盖镓、镍、钴、钒、铀、钨等金属的富集、提取与回收。2021年以来受益于半导体行业的发展，金属镓等稀有金属市场价格持续上涨。截至2022年3月末，我国金属镓（>99.99%）市场价格为2,575元/千克，较2020年末增长47.99%。

在生物医药领域，吸附分离材料适用于原料药、生物药等。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。原料药方面，抗生素行业自限抗政策之后一直低位平稳运行，近年来国家环保政策趋紧导致抗生素价格回升，进而也带动头孢系列和酶载体系列吸附分离材料的需求回升；生物药方面，近年来我国高端生物制药产业快速发展，生物药研发投入力度不断加大，市场竞争加剧，生物制药厂家面临巨大成本与安全供应压力，因此对性能优异、供应稳定、价格合理的国产分离纯化材料产生了迫切需求。同时，我国传统小分子原料药厂商亦面临产品质量提升与环保减排的压力，可通过高性能色谱填料微球的使用改进分离纯化工艺，保障生产安全，促进传统小分子原料药产业升级转型，提高国内制药产业的综合竞争力。据Frost&Sullivan报告，全球生物药在需求增长和技术进步等诸多因素的推动下，尤其是单抗类产品市场增长的推动下，预计从2019年的2,864亿美元增长至2024年达到4,567亿美元，年复合增长率为9.8%。随着中国经济和医疗需求的增长，中国生物药市场发展迅速，预计2018-2023年期间的年复合增长率为19.4%，到2023年达到6,357亿元的规模。

在水处理与超纯化领域，吸附分离材料分为常规离子交换树脂、核级树脂、超纯水制备树脂等。其中常规离子交换树脂主要应用于水处理，如软化、去离子化、纯水制备等领域。我国工业用水市场巨大，除2020年受疫情影响出现较大下滑外，近年来国内工业用水量基本保持在每年1,200亿立方米以上。在工业水处理领域，应用最广泛的是电力行业，离子交换与吸附树脂技术是电厂所需补给水处理和凝结水精处理的关键技术之一。截至2022年3月末我国发电装机容量为24.04亿千瓦，较年初增长7.8%。其中，核电与火电、水电、风电等能源品种相比，具有低碳、稳定、自主可控性高等优势，近年来核电发电量稳步增长，2021年我国核电发电量为4,075亿千瓦时，同比增长11.28%，核电的发展也进一步打开核级树脂的市场空间。超纯水制备树脂主要应用于电子行业。近年来在国家政策的支持下，我国半导体集成电路产量快速发展，2021年集成电路产量为3,594.3亿块，同比增长33.3%。随着半导体产业的发展，将带动电子级超纯水制备树脂需求的提升。

在食品加工领域，吸附分离材料主要用于果蔬汁质量控制与深加工，并结合果汁产业发展周期，开发果糖、果胶、果酸和多酚提取等深加工技术，其中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。近年来果汁加工、糖精制等传统领域增长较缓，但无糖、低糖类食品发展空间大，带动天然甜味剂的快速发展，进而拉动相关吸附分离材料需求。

在节能环保领域，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、挥发性有机物（VOCs）的分离回收等。树脂法不仅控制污染物的排放，还可实现有用成分的回收和综合利用。2021年10月，国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，节能减碳上升到战略新高度。在能耗双降背景下，废水处理以及VOCs回收需求量将上升，促进相关吸附分离材料保持良好的发展态势。

在化工与催化领域，吸附分离材料主要应用于离子膜烧碱行业的二次盐水精制、化工催化剂等。盐水精制方面，氯碱化工是通过电解饱和盐水制取氯气和烧碱，并以此为原料生产一系列的化工产品，是重要的国民经济基础性产业。2021年我国烧碱产量达3,891.3万吨，同比增长5.2%。而盐水是氯碱化工的重要原材料，盐水精制的目的是去除盐水中所含的钙、镁离子、硫酸根离子以及其他杂质，生产满足离子膜电解槽运行要求的精制盐水。采用常规的中和沉淀及过滤方法将钙镁离子浓度降低的程度远不能满足离子膜电解的要求，因此需要螯合树脂进行二次精制。相比离子交换树脂，螯合树脂上的功能基团能与金属离子可形成多配位络合物，结合力更强，选择性也更高；化工催化剂方面，很多有机合成反应都需要在酸性体系下完成催化合成，树脂酸催化剂拥有多孔道、高比表面积的结构，催化活性和反应转化率更高，且易于产物分离，不腐蚀设备，不污染环境，正逐步替代传统液态无机酸。未来，随着化工行业的技术升级、节能环保要求的提高以及新能源的普及，吸附分离材料在化工与催化领域的应用范围和应用规模有望获得进一步发展。

## 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，国家有关部门陆续出台《中国制造2025》、《关于加快新材料产业创新发展的指导意见》、《新材料产业发展指南》等政策文件，强调了新材料产业的战略地位。2021年1月中国石油和化学工业联合会发布《石油和化学工业“十四五”发展指南》提出，至“十四五”末，我国化工新材料的自给率要达到75%，占化工行业整体比重超过10%；同年3月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》指出，“十四五”期间，我国着眼于抢占未来产业发展先机，培育先导性和支柱性产业，推动战略性新兴产业融合化、集群化、生态化发展，战略性新兴产业增加值占GDP比重超过17%。我国聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能。推动生物技术和信息技术融合创新，加快发展生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业，做大做强生物经济。

在吸附分离材料应用方面，2021年1月，国家发改委等十部门出台《关于推进污水资源化利用的指导意见》，提出了城市污水处理能力、再生水利用率、工业用水重复利用等明确的污水资源化利用要求。伴随我国节能环保和水资源

保护的战略地位不断提升，国家通过出台一系列政策法规进行调整，推动了节能环保、水资源保护相关产业的快速发展。化工与石化、生物制药等行业也将吸附分离技术作为清洁生产技术加以推广。下游应用产业政策的大力支持为吸附分离技术的应用带来了广阔空间。

### C. 竞争格局/态势

在国内吸附分离材料应用领域，行业内企业主要分为三类，一是跨国企业，如美国陶氏化学、德国朗盛、日本三菱；二是国内具有较好技术实力和业务规模的公司，如蓝晓科技、浙江争光实业股份有限公司（简称“争光股份”）、苏州纳微科技股份有限公司（简称“纳微科技”）、江苏苏青水处理工程集团有限公司（简称“江苏苏青”）、淄博东大化工股份有限公司（简称“淄博东大”）等；三是中小规模离子交换与吸附树脂行业生产企业，产品应用领域主要集中在工业水处理领域。

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/金属提取	住友化学等	蓝晓科技
制药领域	陶氏化学、日本三菱等	蓝晓科技、纳微科技
食品加工领域	陶氏化学等	蓝晓科技、争光股份
水处理领域	陶氏化学、漂莱特、日本三菱等	蓝晓科技、争光股份
环保领域	-	蓝晓科技、争光股份、江苏苏青、淄博东大
化工领域	德国朗盛、漂莱特、日本三菱等	蓝晓科技

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

目前国内吸附树脂上市企业主要为蓝晓科技、争光股份和纳微科技。其中，争光股份偏重于水处理和环保等业务，毛利率较低；纳微科技专注于生物医药领域分离提纯业务，产品附加值较高，存在一定的技术溢价；蓝晓科技吸附材料分布于湿法冶金、生物医药、食品加工、环保、化工等多个领域，并通过不断拓展新的应用领域来实现发展，综合技术实力较强，毛利率介于上述两家公司之间。

图表 5. 吸附树脂国内主要企业基本数据概览（2021 年/末，单位：亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）			核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	主要产品	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
争光股份	4.51	32.70	离子交换与吸附树脂	68.83	6.10	0.67	0.60
纳微科技	4.46	83.89	色谱填料和层析介质产品	12.80	18.32	1.87	1.58
<b>蓝晓科技</b>	<b>11.95</b>	<b>44.57</b>	吸附分离材料	<b>31.05</b>	<b>32.38</b>	<b>3.05</b>	<b>3.50</b>

