



化工行业可转债发行企业的特征初探

联合资信 工商四部 | 张垆 杨润

在行业景气度提升、发行企业自身资金需求大、转债投资价值凸显以及转债发行对企业的信用水平要求较低等因素的影响下，近年国内可转债发行大幅增长，化工行业可转债在发行规模和发行数量上均占据了可转债市场重要地位。化工行业可转债发行企业中民营企业占比更高，间接融资空间更为有限，因此对可转债的融资方式更为青睐。在财务表现方面，化工可转债发行企业近三年盈利能力和经营性净现金流并未明显强于未发行可转债的化工上市企业，却因投资规模大而背负较为沉重的债务负担，偿债能力指标表现弱于未发行可转债的化工上市企业。可转债丰富了化工上市企业的融资方式以及资本市场投资品种，同时投资者需关注可转债投资存在的信用风险。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

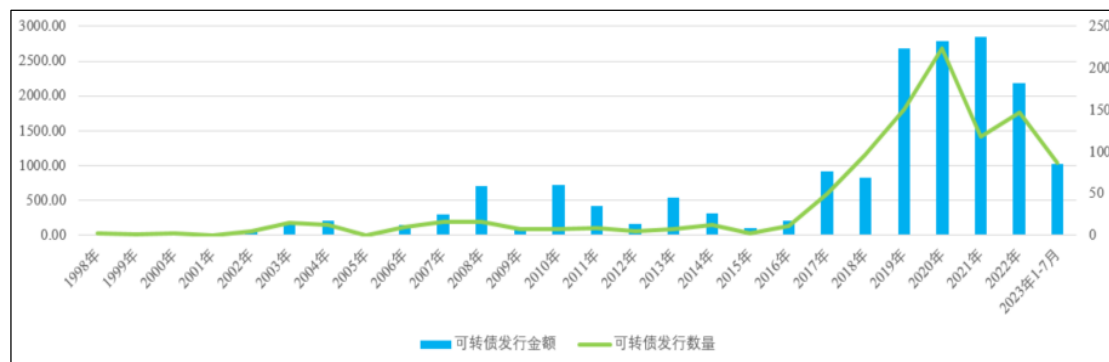


一、近年化工行业可转债发行情况

近年国内可转债发行量大幅增长，化工行业可转债在发行规模和发行数量上均有较高的占比。

可转债近年来备受国内投资者和上市公司青睐：可转债作为一种证券投资品种，新发行的可转债近年很少破发，由于兼具股性和债性，在二级市场上也具备较好的流动性；对于发行人自身而言，可转债在增发、配股等再融资方式之外，成为一种融资利率成本相对较低，对公司股价影响较小的融资方式。国内可转债的发行最早可追溯至 1992 年，其后的十几年间陆续有部分企业发行可转债，但整体发行数量和金额较为有限，截至 2016 年底，国内可转债发行数量仅 144 只，发行总额约 4178 亿元，直到 2017 年再融资新规的出台，上市公司通过非公开发行股票再融资规模受限，可转债发行规模及数量出现爆发式增长。2017 年至 2023 年 7 月底，国内可转债合计发行 874 只，发行总额为 13247.14 亿元。

