

行业景气度下行对化纤企业短期偿债能力指标影响分析

联合资信 工商评级四部 毛文娟

摘要

2022 年以来，制造业采购经理人指数 (PMI) 持续低位，作为中间加工制造环节的化工行业景气度下行，其中化纤行业景气度下行态势明显。

在行业景气度下行时，经营现金流动负债比通常反应较为直接，流动比率和现金短期债务比作为常用短期偿债能力衡量指标，受到企业债务杠杆、结构，投资节奏等因素影响，考虑到存货占比高且原材料价格波动对指标的影响，需要进一步通过速动比率来判断企业的短期偿债能力变化情况。在行业景气度下行背景下，我们需综合企业短期偿债能力指标表现和企业经营行为、企业风险防范意识等因素分析企业的信用风险。

发债化纤企业信用水平整体较高且较为稳定，可转债也为信用水平相对偏低的化纤企业拓宽了融资渠道。化纤行业存续债券到期分布较为合理，但考虑到近两年化纤行业景气度下行，国内发债化纤企业短期偿债能力指标弱化等因素，仍需关注行业景气度下行背景下发债化纤企业的投资节奏、风险防范意识等。



联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



研究背景

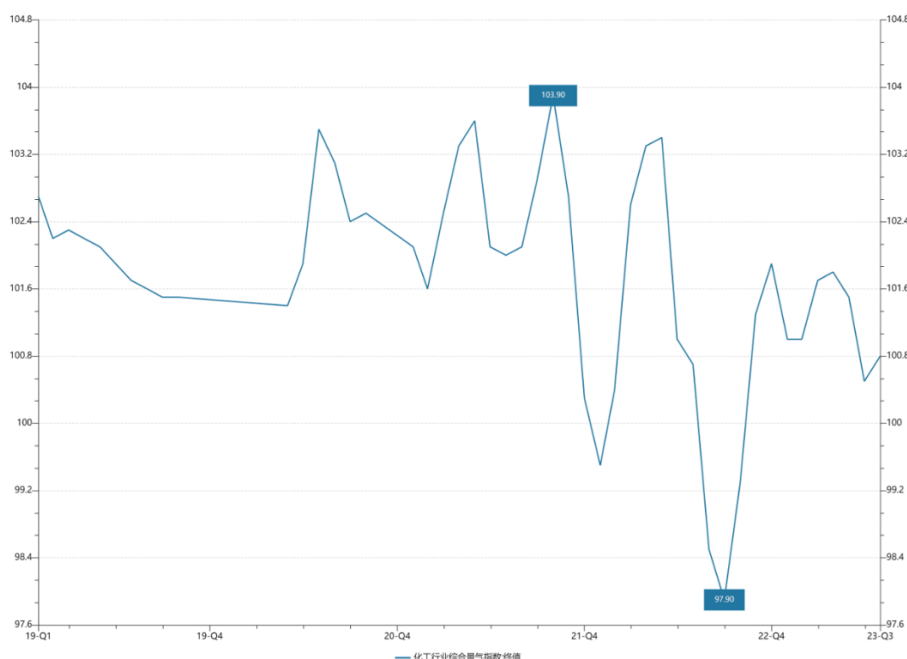
2022 年以来，上游能源、原料成本高位震荡，下游需求不振，商品价格传导不畅，多数化工企业经营业绩下滑，化纤作为化工行业的重要细分之一，多重复杂因素叠加影响下，化纤行业运行遭遇较大冲击，下行趋势明显。作为典型的强周期行业，在行业下行阶段，化纤企业的抗周期能力和短期信用风险防范水平备受投资人关注，需加强对企业短期偿债能力指标的关注和分析。

一、化纤行业运行概况

2022 年以来，制造业采购经理人指数（PMI）持续低位，作为中间加工制造环节的化工行业景气度下行，其中化纤行业景气度下行态势明显。

2022 年，在通胀以及地缘政治冲突等影响下，全球制造业需求收缩压力持续加大，作为关键的经济领先指标之一的制造业采购经理人指数（PMI）持续低位，2022 年 12 月，全球制造业采购经理指数（PMI）为 48.6%，中国制造业采购经理指数（PMI）下降至 47.0%，全年多数时间段位于 50% 以下。作为中间加工制造环节的化工行业，利润受上游原材料价格波动和行业供需格局影响较大，2022 年以来，在上游能源、原料成本高位震荡，下游需求不振价格传导不畅的背景下，化工行业整体承压，多数化工企业经营业绩下降。