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

### D. 风险关注

**低端水处理市场竞争激烈。**吸附分离材料行业跨国企业具有技术优势，占据较大的市场份额，国内企业整体经营规模较小，市场份额主要集中于细分领域龙头企业，大部分吸附分离材料企业主要从事低端水处理，由于该领域技术

相对成熟，产品附加值较低，市场竞争激烈。

市场拓展受下游行业景气度影响较大。吸附分离材料行业在新兴市场应用领域包括制药、食品等，具有广阔的应用前景，但因为下游应用市场多元，不同下游成长态势各有周期，限制了吸附分离材料企业的迅速发展；湿法冶金领域则受有色金属行业景气度影响较大。整体来看，吸附树脂行业市场拓展面临诸多限制，市场发展受下游行业景气度影响较大。

## 2. 业务运营

该公司主要从事吸附分离技术领域中的吸附分离材料和吸附分离系统装置生产业务，具有较强的研发实力，跟踪期内公司主要产品吸附分离材料不断延伸下游应用领域，业务规模上升，在国内吸附分离技术部分领域具有较高市场占有率，受大宗商品等原材料价格上涨影响，吸附分离材料毛利率有所下降，但仍处于行业较高水平。2021 年以来随着锦泰项目经营模式由垫资建设改为合同购销，公司项目回款情况有所改善。目前公司系统装置业务在手合同将于 2022 年中期至 2023 年中期逐步完工交付、验收，为公司未来业绩提供有力支撑。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目为高陵蓝晓新材料产业园改扩建项目、蒲城项目及公司二期研发大楼，未来仍面临一定的资本支出压力。

该公司主要从事吸附分离技术领域中的吸附分离材料的研发、生产和销售，并提供载有特定工艺的吸附分离系统装置，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树脂共有产品 30 多个系列，200 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，公司产品在部分领域具有较高市场占有率。此外，公司通过收购比利时 Puritech 公司<sup>2</sup>（简称“Puritech”），增强了海外新兴应用领域的推广，并购整合产生一定的协同作用。2021 年 Puritech 新签订单 371 万欧元，同比增长 75%。公司特种吸附分离材料与 Puritech 多路阀设备匹配，在水处理、提锂、提镍、脱除硝酸根等多个领域取得联合订单。Puritech 多路阀在欧美市场的品牌知名度，带动公司特种吸附材料的销售；公司特种材料的定制化、高效能优势，加之公司的大项目经验，对多路阀开拓项目型应用具有推动作用。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业收入合计	10.12	9.23	11.95	3.32
其中：（1）吸附分离材料	5.39	5.91	9.01	2.64
在业务收入中所占比重（%）	53.29	64.06	75.42	79.45
（2）系统装置	4.69	2.97	2.45	0.59

<sup>2</sup> 比利时 Puritech 公司拥有该公司生产流程中所需的多路阀连续离交装置技术。

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
在业务收入中所占比重 (%)	46.33	32.15	20.53	17.64
(3) 技术服务	0.01	0.32	0.45	0.08
在业务收入中所占比重 (%)	0.05	3.52	3.73	2.46
毛利率 (%)	49.83	46.62	44.57	43.38
其中：吸附分离材料 (%)	48.34	45.73	42.80	43.59
系统装置 (%)	51.58	46.71	49.17	41.49
技术服务 (%)	60.80	61.63	54.25	53.33

资料来源：蓝晓科技

跟踪期内该公司专注于吸附分离材料生产，并持续拓展至吸附分离系统装置生产及技术服务，主业突出。2019-2021 年公司营业收入分别为 10.12 亿元、9.23 亿元和 11.95 亿元，2021 年公司营业收入同比增长 29.51%，主要系随着公司高陵新材料产业园和蒲城新材料园的产能释放及公司订单增加，当年吸附分离材料收入增加所致。2019-2021 年公司毛利率分别为 49.83%、46.62%和 44.57%，公司吸附分离材料产品技术附加值较高，产品毛利率处于行业较高水平，其中 2021 年公司毛利率有所下降，一方面系大宗商品等原材料价格上涨；另一方面系水处理吸附分离材料销量上升，但毛利率较低所致。

2022 年第一季度该公司实现营业收入 3.32 亿元，同比增加 0.39 亿元，系吸附分离材料收入增加。同期毛利率为 43.38%，同比减少 6.21 个百分点，主要因系统装置收入结转较少，导致毛利率同比减少 17.45 个百分点所致。

#### A. 吸附分离材料

吸附分离材料业务是该公司主要的收入来源，吸附分离材料根据下游行业分类，可分为环保化工类树脂、制药类专用树脂、湿法冶金专用树脂、食品加工专用树脂和水处理专用树脂等。2019-2021 年及 2022 年第一季度公司吸附分离材料业务收入分别为 5.39 亿元、5.91 亿元、9.01 亿元和 2.64 亿元，收入以环保化工类、制药类、水处理类为主。毛利率方面，2019-2021 年及 2022 年第一季度公司吸附分离材料毛利率分别为 48.34%、45.73%、42.80%和 43.59%。2021 年水处理类吸附材料销量增加，但毛利率较低，进而导致吸附分离材料毛利率有所下降。

##### a. 生产

该公司目前吸附分离材料设计总产能为 4.00 万吨/年，主要生产基地分别为 2.50 万吨/年高陵新材料产业园与 1.50 万吨/年蒲城材料园项目，均可生产化工环保、湿法冶金、食品加工、生物制药等各类吸附分离材料。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能及产量情况（单位：吨）

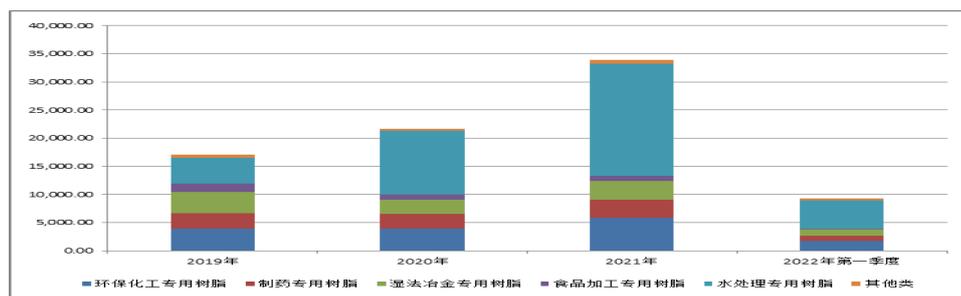
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
设计产能	10,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00
产量	17,137.73	21,612.14	33,928.80	9,279.27
外购白球量	8,634.67	-	1,171.07	990.91
净产量（产量-外购白球*1/3）	14,376.49	21,612.14	33,538.44	8,948.97

资料来源：蓝晓科技

注：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 的产量，公司在核算净产量时，对该部分产量扣减。

2019-2021 年该公司吸附分离材料产量分别为 17,137.73 吨、21,612.14 吨和 33,928.80 吨，公司采取以销定产的生产模式，目前产能尚未完全释放。由于吸附分离材料下游需求旺盛，2021 年随着高陵蓝晓新材料产业园和蒲城材料园项目产能不断释放，公司产能利用率提升至 83.84%，后续产能将根据下游订单情况逐步释放。由于公司产品应用领域较广，各类吸附分离材料订单定制化且少量多批，分类产品产量有所波动，2021 年环保化工类、制药类、湿法冶金类、食品加工类与水处理吸附分离材料产量分别同比增长 49.17%、20.67%、32.08%、-0.25%和 75.98%，其中水处理吸附分离材料产量增幅明显主要得益于客户拓展，订单量上涨；食品加工专用树脂产量小幅下滑主要系果汁、食糖等食品加工传统领域市场已相对稳定。此外，其他类树脂主要为生命科学领域尚未大规模销售的产品，涵盖层析介质/色谱填料、多肽固相合成载体、核酸固相合成载体、细胞培养微载体、天然产物提取树脂、固定化酶载体等品种。2022 年第一季度，公司吸附分离材料产量和净产量分别为 9,279.27 吨和 8,948.97 吨，产能利用率为 89.49%。除食品加工专用树脂产量受需求影响有所下降外，其他树脂产品产量同比均有所增长。

