

2026 年下半年化工行业前瞻：景气温和修复，信用分化 延续（下篇）——行业景气度微观分析

工商部 | 崔爱巧 张绮含

2026 年 9 月 24 日

正文：

三、微观财务映射与经营周期验证——以中部企业为基准

本文筛选出了八家处于化工行业中部的样本企业，为观察行业周期位置提供更具参考和指示价值的信息。样本选取步骤为：按照 Wind 化工行业分类，选取上市企业中营收规模处于 30%~70%分位区间的公司，经排序筛选后，从中选取覆盖八个主要子行业且数据完整的代表性企业，包括万润股份（显示材料）、广信股份（农药）、苏博特（混凝土外加剂）、星源材质（锂电隔膜）、泰和新材（氨纶/芳纶）、阳谷华泰（橡胶助剂）、四川美丰（天然气化工/化肥）、镇洋发展（氯碱）。八家企业营收介于 26 亿元至 41 亿元之间，分布于材料、农化、新材料、化纤、橡胶助剂、天然气化工及氯碱等不同细分领域，能够反映化工行业中部企业的群体特征。由于各企业分属不同子行业，周期位置存在错位，样本内部差异又形成了有价值的分析维度：通过对比同一时间截面下各子行业中部企业的财务差异，可识别不同子行业在周期中所处的先后位置，为判断行业整体走势提供多角度参照。当然，样本企业财务数据存在的分化主要映射了不同子行业所处周期阶段的差异，也叠加部分企业自身经营、成本禀赋的个体因素。

（一）盈利能力与现金流质量：景气传导的微观验证

8 家样本企业 2025 年的盈利数据表明，行业需求尚未形成普遍复苏。

从营收增速看，仅星源材质、万润股份、苏博特、阳谷华泰实现正增长，其余 4 家均出现不同程度下滑。广信股份和四川美丰降幅较大，分别对应农药出口需求萎缩和天然气化工成本冲击；泰和新材、镇洋发展处于中等降幅区间，反映氨纶和氯碱供需失衡的持续深化；苏博特营收增速接近于零，反映出国内地产基建端的下游需求整体趋于停滞。仅星源材质依托新能源产业趋势实现较大幅度增长，但对比锂电隔膜行业过去高增长阶段 50%以上的营收增速，公司 16.50%的增速已经显著回落。营收增速的差异表明，2025 年化工行业需求端尚未形成多子行业共振复苏，仅有少数细分领域

依靠自身产业趋势实现增长。

从毛利率看，化工行业价格端整体仍处下行通道，拐点尚未出现，同时各子行业之间呈现明显的梯队分化。

2025 年，全部样本企业毛利率同比均出现收窄，表明各子行业价格整体承压。按照毛利率的相对水平，样本企业大体可分为两类。其中，万润股份、广信股份、苏博特毛利率维持在 30%以上，相对较高，这类产品下游通常具备一定技术门槛或准入壁垒，在没有大规模新增产能冲击的前提下，企业具备相对更强的议价能力，周期下行阶段更易守住价格底线。对应到边际变化上，2025 年三家企业毛利率收窄幅度相对较小，体现出技术壁垒对价格下行有明显缓冲作用。相对应的，阳谷华泰、泰和新材、镇洋发展毛利率处于中低位，产品同质化程度较高、产能过剩压力突出，价格拐点往往滞后于高壁垒品种。其中，镇洋发展毛利率同比收窄 3.71 个百分点，反映出氯碱板块价格持续走弱。各子行业毛利率由此呈现梯队分化：高壁垒品种在价格下行期仍保有 30%以上的毛利率，大宗同质化品种已跌至 10%左右甚至陷入亏损。各板块价格拐点不会同步到来，具备技术壁垒的精细化学品有望率先迎来底部修复，而大宗品的盈利修复仍有赖于更加充分的产能出清。

此外，星源材质毛利率同比收窄 6.06 个百分点，在各企业中降幅仅次于四川美丰，反映出锂电隔膜行业产能过剩对价格的压制正在持续深化，高毛利品种同样面临产能大规模投放的压力。四川美丰毛利率同比收窄 10.16 个百分点，在各企业中降幅最大，一方面源于化肥类大宗化工品行业产能过剩，一方面是因为天然气价格升高，成本端受到挤压。

结合营收增速和净利率来看，行业整体景气回升的基础尚不稳固，部分子行业盈利空间尚可但需求端已大幅收缩，部分子行业营收仍保持增长但利润被产能过剩侵蚀严重。广信股份盈利能力在样本中排名靠前，但营收增速为-23.92%，表明需求端正在剧烈收缩，当前的高盈利更多依赖存量订单的利润释放而非需求扩张；星源材质营收实现正增长，但净利率较低，高增长背后是产能过剩格局下的增收不增利，增量收益被折旧与各项费用消耗。两相对照，8 家企业中既实现营收增长又维持合理盈利水平的仅万润股份一家。这意味着少数子行业的独立增长不足以带动全行业走出底部，行业整体的盈利修复仍需等待需求端更普遍的回暖。