图 1：化工行业综合景气指数

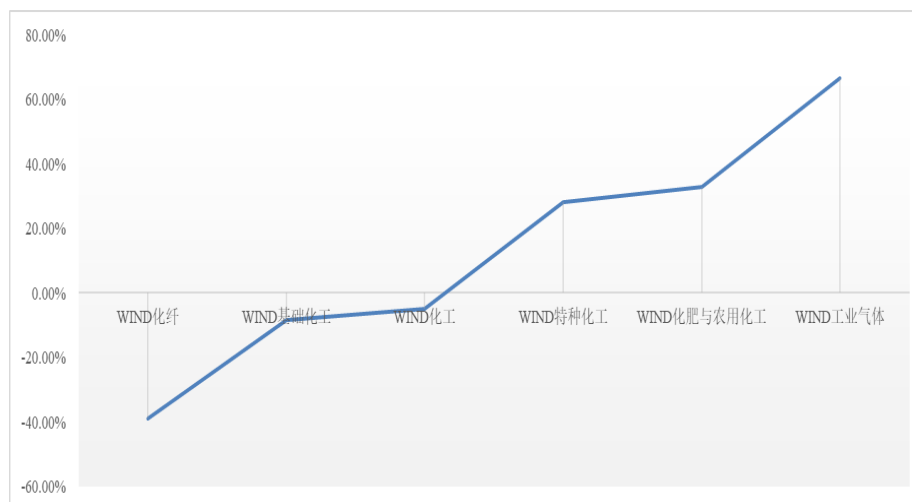


资料来源：Wind，联合资信整理

按照 Wind 化工行业数据显示，2022 年 Wind 化工行业毛利润（合计）同比增速由上年的 65.66% 下降至 -5.08%，其中化纤行业毛利润（合计）同比增速由上年的 77.44% 下降至 -

39.14%，是化工细分行业中业绩下滑最多的细分行业（不含少于 10 家上市公司的细分行业）。因而本文以化纤细分行业为例分析行业景气度下行背景下企业短期偿债能力指标的变动情况及重点关注指标。

图 2 Wind 化工细分行业毛利润（合计）同比增速



资料来源：Wind，联合资信整理

2022 年以来，化纤行业面临的内外部发展环境更趋复杂严峻。原油价格高位大幅波动，下游需求持续低迷，化纤企业产销压力加大，总体开工负荷较 2021 年明显下降。根据中国化纤协会统计，2022 年中国国内化纤产量为 6488 万吨，同比下降 0.55%，为近四十年来化纤产量首次负增长，除粘胶长丝、腈纶产量分别同比增加 7.45%和 16.70%外，其他主要产品的产量均有下降。

2022 年上半年，原油价格震荡上行，大幅增加了化纤企业的原料成本和能源成本，但在“弱需求”的现实情况下，企业无法将“高成本”顺利传导，挤压企业利润并占用大量流动资金。下半年，原油价格快速回落，企业原料成本虽然大幅下降，但化纤市场失去支撑，产品价格持续下跌造成销售更为困难。2022 年化纤行业经济效益指标同比下降明显，国家统计局数据显示，中国化纤行业营业收入为 10900.74 亿元，同比增加 5.32%；实现利润总额 241.29 亿元，同比减少 62.22%，化纤行业仅为纺织全行业贡献约 12%的利润，较 2021 年下降了 13 个百分点；行业亏损面 31.93%，较 2021 年扩大 14.63 个百分点，亏损企业亏损额同比增加 102.67%。

二、化纤企业短期偿债能力指标表现

在行业景气度下行时，经营现金流负债比通常反应较为直接，流动比率和现金短期债务比作为常用的短期偿债能力衡量指标，受到企业债务杠杆、结构，投资节奏等因素影响，考虑到存货占比高且原材料价格大幅波动对指标的影响，需要进一步通过速动比率来

判断企业的短期偿债能力变化情况。综合来说，在行业景气度下行背景下，我们需综合企业短期偿债能力指标表现和企业经营行为、企业风险防范意识等因素看待企业的信用风险。

短期偿债能力是指企业在一定时期内，根据其负债到期情况以及财务状况，能够完成偿还应付短期债务的能力。一般通过经营现金流动负债比、流动比率、现金短期债务比等指标来衡量企业的短期偿债能力。短期偿债能力指标反映了企业以现有资源偿还即期债务的能力，如果在行业下行阶段，企业的短期偿债能力发生问题，将会牵制企业的经营和财务，进而影响公司整体信用状况。在行业景气度下行期，我们需加强对企业短期偿债能力指标的关注和分析。

