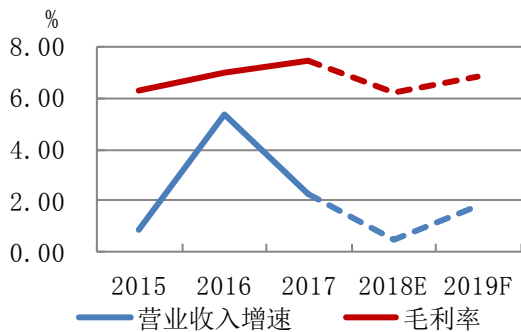




# 有色金属行业 2019 年信用风险展望

## 供需改善 信用分化

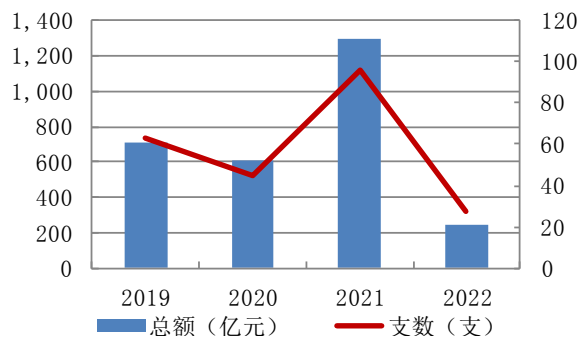
### 行业营业收入增速及毛利率情况



**需求:** 总体而言 2019 年较 2018 年不会发生太大变化。铜的下游需求将基本延续上一年的平稳态势；目前电解铝消费的基数总体偏低，2019 年有望回升，海外市场对我国铝制品需求将增加。

**供给:** 2019 年全球铜矿供应趋紧；铝的供给端在目前政策控制下，产能增加空间有限。

### 截至 2018 年 11 月末行业存续债到期期限结构

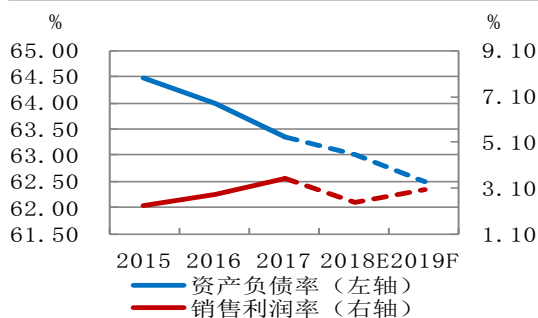


**价格:** 受行业供需和货币走势共同影响，有色金属价格尚未到周期的顶部，2019 年有望继续走高。

**盈利能力:** 在供需的推动下，预计 2019 年有色金属行业营业收入和利润总额会稳步提升。

**债务压力:** 2019 年及 2021 年存续债到期规模大，有一定集中兑付压力。

### 行业负债率及销售利润率走势图



**信用质量:** 有色金属行业整体信用水平将保持稳定，但行业内分化明显，行业龙头将受益，各方面竞争优势不明显、融资能力弱的企业将面临一定信用风险。

### 作者

大公有色金属行业小组

负责人: 赵茜

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com

## 概 要

2018年，受中美贸易战、美元走强等因素影响，有色金属价格整体呈下行趋势，但相对于2015~2016年处于高位。在下游需求方面，有色金属主要下游电力、房地产、交通、家电等均同比增长，但增速同比放缓，整体需求情况不及预期。从行业内企业的财务指标上，2018年1~9月，样本企业营业收入同比增长0.39%；利润总额同比增长11.42%；平均销售毛利率为15.45%，同比下降0.22个百分点；平均资产负债率为58.29%，同比下降1.51个百分点。样本企业收入和利润指标提高、盈利能力增强，财务杠杆下降，行业内企业经营情况整体尚好。在有色金属发债企业信用级别上，2018年1~11月，企业主体级别或展望上调及下调的分别为9家和8家，反映出2018年随着信贷环境收紧，有色金属行业内企业信用水平呈分化态势。