表 1 化工行业营收额中游样本企业 2025 年盈利能力与现金流关键指标对比						
企业名称	营业收入 (亿元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售商品和劳务收到 现金/营业收入 (%)	经营性净现金流 (亿元)
星源材质	40.77	16.50	23.03	1.79	32.25	7.53
四川美丰	36.75	-18.43	8.25	-3.25	45.40	0.72
万润股份	36.64	0.63	39.56	10.38	38.15	10.90
泰和新材	35.56	-8.51	16.58	0.15	27.78	1.74
苏博特	35.18	0.02	33.13	5.05	38.89	3.71
广信股份	35.07	-23.92	32.36	18.60	22.26	3.91
阳谷华泰	34.16	0.37	17.36	5.78	24.49	3.94
镇洋发展	26.15	-9.45	9.28	2.89	27.47	3.20

数据来源：Wind，大公国际整理

从现金流层面看，样本企业经营性净现金流与净利润的匹配程度整体相对较好，行业尚未出现依靠赊销拉动收入的现象，盈利质量整体健康。万润股份净现比为 2.87 倍，盈利现金回款能力较强；广信股份净现比为 0.60 倍，同比下降，主要系营收规模收缩导致现金流入减少；四川美丰净利润为负，净现比失去传统分析意义，虽然经营性净现金流仍为正，但主要来自大额折旧摊销非现金调节。其余企业净现比均高于 1 倍，盈利现金质量整体尚可。这与化工行业具有重资产属性，折旧摊销对经营性净现金流形成支撑相关，也说明当前多数企业尚未通过放松信用政策来维持销售。需要关注的是四川美丰，其经营性净现金流对比营收规模相对偏低，叠加营收、利润同步走弱、毛利率偏低，后续现金流存在进一步恶化的潜在风险。

综合来看，需求尚未普遍复苏、价格端整体下行、各子行业景气度存在结构性错配、盈利质量整体尚可，前三项特征共同指向行业仍处在周期底部区域；现金流表现则说明目前企业尚未通过牺牲现金流来维持账面利润，但并不改变行业整体仍处底部的判断。

（二）资本开支与资产效率：经营周期的方向判断

从资本开支行为来看，多数中部企业新增资本扩张已经放缓。本文使用资本性支出与折旧摊销的比值，衡量企业资本开支相对于维持简单再生产的扩张力度。8 家样本企业分化显著：星源材质资本性支出/折旧摊销比值很高，资本投入规模显著超过资产损耗水平，反映公司仍在持续加大资本投入，锂电隔膜板块资本开支热度尚未完全消退；万润股份、阳谷华泰、镇洋发展处于温和扩张区间，对应显示材料、橡胶助剂、氯碱板块仍存在一定的资本投入动力；苏博特比值已经低于简单再生产所需水平；泰和新材、四川美丰、广信股份资本开支大幅低于年度折旧规模，企业资本投入收缩

至仅能覆盖部分设备更新的水平。

表 2 化工行业营收额中游样本企业 2025 年资产开支与资产效率关键指标对比							
企业名称	期间费用率 (%)	财务费用率 (%)	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)	总资产周转率 (次)	固定资产周转率 (次)	资本性支出/折旧摊销 (倍)
星源材质	22.44	5.48	4.96	2.11	0.17	0.47	4.54
四川美丰	10.52	0.08	7.64	48.26	0.69	2.05	0.28
万润股份	25.13	0.21	1.27	6.87	0.35	1.19	1.54
泰和新材	18.20	1.82	2.17	11.17	0.24	0.63	0.34
苏博特	25.46	1.82	5.24	1.26	0.44	1.91	0.89
广信股份	12.35	-4.20	3.18	14.94	0.25	2.12	0.28
阳谷华泰	9.56	0.44	5.79	3.50	0.76	2.72	1.53
镇洋发展	4.92	0.93	16.78	44.73	0.79	1.16	1.67

数据来源：Wind，大公国际整理

整体来看，除星源材质仍维持较高资本投入外，其余多数企业已经停止外延扩张，或仅保留有限的更新改造投入，反映化工行业整体进入资本收缩阶段，新增产能扩张动能明显减弱。但需要注意，资本开支收缩仅抑制未来供给增量，并不代表存量低效产能已经实质性退出，存量供给压力仍然客观存在，产能出清进程仍需要结合产能关停、资产减值等信号交叉验证。

结合三个周转率指标，化工行业资产效率呈现分化特征。固定资产周转率个体差距较大；多数样本企业存货周转率同比回落，发出需求走弱的先行信号；企业间应收账款周转率表现分化，仅少数企业出现回落，尚未出现全样本同步恶化，表明行业整体尚未进入依靠放宽信用政策维持销售收入的阶段。