1、上市化纤企业短期偿债能力指标情况

在行业景气度下行时，上市化纤企业经营现金流动负债比弱化明显，而流动比率和现金短期债务比鉴于部分企业增强了风险防范意识而有所改善，但整体变化不大，需关注部分尾部企业的短期信用风险。考虑到化纤企业存货占比较高且 2022 年原材料价格上涨等因素，速动比率的下降相比较流动比率更为显著。

(1) 经营现金流动负债比

行业景气度下行，化纤企业经营活动产生的现金对流动负债的保障能力明显减弱。

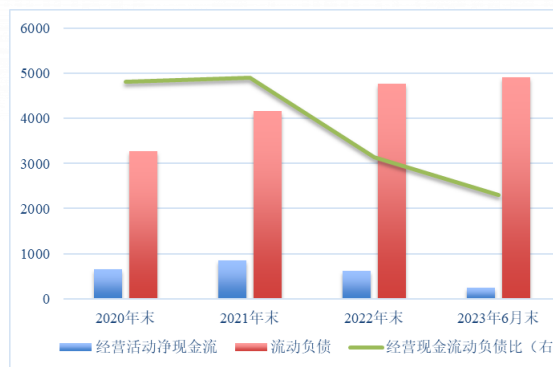
经营现金流动负债比=经营活动现金净流量 / 流动负债。一般来说经营现金流动负债比越高越好，低于 0.15 倍说明该企业经营获现对流动负债的覆盖程度不足。通常在行业景气度下行阶段，企业的盈利和获现能力均将下降，对流动负债的保障将下降。

2022 年，化纤企业的经营获现能力显著减弱，体现为经营活动现金净流入减少。2022 年国内 34 家¹化纤上市企业经营活动产生的现金净流入 624.92 亿元，同比减少 26.58%，而 2022 年底流动负债较上年同期增长 14.77%，经营活动产生的现金对流动负债的保障能力明显减弱，一方面上市化纤企业经营现金流动负债比下降明显，另一方面，上市化纤企业经营现金流动负债比较低的企业明显增加（见下图）。需要关注的是经营活动现金净流出的上市化纤企业增多，一定程度加大了其短期偿债风险。

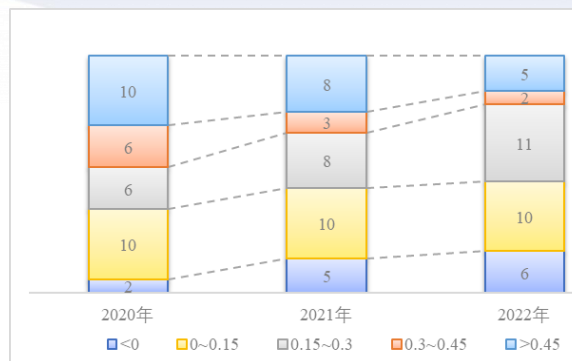
图 3 上市化纤企业经营现金流动负债比变动情况
(亿元、倍)

图 4 上市化纤企业经营现金流动负债比分布情况
(家)

¹ Wind 行业分类标准“材料—材料 II—化工—化纤”，下同



资料来源：Wind，联合资信整理



资料来源：Wind，联合资信整理

(2) 现金短期债务比

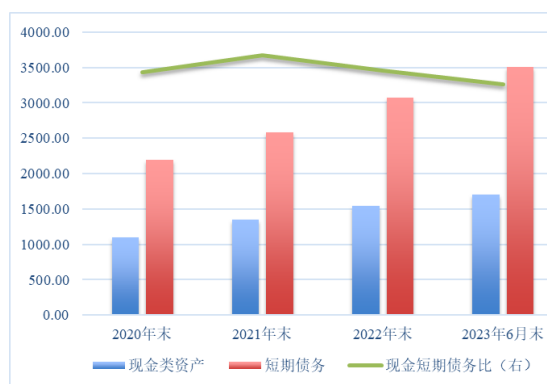
行业景气度下行，化纤企业主动缩减支出，增加现金储备，同时拓宽融资渠道优化债务结构，现金短期债务比得到改善。

现金短期债务比=现金类资产/短期债务。一般来说现金短期债务比越高说明企业现金类资产对短期债务的偿付保障越强。如果企业的现金短期债务比较低，说明企业的短期债务较多，现金类资产相对不足，短期偿债能力较弱。