图表 8. 公司吸附分离材料产量情况（单位：吨）



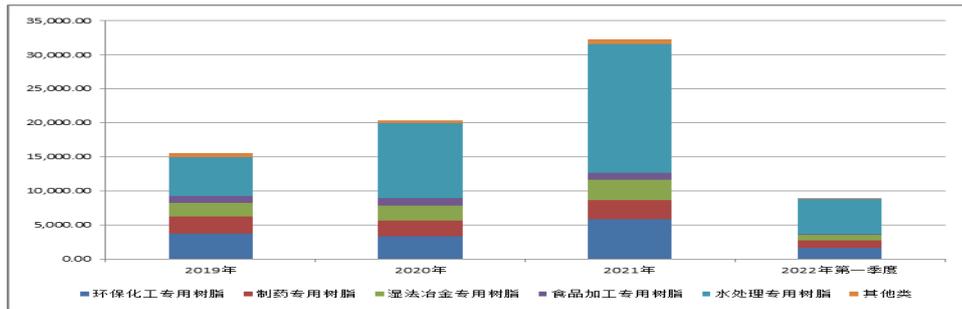
资料来源：蓝晓科技

该公司重视安全生产和环保工作，2019-2021 年环保投入分别为 3,269.50 万元、1,559.85 万元和 1,762.83 万元，主要用于污水处理以及尾气收集等环保设备投入，其中 2019 年投入规模较大主要为高陵新材料产业园与蒲城材料园项目配套安环设备。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，同时提供技术支持与售后服务。根据吸附分离材料的用途产品领域可分为化工环保、湿法冶金、食品加工、制药及其他。由于吸附分离材料技术含量较高，公司销售定价受原材料变动影响有限，主要与下游行业的景气度关联较大。

图表 9. 公司主要吸附分离材料销售情况（单位：吨）



资料来源：蓝晓科技

该公司在环保化工领域的吸附分离产品较为成熟，销售客户主要为下游石油化工、染料企业，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；化工类吸附分离材料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；公司吸附分离材料产品在国内化工环保领域已经建立了较高的品牌知名度，以现货销售为主。近年来国家环保政策趋严，工业废水的资源利用和达标排放需求增加，下游客户环保提标使得环保专用吸附分离材料需求持续增加，近年来，公司陆续开发出多种 VOCs 捕捉系列产品，在化工、药企、印染纺织类企业亦有大量市场订单。2021 年和 2022 年一季度公司环保化工类吸附分离材料销量分别同比增长 76.29%和 38.76%。

该公司在制药领域产品主要为多肽固相载体、酶催化载体、生物大分子分离纯化、小核酸药物分离纯化、微载体、植物提取物纯化、药用微球及血液灌流等相关产品，销售客户包括食品药品企业、高校、科研院所等。近年来公司产品结构由传统抗生素医药领域逐步拓宽至毛利率较高的生命科学体系等领域，销售均价逐年上升。2021 年和 2022 年一季度公司制药类吸附分离材料销量分别同比增长 19.65%和 126.66%，主要系生命科学体系专用树脂订单增加所致。

该公司湿法冶金领域吸附分离材料主要为镓、锂、镍、铀提取专用树脂产品，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。公司目前提镓专用吸附树脂材料生产工艺分为酸法工艺和碱法工艺，其中碱法工艺具有抗衰减性能好、碱消耗量少、工艺路线短等显著特点，对一些特定条件的氧化铝企业更加适合。从销售价格来看，碱法工艺由于技术溢价，吸附材料售价较高。2021 年受益于新能源汽车市场的快速发展及金属镓价格上升，公司湿法冶金领域吸

附分离材料销量同比上升 36.89%，但 2021 年以来销售均价有所下降，主要系产品结构变化所致。

该公司食品加工专用树脂主要应用于国内外果蔬汁、果糖、色素等生产领域，产品以脱除农残、脱盐脱色等功能类树脂为主。公司的食品加工专用树脂在国内果汁提取行业内处于领先地位，客户依赖度高，产品议价能力较强，但果汁提取应用领域体量较小，收入规模有限。随着生活水平提高，消费者对健康更加重视，控糖意识逐步增强，开始更多的关注无糖、低糖类食品，其中以甜菊糖、赤藓糖醇为代表的天然甜味剂发展空间大。公司逐步拓展色素、糖等应用领域。受果汁市场需求回落影响，2021 年和 2022 年一季度食品加工专用树脂销量分别同比下降 13.30%和 10.75%。但相较于果汁领域，公司果糖、色素等领域的专用树脂销售价格较高，故 2021 年和 2022 年一季度销售均价有所上升。

该公司水处理树脂主要应用于电力行业水处理、高端工业水、饮用水与半导体超纯化水相关工艺流程。公司在超纯水处理树脂领域具有喷射法均粒技术工业化的技术优势，性能较优，近年来水处理树脂需求持续增长，2021 年以来公司在电子级和核级吸附分离材料领域实现商业化销售，逐步开始向京东方科技集团股份有限公司、TCL 华星光电技术有限公司等下游客户进行稳定供货，2021 年公司水处理吸附分离树脂销量同比增长 72.64%。销售均价方面，由于水处理领域吸附分离树脂技术在行业内较为成熟，毛利空间较小，销售均价与水处理树脂产品结构关联度较高。

该公司在多个下游市场领域具有较强竞争力，与下游客户合作关系较为稳定，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，且吸附材料产品为消耗性产品，重复购买率较高，可为公司带来持续稳定的销售收入。在结算模式上，该公司结合客户情况给予不同的信用期。大部分客户通常在发货前先预付一定比例（20%-30%）的货款，货到后结合自身的信用政策支付余款；对少部分长期采购的优质客户，采用货到结算方式。2021 年以来随着业务规模扩大，公司应收票据规模有所上升。

### c. 采购

该公司生产计划部门每月确定原材料的月度需求计划，采购部门结合原材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（单位：吨，万元/吨）

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
白球	采购量	8,634.67	-	1,171.07	990.91
	采购均价	1.00	-	1.38	1.26

项目		2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
二乙烯苯	采购量	1,438.51	1,892.38	2,075.70	749.54
	采购均价	1.70	1.89	1.83	1.99
苯乙烯	采购量	4,015.83	5,767.41	6,943.38	1,891.86
	采购均价	0.74	0.55	0.81	0.79
盐酸羟胺	采购量	931.95	668.78	1,139.00	320.00
	采购均价	2.35	1.11	1.23	1.32
甲醇	采购量	9,110.60	4,869.95	4,501.74	993.10
	采购均价	0.18	0.15	0.20	0.22

资料来源：蓝晓科技

该公司目前生产原材料主要包括白球、二乙烯苯、苯乙烯、盐酸羟胺、甲醇等，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，因此原材料供应厂商较为稳定，2019-2021年对前五大供应商采购额占比分别为22.98%、19.70%和15.36%。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。由于主要原材料为大宗商品，受原油价格上涨影响，2021年以来采购均价有所上升。2021年公司新增白球采购，为控股子公司鹤壁蓝赛环保技术有限公司（简称“鹤壁蓝赛”）外购所致，主要用于部分工业水领域。2021年受生产产品品种不同，甲醇采购量同比减少7.56%。此外，2021年其他原材料采购量同比上升，系公司业务规模上升所致。

图表 11. 公司 2021 年主要供应商采购情况（单位：万元、%）

公司名称	采购原材料	金额	占采购额比重
供应商一	二乙烯苯	3,703.78	5.31
供应商二	苯乙烯	2,012.31	2.89
供应商三	甲醇、甲醛、乙醇	1,834.21	2.63
供应商四	苯乙烯	1,746.69	2.51
供应商五	天然气	1,407.08	2.02
<b>合计</b>	-	<b>10,704.07</b>	<b>15.36</b>

资料来源：蓝晓科技

#### d. 技术

该公司注重研发，在吸附分离领域具有较强的技术优势。2019-2021年及2022年一季度研发投入分别为6,236.23万元、5,474.76万元、7,683.06万元和1,836.97万元。2021年获得“一种分离含锂、钠溶液中锂钠的方法”、“一种用于从红土镍矿浸提液中回收金属镍、钴的方法”、“一种血液灌流树脂及其制备方法和应用”等多项发明专利。2021年末，公司获得国内授权专利49项、PCT授权专利5项，处于申请阶段的专利40项。整体来看，公司在吸附分离材料领域具有技术优势，产品种类较多，应用领域较广泛。

## B. 系统装置

该公司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”的产品，即为客户提供载有特定工艺的系统装置，以及集吸附分离材料应用、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。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、连续色谱、SSMB、撬装单元系统装置及装置运营等。销售系统装置主要收入来自设备装置合同款与设备投产后供应吸附分离材料形成的收入，2019-2021 年及 2022 年第一季度公司系统装置销售量分别为 64 套、73 套、83 套和 23 套，实现收入分别为 4.69 亿元、2.97 亿元、2.45 亿元和 0.59 亿元。由于公司系统装置为定制化产品，相对于其他类型的系统装置，盐湖提锂装置的售价更高。跟踪期内公司盐湖提锂项目主要处于系统安装调试阶段，盐湖提锂装置销售有所减少，故收入有所下降。