2019年，铜的下游需求将基本延续上一年的平稳态势；在供给端，虽然国内冶炼产能增加，但受制于全球铜矿供应量的放缓，2019年铜的供需在2018年的基础上将有所改善，铜价总体将呈上行趋势。在铝方面，供给端在目前政策控制下，产能增加空间有限。在需求端，2018年电解铝消费的基数总体偏低，2019年有望回升，海外市场对我国铝制品需求将增加。在需求的拉动下，2019年铝的供需情况将在2018年基础上向好。预计2019年美元的升势将结束，在供需和货币的双重影响下，预计2019年主要有色金属价格将继续走高。在偿债方面，2019年及2021年有色金属行业存续债到期数量及规模较大，有一定集中兑付压力。预计2019年有色金属行业整体信用水平将保持稳定，但行业内分化明显，各方面优势不明显的中小企业将面临一定信用风险。

从供需两侧分析，预计2019年，由于全球铜矿供应趋紧，铜的供需将向好；铝的产能受政策控制增量有限，下游需求向好，供需格局也将改善。

2018年，行业总体而言，有色金属主要下游电力、房地产、交通、家电等均同比增长，但增速同比放缓，整体需求情况不及预期。在供给方面总体而言趋于紧张。从主要细分行业来看：

从需求端来看，有色金属行业中铜的下游需求主要为电力、家电、交通运输、建筑和电子，在需求构成中占比分别为50%、15%、10%、8%和7%。在电力方面，2018年1~10月，我国电网基本建设投资完成额为3,814.00亿元，同比下降7.60%，电力投资放缓；展望2019年，考虑到全国火电供给侧改革目标，预计火电装机容量受到国家停缓建的政策影响而仍将维持低增速。在家电行业方面，2018年1~10月，我国空调累计产量17,175.00万台，同比增长10.60%；家用电冰箱累计产量6,687.70万台，同比增长2.20%；彩电累计产量16,265.70万台，同比增长15.70%，综合而言2018年家用电器产量增长平稳，其中彩电行业增幅较快，预计2019年我国家电行业整体产量增速将延续2018年的态势。在交通方面，2018年1~10月，我国汽车产量2,322.60万辆，同比下降0.40%。预计2019年我国汽车制造业将延续2018年销量低增速的态势。目前我国新能源汽车面临高速增长的时期，而每辆新能源汽车的用铜量是传统轿车的两倍左右，新能源汽车的快速发展将为铜的下游带来每年几十万吨的增量，但受制于新能源汽车产量基数较小，未来增幅在短期内不会大量拉动铜需求。建筑方面主要是受房地产市场的影响，2017年以来房地产政策趋紧、房地产新开工指标增速下滑，增量同比减少。预计2019年房地产调控政策不会有方向性的改观，供给端将继续被控制，对金属的需求量预计与2018年变化不大。总体来看，2019年铜的下游需求将基本延续上一年的平稳态势。

在铜矿供给方面，全球矿山产能自2010年开始增速不断提高，

但自 2017 年后增速放缓，根据国际铜业研究小组（ICSG）的预测，2018~2019 年全球铜矿总产能分别为 2,561.60 万吨和 2,648.10 万吨，新增产能有限。根据统计，2017 年国内精炼铜实际运行产能 978 万吨，2018 年中国铝业、西部矿业、中国黄金等企业合计新增铜冶炼产能 155 万吨，估计实际运行新增产能在百万吨以内。根据国家统计局的数据，2018 年 1~10 月，国内精炼铜产量 739.30 万吨，同比增长 10.60%。精炼铜产量的增长主要受国内废杂铜限制进口的影响较大。近年来我国对环保的要求日益提升，对进口固体废弃物监管日趋严格，2018 年开始七类废杂铜将被限制进口。2016 年我国废铜进口量在 100~150 万吨之间，对废杂铜的进口限制政策将导致铜冶炼材料供给受限、推动了精炼铜供给占比的提升。