图 1 1998 年以来可转换公司债券发行情况（单位：只、亿元）

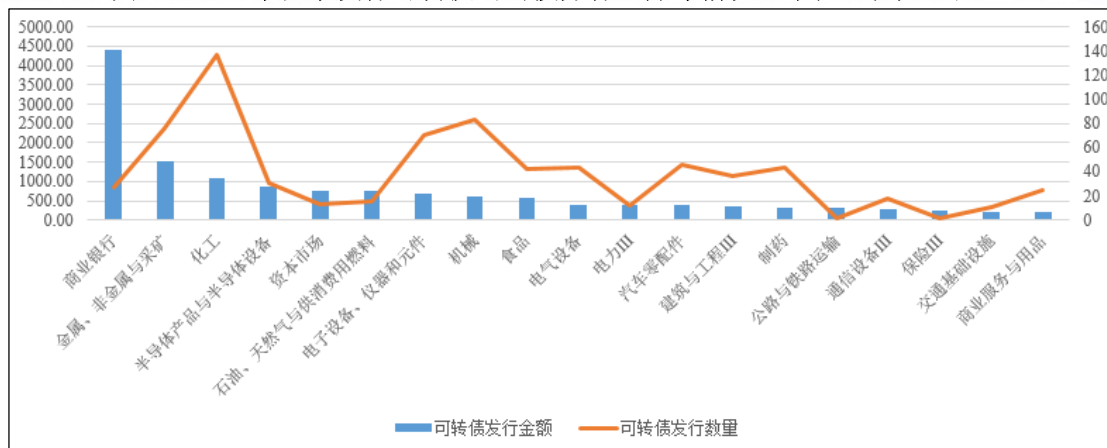


数据来源：Wind，联合资信整理

从 1998 年以来可转债发行行业¹来看，非金融企业中，金属、非金属与采矿，化工，半导体产品与半导体设备，石油、天然气与供消费用燃料，以及电子设备、仪器和元件行业发行金额位居前五，发行总额达 4926.28 亿元，占非金融企业可转债总发行金额的 40.70%；发行数量为 330 只，占非金融企业可转债总发行数量的 33.67%。其中，化工行业可转债共计发行 137 只，在发行可转债的非金融行业中列首位，远超过排名第二位的机械行业（83 只）；发行总额为 1099.52 亿元，发行规模仅次于金属、非金属与采矿居第二位。2018—2022 年，化工行业可转债发行只数分别为 11 只、7 只、17 只、14 只和 33 只，发行只数均位于市场前三位。特别是 2022 年，化工行业可转债发行只数和发行规模在非金融企业可转债中占比分别为 23.13%和 18.53%，均居首位。

¹ 采用 Wind 三级细分行业

图 2 1998 年以来发行可转换公司债券行业分布情况（单位：亿元、只）



注：此图仅列示发行总额高于 200 亿元行业
数据来源：Wind，联合资信整理

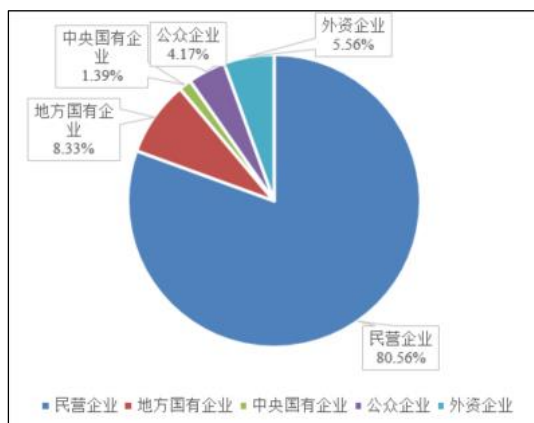
二、化工行业可转债发行主体的特征

2018—2022 年及 2023 年 1—7 月（近五年及一期），全市场发行可转债共计 829 只，其中化工行业²发行可转债共计 87 只，存在多家化工企业发行过两只及以上可转债，因此本报告样本共计涉及 72 家化工可转债发行企业。本文将重点分析已发行可转债化工企业相对未发行的化工上市企业（共计 342 家）所呈现的特征，来探明可转债发行对于化工上市企业具有的意义。

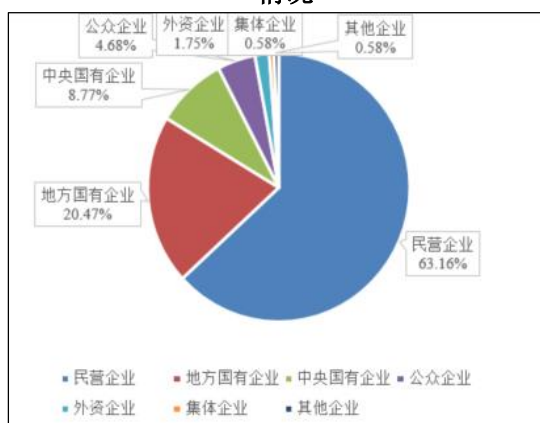
通过对比企业性质，化工行业可转债发行企业中民营企业占比更高，由于民营企业间接融资空间更为有限，因此对于可转债的融资方式更为青睐。在财务表现方面，已发行可转债化工企业近三年盈利能力和经营性净现金流并未明显强于未发行可转债的化工上市企业，却因投资规模大而背负较重的债务负担，偿债能力指标表现弱于未发行可转债化工上市企业。