近年该公司还实现了土耳其、印度、刚果金等市场吸附分离材料生产线打包输出，完成国外安装、调试，为国际客户提供整体解决方案。2021 年和 2022 年一季度分别实现国外系统装置收入分别为 0.42 亿元和 0.29 亿元。结算方面，一般情况下，公司与客户签订合同后预收 30% 货款；公司与客户签订合同后预收 30-40% 货款，系统装置在生产、发货、安装、调试等阶段按合同约定收款，剩余 5-10% 货款作为质保金于质保期满后收取。

2021 年以来，随着新能源产业需求提升，该公司陆续签订多个盐湖卤水提锂产业化项目，新签合同总金额达 15.78 亿元，合计碳酸锂/氢氧化锂产能 5.8 万吨，同时将负责结则茶卡盐湖 15 年委托运营，期间累计氢氧化锂产量 15 万吨。公司合同将于 2022 年中期至 2023 年中期逐步完工交付、验收，为公司未来业绩提供有力支撑。2021 年公司完成的重大项目包括格尔木藏格锂业有限公司（简称“藏格锂业”）10,000t/a 盐湖提锂吸附工段设备项目和青海锦泰锂业有限公司（简称“锦泰锂业”）一期，即 3,000t/a 盐湖提锂整线建设项目，分别确认收入为 2,184.69 万元和 9,026.55 万元。截至 2022 年 3 月末，上述两个项目累计确认销售收入分别为 5.09 亿元和 2.71 亿元，累计回款分别为 5.49 亿元和 3.26 亿元<sup>3</sup>。藏格锂业项目尚余质保金 0.29 亿元，计划于 2022 年下半年回款；锦泰锂业一期已全部回款。此外，2021 年和 2022 年一季度锦泰锂业项目运营收入分别为 2,963.11 万元和 220.24 万元。截至 2022 年 3 月末，公司

<sup>3</sup> 2018 年 6 月公司与锦泰锂业分别签订了 3,000t/a 盐湖提锂整线建设、运营和技术服务合同，合同金额 4.68 亿元，2021 年 9 月 16 日，公司召开第四届董事会第五次会议审议通过《关于公司开展战略合作的议案》、《关于公司对外投资暨向青海锦泰有限公司钾肥增资的议案》，公司通过将部分债权转为股权的方式与其他战略投资人一起战略入股锦泰锂业母公司青海锦泰钾肥有限公司（简称“锦泰钾肥”），同时公司提前收回 3000t/a 碳酸锂生产线建造款，根据时间成本折现，合同金额变更为 3.26 亿元，其中 1.26 亿元由锦泰钾肥支付，剩余 2 亿元作为公司对锦泰钾肥的增资，持有锦泰钾肥增资后 4.3908% 的股权，对应 889 万元注册资本。经评估，2021 年末锦泰钾肥股东权益的市场价值为 50.78 亿元，公司持有的锦泰钾肥股权增值率为 11.48%。公司有权委派一名监事到锦泰钾肥监事会。截至 2022 年 5 月末，该股权暂未完成交割，相关手续正在办理中。锦泰锂业将已建成的锦泰锂业一期生产线委托给公司进行运营管理，锦泰锂业按协议约定提供生产所需原料、公用配套及生产基础设施的前提下，公司保证生产出符合要求的碳酸锂产品，并收取生产运营成本和管理费。

主要的在执行系统装置重大销售合同为锦泰锂业二期，即 4,000t/a 盐湖提锂整线建设项目和西藏珠峰资源股份有限公司（简称“西藏珠峰”）25,000t/a 盐湖提锂吸附工段设备项目。

图表 12. 截至 2022 年 3 月末公司系统装置重大销售合同情况（单位：亿元、%）

合同标的	标的公司	合同金额	合同已履行金额	累计确认销售收入（不含税）	累计回款	未来回款计划		
						2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
10,000t/a 盐湖提锂吸附工段设备	藏格锂业	5.78	5.78	5.09	5.49	0.29	-	-
3,000t/a 盐湖提锂整线建设	锦泰锂业	3.26	3.26	2.71	3.26	-	-	-
4,000t/a 盐湖提锂整线建设		2.74	-	-	1.10	1.37	0.27	-
25,000t/a 盐湖提锂吸附工段设备	西藏珠峰	6.50	-	-	0.65	3.90	1.30	0.65
<b>合计</b>	-	<b>18.28</b>	<b>9.04</b>	<b>7.8</b>	<b>8.50</b>	<b>5.56</b>	<b>1.57</b>	<b>0.65</b>

资料来源：蓝晓科技

#### a. 锦泰锂业二期

2019 年 2 月，该公司与锦泰锂业签订了 4,000t/a 盐湖提锂整线建设、运营和技术服务合同，合同金额为 6.24 亿元（其中：建造款本金 4.08 亿元、其余为原合同项下约定的 120 个月分期付款的利息）。2021 年 9 月，该项目运营模式由公司垫资变更为由锦泰锂业出资、公司为其建造生产线；锦泰锂业向公司支付建造款及生产运营费用，废止原合同的利润分成约定。鉴于，生产线建设出资变更为锦泰锂业，公司不再垫资，考虑到公司持续进行技术进步和工艺优化等因素，将合同金额变更为 2.74 亿元。该项目建设周期为 2021 年 10 月至 2022 年 8 月。根据合同约定，锦泰锂业分五期建造款进行支付。锦泰锂业二期建成后，锦泰锂业委托给公司进行运营管理，公司收取生产运营成本和管理费。截至 2022 年 3 月末，锦泰锂业 4,000t/a 盐湖提锂整线设备正在按合同进度进行，部分大设备已排期发运现场。锦泰现场安装等建设尚未开工，公司累计回笼资金 1.10 亿元。

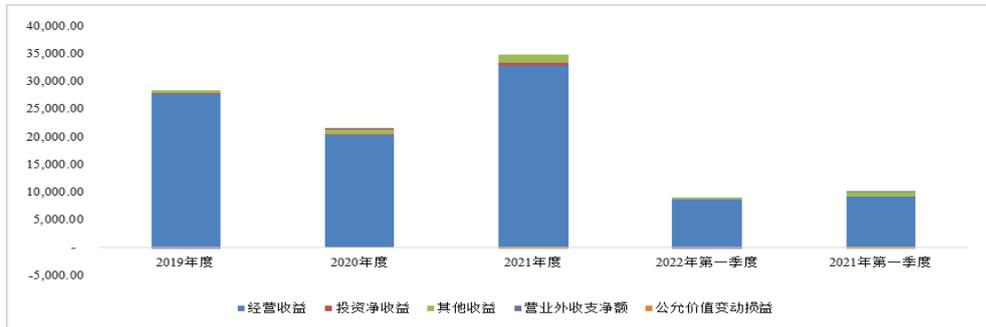
#### b. 西藏珠峰 25,000t/a 盐湖提锂吸附工段设备项目

2022 年 3 月，该公司与西藏珠峰签订了西藏珠峰资源股份有限公司 25,000t/a 盐湖提锂吸附工段设备项目，合同金额 6.5 亿元。根据合同，公司向西藏珠峰提供 2.5 万吨碳酸锂规模卤水提锂吸附剂及吸附设备，包括吸附设备制作、吸附剂、安装调试以及培训。该项目为合同购销模式，根据合同约定，西藏珠峰按照合同约定进度向公司分批支付货款。截至 2022 年 3 月末，该项目已收取 10% 货款。受疫情影响，西藏珠峰验收设备较预计时间略有延迟，近日在公司进行验收。

整体来看，跟踪期内该公司锦泰项目经营模式由垫资建设模式改为合同购销模式，锦泰项目一期已全部回款，在执行合同按期回笼资金。目前公司系统装置业务在手合同将于 2022 年中期至 2023 年中期逐步完工交付、验收，为公司未来业绩提供有力支撑。

## (2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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

2019-2021 年该公司毛利分别为 5.04 亿元、4.30 亿元和 5.33 亿元，2021 年得益于销售规模增加，毛利同比增加。2022 年一季度公司毛利为 1.44 亿元，同比减少 0.01 亿元，主要因系统装置业务毛利率下降所致。