固定资产周转率方面，阳谷华泰、广信股份、四川美丰固定资产周转率处于样本较高区间，资产运营效率相对较好，侧面反映轮胎助剂、农化、天然气化工板块下游需求具备一定支撑；苏博特、万润股份、镇洋发展处于中等水平；泰和新材、星源材质处于低位，资产周转效率偏弱，氨纶、锂电隔膜板块面临供给偏大、盈利承压的格局。资产周转效率的分化与各子行业需求景气大致匹配，但受产品价格扰动，该指标仅为间接信号，各细分板块尚未出现同步的资产运营效率修复。

存货周转率方面，8 家企业中有 5 家出现下降，分别为星源材质、泰和新材、苏博特、镇洋发展、阳谷华泰；仅四川美丰、万润股份、广信股份 3 家同比抬升。存货周转率下降意味着企业存货周转速度放缓、产品从入库到销售的时间拉长，通常是需求走弱或行业竞争加剧的先行信号。样本内过半企业存货周转走弱，反映 2025 年化工行业需求端整体承压，库存压力有所累积。其中镇洋发展虽然氯碱产品整体周转仍

处在高位，但存货周转率指标下行趋势值得关注；泰和新材存货周转率持续走低，与其氨纶业务产能过剩、需求不足的行业状况相吻合；阳谷华泰存货周转率绝对水平尚可，但已连续两年走弱，后续需要持续跟踪。

应收账款周转率方面，8 家企业中 4 家下降或持平，4 家实现同比改善。对比存货端，应收账款周转整体表现相对更好，多数企业尚未出现回款效率系统性恶化。泰和新材应收账款周转率 2025 年小幅抬升，但叠加存货周转率明显下行，氨纶板块仍需要警惕下游景气走弱带来的潜在经营压力。四川美丰应收账款周转率虽然仍维持在很高水平，但已经出现下降。苏博特应收账款周转率整体基本持平，该数值是混凝土外加剂行业的固有特征，下游工程客户账期较长，企业资金持续被下游占用，经营性净现金流质量需要持续关注。

综合来看，资本开支、资产效率的样本数据指向化工行业处于周期底部区间的特征：多数企业新增资本扩张放缓，资产运营效率板块间分化明显，存货与回款尚未出现明显的系统性恶化。周期底部走向供需再平衡需要完成存量产能出清，资本开支收缩只是消除供给增量，属于产能出清的前置条件，并非产能出清已经发生的充分证据。当前中部企业普遍减少新增产能投资，但资产运营效率尚未整体修复，行业实现供需再平衡仍有赖于需求回暖叠加存量低效产能的实质性退出。

（三）杠杆水平与流动性安全——信用风险的群体底色

从样本企业的情况推断，行业整体杠杆风险可控，多数企业流动性安全垫较为充足，但内部分化突出，个体债务压力开始显现。

资产负债率方面，8 家企业中仅星源材质和泰和新材偏高，其余均处于 50% 以下，四川美丰、阳谷华泰、万润股份甚至低于 30%。流动比率方面，四川美丰、阳谷华泰、万润股份处于相对安全区间；星源材质、镇洋发展低于 1 倍，短期资产对流动负债的覆盖已显不足。速动比率和现金比率的排序与流动比率基本一致。从现金比率看，阳谷华泰、四川美丰处于充裕水平，星源材质、镇洋发展、泰和新材处于偏低水平，反映其手中现金及现金等价物余额对短期债务的覆盖能力有限。

表 3 化工行业营收额中游样本企业 2025 年杠杆水平与流动性安全关键指标对比							
企业名称	资产负债率 (%)	流动比率 (倍)	速动比率 (倍)	现金比率 (倍)	经营性净现金流/流动负债 (倍)	总有息债务/EBITDA (倍)	货币资金/短期借款 (倍)
星源材质	59.26	0.81	0.71	0.35	0.10	10.76	0.50
四川美丰	17.76	4.10	3.53	3.17	0.10	1.56	- ¹
万润股份	26.03	2.68	1.42	0.89	0.78	1.99	0.57
泰和新材	49.62	1.22	0.96	0.55	0.03	4.80	0.99
苏博特	41.38	2.30	2.09	0.76	0.16	4.53	0.75
广信股份	28.65	2.48	2.33	0.71	0.10	2.71	0.36
阳谷华泰	19.55	4.63	3.70	1.35	0.74	1.04	2.65
镇洋发展	42.79	0.95	0.77	0.30	0.43	2.66	4.49

数据来源：Wind，大公国际整理

各子行业主业现金流对短期债务的保障程度分化明显。万润股份和阳谷华泰最优，主业经营性净现金流足以覆盖大部分流动负债；镇洋发展中等偏上；星源材质、四川美丰、广信股份均处于偏低水平。其中四川美丰该指标偏低源于流动负债基数较小，公司账面资金充裕且无短期借款，实质流动性安全；其余两家靠经营性净现金流偿还短期债务的能力有限；泰和新材为样本最低，表明其经营性净现金流几乎无法覆盖流动负债，短期偿债高度依赖外部融资。