综合供需两端来看，2019 年铜的下游需求将基本延续上一年的平稳态势；在供给端，虽然国内冶炼产能增加，但受制于全球铜矿供应量的放缓，2019 年铜的供需在 2018 年的基础上将有所改善，铜价总体将呈上行趋势。

有色金属中铝行业方面，铝的下游需求构成大致为：建筑行业占比 35%、电力电子 15%、交通运输 12%、耐用消费品 11%、机械 6%、包装容器 5%、铝材出口 12%、其他 4%。在需求端，交通运输、建筑、电力、耐用消费品等如前文所述。在出口方面，2018 年海德鲁公司宣布 50%产能停产引发海外氧化铝短缺，这也会进一步在产业链上造成短缺，引发中后端产品的进口需求。2018 年 1~10 月，我国铝材累计出口额 126.14 亿美元，同比增长 28.50%，增幅明显。预计 2019 年海外市场尤其是新兴海外市场对我国铝制品需求将增加。

在铝的供给方面，2018 年，电解铝供给侧改革已见成效，行业步入总量可控、存量优化阶段。根据阿拉丁的数据，截至 2018 年 10 月末，国内电解铝建成产能 4,413.30 万吨，实际运行产能 3,714.50 万吨。根据 Wind 的数据，2018 年 1~10 月国内电解铝产量 3,055.20 万吨，同比基本持平。在新增产能方面，国内可新增产能上限较为确



定，全部来源于产能置换待投产项目和广西、云南的特批项目，预计 2019 年电解铝运行产能约达 3,900 万吨，供给端增量有限。

综合供需两端来看，供给端在目前政策控制下，产能增加空间有限。在需求端，2018 年电解铝消费的基数总体偏低，2019 年有望回升，海外市场对我国铝制品需求将增加。在需求的拉动下，2019 年铝的供需情况将在 2018 年基础上向好。

**受废铜进口政策影响，2018 年废铜进口量降幅较大，预计 2019 年将延续这一趋势；电解铝行业政策未见调整，产能置换量及增量仍受严格控制。**

在铜行业政策方面，2017 年 7 月，国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，要求 2017 年逐步提高固体废物进口门槛，2018~2019 年逐步有序减少固体废物进口种类和数量。2018 年 4 月，四部委联合印发《进口废物管理目录》，对其中废物进口的种类进行了调整，将以回收铜为主的废电机等调入《禁止进口固体废物目录》，并于 2018 年末开始执行。国内使用的废杂铜分为六类废杂铜和七类废杂铜两种，其中废七类是指品位较低的废旧线缆、废电机、废变压器、废五金，废七类属于限制进口许可废料，必须有相关批文的许可才可进口，此类废料受政策影响较大。根据国家海关总署的数据，2018 年 1~9 月，我国废铜累计进口量 177.54 万吨，同比下降 35.90%，2018 年 1~11 月我国废铜进口量同比下降 34.20%。受政策影响，废铜进口量下降，但废铜在铜冶炼供给方面占比不高，且废铜进口受限将推动精铜供给的提升、弥补废铜带来的缺口，对国内铜的总供应量影响有限。

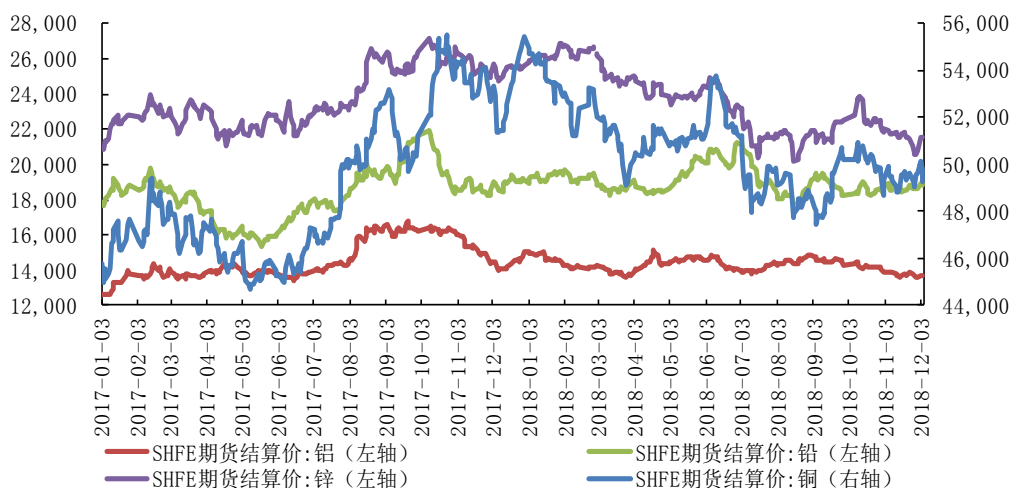
在铝行业政策方面，电解铝去产能工作方面的重要政策有 2014 年 7 月发布的《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（41 号文）、2015 年 6 月国家发改委和工信部发布的《关于印发对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见的通知》（1494 号文）和 2017 年 4 月发改委等四部委联合发布的《清理整顿电解铝行业违法违规项