通过对中国境内 34 家化纤上市企业的财务状况进行分析，2022 年，上市化纤企业现金类资产和短期债务均有所上升，现金短期债务比略有下降，但整体变动不大。2022 年国内化纤上市企业的经营活动产生的现金净流入 624.92 亿元，同比下降 26.58%，但筹资活动产生的现金净流入同比增长 8.13%，融资力度明显加强。同时，企业主动缩减投资支出，投资活动产生的现金净流出 1270.36 亿元，同比下降 15.04%。在化纤行业景气度下行情况下，企业经营获现能力下降，现金储备的增加主要系一方面企业缩减支出，另一方面则通过拓宽融资渠道来获取更多资金。

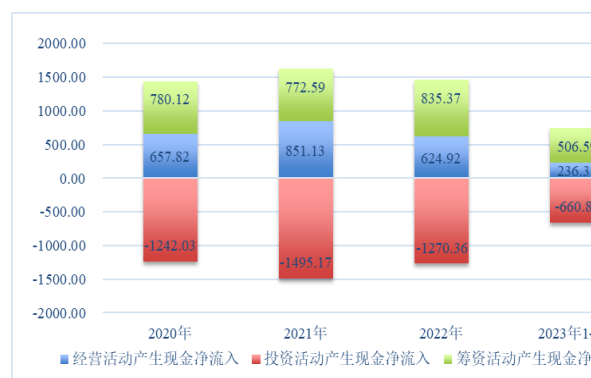
图 5 上市化纤企业现金短期债务比情况

(亿元、倍)



资料来源：Wind，联合资信整理

图 6 上市化纤企业现金流量总额（亿元）



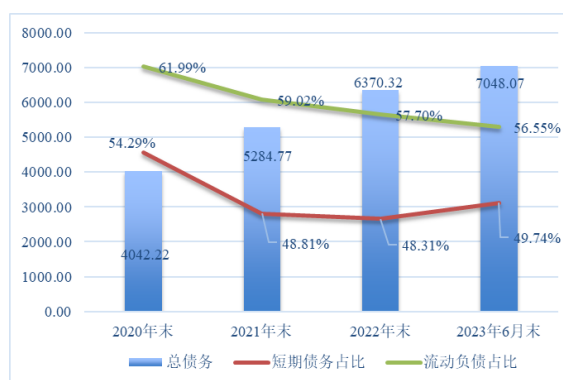
资料来源：Wind，联合资信整理

虽然，企业加大融资力度将导致负债的增加，截至 2022 年末，国内 34 家化纤上市企业

总债务增长明显，但从各家化纤上市企业的负债结构看，截至 2022 年末，流动负债和短期债务占比均逐步下降，流动负债和短期债务占比的下降表明化纤上市企业通过积极调整自身负债结构以应对行业景气度下行所带来的短期偿债压力。

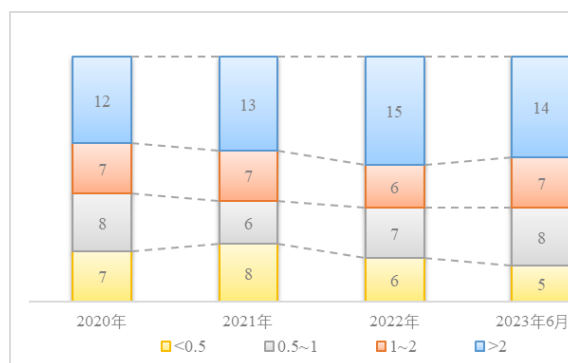
从结构上来看，化纤上市企业现金短期债务比在 2 倍以上的企业数量有所增加。在行业景气度下行的情况下，企业通过增加现金储备，调整债务结构的方式，最终使得现金短期债务比指标有所优化。在行业下行阶段，化纤上市企业的现金类资产对短期债务的保障能力有所提升。

图 7 上市化纤企业流动负债占比和短期债务占比情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 8 上市化纤企业现金短期债务比分布情况（家）



资料来源：Wind，联合资信整理

（3）流动比率

在原材料价格上升和行业景气度下行背景下，国内化纤上市企业流动比率整体变动不大，速动比率下行趋势较为显著，部分企业通过加强短期流动性管理以抵御行业景气度下行带来的风险，企业流动比率和速动比率有所改善。

流动比率=流动资产 / 流动负债。一般情况下，流动比率越高，说明企业偿还短期负债的能力越强。通常认为流动比率的下限为 1 倍；而流动比率为 2 倍时较为合适，它表明企业财务状况稳定可靠。