化工行业内扩产节奏、盈利波动给企业债务负担带来显著分化。从总有息债务/EBITDA 看，阳谷华泰为样本最优；四川美丰、万润股份、镇洋发展、广信股份处于合理区间；苏博特、泰和新材偏高；星源材质为样本最差，其总有息债务/EBITDA 在 8 家企业中最高，同时经营性净现金流/流动负债仅 0.10 倍、流动比率低于 1 倍，三项指标同时指向其偿债能力承压。

两个临界信号需重点关注。其一，总有息债务/EBITDA 的中位数约为 2.69 倍，处于可接受但需警惕的区间。若该中位数在后续持续上升至 3.5 倍以上²，而同期样本企业经营性净现金流增速低于总有息债务增速，则表明化工行业整体偿债能力正在削弱，信用风险的“群体底色”在恶化。其二，货币资金/短期债务比率方面，8 家企业中四川美丰无短期借款，该指标不适用；镇洋发展、阳谷华泰均高于 1 倍；泰和新材、苏博特、万润股份、星源材质、广信股份低于 1 倍。以 0.5 倍为临界线³，真正跌破临界

¹ 四川美丰无短期借款，该指标不适用。

² 参照国际信贷市场通行的最大杠杆率契约上限（通常为 3.5 倍），同时综合考虑化工行业强周期、盈利波动大的特征，设定该值为临界观察值。

³ 货币资金/短期债务≥1 倍为安全线，低于 1 倍即存在流动性缺口，需依赖经营回款或外部融资补足；低于 0.5 倍则为严重预警，表明过半短期债务无法以现金覆盖，流动性缓冲极薄，须重点监控。

线的仅广信股份；星源材质恰好等于临界线，属于风险边界样本。若以低于 1 倍作为“流动性缓冲偏薄”的标准，则涉及泰和新材、苏博特、万润股份、星源材质、广信股份 5 家。需补充说明的是，广信股份账面货币资金对短期借款覆盖不足，但若将其交易性金融资产和债权投资纳入可动用现金类资产，则企业实际流动性缓冲远优于货币资金/短期借款呈现的 0.36 倍，评估时需要结合其资产结构综合判断。若后续数据显示更多企业跌破 0.5 倍临界线，或是跌破 1 倍的企业占比进一步扩大，则反映出行业内尾部企业流动性缓冲趋于薄弱，信用风险存在加速暴露的可能性。

综合来看，当前化工行业尚不具备系统性流动性危机的基础，但结构性风险已经显现。部分赛道激进扩产带来债务累积，部分传统周期板块受景气压制，主业现金流弱化，偿债压力抬升。

四、信用分化与风险主体画像

（一）分层视角下的信用风险画像

依据市场份额、盈利能力、现金流覆盖能力及杠杆水平等核心维度，本文将化工行业主体重新划分为头部、中部、尾部三个层次。头部企业选取荣盛石化、万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升 5 家，分属大炼化、聚氨酯、煤制烯烃、轻烃化工、煤化工五条不同路线，代表行业内最具规模优势与抗周期能力的头部群体。中部企业选取扬农化工、联化科技、巨化股份、多氟多、昊华科技、天原股份、德美化工 7 家，覆盖氯碱、农药、精细化工、氟化工、高端化工材料等不同赛道，代表行业内数量最多、异质性最强的中间群体。尾部企业选取湖北宜化⁴、六国化工、金浦钛业、航锦科技、泸天化、安纳达、安诺其 7 家，代表行业内成本劣势明显、融资渠道狭窄、已出现经营亏损或流动性压力的尾部群体。三个群体在各核心指标上呈现清晰的梯度差异，能够较好地反映行业内部的结构性分层。

1. 头部企业：系统稳定器与周期缓冲层

从盈利与现金流看，5 家企业营收规模均在 300 亿元以上，宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升净利率远高于行业平均；其中万华化学和荣盛石化营收规模优势突出。宝丰能源、卫星化学和华鲁恒升净现比均处于 1~1.5 倍，整体盈利质量扎实。万华化学经营性净现金流 331.05 亿元、净现比约 2.37 倍，主要受大额折旧摊销的非现金加回影响数值偏高。荣盛石化经营性净现金流 454.06 亿元，由于 2025 年净利润仅 29.86

⁴ 其中湖北宜化营收规模偏大，但结合其母公司宜化集团历史上曾出现信用风险事件、资产负债率偏高等因素，从信用风险维度归入尾部。

亿元，分母过低导致净现比严重失真，该指标不宜采用。以经营性净现金流/营业收入和经营性净现金流/EBITDA 替代，反映出其营业收入转化为经营性净现金流的能力尚可，主业现金创造能力仍具备基础支撑，但受周期下行挤压，账面净利润被折旧和原材料价格波动侵蚀。

表 4 化工行业信用分层头部企业 2025 年主要财务指标					
企业名称	营业收入 (亿元)	净利率 (%)	经营性净现金流/营业收入 (%)	资产负债率 (%)	总有息债务/EBITDA (倍)
荣盛石化	2,844.42	1.05	15.96	74.91	7.98
万华化学	2,019.47	6.91	16.39	62.81	3.13
宝丰能源	475.45	23.63	35.44	46.32	1.75
卫星化学	458.60	11.52	20.95	51.74	2.03
华鲁恒升	307.50	11.80	13.65	28.52	1.41