目行动方案》(656号文)。2018年1月,工信部发布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》,明确了可用于产能置换的指标、产能置换指标执行周期等。该文件与之前的几份重要文件相较,在原则上并没有大变化,是对之前文件的延续和在操作上的落地。该文件主要目的是确保近几年电解铝产能置换政策的延续性,稳定市场预期。2018年1月的文件对全年电解铝行业的产能增量进行了控制,稳定了全年的供需。

**2018年有色金属价格尚未到周期的顶部,2019年受供需推动及美元走势影响,有色金属价格有望继续走高。**

有色金属同时具备商品属性与金融属性,其价格受行业供需和货币走势共同影响。在供需方面,预计2019年国内铜在需求方面与2018年变动不大,但受益于全球铜矿产量增速放缓、铜矿品位下降,铜精矿供给收紧,铜的供需格局有所改善;铝方面,受益于下游整体需求的增加以及供给端电解铝产能的控制,铝的供需格局也将进一步改善。供需将助推主要有色金属价格提升。

**图表1 2017年及2018年1~11月SHFE铜、SHFE铝、SHFE铅、SHFE锌价格走势(单位:元/吨)**

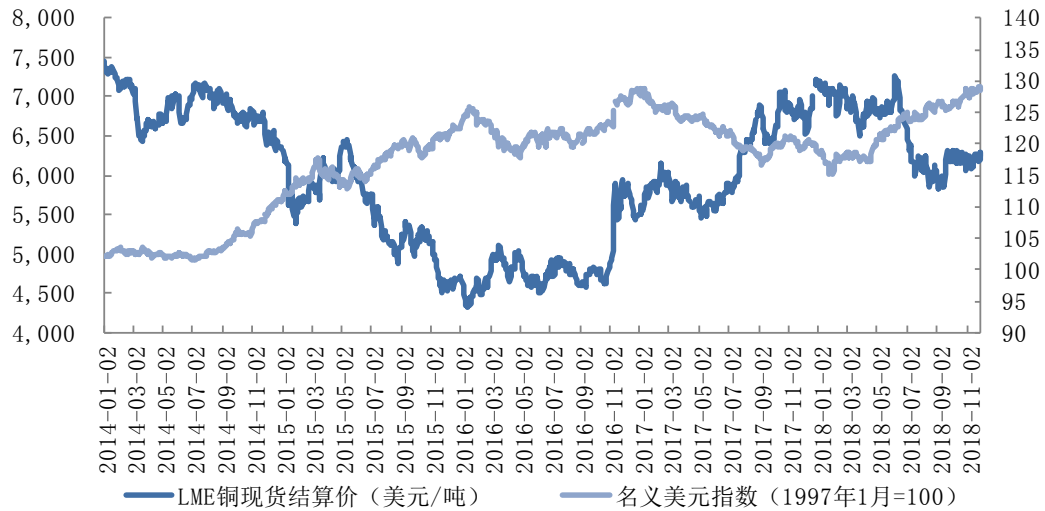


数据来源: Wind

在货币走势方面,在美国经济超预期增长和减税政策的刺激下,美元于2018年走强,预计2019年,随着美国政策刺激效应减弱、利率上升,美元升势将结束。美元总体走弱将对有色金属价格起到提振