通过对中国境内 34 家化纤上市企业的财务状况进行分析，2022 年，上市化纤企业流动比率整体变化不大，具体表现为货币资金和存货增长带动的流动资产上升和短期借款、应付款项和一年内到期非流动负债增长带动的流动负债上升，进而导致流动比率科目整体变动不大。

具体来看，存货周转率呈现小幅上升趋势，因而上市化纤企业的存货增加更多的是源于原材料价格上涨及成本支撑下的产成品价格上升因素导致，也导致了化纤企业运营对流动性的需求增加，即短期借款和应付款项增加，应付款项周转率上升明显，反映了在行业景气度下行背景下，化纤企业一方面需要增加银行流贷满足营运资金需求，另一方面会更多的占用上游资金。

图9 上市化纤企业流动资产和流动负债变动情况（亿元）

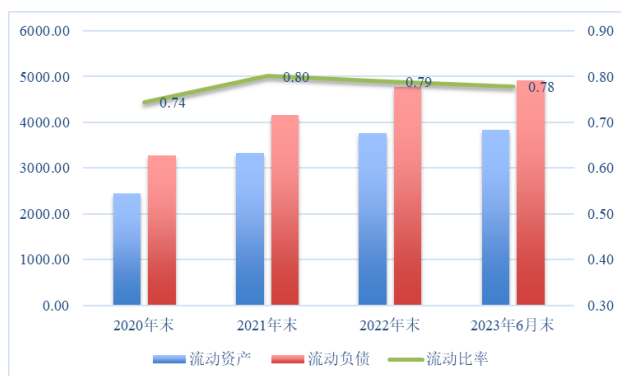
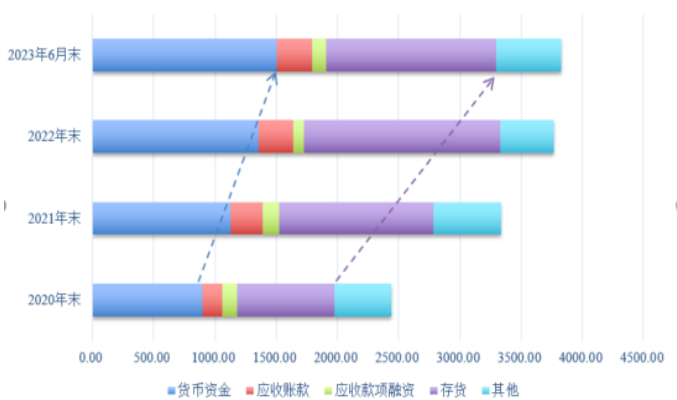


图11 上市化纤企业流动资产构成情况（亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

图10 上市化纤企业存货周转率和应付账款周转率（次）

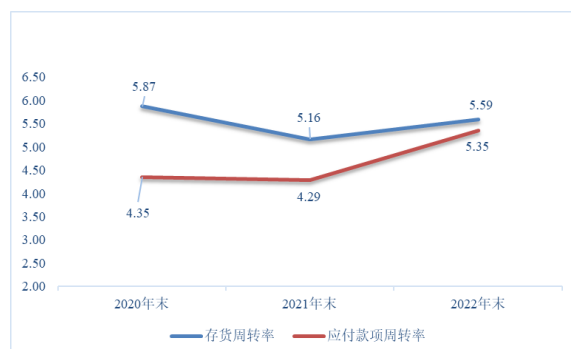
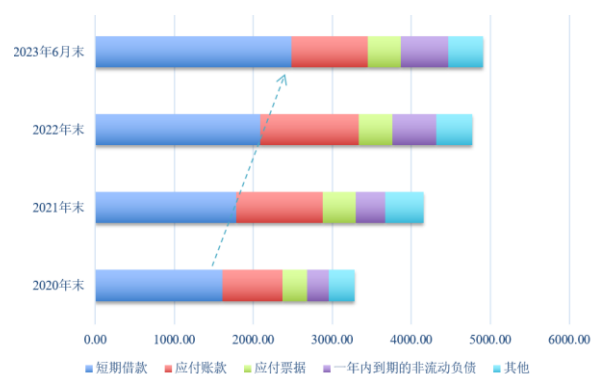