数据来源：Wind，大公国际整理

从杠杆与偿债能力看，头部企业整体财务结构稳健。华鲁恒升为头部最优；宝丰能源较为稳健；万华化学、卫星化学处于可控水平；荣盛石化资产负债率 74.91%、流动比率仅 0.39 倍、速动比率 0.19 倍、现金比率 0.08 倍、总有息债务/EBITDA 约 7.98 倍，在头部样本企业中财务杠杆最高、短期偿债能力最弱，体现出大炼化项目巨额资本投入带来的债务扩张压力，但依托其超大规模经营性净现金流和多元融资渠道，整体信用风险仍属可控。

信用风险方面，头部企业整体处于低位。但需关注两类边际信号：其一，荣盛石化资产负债率已达 74.91%，且经营性净现金流/流动负债仅 0.28 倍、流动比率低于 0.4 倍，尽管具备较强的现金创造与外部融资条件，但其财务弹性已明显弱于其他头部企业；其二，万华化学应收款项占比较小，但需持续跟踪其信用政策是否因行业竞争加剧而放松。

2. 中部企业：景气敏感层与分化加剧带

从营收增速看，7 家企业中 5 家实现正增长，天原股份和德美化工为负增长。巨化股份、昊华科技、扬农化工增速均超过 10%，且净利率均较高，属于中部群体中经营质量最优的梯队。多氟多增速 14.37%但净利率仅 1.95%，联化科技增速 13.27%但净利率 6.60%，各样本企业盈利能力分化明显。

从净利率看，巨化股份、扬农化工、昊华科技处于第一梯队；联化科技、德美化工处于中位；多氟多、天原股份处于低位。多数毛利率处于较高水平的企业净利率表现更好，但二者并不完全线性对应：德美化工毛利率高达 26.74%，净利率却仅 3.58%，

期间费用显著压缩利润空间；毛利率低于 14%的企业净利率均低于 2%，盈利空间被成本端明显约束。期间费用率差异进一步放大分化：巨化股份、天原股份和多氟多期间费用率均较高，但巨化股份得益于高毛利率支撑，净利率表现良好；天原股份和多氟多则均处于盈利能力承压状态。

表 5 化工行业信用分层中部企业 2025 年主要财务指标					
企业名称	营业收入 (亿元)	净利率 (%)	经营性净现金流/营业收入 (%)	资产负债率 (%)	总有息债务/EBITDA (倍)
扬农化工	118.25	10.84	18.75	36.91	0.41
联化科技	63.80	6.60	17.80	47.60	2.07
巨化股份	267.91	16.02	23.37	38.48	0.91
多氟多	93.79	1.95	2.12	55.88	5.42
昊华科技	165.31	9.84	11.63	40.62	1.08
天原股份	111.96	0.26	-2.07	61.40	9.23
德美化工	29.35	3.58	13.78	52.22	5.41

数据来源：Wind，大公国际整理

从经营性净现金流看，联化科技、巨化股份、昊华科技和扬农化工四家净现比均高于 1 倍，盈利质量扎实。天原股份经营性净现金流为-2.32 亿元，已出现经营性净现金流缺口，是 7 家中唯一经营性净现金流为负的企业，需重点关注其流动性压力。

从短期偿债能力看，多氟多流动比率 1.30 倍，速动比率 1.09 倍，表现尚可，但经营性净现金流/流动负债仅 0.02 倍，经营性净现金流对短期负债的覆盖能力偏弱；联化科技速动比率 0.64 倍，速动比率偏低，存货占比较高；天原股份流动比率 0.70 倍、速动比率 0.53 倍，叠加经营性净现金流为负，短期偿债能力最弱。7 家样本中，天原股份已出现流动性压力信号，多氟多、联化科技处于承压但可控的状态。

从中部群体的风险演化趋势看，内部已出现明显的分化信号：扬农化工、巨化股份、昊华科技三家企业盈利能力和现金流质量均处于较高水平，具备向头部跃升的潜力；联化科技、德美化工处于中等区间，需持续观察其盈利改善节奏与筹资活动的波动；多氟多面临盈利能力偏低的压力，需关注其资本结构、融资成本以及短期债务滚续压力；天原股份经营性净现金流为负且流动比率低于 0.7 倍，已出现明确的流动性压力信号，若不及时改善，存在向尾部滑落的风险。