作用。综合供需与货币因素来看，2018 年有色金属价格尚未到价格空间的顶部，2019 年有色金属价格有望继续走高。

**图表 2 2014~2018 年 LME 铜价与美元指数走势情况**



数据来源: Wind

**2018年前三季度有色金属行业企业收入和利润有所提高、盈利能力增强、财务杠杆下降，行业内企业经营情况尚好；预计2019年企业盈利能力将继续提升。**

根据有色金属发债企业样本<sup>1</sup>。在盈利能力方面，2018 年 1~9 月，样本企业营业收入合计为 21,236.55 亿元，同比增长 0.39%；利润总额合计 662.45 亿元，同比增长 11.42%；平均销售毛利率为 15.45%，同比下降 0.22 个百分点。主要是 2018 年金属价格在相对高位震荡，企业盈利能力同比提升。预计 2019 年，在供需向好的情况下，行业内企业的收入和利润将继续增长，毛利率水平在产品价格和成本均呈上升趋势的情况下，将在 2018 年的基础上略有提升。

在资产周转效率方面，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，样本企业平均存货周转天数分别为 130.26 天、123.10 天、120.86 天和 131.88 天；平均应收账款周转天数分别为 33.74 天、31.80 天、33.71 天和 39.75 天，其中 2018 年 1~9 月应收账款周转率下降主要是部分

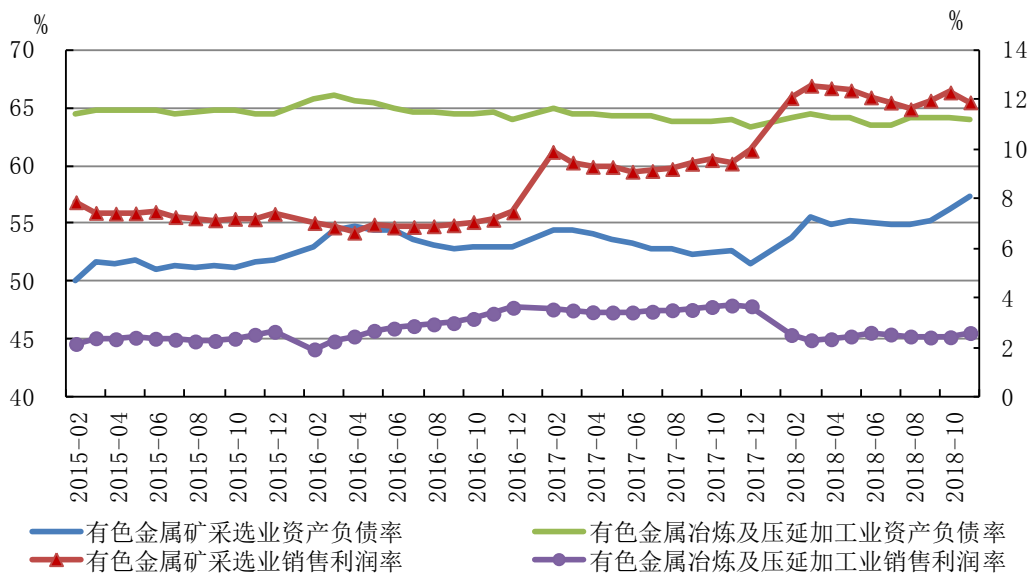
<sup>1</sup> 在有色金属发债企业中，选取可获得 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月财务数据的企业样本，样本企业量共 62 家。

应收账款集中在年末收回所致，预计 2018 年第四季度和 2019 年全年存货及应收账款周转效率将保持 2018 年的水平。

2018 年 1~9 月，样本企业经营性净现金流为 430.63 亿元，同比下降 5.96%；投资性净现金流-754.06 亿元，净流出规模同比回升 384.43 亿元。样本企业经营性净现金流/总有息债务均值为 11.93%，同比大幅提升 8.92 个百分点。

