



联络人

作者:

中诚信国际 研究院

姚姝冰 shbyao@ccxi.com.cn
谭 畅 chtan@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院院长

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

图说财报|解码产业债发行人财务表现(系列一), 2025-7-30

低位波动中的破局之道: 2025 年中期信用债展望与策略建议, 2025-7-25

上半年债市政策复盘: “科技板”落地生花, 优化债市生态, 2025-7-22

融资温和回暖、收益率震荡后收敛, 关注市场情绪变化和经济复苏进程, 2024-12-3

违约双减、展期持续, 债市结果性风险仍存, 2024-1-26

盈利弱修复, 现金流未显著改善, 多数发行人短期偿债指标弱化, 2023-11-01

违约释放趋缓, 展期热潮延续, 仍需警惕结构性风险, 2023-8-8

如需订阅研究报告, 敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731;

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

图说财报系列(二)|传统产业: 转型阵痛期分化延续

在经济结构调整、行业周期轮动与政策调整的复杂影响下, 产业债发行人财务表现正成为信用风险研判的关键维度。中诚信国际基于 2018 年至今的持续追踪研究, 正式推出《图说财报系列》, 通过可视化数据呈现与重点行业深度解析相结合的方式, 系统梳理发行人财务特征与信用趋势。本系列依次推出开篇报告、传统产业、新兴产业和消费行业专题, 本篇为《传统产业: 转型阵痛期分化延续》。

传统行业¹: 利润下滑趋势尚未扭转, 融资利好下现金流改善

2024 年以来, 受国内外市场需求疲软、产能过剩矛盾突出以及“双碳”转型成本上升等因素影响, 传统行业发行人盈利能力持续承压。2025 年一季度依旧有超过半数的发行人净利润同比下滑, 行业整体净利润呈收缩态势。在此背景下, 发行人经营活动现金流整体表现欠佳。不过, 外部融资支持下筹资现金流大幅改善。传统行业中大型央企、国企占比高, 在产业转型升级过程中获得外部融资的支持力度加大, 推动了筹资现金流明显改善, 货币资金水平实现正增长。值得关注的是, 筹资增长亦带动发行人杠杆率上升, 债务结构短期化趋势下短期债务压力增加, 多数发行人短期偿债能力指标出现弱化趋势。

图 1: 盈利呈现出修复趋势, 但整体表现依然较弱, 收缩态势尚未实质扭转

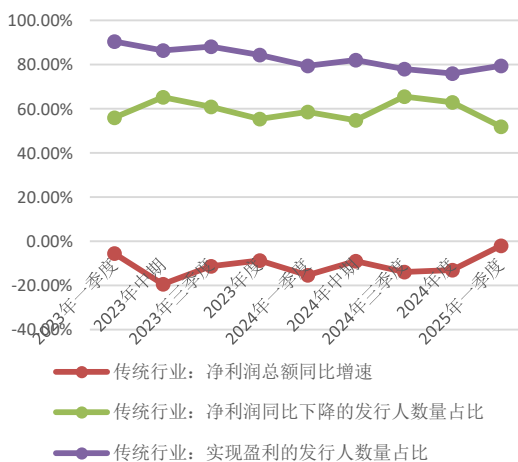
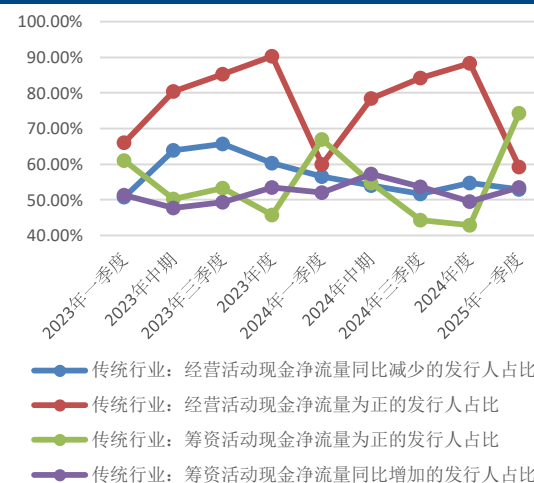