3. 尾部企业：风险暴露层与出清压力区

7 家样本企业普遍表现为盈利能力偏弱、经营性净现金流紧张、融资成本偏高、资产周转效率低下，部分企业已经出现经营亏损与流动性恶化迹象。

从盈利能力来看，7 家企业之中仅有湖北宜化、泸天化实现盈利，其余 5 家企业

均处于亏损状态。其中金浦钛业亏损程度最高，净利率为-31.63%；安纳达、六国化工、安诺其同样陷入深度亏损；航锦科技亏损幅度相对温和。

表 6 化工行业信用分层尾部企业 2025 年主要财务指标 ⁵					
企业名称	营业收入 (亿元)	净利率 (%)	经营性净现金流/营业收入 (%)	资产负债率 (%)	总有息债务/EBITDA (倍)
湖北宜化	251.94	5.63	14.31	70.55	4.24
六国化工	64.05	-7.01	0.68	73.08	-
金浦钛业	15.62	-31.63	-7.72	59.51	-
航锦科技	40.74	-2.70	19.29	68.23	6.01
泸天化	44.54	0.70	5.20	32.47	0.74
安纳达	16.83	-7.64	-5.74	39.57	-
安诺其	9.91	-6.17	2.01	29.11	12.40

数据来源：Wind，大公国际整理

从毛利率层面观察，湖北宜化、航锦科技能够维持正向毛利率，毛利率分别为18.14%、16.79%，但高额的期间费用侵蚀利润空间，部分企业最终依旧出现净利润亏损。安纳达、金浦钛业毛利率已经转负，分别为-0.51%、-3.76%，产品销售价格不足以覆盖生产成本。对于这类企业，扩大生产规模会进一步带来现金损耗，持续失血的经营状态不具备长期可持续性。

从经营性净现金流来看，金浦钛业和安纳达经营性净现金流均为负值。六国化工、安诺其、泸天化、航锦科技、湖北宜化经营性净现金流虽为正值，但多数企业现金流规模有限。湖北宜化经营性净现金流达到 36.06 亿元，对应净利润 14.19 亿元，净现比约 2.54 倍。但该企业营收规模达到约 252 亿元，人员与整体运营开支体量庞大，仅依靠净现比指标难以完整反映其真实现金流压力，需要结合多项指标开展综合研判。

从杠杆与偿债能力看，尾部企业财务状况内部分化明显，整体趋于弱势。资产负债率方面，六国化工、湖北宜化、航锦科技处于高位，金浦钛业次之，安纳达、安诺其、泸天化相对可控。但低杠杆并未转化为盈利改善，安纳达、安诺其、泸天化三家受规模约束和成本劣势影响，经营仍存失血压力。流动比率方面，金浦钛业 0.41 倍、六国化工 0.65 倍、湖北宜化 0.62 倍均处于较低水平，航锦科技 0.95 倍略低于 1，短期偿债能力偏弱；安纳达、安诺其、泸天化虽高于 1 倍，但盈利能力严重不足，实质流动性缓冲有限。总有息债务/EBITDA 方面，航锦科技约 6.01 倍，湖北宜化约 4.24 倍，均处于偏高位置，安诺其约 12.40 倍，偿债能力十分薄弱；六国化工、安纳达、金浦钛业 EBITDA 为负，指标无意义，反映主营业务深度亏损、无利润可用于偿债；泸

⁵ 总有息债务/EBITDA（倍）为“-”表示该企业年度 EBITDA 为负数，指标无意义。

天化约 0.74 倍，为尾部最优。此外，湖北宜化控股股东宜化集团历史上曾发生债务风险事件，需警惕历史信用风险的惯性传导。

尾部企业风险演化特征较为清晰。金浦钛业毛利率为负、经营性净现金流为负，两项指标同时指向经营层面的持续失血；安纳达、六国化工持续经营亏损，如果行业景气度无法修复，现金消耗规模将会进一步扩大。总体来看，尾部企业信用风险正在加速暴露，加之自身融资渠道狭窄，一旦外部再融资环境收紧，很容易触发信用风险事件。

（二）关键风险预警信号清单

结合前文行业景气度与中观市场分析，本部分提炼出多项具有预警意义的量化与定性信号，覆盖宏观与行业层面、企业微观层面，以及信用评级中的正面、稳定、负面判断标准。

1. 宏观和行业层面预警信号

第一，行业需求端持续走弱。当化工行业季度需求数据连续下行且无企稳迹象，预示行业进入系统性景气下行周期。2026 年 6 月，化学原料和化学制品制造业增加值当月同比数据已经转负，若后续季度数据延续下行态势，将进一步压缩中部企业订单空间，加剧行业整体经营压力。

第二，库存被动积压与价格走势背离。化工制造业产成品存货同比增速自 2026 年初稳步上行，库存规模持续扩张。若库存增速持续走高，同时行业 PPI 环比持续走弱，说明企业库存增加源于终端需求疲软，而非主动备货布局，属于行业价格拐点滞后、景气度持续下行的典型预警信号。

第三，行业盈利触及成本底线。2025 年化工行业整体利润率回落至历史低位，行业盈利空间被严重压缩。行业内多数中部企业毛利率持续走低，若主流化工品价格继续下行，带动企业整体毛利率跌破现金成本线，将触发行业大面积停产减产，加速低效产能市场出清。

第四，行业产能利用率持续低位运行。行业产能利用率在 2026 年一季度至二季度持续回落，若该指标持续低于百分之七十，说明行业供给收缩并非短期波动，而是周期底部确立的核心信号，行业整体经营与信用环境将持续承压。