从企业性质来看，2018 年以来化工可转债发行企业中，民营企业数量占比为 80.56%，较未发行可转债的化工上市企业中民营企业占比（63.16%）高出约 17 个百分点。

² 为了更加精确区分，本报告以下部分化工行业口径为证监会行业分类中的化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业和石油加工、炼焦和核燃料加工业

图 3 化工可转债发行企业性质分布情况


资料来源：Wind，联合资信整理

图 4 未发行可转债的化工上市企业性质分布情况


资料来源：Wind，联合资信整理

从融资情况看，在资产总额指标高于未发行可转债的化工上市企业的情况下，发行可转债化工企业的股票质押和资产受限比例接近，授信总额和未使用授信额度更低，因此，发行可转债的化工企业银行端间接融资空间有限。化工行业债券融资情况看，发行可转债化工企业在 2018 年以来的区间发债金额接近未发行可转债的化工上市企业发行金额的三倍，直接融资渠道较为畅通。

表 1 化工可转债发行企业与未发行可转债的化工上市企业融资指标对比情况（单位：亿元）

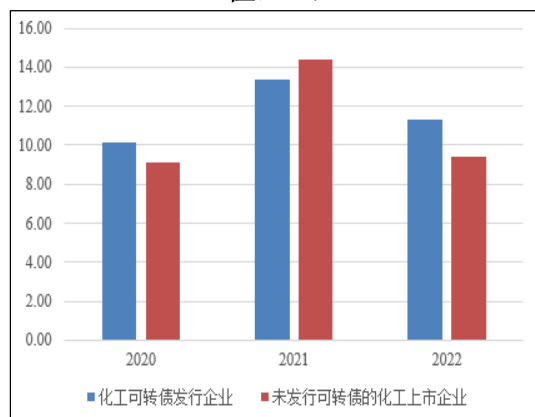
名称	总资产	股票质押率	资产受限比例	最新授信额度	未使用授信额度	区间发债金额
化工可转债发行企业	158.87	5.25%	7.12%	98.15	37.64	17.87
未发行可转债的化工上市企业	105.09	5.44%	7.28%	169.10	77.55	6.75

注：由于部分企业授信数据不可得显示为 0，会拉低整体数据值，因此删选了授信非零数据统计；总资产和资产受限比例均为 2022 年末数据；区间发债金额统计区间为 2018—2022 年及 2023 年 1—7 月；上述数据均为平均值

资料来源：Wind，联合资信整理

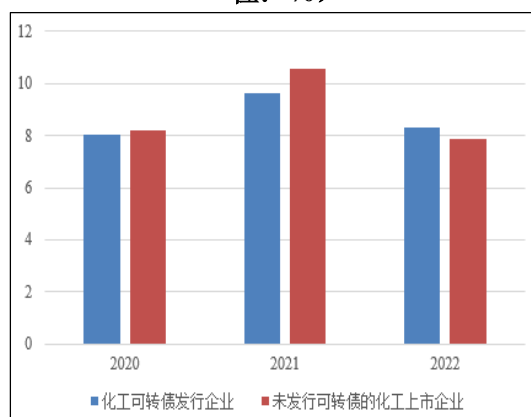
从盈利指标来看，相对未发行可转债的化工上市企业，发行可转债的化工企业近三年净资产收益率和总资产报酬率均值的差异很小，说明发行可转债化工企业的盈利能力并未明显强于未发行的化工上市企业。原因或包括两个方面：1.可转债募投项目落地时间尚短或规模有限，对于公司效益的提振不显著；2，2018 年以来发行的化工可转债募投项目投资收益率不及预期。

图 5 近三年净资产收益率对比情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

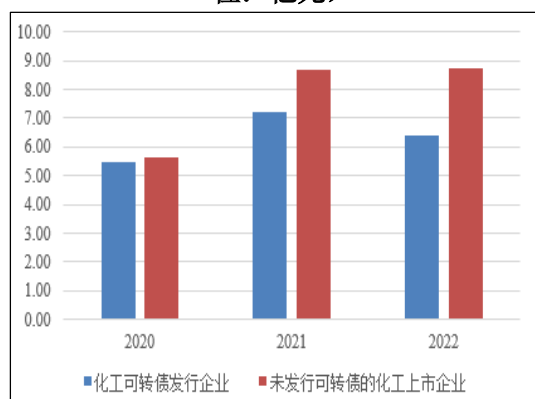
图 6 近三年总资产报酬率对比情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