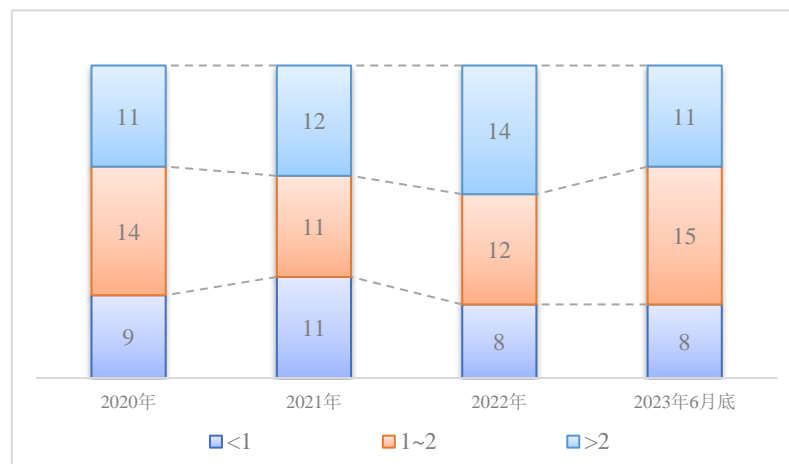
图12 上市化纤企业流动负债构成情况（亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

从具体结构来看，从对各家化纤上市企业统计的数据看，为应对行业景气度下行风险，多数企业主动加强短期流动性管理，需要寻求更高的安全边际，流动比率得到提升。上市化纤企业的流动比率高于1倍的企业从2021年末的23家增至2022年末的26家，其中14家化纤上市企业的流动比率在2倍以上。

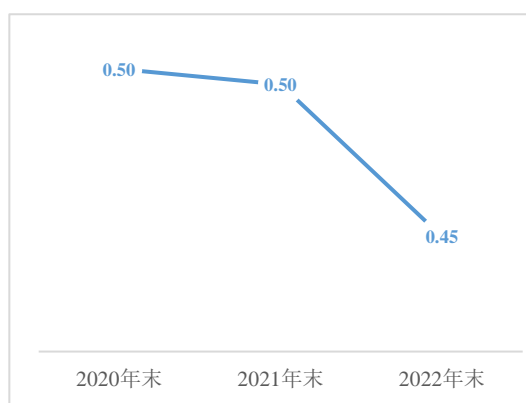
图13 上市化纤企业流动比率分布情况（单位：家）



资料来源：Wind，联合资信整理

鉴于 2022 年原材料价格上升及存货的变现能力较弱等因素，速动比率或将更能准确的评价化纤企业短期偿债能力，通过对国内 34 家化纤上市企业数据进行统计发现，在行业景气度下行背景下，存货周转率变动不大，国内化纤上市企业速动比率由 2020 年和 2021 年的 0.5 倍下降至 0.45 倍。部分企业在景气度下行背景下通过股权融资和债务重整等措施提高自身流动性，具体表现为速动比率高的企业数量增加，速动比率低的企业数量减少，截至 2022 年末，上市化纤企业的速动比率低于 0.5 倍的企业从 2021 年末的 8 家下降至 5 家，速动比率高于 2 倍的企业增加至 11 家。

图 14 上市化纤企业速动比率情况（倍）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 15：上市化纤企业速动比率分布情况（家）



资料来源：Wind，联合资信整理

2、发债化纤企业的短期偿债能力指标

在行业景气度下行时，发债化纤企业短期偿债能力指标均呈现明显的下行趋势，且整体弱于上市化纤企业。

从对国内 15 家²发债化纤企业的统计来看，在景气度下行背景下，发债化纤企业的短期偿债能力指标整体均呈现明显的下行趋势，且发债化纤企业短期偿债能力指标表现整体弱于上市化纤企业，主要系发债化纤企业和上市化纤企业债务杠杆率以及在景气度下行背景下企业经营行为（投资节奏、资金来源）的差异导致。根据对发债化纤企业财务数据的统计来看，发债化纤企业在 2022 年行业景气度下行时仍保持了较大规模的资本支出，但由于债务负担较重，截至 2022 年底，发债化纤企业资产负债率（合计）达到 70.60%，财务弹性相对有限，融资流入相对较少，发债化纤企业的现金类资产和流动资产并没有呈现出为抵御行业景气度下行的同步增长。而上市化纤企业一方面缩减了投资支出金额，另一方面更多的采用股权融资行为。