第五，原材料成本传导机制失效。2026 年上半年上游原材料价格走高，但下游终端需求疲软，化工企业无法将上涨的成本向下传导，行业整体利润空间被持续挤压。原料与成品价格价差持续收窄，可作为成本传导受阻、行业盈利恶化的核心量化监测

指标。

2. 企业微观层面预警信号

基于前文样本企业财务分层分析结果，从盈利、现金流、偿债、运营四个维度，提炼得到经过样本验证的微观信用风险预警信号，各项信号均具备明确的风险指向性。

首先是经营性净现金流持续恶化。主业经营性净现金流持续为负且缺口不断扩大，是企业经营基本面弱化的核心标志。样本内部分中部企业已出现年度经营性净现金流为负的情况，主业无法稳定创造正向现金收益，企业经营高度依赖外部融资支撑，若现金流缺口持续扩大，流动性风险将快速暴露。

其次是短期流动性缓冲持续不足。货币资金对短期债务的覆盖能力持续偏弱、短期偿债指标大幅偏离安全区间，是企业流动性承压的直接信号。企业货币资金与短期借款比率持续低于 0.5 倍，流动比率持续小于 1 倍、速动比率持续低于 0.5 倍，意味着账面现金无法覆盖短期债务，流动性安全边际持续收缩。

再次是中长期偿债能力系统性弱化。总有息债务/EBITDA 指标持续攀升且无改善趋势，代表企业债务负担不断加重、盈利及偿债能力持续下滑。该指标突破 6 倍且伴随经营基本面无改善的企业，偿债能力将进入系统性弱化通道，信用风险持续累积。

最后是资产运营效率趋势性变差。企业应收账款周转率、存货周转率持续走低，反映下游终端需求疲软、客户回款难度提升、自身产品库存积压严重，是行业景气下行、企业经营恶化的滞后验证信号，会进一步加剧企业现金流与周转压力。

除核心财务指标外，筹资活动现金流由正转负、对外担保规模扩张且被担保方经营恶化、实际控制人及核心管理层发生重大变动等非财务信号，同样是企业信用资质恶化的重要预警依据，需纳入常态化风险监测范围。

3. 信用判断参考信号

结合宏观行业信号与微观企业指标，可构建化工企业三档信用资质判断体系，依据预警信号触发情况，实现对企业信用层级的动态判定与风险定价。

正面信用判定标准包括：企业经营基本面与财务结构整体稳健，经营性净现金流持续为正，净现比稳定维持在 1 倍以上，货币资金能够足额覆盖短期债务，总有息债务/EBITDA 维持在 3 倍以内，同时营业收入与毛利率保持稳定增长。样本内头部及优质中部企业符合该标准，整体信用风险处于低位，典型企业包括扬农化工、巨化股份等。

稳定信用判定标准包括：企业经营整体可控但存在边际弱化压力，经营性净现金

流为正但盈利现金转化能力偏弱,净现比不足1倍,短期现金覆盖能力处于中等区间,有息债务偿债倍数处于3倍至6倍的合理区间,营收增速有所放缓但未出现大幅收缩。该类企业信用状况整体平稳,但易受行业周期波动影响,需要持续跟踪基本面变化,典型企业包括联化科技、德美化工等。

负面信用判定标准包括:企业基本面与财务指标全面恶化,多重风险预警信号同时触发,经营性净现金流持续为负且缺口扩大,短期偿债资金储备不足,总有息债务/EBITDA突破6倍或当期EBITDA为负,营收持续下滑且毛利率收窄至亏损区间。该类企业信用风险显著抬升,再融资与债务滚续压力突出,是风险监测的重点对象,典型企业包括天原股份、金浦钛业等。

整体而言,企业触发的负面预警信号越多、贴合负面判定标准的指标越密集,信用资质下移的概率越高,需要结合行业周期趋势与企业基本面变化,动态调整风险判断与信用定价。

（三）信用利差与市场定价验证

从债券市场定价表现来看,2025年至2026年上半年,化工行业债券信用利差整体呈收窄态势,与2026年上半年行业盈利阶段性回暖的基本面相匹配,体现出市场对行业景气修复的提前定价。但从结构层面分析,行业整体利差收窄存在明显的结构性分化与定价偏差,无法反映全行业真实的信用分层现状。

本轮利差收窄仅集中于高等级信用主体,AAA级、AA+级化工债利差持续收敛,对应头部企业盈利修复、现金流充裕、融资渠道通畅的基本面特征,与前文头部企业信用稳健的分析结论高度契合。反观AA-及以下的低等级尾部主体,普遍存在公开债券融资渠道狭窄的问题,债券市场缺乏有效定价样本,其信用风险无法通过信用利差指标直观体现。这意味着行业整体利差下行仅代表高资质企业的信用改善,并非全行业信用修复,尾部企业的存量风险被市场行情掩盖,存在风险低估现象。