图 2: 经营活动表现欠佳, 筹资活动有所改善



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院整理

¹ 本报告选取钢铁、化工和煤炭这三个具有代表性的细分行业, 作为传统行业的分析对象。

图 3：杠杆水平小幅抬升，短期债务扩张

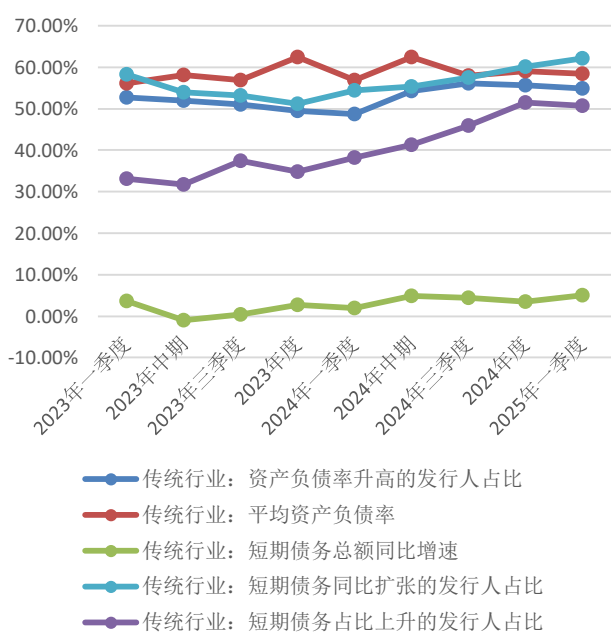
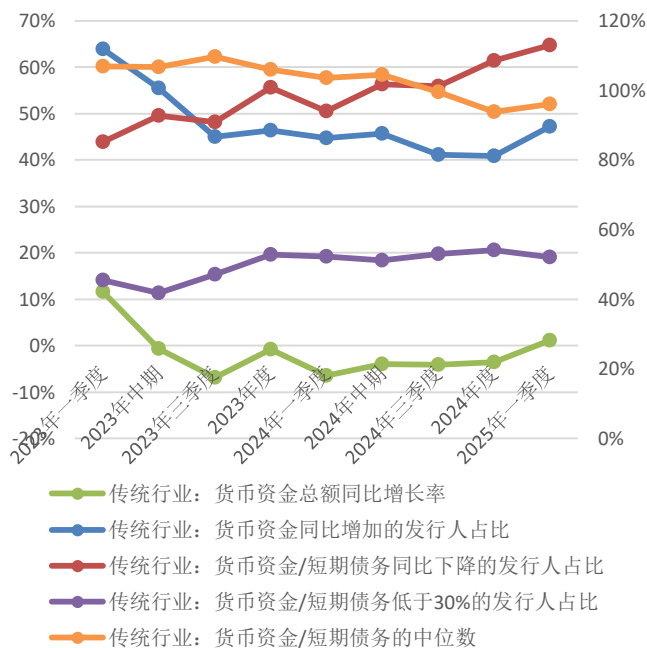


图 4：短期偿债能力有所弱化



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

■ 钢铁行业：盈利修复程度弱，债务压力不减，短期偿债能力走弱

2024 年受钢材下游需求疲弱、产能过剩、价格持续下跌等问题影响，行业总体净利润缩减，盈利能力承压。但 2025 年一季度在“两新”政策支持及低基数效应共同作用下，净利润增速由负转正，盈利及获现能力均呈现出弱修复趋势。然而，由于钢铁行业财务杠杆高企，短期债务扩张幅度较大，多数钢铁企业短期偿债能力依旧承压。在行业连续亏损背景下，部分企业或根据市场需求动态调整生产结构，行业整体供给或略有缩减，但产能过剩问题依然存在；叠加行业下游需求端复苏动能依旧乏力，供需矛盾或将持续存在一段时间。考虑到供需矛盾累积下价格难以大幅提振，预计行业未来利润水平改善空间有限。在高债务压力下，产业结构不合理、盈利能力较弱及资金流动性不足的企业或面临债务兑付不确定性。