图 16 上市化纤企业和发债化纤企业流动比率（倍）

图 17 上市化纤企业和发债化纤企业速动比率（倍）

² Wind 行业分类标准“材料—材料Ⅱ—化工—化纤”，下同

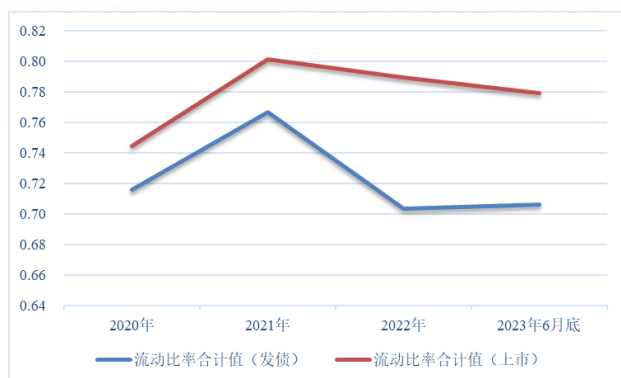


图 18 上市化纤企业和发债化纤企业经营现金流动负债比 (倍)

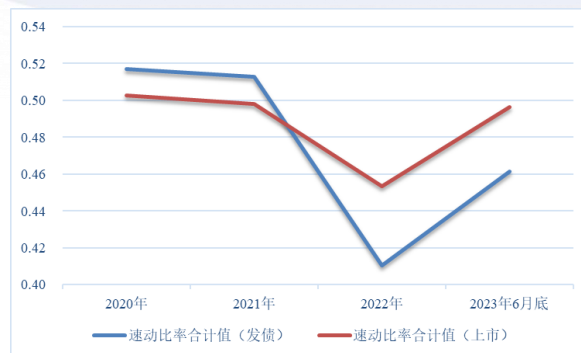
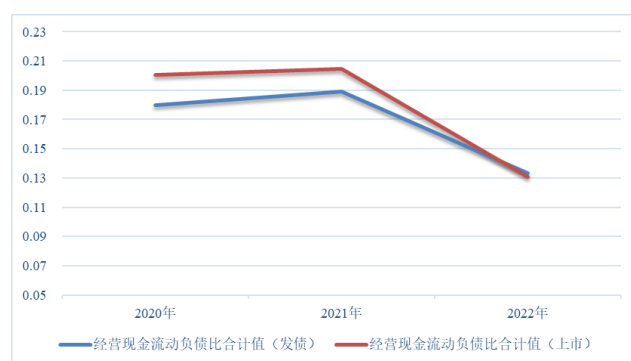
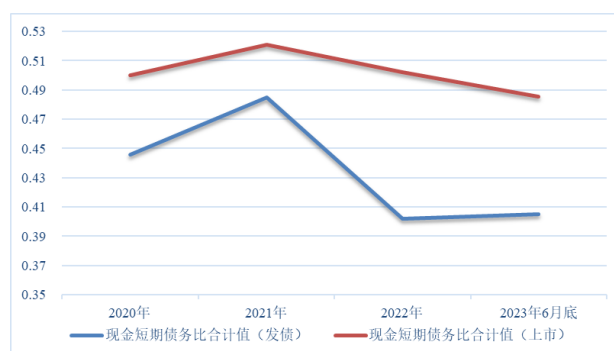


图 19 上市化纤企业和发债化纤企业现金短期债务比 (倍)