2019-2021 年及 2022 年一季度，该公司期间费用分别为 1.80 亿元、2.02 亿元、1.89 亿元和 0.50 亿元，2021 年主要因利息收入增加导致财务费用下降，期间费用同比有所减少。2021 年财务费用为 0.02 亿元，其中利息收入 0.22 亿元，主要系锦泰项目长期应收款对应未实现融资收益摊销利息费用。汇兑损失 0.16 亿元，主要系公司境外销售业务主要以美元作为结算货币，人民币升值会导致汇兑损失，虽然公司采取了外汇套期保值措施，但仍无法完全规避汇兑损失，进而对公司盈利产生不利影响；同期管理费用 1.54 亿元，同比增长 11.95%，系研发费用增加所致；销售费用 0.33 亿元，同比增长 38.12%，系销售人员薪酬增加。2019-2021 年公司期间费用率分别为 17.80%、21.87%和 15.82%，2021 年公司收入规模大幅增长，同时期间费用下降，期间费用率同比减少 6.05 个百分点。同期公司经营收益分别为 2.78 亿元、2.03 亿元和 3.30 亿元，2021 年经营收益同比有所增加。2022 年一季度，公司期间费用率为 15.13%，同比增加 0.12 个百分点；经营收益为 0.87 亿元，同比减少 5.27%，受吸附分离树脂产品结构调整影响，公司经营效益有所下滑。

图表 14. 公司营业利润结构分析

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	10.12	9.23	11.95	3.32
毛利（亿元）	5.04	4.30	5.33	1.44
期间费用率（%）	17.80	21.87	15.82	15.13
其中：财务费用率（%）	0.44	4.41	0.20	0.64
全年利息支出总额（亿元）	0.19	0.14	0.08	0.02
其中：资本化利息支出总额（亿元）	0.04	-	-	-

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

由于该公司系统装置业务项目回款滞后，2021 年资产减值损失和信用减值

损失分别为 970.12 万元和-85.11 万元，其中资产减值损失主要系未决诉讼内蒙古通威高纯晶硅有限公司拖欠公司的货款；信用减值损失系应收账款核销所致；投资收益主要系权益法核算的长期股权投资西安南大环保材料科技有限公司<sup>4</sup>（简称“南大环保”）和结构性存款的投资收益。2021 年投资收益为 340.64 万元，其中结构性存款的投资收益为 286.89 万元；2021 年公司其他收益 1,553.99 万元，包括土地平整费补助、高陵蓝晓新材料产业园项目等；同期公司公允价值变动损益-159.02 万元，为公司远期结汇的公允价值变动；公司营业外支出主要为公益性捐赠支出。2019-2021 年，公司净利润分别为 2.48 亿元、1.96 亿元和 3.05 亿元。同期公司净资产收益率分别为 22.06%、13.24%和 16.20%。

2022 年 1-3 月，该公司实现净利润 0.79 亿元，同比减少 7.49%，主要系公司受系统装置业务盈利下降所致。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产减值损失与信用减值损失	-3,693.18	-1,401.09	885.01	-244.11
投资净收益	73.63	97.98	340.64	38.16
其他收益	580.48	949.22	1,553.99	309.25
公允价值变动损益	-	162.97	-159.02	-
营业外净收入	-56.20	194.75	-0.70	-10.42

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

### （3）运营规划/经营战略

未来 3-5 年，该公司仍将围绕吸附分离技术主业发展，以材料、工艺、装置为核心，配套技术服务，开发高技术含量的应用领域，公司未来将继续秉承“材料+设备”的业务模式，着力提升产品竞争力和企业运营竞争力，以期扩大国内外市场份额。

随着该公司新建高陵新材料产业园、蒲城材料园项目扩建产能逐步释放，公司产能不足情况已逐步化解，高陵新材料产业园以及蒲城材料园项目剩余产能公司将根据市场需求及发展计划逐步投放。此外，鹤壁蓝赛循环资源利用项目（简称“蓝赛项目”）于 2021 年基本完工，蓝赛项目系废旧树脂资源化处理项目，项目旨在通过对废旧树脂的无害化处理和资源化回收以达到循环利用，实施主体是子公司鹤壁蓝赛。目前鹤壁蓝赛具有固废、危废处理资质，项目建成后，对公司水处理业务后端处理起到积极作用。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目为高陵蓝晓新材料产业园改扩建项目、蒲城材料园技改项目（简称“蒲城项目”）及公司二期研发大楼。其中高陵蓝晓新材料产业园改扩建项目和蒲城项目系根据公司产品发展方向，不断改进生产线。总的看，公司未来仍面临一定的资本支出压力。

<sup>4</sup> 南大环保注册资本为 1,500 万元人民币，主要经营范围为环保材料和设备的研发、生产和销售。

图表 16. 截至 2022 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：万元，年）

项目	总投资	已投资	开工时间	竣工时间	未来投资	
					2022 年 4-12 月	2023 年
高陵蓝晓新材料产业园改扩建项目	5,000.00	2,892.18	2021	2022	2,200	根据公司生产需求投入
蒲城项目	35,203.45	17,153.74	2018	2025	2,000	根据公司生产需求投入
公司二期研发大楼	15,000.00	198.42	2021	2023	7,000	7,801.58
合计	55,203.45	20,244.34	--	--	11,200	--

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

## 管理

跟踪期内，该公司因定向增发，控股股东和实控人持股比例有所上升。公司组织架构及管理层未发生重大变化，各项内部管理制度较完善。

该公司于 2021 年 3 月向寇晓康先生与高月静女士定向增发 5,194,410 股，发行价为 24.69 元/股，募集资金净额为 12,479.23 万元。寇晓康先生、高月静女士持股比例分别由 24.05%和 12.72%上升至 25.02%和 13.24%。截至 2022 年 3 月末公司股本为 2.20 亿元，寇晓康先生、高月静女士持股比例分别为 25.02%和 13.24%，合计持股比例为 38.26%，仍为公司控股股东和实际控制人（详见附录一）。

跟踪期内，该公司董事会秘书于 2022 年 1 月更替，除此之外公司董事、监事和其他高级管理人员均未发生重大变动。

该公司部分关联企业由于处于产业链的上下游位置，公司与其存在少量的关联交易，交易价格参照市场价格制定。2021 年无关联采购，关联销售主要是向南大环保出售树脂生产原辅料 922.69 万元。2021 年末，公司应收关联方南大环保款项 34.53 万元。另外，公司为子公司鹤壁蓝赛银行贷款提供合计 2,275.83 万元的担保。

跟踪期内，该公司逐步改善法人治理结构，并进一步健全治理制度。根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《西安蓝晓科技新材料股份有限公司内部控制鉴证报告》（致同专字（2022）第 110A008092 号），2021 年公司在所有重大方面有效地保持了按照《企业内部控制基本规范》建立的与财务报表相关的内部控制。

根据该公司于 2022 年 5 月 24 日查询的《企业信用报告》所示，公司及其主要子公司跟踪期内无不良信贷记录。经 2022 年 6 月 3 日查询国家企业信用信息公示系统显示，公司及其下属子公司未被列入经营异常及严重违法失信企业名单、无重大失信违法处罚信息。

## 财务

跟踪期内，得益于经营积累以及定向增发，该公司债务结构持续优化，目前资产负债率处于合理水平；公司吸附树脂业务收现能力较强，经营性现金流呈净流入态势，2021年以来随着锦泰项目经营模式由垫资建设改为合同购销，公司营业收入现金率有所上升，货币资金较充足，可对债务偿付提供一定保障，但系统装置业务回款周期长，随着项目推进，公司应收款项规模较大，给公司资金周转带来压力；截至2022年3月末本次可转债余额1.07亿元，跟踪期内公司股价整体上涨，股价大幅高于转股价，但转股进度较慢，若后续转股情况仍不理想，会增加公司偿付压力。另外，本次可转换债券设置了回售条款，可能面临债券存续期缩短风险。