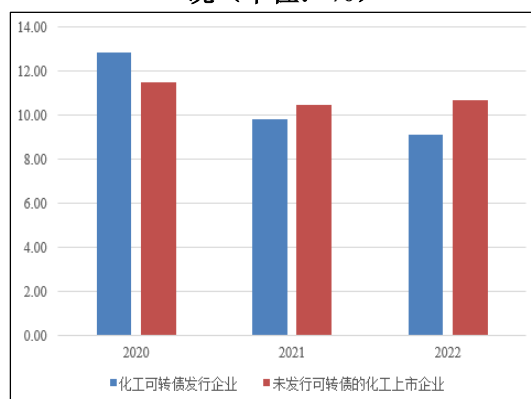
从现金流指标来看，发行可转债的化工企业近三年经营性净现金流入规模均值较低，投资性净现金流出规模均值和筹资性净现金流入规模均值则远超未发行可转债的化工上市企业。这种情况或是因为在过去三年化工可转债的募投项目仍主要处于建设期，在投融资规模很高的情况下尚未大量产生经营活动现金流，因此可转债的发行对于化工企业的经营性净现金流入规模短期内并没有明显促进作用。

图 7 近三年经营性净现金流对比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

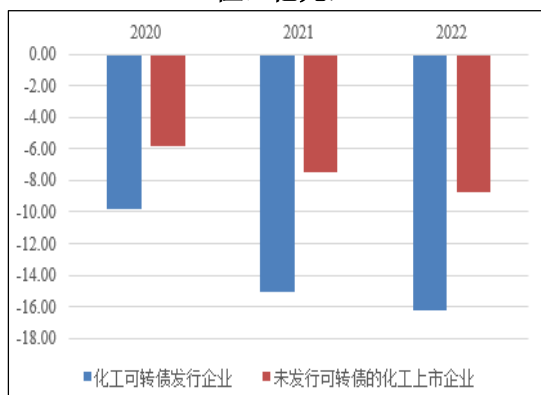
图 8 近三年经营性净现金流/营业收入对比情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

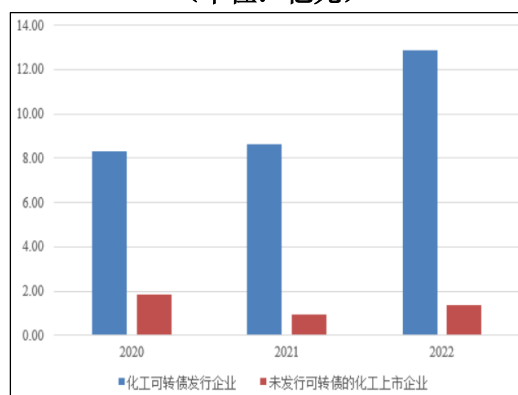
考虑到企业自身规模对经营性净现金流入规模均值的影响，我们用近三年经营性净现金流/营业收入这个比值进一步缩小业务规模对于经营性净现金流规模指标表现的影响，但发行可转债的化工企业近三年经营性净现金流/营业收入比值并没有明显改善，经营获现能力依然相对较弱，或是因为化工可转债的募投项目尚未大量产生经营活动现金流所致。

图 9 近三年投资性净现金流对比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

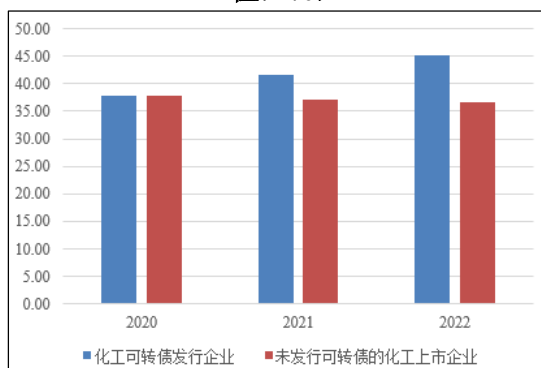
图 10 近三年筹资性净现金流对比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