在偿债能力方面，2018 年 1~9 月，样本企业平均资产负债率为 58.29%，同比下降 1.51 个百分点，主要是随着利润增加使企业权益提升；总有息债务合计为 15,301.10 亿元，同比下降 4.49%；流动比率为 1.29 倍、速动比率为 0.82 倍。

**图 3 2015~2018 年有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业资产负债率（左轴）、销售利润率（右轴）**



数据来源: Wind

此外，根据国家统计局的数据，2018 年 1~11 月，我国有色金属矿采选业主营业务收入为 31,635,000 万元，同比增长 2.90%；有色金属矿采选业利润总额为 3,763,000 万元，同比增长 5.50%；有色金属矿采选业销售利润率 12.13%，同比提升 2.75 个百分点。2018 年 1~11 月，有色金属冶炼及压延加工业主营业务收入 45,4180,000 万元，同比增长 8.60%；有色金属冶炼及压延加工业利润总额 11,773,000 万元，同比下降 16.90%；有色金属冶炼及压延加工业销



售利润率 2.46%，同比下降 1.05 个百分点。

**2019年及2021年有色金属行业存续债到期数量及规模较大，有一定集中兑付压力。**

2016~2018 年，有色金属行业发债只数分别为 225 只、115 只和 123 只，2017 年以来行业发债数量有所下降。2015~2016 年行业处于周期底部，企业信用风险增大、发债企业评级下调情况较多，以致于 2017 年发债数量同比减少；2018 年，市场资金面趋紧、整体融资政策趋严，有色发债企业在市场上发债数量同比并未大幅提升。

**表 1 2016~2018 年有色金属行业企业债券品种情况（单位：只）**

债券种类	2018 年	2017 年	2016 年
一般短期融资券	10	13	29
超短期融资券	45	65	117
中期票据	45	16	23
一般公司债	22	18	42
私募债	0	2	2
企业债	0	0	8
可转债	1	1	0
定向工具	0	0	4
合计	123	115	225

在级别分布方面，有色金属行业发债企业以 AAA 及 AA+ 的高级别为主，AA- 为发债级别下线。2016 年以来，AAA 企业在发债只数中占比不断提升，AA+ 及 AA 企业发债数量逐年下降，反映出行业向高级别集中的特点。

**表 2 2016~2018 年有色金属行业发债企业级别分布情况（单位：只）**

企业级别	2018 年	2017 年	2016 年
AAA	74	57	91
AA+	40	32	85
AA	8	26	47
AA-	1	0	1
无评级	0	0	1
合计	123	115	225

在利差方面，2018 年 1~11 月，有色金属行业平均信用利差为 139.23BP，高于公用事业 60.28BP、汽车 91.78BP、机械设备 104.44BP 和钢铁 112.13BP 等，但低于煤炭开采 140.32BP、房地产 140.82BP、

通信 171.79BP、化工 203.03BP、电气设备 205.50BP 和电子 221.18BP 等，反映出有色金属行业的融资成本相对较好。

截至 2018 年 11 月末，有色金属行业存续债券共 233 只，存续债券规模合计 2,912.04 亿元，存续债发债主体 65 家。2019~2022 年，有色金属存续债到期只数分别为 63 只、45 只、96 只和 27 只；到期总额分别为 706 亿元、610 亿元、1,300 亿元和 244 亿元。行业 2021 年存续债到期规模大，有一定集中兑付压力。

信用级别上，2017 年以来发债企业信用水平回升，上调情况明显多于下调；预计 2019 年行业整体信用水平将保持稳定，但企业信用水平有所分化，各方面优势不明显、融资能力弱的企业将面临一定信用风险。