图 5：盈利及获现能力修复不及短债扩张幅度，多数钢铁企业短期偿债能力依旧承压

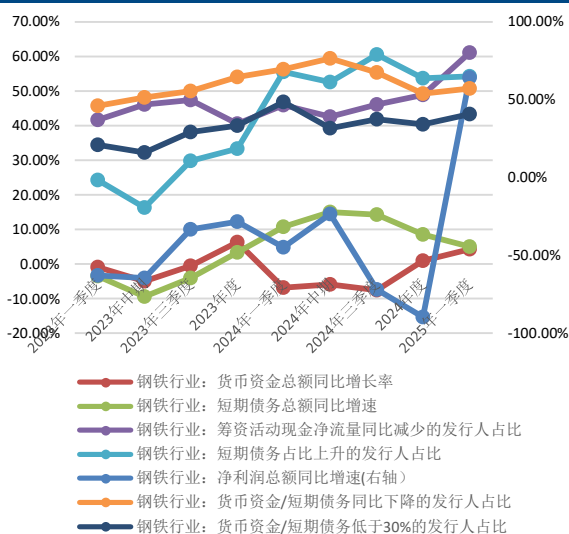


图 6：近年来我国主要钢铁品种产量情况

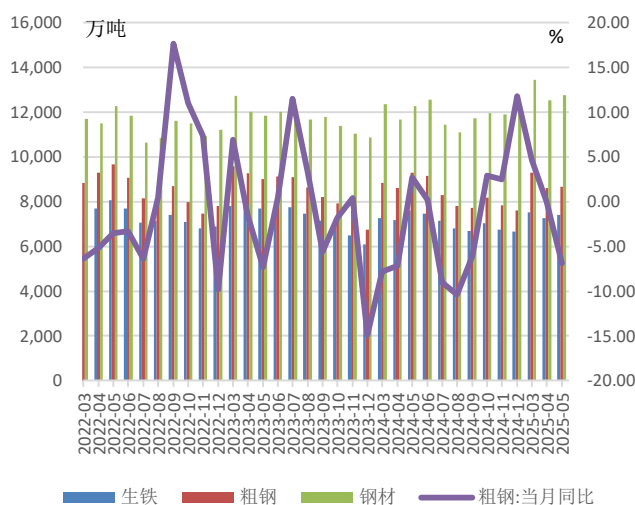


图 7：近年来主要钢材产品价格情况

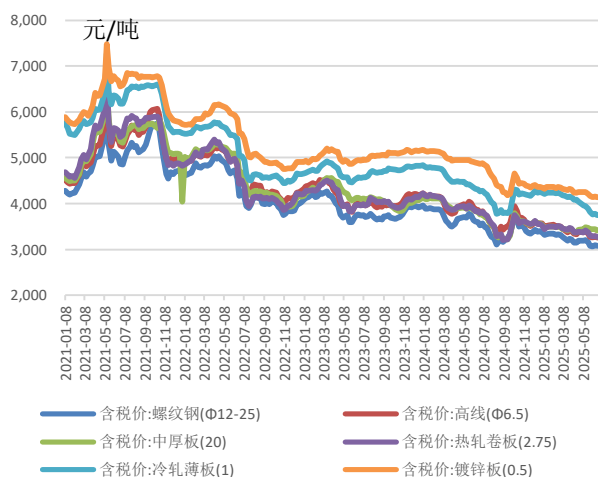


图 8：近年来中国钢材综合价格指数



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

■ 传统化工行业：盈利及获现能力分化，多数发行人短期偿债指标下降

2024 年以来虽有七成左右的发行人实现盈利，但由于上游能源价格对化工品价格支撑力度不足，仍有部分企业经营持续承压，行业净利润总额呈缩减态势，行业内发行人盈利能力表现分化。尽管发行人短期债务规模有所收窄，但有超半数企业短债规模同比扩张，债务结构短期化特征依旧突出，2/3 的发行人短期偿债指标下降。

在当前全球主要经济体增长放缓、贸易保护主义升温的背景下，基础化工行业下游需求改善程度具有一定不确定性。若新增产能仍持续释放，基础化工产品价格或持续承压，行业内部发行人盈利能力修复程度有待进一步观察。需关注盈利能力持续恶