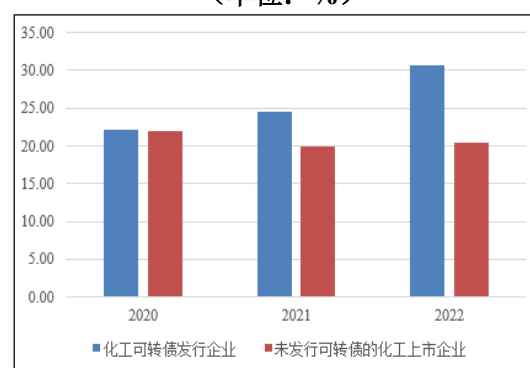
从债务负担来看，相对未发行可转债的化工上市企业，化工可转债发行企业近三年债务负担相对较重，且呈上升趋势，主要系可转债发行规模一般较高，在募投项目尚未形成明显效益的情况下短期内加重了债务负担。相反，未发行可转债的化工上市企业整体债务负担略有下降。

图 11 近三年资产负债率对比情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

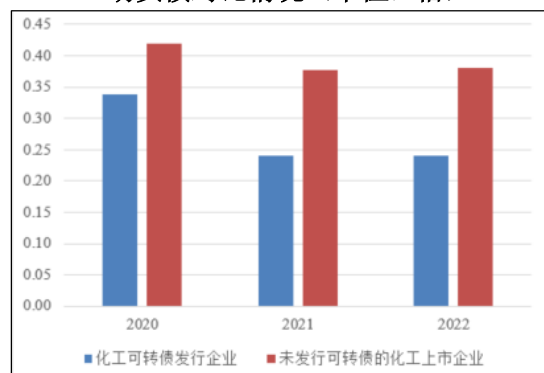
图 12 近三年全部债务资本化比率对比情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

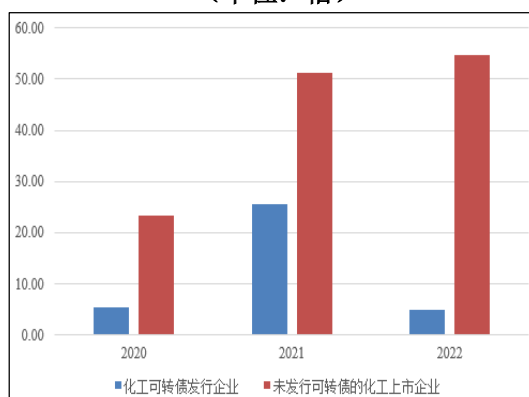
从偿债能力来看，无论是经营活动产生的现金流量净额/流动负债为代表的短期偿债能力指标，还是 EBITDA/有息债务为代表的长期偿债能力指标，发行可转债化工企业较未发行可转债的化工上市企业指标表现均较弱。

图 13 近三年经营活动产生的现金流量净额/流动负债对比情况（单位：倍）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 14 近三年 EBITDA/有息债务对比情况（单位：倍）



资料来源：Wind，联合资信整理

三、化工行业可转债募集资金用途的特征

化工企业发行的可转债募集资金用途中原有产品扩产项目占比高，而扩展产品品种和向上下游延伸产业链的项目占比不高，投资方向相对集中在国家支持发展的战略新兴产业；另外涉及补充流动资金及置换债务的可转债数量较多。

从可转债资金用途来看，2018 年以来发行的 87 只化工可转债中，除了 10 只非公开发行转债未具体披露资金用途或不涉及建设项目外，公开发行的 77 只化工可转债资金用途均直接挂钩发行企业建设项目。本文将企业建设项目进一步分为四类：即原有产品扩产、扩展产品品种、向产业链上下游延伸以及非生产性固定资产投资，涉及的化工转债数量分别为 58 只、20 只、9 只和 12 只，金额分别为 529.62 亿元、112.66 亿元、99.25 亿元和 14.85 亿元。其中，原有产品扩产占比很高，而扩展产品品种及向上下游延伸产业链的项目占比不高，说明化工企业可转债发行的最主要用途仍为产能扩张。化工企业可转债募集资金用途涉及的化工细分领域众多，相对集中的领域包括锂离子电池材料、半导体制造以及节能环保材料等国家支持发展的战略新兴产业。

在公开发行的化工可转债中，有 42 只可转债资金用途涉及补充流动资金，同时有 9 只可转债资金用途涉及置换债务，涉及的债券数量多且金额占比超过 10%，说明企业存在一定对于补流或置换债务的资金需求。