### 1. 数据与调整

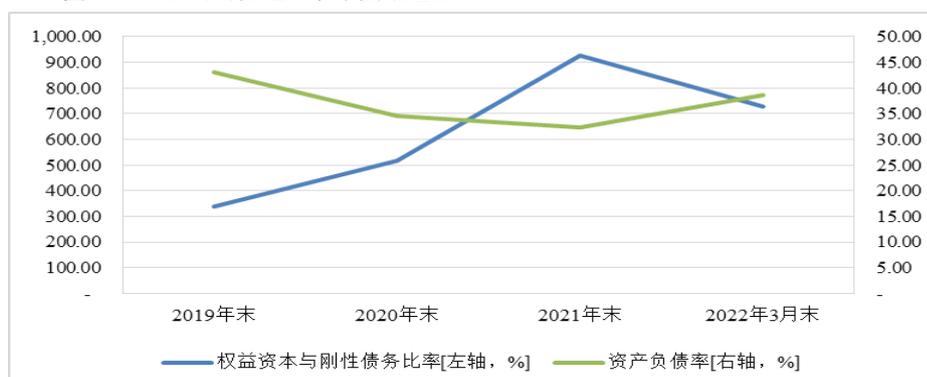
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2019-2020年财务报表进行了审计，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2021年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。2021年公司更换会计师事务所，主要系公司考虑经营发展需要，致同会计师事务所（特殊普通合伙）在精细化工领域审计方面具有丰富的项目经验。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

合并范围变化方面，2021年，该公司纳入合并范围的子公司共9家，较上年增加2家，为公司新设的苏州蓝晓生物科技有限公司和Sunresin New Materials GmbH两家全资子公司，注册资本分别为1,000万元和383.63万元。2022年一季度，公司合并范围未发生变化。

### 2. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



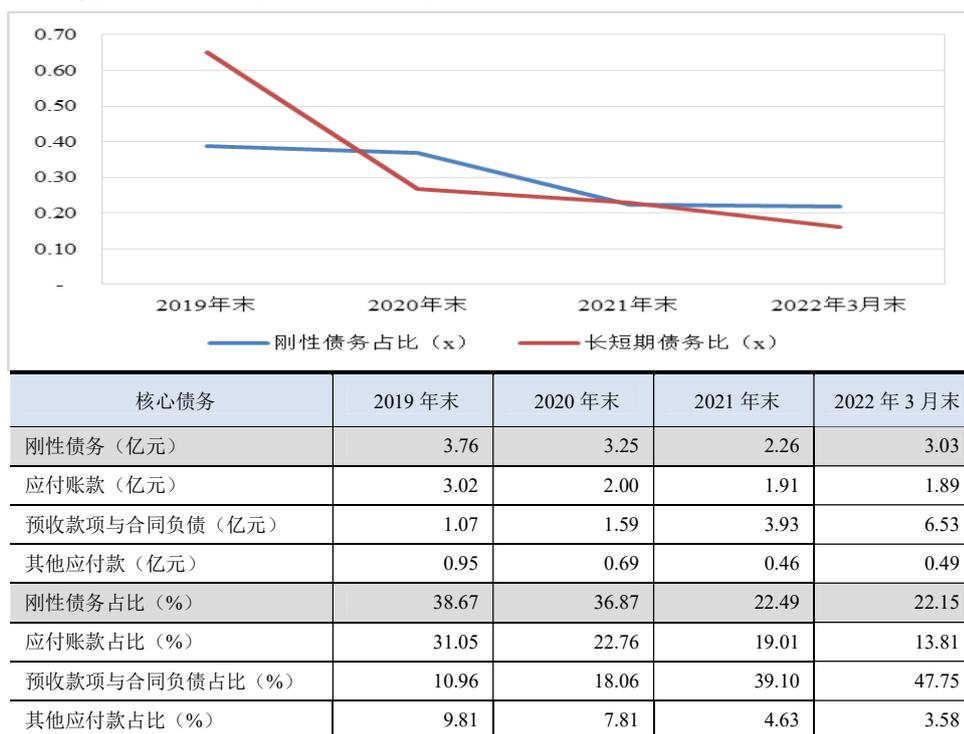
资料来源：根据蓝晓科技所提供数据绘制

2019-2021 年末该公司负债总额分别为 9.73 亿元、8.80 亿元和 10.05 亿元，2021 年末公司负债规模上升，主要系业务规模上升，合同负债增加所致。受益于持续盈利，公司未分配利润逐年增加，2021 年末公司未分配利润增至 10.16 亿元，占所有者权益的 48.38%，权益资本稳定性偏弱。同期末公司股本和资本公积分别较上年末增长 2.43% 和 22.63%，系公司定向增发股票，资本实力增强。截至 2021 年末公司所有者权益为 20.99 亿元，较上年末增长 25.49%。同期末公司资产负债率和权益资本与刚性债务比分别为 32.38% 和 9.28。另外，自上市以来公司每年均分红，2019-2021 年现金分红分别为 0.52 亿元、0.44 亿元和 0.95 亿元，公司章程对于利润分配有明确的规定，利润分配政策保持连续性和稳定性，权益结构整体稳定。

2022 年 3 月末，受益于该公司持续盈利，所有者权益较上年末增长 3.74% 至 21.78 亿元。同期末公司股本较上年末减少 0.05%，主要系限制性股票回购注销所致。随着刚性债务规模上升，同期末公司资产负债率升至 38.59%，权益资本与刚性债务比为 7.18。

## (2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据蓝晓科技所提供数据绘制。

2021 年该公司偿还了大部分银行贷款，刚性债务规模有所下降，2021 年末刚性债务占负债总额的 22.49%。同期末，公司应付账款为 1.91 亿元，较上年末减少 4.58%，主要系支付了部分工程和设备款；预收款项及合同负债 3.93 亿元，较上年末增长 147.29%，主要系吸附树脂订单预收款增加；其他应付款为 0.46 亿元，较上年末减少 32.39%，主要为限制性股票回购义务减少

所致。另外 2021 年末公司其他流动负债 0.32 亿元，较上年末增加 0.23 亿元，主要系待转销项税额增加所致。从债务期限结构来看，2021 年合同负债大幅增加，公司流动负债总额有所上升。截至 2021 年末，公司长短期债务比由 2020 年末的 26.73% 降至 23.02%。

截至 2022 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增长 34.09%，主要系用票据支付装置项目采购款增加，使得应付票据大幅增加。同期末预收款项与合同负债较上年末增长 66.24%，主要系吸附树脂订单预收款项增加。其他科目没有重大变动。同期末，公司长短期债务比降至 16.03%。

### (3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	0.41	2.07	1.27	2.03
其中：短期借款	-	0.71	0.03	0.18
应付票据	0.08	0.91	0.71	1.27
一年内到期的长期借款	-	0.18	0.23	0.23
其他短期刚性债务	0.33	0.26	0.30	0.35
中长期刚性债务合计	3.36	1.18	0.99	1.00
其中：长期借款	0.50	0.23	-	-
应付债券	2.86	0.95	0.99	1.00
综合融资成本（年化，%） <sup>5</sup>	5.51	3.89	2.93	-

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

截至 2021 年末，该公司刚性债务为 2.26 亿元，较上年末减少 0.99 亿元。2021 年偿还了部分银行贷款，短期借款和长期借款均有所下降。同期末因票据支付，应付票据减少 0.20 亿元；其他短期刚性债务系应付利息，期末余额为 0.30 亿元。2021 年公司可转债转股 65.17 万元，计提利息增加使得应付债券较上年末增加 0.04 亿元。2022 年 3 月末，公司银行借款为 0.41 亿元，其中保证借款为 0.26 亿元；因用票据支付装置项目采购款增加，应付票据增加 0.56 亿元；其他科目较上年末变化不大。

图表 20. 公司银行借款综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：万元）

融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内
4%以内	600.00
4%~5%（不含 5%）	3,170.00
5%~6%（不含 6%）	300.00
<b>合计</b>	<b>4,070.00</b>

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）

<sup>5</sup>综合融资成本系根据财务报表数据估算，综合融资成本=当期利息支出总额/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]\*100%。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业周期(天)	270.97	342.73	308.48	-
营业收入现金率(%)	39.93	69.69	82.24	116.86
业务现金收支净额(亿元)	-0.32	3.01	3.39	1.36
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.15	-0.40	0.12	-0.24
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	-0.47	2.60	3.50	1.12
EBITDA(亿元)	3.32	3.21	4.53	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.87	0.91	1.64	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	17.13	23.48	56.07	-

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

2019-2021 年度该公司营业周期分别为 270.97 天、342.73 天和 308.48 天，2021 年公司藏格锂业、锦泰项目一期系统装置业务完工，营业周期有所收窄。公司吸附树脂业务收现能力有所增强，但系统装置业务收入确认和现金回笼时间不匹配，2019-2021 年度及 2022 年第一季度公司营业收入现金率分别为 39.93%、69.69%、82.24%和 116.86%，2021 年以来随着锦泰项目经营模式由垫资建设改为合同购销，公司营业收入现金率不断上升。