化、杠杆水平高企的尾部企业短期偿付能力的变化趋势。

图 9：盈利及获现能力呈分化态势，多数发行人短期偿债指标下降

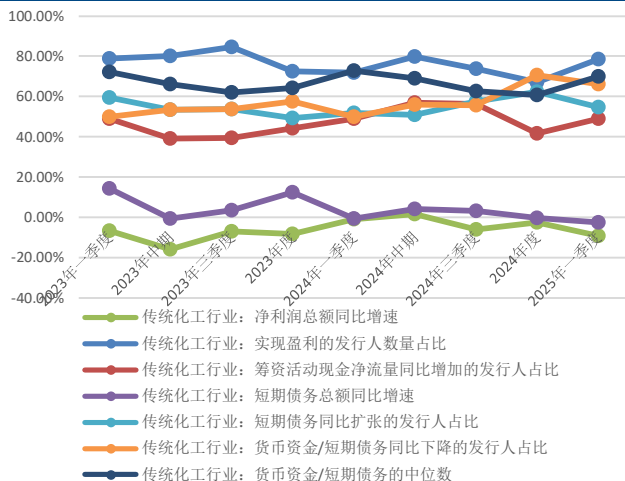


图 10：化学行业工业生产者出厂价格指数（上月=100）

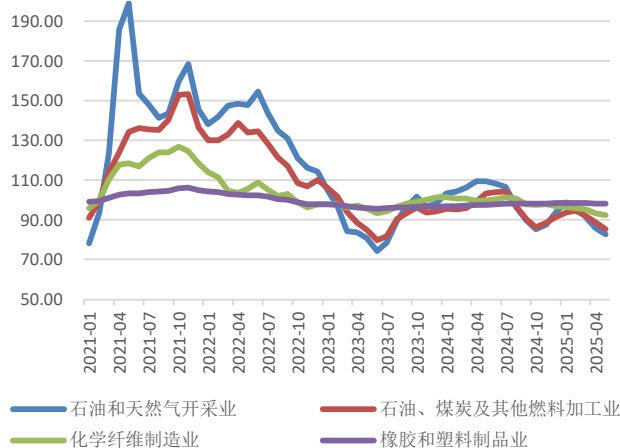


图 11：部分化工产品产量情况

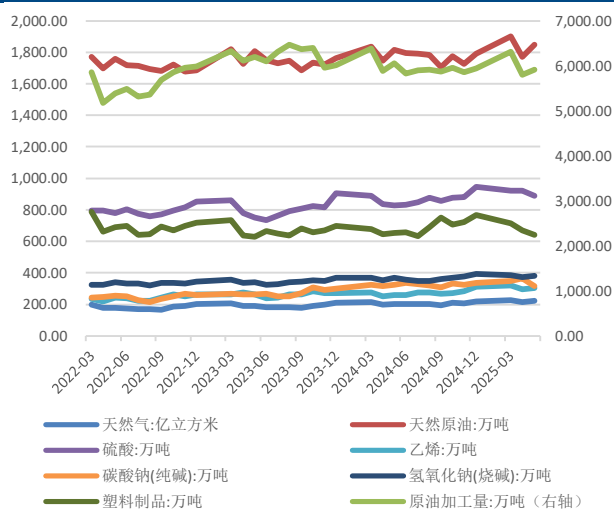
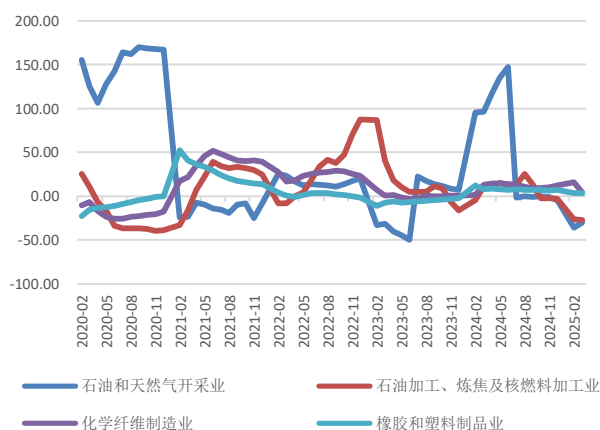


图 12：传统化工产品出口交货值累计增长情况（单位：%）



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

■ 煤炭行业：煤价疲弱拖累盈利，债务攀升致短期偿债能力弱化

2024 年以来，在增产保供政策延续、国内产能增加及进口煤补充下，煤炭供给持续保持宽松局势，价格延续下行态势。受此影响，煤炭企业整体盈利能力呈现下滑趋势，经营活动现金流亦随之减少，获现能力承压。多数发行人筹资活动现金流实现净流入，对流动性进行必要补充，但筹资资金与内生资金缺口相比仍不足，货币资金收缩幅度进一步扩大。与此同时，随着煤炭行业融资持续改善，以债券市场表现为例，煤炭企业债券发行规模有所增长，净融资由负转正，多数发行人杠杆及短期债务水平