此外，有 8 只可转债资金用途涉及收并购，其中明确收购同一控制下股权的有 3 只，收购控股子公司少数股东股权的有 1 只，其余为收购外部股权或未作明确披露的收购，资金涉及收并购的化工行业可转债数量和金额占比均不足 10%，化工企业通过发行转债来获得并购资金的情况很少。

表 2 2018 年至 2023 年 7 月化工可转债募集资金用途情况（单位：只、亿元）

项目	原有产品扩产	扩展产品品种	向上下游延伸	非生产性固定资产投资	置换债务	补充流动资金	收并购
数量	58	20	9	12	9	42	8
占比（%）	66.67%	22.99%	10.34%	13.79%	10.34%	48.28%	9.20%
金额	529.62	112.66	99.25	14.85	29.16	88.84	34.49
占比（%）	58.27%	12.40%	10.92%	1.63%	3.21%	9.77%	3.79%

注：一笔转债资金用途可包含多个，如可同时原有产品扩产及扩展产品品种，或补充流动资金和偿还银行贷款；部分私募转债产

品资金用途未披露或披露不详
资料来源：Wind，联合资信整理

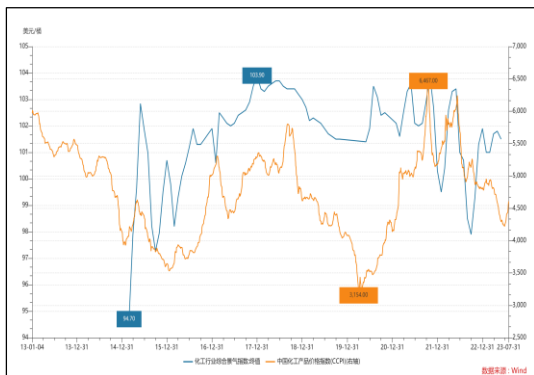
四、近年来化工企业可转债发行大幅增加的原因

2018 年以来，化工企业发行可转债数量明显增加的主要系化工行业景气度提升、发行企业存在资金需求、转债投资价值凸显以及转债发行对企业的信用水平要求较低等。

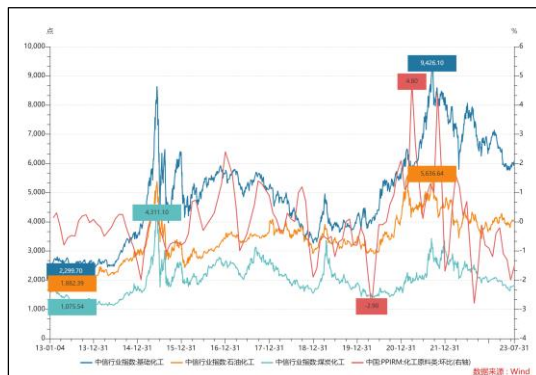
综合上述化工行业可转债发行主体以及化工转债募集资金用途的特征，我们可以看到，2018 年以来化工行业企业可转债发行大幅增加存在多个原因：

1.从行业景气度角度看，尽管 2018 年和 2019 年受经济增速回落、中美关系变化等因素影响，国内化工品市场需求端持续疲软，化工行业 PPI 环比增速于 2020 年一季度进入负值区间。但随着国内经济环境的企稳以及境外订单的快速增加，2020 年下半年以来中国化工品价格指数持续上涨，行业景气综合景气指数高位运行，化工行业 PPI 环比增速于 2021 年内达近十年来高位。这种外部行业环境的高度景气使得化工企业扩张规模的意愿增强。