表 7 2026 年上半年化工行业企业无担保债券发行信用利差平均值（单位：BP）			
级别	期限	2025 年上半年	2026 年上半年
AA+	3 年	160.54	98.57
	5 年	208.93	132.13
AAA	3 年	83.38	62.93
	5 年	92.25	43.47
平均值		108.93	69.58

数据来源：Wind，大公国际整理

市场定价与企业真实信用资质的错配问题进一步凸显。基本面偏弱、触发多项负面风险预警的尾部企业，在债券市场无独立定价机制，风险难以通过利差变化释放；而资质优良的头部企业利差已压缩至历史低位，市场定价趋于充分。同时，外部增信的风险对冲效果相对有限，具备外部增信、债项评级达 AAA 级的企业，其信用利差仍显著高于主体 AAA 级企业，说明市场定价更依赖企业自身核心资质，外部增信无法弥补主体信用的先天不足，这也印证了前化工行业信用分化加剧、尾部企业融资劣势固化的核心判断。

从行业融资结构来看，2026 年上半年，化工行业债券净融资规模位居行业前列，但融资资源高度集中于大型央国企等头部主体，尾部企业难以参与公开债券融资，其信用风险更多暴露于银行信贷、商业票据、非标融资等间接融资市场。2026 年以来，多家尾部样本企业已出现贷款逾期、债务违约等风险事件，表明行业信用分层已从债券定价层面传导至实体信贷层面，隐性风险持续累积。

综合来看，债券市场定价与前文信用分层分析逻辑相互印证。头部企业盈利与现金流修复支撑利差持续下行，市场定价合理且充分；中部企业基本面分化明显，部分经营承压的企业利差偏高，精准反映其边际信用弱化；尾部企业风险存在显著定价偏差，隐性风险被整体行情掩盖。若后续行业景气修复不及预期，或尾部企业集中爆发信用风险，当前市场过度乐观的定价格局将被打破，化工行业低等级信用利差存在向上重估的调整压力。

五、行业发展展望

（一）行业景气周期综合判断

综合景气追踪与微观验证的分析结论，当前化工行业正处于周期底部向复苏初期过渡的阶段。

2026 年上半年，化工品价格先扬后抑、产能利用率二季度回落，表明行业虽已脱离景气最差区间，但供需再平衡尚未完成，复苏基础偏弱。微观层面，多数企业仍可维持正向现金流，尚未出现系统性经营失血，但盈利修复节奏缓慢、根基不牢。

供给端收缩趋势明确，资本开支持续收缩，产能无序扩张态势基本终结。需求端呈现结构性分化，传统地产链条依旧疲软，新能源汽车、半导体等新兴产业提供增量支撑。库存方面，2026 年初以来，产成品存货同比持续上行，当前补库以被动补库为主，终端需求回暖力度有限，补库强度与持续性仍取决于实体需求的实质性复苏节奏。

政策层面持续释放优化升级红利，老旧装置更新改造、节能降碳攻坚等政策落地推进，低碳转型基金与超长期特别国债为绿色转型提供资金支撑。政策红利向具备技术优势的优质企业倾斜，行业分化进一步加剧，落后产能加速出清。

综上，化工行业已渡过周期底部最差阶段，但尚未实现趋势性反转，整体处于底部震荡向复苏初期过渡的阶段。本文预测 2026 年下半年行业景气度将延续修复态势，整体呈现前低后高的复苏节奏：三季度修复幅度相对有限，四季度伴随旺季需求释放和库存周期切换，景气回升有望提速。行业景气度的根本性反转，仍需供给收缩与需求回暖形成双向合力。

（二）行业信用风险展望

基于第四章的分层风险画像和预警信号分析，2026 年下半年化工行业信用风险将延续“头部稳健、中部分化、尾部承压”的格局，整体信用走势呈现结构性分化而非单一收敛或扩散。

头部企业信用资质将持续加固。在行业景气边际回暖的背景下，头部企业凭借规模优势、成本管控和多元融资渠道，盈利能力和现金流质量有望率先修复，信用利差已收窄至低位，市场定价充分，整体信用风险保持低位可控。

中部企业内部分化将进一步加剧。部分具备细分领域优势的企业有望逐步向头部靠拢，而经营承压、杠杆偏高、流动性偏紧的中部企业则存在向尾部滑落的风险，需重点关注其经营现金流变化和短期债务滚续情况。

尾部企业信用风险正在加速暴露。多数尾部企业已处于亏损状态，部分企业产品价格跌破现金成本、经营持续失血，加之融资渠道狭窄、对外部融资环境变动敏感度高，尾部企业信用事件进入高发区间。

再融资市场的结构性分化持续强化。2026 年上半年化工行业债券净融资达 202 亿元，但融资资源高度集中于大型央国企和头部企业，尾部企业融资渠道极为有限。当前信用分层已从债券定价层面传导至银行信贷与非标市场，尾部企业外部融资难度加大、出清压力持续上升。

外部约束因素进一步收紧，碳市场扩容覆盖石化化工行业，抬升尾部企业碳排放成本；国际贸易壁垒增加出口型企业经营压力；安全、环保监管维持高压态势，持续倒逼不合规产能退出。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。