持续上升, 货币资金/短期债务同比下降的发行人数量占比上升, 多数企业短期偿债指标弱化。

由于短期内煤炭宽松供给量趋势难改, 煤炭价格或延续疲弱走势, 煤炭企业整体盈利能力或持续承压。但考虑到, 当前债券市场存量的煤炭企业多数资质水平相对较好, 并且在流动性合理充裕及低利率背景下, 随着外部融资环境的逐步修复, 相关发行人的再融资能力对后续债务的接续或形成一定的保障。

图 13: 盈利及获现能力下滑, 多数发行人短期偿债指标有所弱化

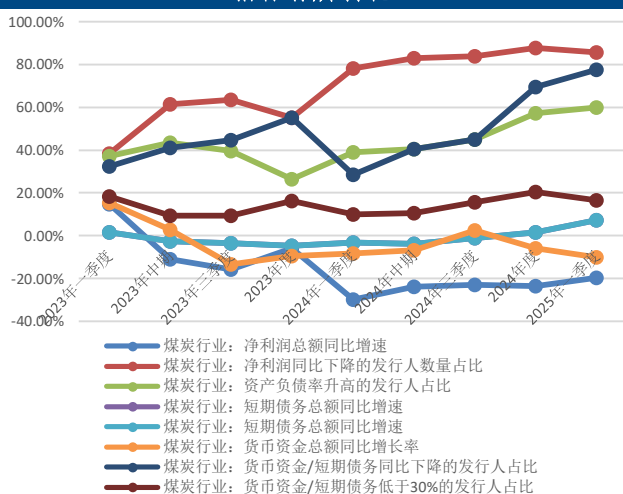


图 14: 我国原煤产量及增速

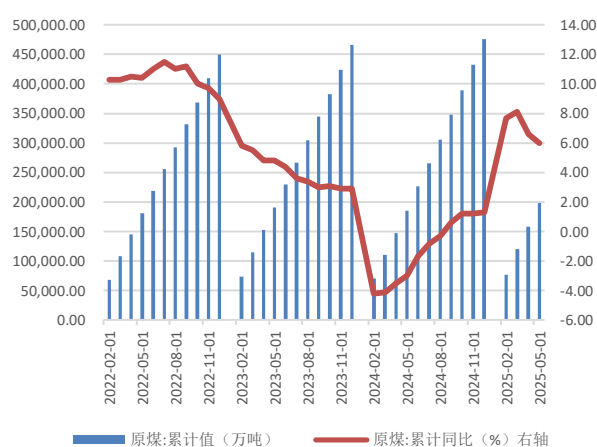


图 15: 我国主要煤炭品种价格走势

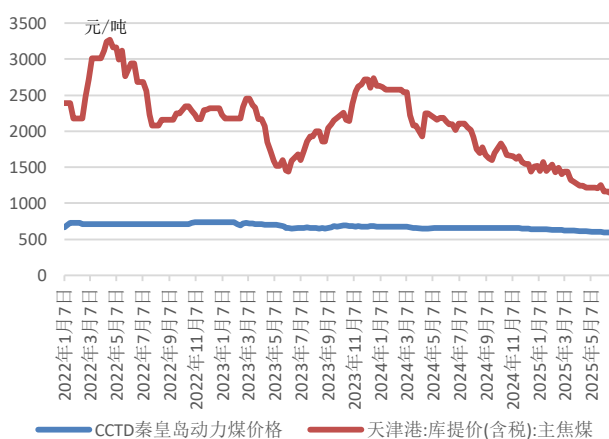
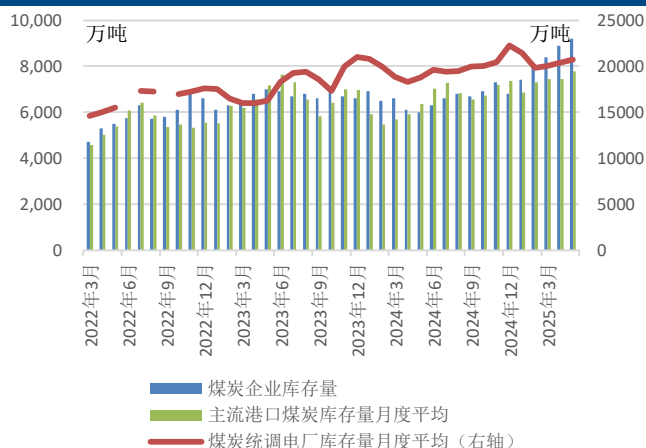


图 16: 国内煤炭库存情况



数据来源: Wind, CCTD, 中诚信国际研究院整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>