图 15&图 16 2013 年以来（近十年）化工市场景气度相关指标情况



资料来源：Wind，联合资信整理

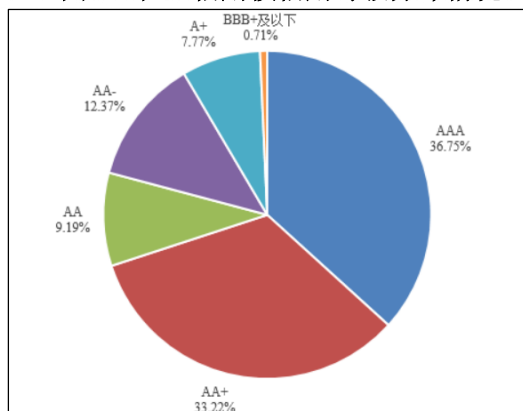


资料来源：Wind，联合资信整理

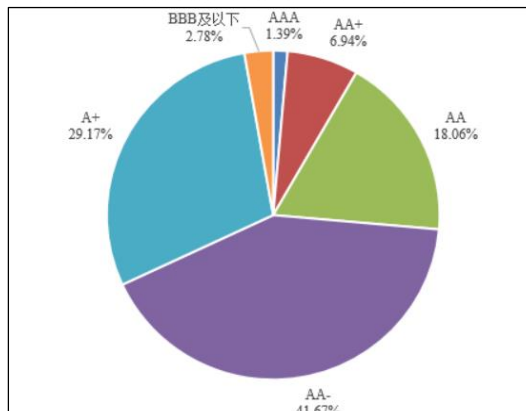
2.从企业自身需求看，除了如上述企业自身希望抓住行业机遇扩产外，化工行业可转债发行企业多为获得的和未使用授信额度较低的民营企业，因此发行企业除项目建设外的自身资金需求亦是化工可转债发行的重要原因。

3.从投资者投资需求看，可转债具备“股性+债性”的特质，因此投资者具备很强的投资意愿，化工行业可转债亦如此，2018 年以来发行的化工可转债网上发行超额认购倍数（不含优先配售）均值超过 45000 倍。截至 2023 年 7 月底仍在交易的化工转债纯债溢价率均值为 38.52 倍，投资者对于化工可转债的投资热情依然很高。

4.从债券信用等级看，可转债发行对化工企业的信用水平要求较低。截至 2023 年 7 月底，存续的化工可转债中，有 66 只债项信用等级为 AA 及以下级别，合计占比超过 90%，仅有 1 只债项等级为 AAA。同期化工企业存续信用债的信用等级为 AA 及以下级别的债项数量占比约为 30%，远低于可转债中较低等级债券占比，说明可转债发行为信用资质较弱的化工企业拓宽了融资渠道。

图 17 化工信用债信用等级分布情况


资料来源：Wind，联合资信整理

图 18 化工可转债信用等级分布情况


资料来源：Wind，联合资信整理

五、未来化工企业可转债市场的展望

综上，受化工行业景气度提升、发行企业自身资金需求大、转债投资价值凸显以及转债发行对企业的信用水平要求较低等因素影响，近年国内化工企业可转债发行大幅增长，化工企业利用转债募集资金积极投建产品扩产项目，并补充流动资金及置换债务。我们认为，在国家支持实体经济发展的背景下，可转债市场的发展对于化工企业融资的服务作用有所凸显，为处于传统产能过剩行业的化工企业向新能源、新材料等战略新兴产业转型提供了有效融资支撑。对于投资者而言，由于化工行业信用债历史上出现过较多违约事件，投资者对信用资质较弱、行业地位较低的中小化工上市企业投资意愿不强，而可转债兼具股权及债权以及 2022 年交易新规落地后更成熟规范的交易机制，都使得可转债成为了投资者投向化工上市企业的重要投资品种。

同时，我们亦关注到，发行可转债的化工企业盈利能力和经营性净现金流并未明显强于未发行转债的企业，却因投资规模大而背负较重的债务负担，偿债能力指标表现弱于未发行可转债化工上市企业。近年来，国内可转债已出现信用风险的案例，打破了人们对可转债无违约风险的认知，可转债投资不再是债券投资者防范信用风险的“避风港”。如“蓝盾转债”（现为“蓝盾转退”，123015.SZ），以及“搜特转债”（128100.SZ）分别于 2023 年 7 月底及 8 月中旬被终止上市，“正邦转债”（128114.SZ）发行人已被法院裁定受理重整等。因此，即使近年来发行可转债化工企业财务状况上的弱势表现系募投项目尚未投产所致，但考虑到可转债属于无担保且偿付顺序相对靠后的债务，投资者亦应持续关注发行可转债的化工企业募投项目投资不及预期对企业以及可转债带来的信用风险。

2023 年以来，随着证券发行注册制的全面实施，国内上市公司可转债发行条件整体放宽，此外，监管机构仍在不断完善可转债交易等管理，并明确推进北交所可转债的发行。考虑到化工行业作为国民经济的重要组成部分，民营上市企业居多，细分产品种类丰富，国内化工企业正在从大规模扩张的模式向高质量发展的模式转变，企业资金需求较高，在国内支持实体经济发展的环境下，化工行业可转债市场有望持续扩容。