2019-2021 年，该公司经营性现金流量净额分别为-0.47 亿元、2.60 亿元和 3.50 亿元，2021 年有所增加主要系锦泰项目一期资金回笼所致。同期，公司业务现金收支净额分别为-0.32 亿元、3.01 亿元和 3.39 亿元，随着系统装置项目资金回笼，近三年业务现金流持续改善；其他因素现金收支净额分别为-0.15 亿元、-0.40 亿元和 0.12 亿元，2021 年有所增加，主要系政府补助及利息收入增加，同时押金、保证金支出减少所致。2022 年一季度公司经营性现金流净额为 1.12 亿元。

跟踪期内该公司经营业绩有所提升，2021 年 EBITDA 升至 4.53 亿元，同期公司刚性债务规模有所下降，EBITDA 对刚性债务及利息支出覆盖倍数均有所上升，分别为 1.64 和 56.07。

#### (2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况(单位：万元)

主要数据及指标	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-3,434.84	-435.00	286.89	33.79

主要数据及指标	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
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	-23,556.09	-5,321.27	-13,955.06	-512.18
其他因素对投资环节现金流量影响净额	452.00	-91.00	-3,546.96	2,000.00
投资环节产生的现金流量净额	-26,538.93	-5,847.27	-17,215.12	1,521.61

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

2021 年随着该公司高陵蓝晓新材料产业园及改扩建项目、蓝赛项目等推进，投资性现金流净流出规模扩大。2021 年公司处置外汇套期取得投资收益 286.89 万元，故回收投资与投资支付净流入；同期公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 1.40 亿元，主要系高陵蓝晓新材料产业园及改扩建项目、蓝赛项目等工程款支出及购买蓝赛项目土地所致；同期其他因素对投资环节现金流量影响金额-0.35 亿元，主要系结构性存款支出所致。2019-2021 年公司投资性现金净流出额分别为 2.65 亿元、0.58 亿元和 1.72 亿元。

2022 年第一季度，该公司投资性现金流净流入 0.15 亿元，主要系结构性存款到期及其他投资支出减少所致。未来公司主要建设项目包括高陵蓝晓新材料产业园改扩建项目、蒲城项目等，预计仍将维持一定规模的投资支出。

### (3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（单位：万元）

主要数据及指标	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
权益类净融资额	2,495.90	-5,141.50	7,851.79	-
债务类净融资额	2,189.63	3,825.12	-6,829.51	1,469.64
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	25,143.92	-3,704.31	-147.71	3,453.51
筹资环节产生的现金流量净额	29,829.45	-5,020.69	874.58	4,923.15

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

2019-2021 年，该公司筹资性现金流净流入分别为 2.98 亿元、-0.50 亿元和 0.09 亿元。同期公司分配股利支出的现金分别为 0.29 亿元、0.52 亿元和 0.47 亿元。2021 年公司权益类净融资额增加主要系定向增发所致；同期公司偿还部分银行贷款，债务类净偿还；公司其他因素对筹资环节现金流量影响主要包括收回/支付用于质押的定期存款、定向增发服务费等，2021 年净额为-147.71 万元。2022 年第一季度，公司筹资性现金流净流入 0.49 亿元，为银行存款及收回用于质押的定期存款。

#### 4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.68	13.83	19.15	23.59
	47.37	54.16	61.69	66.52
其中：货币资金（亿元）	4.01	6.05	7.64	9.15
交易性金融资产（亿元）	--	0.02	0.40	0.20
应收票据（含应收款项融资）（亿元）	0.67	1.07	2.57	1.70
应收账款（亿元）	2.33	2.86	2.82	4.02
预付款项（亿元）	0.11	0.14	0.33	1.28
存货（亿元）	3.16	3.32	4.73	6.57
其他流动资产（亿元）	0.28	0.16	0.15	0.15
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	11.86	11.70	11.89	11.87
	52.63	45.84	38.31	33.48
其中：固定资产（亿元）	6.72	6.73	6.42	6.22
在建工程（亿元）	0.55	0.43	0.74	0.97
无形资产（亿元）	1.72	1.67	2.03	2.00
商誉（亿元）	0.26	0.26	0.26	0.26
其他非流动资产（亿元）	0.21	2.12	0.19	0.18
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.38	1.33	0.98	1.45
受限资产账面余额/总资产（%）	1.70	5.22	3.15	4.09

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

2021 年末，该公司业务规模上升，资产总额较上年末增长 21.60%，为 31.05 亿元；资产以流动资产为主，同期末占比为 61.69%。

2021 年末，该公司流动资产为 19.15 亿元，以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主。同期末货币资金为 7.64 亿元，较上年末增长 26.34%，主要系订单预收款增加所致。其中受限部分 0.82 亿元，系因诉讼事项被冻结 0.30 亿元、银行承兑汇票保证金 0.43 亿元及保函保证金 0.09 亿元等；交易性金融资产 0.40 亿元，系结构性存款；应收票据（含应收款项融资）为 2.57 亿元，较上年末增长 141.58%，主要系公司收到锦泰项目回款，使得银行承兑汇票增加 1.40 亿元。其中受限部分 0.16 亿元，为公司将部分承兑汇票向商业银行进行抵押，等额置换为面值较小的银行承兑汇票；应收账款为 2.82 亿元，较上年末变化不大，其中一年以内的应收账款账面余额为 2.58 亿元，年末公司累计计提应收账款坏账准备 0.37 亿元；预付账款 0.33 亿元，主要为向供应商预付的原材料款，2021 年增加主要系采购规模上升所致；存货为 4.73 亿元，较上年末增长 42.17%，主要系吸附树脂订单增长所致。公司根据会计准则要求已计提 5.71 万元跌价准备；其他流动资产 0.15 亿元，主要为待抵扣的增值税进项税项和待取得抵扣凭证的增值税进项税额。

2021 年末，该公司非流动资产为 11.89 亿元，主要包括固定资产、在建工程和无形资产等。同期末固定资产为 6.42 亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备等，较上年末减少 4.72%，2021 年公司高陵蓝晓新材料产业园项目和

蒲城项目转固 0.37 亿元，同时折旧增加使得固定资产有所下降；在建工程为 0.74 亿元，较上年末增长 73.64%，主要为高陵蓝晓新材料产业园改扩建项目、蓝赛项目等；此外，无形资产为 2.03 亿元，较上年末增加 0.35 亿元，主要为新增蓝赛项目土地使用权；商誉系收购子公司 PuriTech Ltd.形成的商誉，期末余额为 0.26 亿元，根据公司测算不存在减值情况；其他非流动资产主要为待转股应收款，系锦泰项目一期债务重组对锦泰钾肥的增资 2 亿元。截至 2022 年 5 月末，该股权暂未完成交割，相关手续正在办理中，形成待转股。

截至 2022 年 3 月末，该公司总资产为 35.46 亿元，较上年末增长 14.23%。同期末，公司货币资金较年初增长 19.74%，系公司吸附树脂订单预收款增加所致；交易性金融资产较上年末减少 49.95%，系赎回结构性存款；由于公司订单给客户一定的信用期，2022 年一季度新增销售收入部分尚未结算，应收账款较上年末增长 42.41%；预付款项较年初增长 292.61%，因系统装置项目采购预付款增加所致。此外，其他资产科目变化不大。截至 2022 年 3 月末，公司受限资产总计 1.45 亿元，占资产总额的 4.09%。受限资产包括货币资金 0.59 亿元、应收款项融资 0.72 亿元和无形资产 0.14 亿元。随着业务规模上升，公司受限资产比例较上年末有所增加。

## 5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	180.93	199.09	234.36	200.00
速动比率 (%)	125.62	149.17	172.56	133.50
现金比率 (%)	78.74	102.11	129.69	79.29

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

2021 年该公司资产流动性有所上升，主要系偿还了部分银行借款所致。2019-2021 年末，公司流动比率分别为 180.93%、199.09%和 234.36%；同期末速动比率分别为 125.62%、149.17%和 172.56%。同期，货币资金对短期债务覆盖程度亦有所上升，2021 年末现金比率为 129.69%。2022 年一季度随着系统装置业务开展，票据支付的装置项目采购款增加，公司刚性债务规模上升，流动资产对流动负债覆盖程度有所下降。