资料来源: Wind, 联合资信整理



资料来源: Wind, 联合资信整理

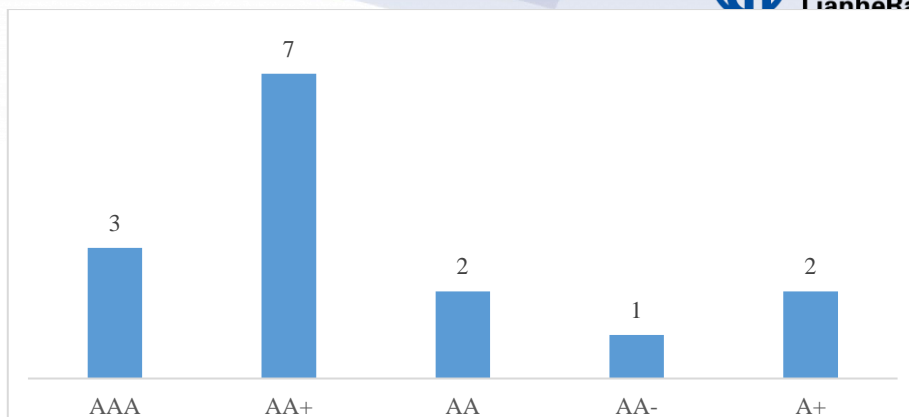
三、发债化纤企业信用概况

1、化纤企业信用状况

发债化纤企业信用水平整体较高且较为稳定，可转债为信用水平偏低的化纤企业拓宽了融资渠道。

截至 2023 年 9 月末，在国内债券市场有存续债项的化纤企业 15 家，从相关企业信用等级分布情况看（见下图），化纤行业发债企业信用多集中于 AA+及以上，展望均为稳定，整体信用水平较高。但也关注到 AA-（含）以下信用等级的三家化纤企业，均为近两年债券市场新进入者，发行品种均为可转债，可转债的推广为信用水平相对偏低的上市企业拓宽了融资渠道。近三年，上述 15 家有存续债券化纤企业均未发生信用等级调整，整体信用状况较为稳定。

图 20 有存续债的化纤企业信用分布情况 (家)



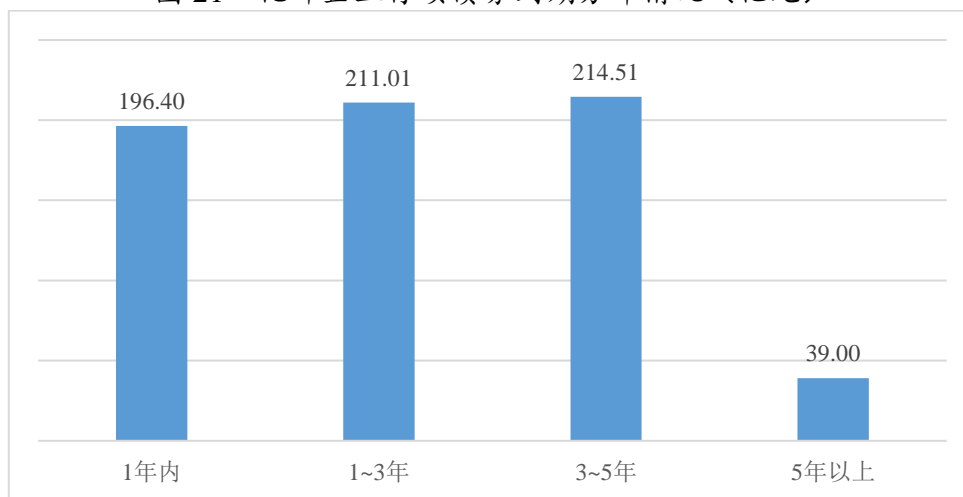
数据来源：Wind，联合资信整理

2、发债化纤企业未来债券到期情况

化纤行业存续债券到期分布较为合理，但考虑到近两年化纤行业景气度下行，国内发债化纤企业短期偿债能力指标弱化等因素，仍需关注行业景气度下行背景下发债化纤企业的投资节奏、风险防范意识。

从发债化纤企业存续债券未来一年内的到期情况看，截至 2023 年 9 月末，国内化纤企业存续债券总额 660.91 亿元，未来一年内到期的债券约 196.40 亿元，占存续债券总额的 29.72%，债务到期分布较为合理，企业集中兑付压力不大。但考虑到近两年化纤行业景气度下行，国内发债化纤企业短期偿债能力指标弱化等因素，仍需关注行业景气度下行对企业债券到期兑付的影响。

图 21 化纤企业存续债券到期分布情况（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

四、总结

2023 年上半年，化纤行业仍处于承压修复期，企业总体开工负荷好于上年同期，产量恢复增长，库存状况良好，内需增长相对平稳，但外需压力较大，总体需求不及预期，行业效益同比下降明显，企业盈利压力依然突出。据国家统计局数据，2023 年 1—6 月化纤行业

营业收入 5020.47 亿元，同比减少 2.09%；实现利润总额 58.16 亿元，同比减少 55.58%。

未来，国际形势依然复杂严峻，经济复苏基础仍不牢固，化纤行业供需关系能否有效改善面临诸多不确定性。从恒力石化、荣盛石化等多家化纤龙头企业披露的半年报或年度业绩预告来看，其净利润均同比下滑。此外，作制造业采购经理人指数（PMI），几个月来持续低位，预示着短期经济复苏依然乏力。行业盈利和获现较弱的趋势短期或将难以改变，化纤企业仍需加强对经营性现金流的管理，积极拓宽融资渠道，优化债务结构，缩减资本性支出，增加现金储备，增强自身短期偿债能力以平稳度过行业景气度下行期。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。