## 6. 表外事项

根据该公司提供的 2021 年审计报告显示，截至 2021 年末公司无对外担保。此外，公司尚有 1 项未结诉讼。2020 年 1 月 3 日，公司以内蒙古通威高纯晶硅有限公司（简称“内蒙古通威”）拖欠货款为由向包头市昆都仑区人民法院提起诉讼，要求内蒙古通威支付货款 9,716.62 万元、仓储费用 6,346.00 元,并承担利息 82,534.00 元,合计 9,805,119.00 元。2021 年 8 月 23 日，一审判决内蒙古通威高纯晶硅有限公司向本公司支付货款 9,716,239.00 元，并支付

逾期利息。内蒙古通威随后上诉，以公司交付的产品存在缺陷，无法达到使用目的且对内蒙古通威造成损失为由向包头市昆都仑区人民法院另行提起诉讼，要求公司赔偿损失 3,000.00 万元。2021 年 11 月 5 日，法院裁定查封、扣押、冻结公司价值 3,000.00 万元的财产。2021 年 12 月 20 日包头市中院以诉争事项需要鉴定为由发回重审，截至 2022 年 4 月 21 日，发回重审案件目前中止审理中，内蒙古通威另诉案件尚未选定鉴定机构，两起案件均尚未判决，公司预计内蒙古通威的诉讼请求对公司后续的财务状况不会产生重大不利影响。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司下属子公司主要承担规模较大的树脂订单与系统装置生产与安装职能，本部主要承担管理同时对子公司产能进行一定补充。截至 2021 年末，公司本部资产总额为 26.89 亿元，负债总额为 10.34 亿元，所有者权益为 16.56 亿元。2021 年公司本部实现营业收入 9.84 亿元，净利润为 2.11 亿元，同期经营性现金流净额为 1.47 亿元。总的来看，公司本部对债务偿付能力较强。

## 外部支持因素

该公司与中国银行、建设银行、招商银行、浦发银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道畅通。截至 2022 年 3 月末，公司从金融机构获得的综合授信总额 2.11 亿元，已使用 0.41 亿元，剩余尚未使用 1.70 亿元。此外，公司作为上市公司，资本补充渠道较为通畅。

图表 26. 截至 2022 年 3 月末来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模/余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	2.11	0.41	3.90%~5.50%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	0.29	0.29	3.90%~4.65%	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	13.74	70.73	-	-

资料来源：根据蓝晓科技所提供数据整理

## 跟踪评级结论

该公司主要从事吸附分离技术领域吸附分离材料和吸附分离系统装置生产业务，具有较强的研发实力，跟踪期内公司主要产品吸附分离材料不断延伸下游应用领域，业务规模上升，在吸附分离技术部分领域具有较高市场占有率，受大宗商品等原材料价格上涨影响，吸附分离材料毛利率有所下降，但仍处于行业较高水平。2021 年以来随着锦泰项目经营模式由垫资建设改为合同购销，公司项目回款情况有所改善。目前公司系统装置业务在手合同将

于 2022 年中期至 2023 年中期逐步完工交付、验收，为公司未来业绩提供有力支撑。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目为高陵蓝晓新材料产业园改扩建项目、蒲城项目及公司二期研发大楼，未来仍面临一定的资本支出压力。

跟踪期内，该公司因定向增发，控股股东和实控人持股比例有所上升。公司组织架构及管理层未发生重大变化，各项内部管理制度较完善。

跟踪期内，得益于经营积累以及定向增发，该公司债务结构持续优化，目前资产负债率处于合理水平；公司吸附树脂业务收现能力较强，经营性现金流呈净流入态势，2021 年以来随着锦泰项目经营模式由垫资建设改为合同购销，公司营业收入现金率有所上升，货币资金较充足，可对债务偿付提供一定保障，但系统装置业务回款周期长，随着项目推进，公司应收款项规模较大，给公司资金周转带来压力；截至 2022 年 3 月末本次可转债余额 1.07 亿元，跟踪期内公司股价整体上涨，股价大幅高于转股价，但转股进度较慢，若后续转股情况仍不理想，会增加公司偿付压力。另外，本次可转换债券设置了回售条款，可能面临债券存续期缩短风险。

本评级机构将持续关注：（1）宏观经济环境及下游行业的需求变化；（2）该公司原材料价格上涨及其对盈利影响；（3）系统装置业务资金周转压力；（4）安环风险；（5）本次债券未转股风险。

附录一：

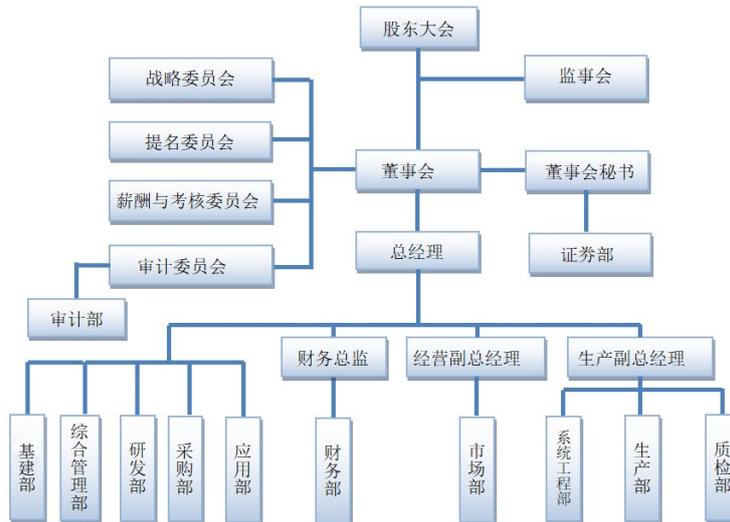
公司与实际控制人关系图



注：根据蓝晓科技提供的资料绘制（截至 2022 年 3 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 2022 年 3 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	2021年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					总资产(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)	
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	26.89	16.56	9.84	2.11	1.47	母公司口径
蒲城蓝晓科技新材料有限公司	蒲城蓝晓	核心子公司	100%	树脂生产、系统 装置生产	3.02	0.68	1.31	-0.005	0.14	
高陵蓝晓科技新材料有限公司	高陵蓝晓	核心子公司	100%	树脂生产、系统 装置生产	9.18	7.83	4.75	0.76	0.50	

注：根据蓝晓科技2021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]	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	22.53	25.53	31.05	35.46
货币资金 [亿元]	4.01	6.05	7.64	9.15
刚性债务[亿元]	3.76	3.25	2.26	3.03
所有者权益 [亿元]	12.80	16.73	20.99	21.78
营业收入[亿元]	10.12	9.23	11.95	3.32
净利润 [亿元]	2.48	1.96	3.05	0.79
EBITDA[亿元]	3.32	3.21	4.53	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.47	2.60	3.50	1.12
投资性现金净流入量[亿元]	-2.65	-0.58	-1.72	0.15
资产负债率[%]	43.19	34.48	32.38	38.59
权益资本与刚性债务比率[%]	340.17	515.43	928.40	718.25
流动比率[%]	180.93	199.09	234.36	200.00
现金比率[%]	78.74	102.11	129.69	79.29
利息保障倍数[倍]	15.43	16.88	43.96	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	270.97	342.73	308.48	—
毛利率[%]	49.83	46.62	44.57	43.38
营业利润率[%]	28.09	23.28	29.04	27.23
总资产报酬率[%]	14.53	9.59	12.55	—
净资产收益率[%]	22.06	13.24	16.20	—
净资产收益率*[%]	22.77	13.88	16.66	—
营业收入现金率[%]	39.93	69.69	82.24	116.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.41	40.55	46.34	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-33.55	21.79	18.90	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.13	23.48	56.07	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.87	0.91	1.64	—

注：根据蓝晓科技经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。2020年数据根据2021年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

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 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。

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（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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	10
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	3
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	1
		流动性	1
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		下调
调整后个体风险状况		5	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			A <sup>+</sup>

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2018年10月26日	A <sup>+</sup> /稳定	吴晓丽、胡颖	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">基础化工行业评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年06月25日	A <sup>+</sup> /稳定	何婕好、吴晓丽	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年06月21日	A <sup>+</sup> /稳定	何婕好、钱源	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）</a>	-
蓝晓转债	历史首次评级	2018年10月26日	A <sup>+</sup>	吴晓丽、胡颖	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法（2015）</a> <a href="#">基础化工行业评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年06月25日	A <sup>+</sup>	何婕好、吴晓丽	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年06月21日	A <sup>+</sup>	何婕好、钱源	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。