2015~2018 年，有色金属发债企业共有 30 家主体级别或展望上调。从年份分布上来看，2015 年 7 家、2016 年 1 家、2017 年 8 家、2018 年 9 家。2017 年有 7 家是将展望由负面调整为稳定，反映了整个有色金属行业企业在 2015~2016 年行业景气度不佳的情况下，暴露出信用风险，但进入 2017 年后，随着有色金属价格的普遍提升，信用水平出现好转的行业共同点。2018 年的调整全部为级别上调，反映出企业实力提升、规模扩大从而提升了信用级别。

**表 3 2018 年有色行业发债企业主体级别/展望上调情况**

公司名称	调整后		调整前		调整时间	评级机构
	级别	展望	级别	展望		
新兴发展集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2018-07-28	中诚信国际
金川集团股份有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2018-07-27	大公
广东东阳光科技控股股份有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2018-07-23	联合资信
天齐锂业股份有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2018-06-22	中诚信国际
西安迈科金属国际集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2018-06-22	东方金诚
中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2018-06-19	联合信用
云南锡业股份有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2018-06-12	中诚信证评
合盛硅业股份有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2018-06-07	中诚信证评
山东南山铝业股份有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2018-04-08	新世纪

数据来源：根据公开资料整理

2015~2018 年，有色金属发债企业共有 39 家主体级别或展望下

调的情况。从年份分布上看，2015年共8家、2016年共6家、2017年共2家、2018年共9家。从下调原因上看，2015~2016年信用级别下调企业主要由于行业处于下行周期，行业产能过剩导致盈利能力下降，而2018年主要由于信贷环境收紧造成企业流动性不足。

**表4 2018年有色金属行业发债企业主体级别/展望下调情况**

公司名称	调整后		调整前		调整时间	评级机构
	级别	展望	级别	展望		
东方金钰股份有限公司	BBB+	-	A	-	2018-12-29	联合信用
	A	-	AA-	负面	2018-08-08	
	AA-	负面	AA	稳定	2018-07-18	
四川其亚铝业集团有限公司	A+	负面	AA	稳定	2018-12-28	联合信用
山东金茂纺织化工集团有限公司	C	-	BB	负面	2018-11-29	大公
	BB	负面	A	负面	2018-09-21	
	A	负面	AA	稳定	2018-06-27	
甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	A	-	AA	负面	2018-11-28	联合信用
	AA	负面	AA	稳定	2018-06-25	
河南中孚实业股份有限公司	AA-	稳定	AA	稳定	2018-11-01	联合信用
刚泰集团有限公司	C	-	B	负面	2018-09-27	大公
	B	负面	AA	稳定	2018-09-21	
中融双创(北京)科技集团有限公司	C	-	CCC	-	2018-09-26	大公
	CCC	-	BB	负面	2018-07-24	
	BB	负面	AA	稳定	2018-06-14	
吉林利源精制股份有限公司	C	-	CCC	-	2018-09-25	联合信用
金洲慈航集团股份有限公司	AA-	稳定	AA	负面	2018-06-26	大公

数据来源：根据公开资料整理

2018年有色金属行业共发生四起违约。其中吉林利源精制股份有限公司主要从事铝型材加工和轨道车辆制造，公司铝型材加工业务较为稳定，但公司近年来大力发展轨道车辆业务，项目投资额巨大，其中沈阳项目截至2017年末累计投资94亿元，截至2018年6月末累计投资110亿元。大额项目建设投资给公司带来严重资金压力，导致现金流紧张，最终违约。中融双创(北京)科技集团有限公司主要从事铝加工、农业和贸易业务。公司项目建设投资较大且未能实现预期收益，加之贸易业务规模缩减，盈利不及预期、资金压力加大。2018年市场信用供给收缩、融资难度增加，公司现金流紧张加剧，最终违约。山东金茂纺织化工集团有限公司主要从事铝粉、氯碱化工、贸易

和铜加工业务。公司铝粉业务下游需求下降且受天然气供应受限影响开工率不足，铜杆等产品存货滞压占用大量资金。同时，公司核心子公司涉诉、进一步压缩了公司对体系内资金的调用空间，此外公司为东营企业互保圈中的一环，对外担保发生风险造成大额损失，以上最终导致公司资金链断裂、宣告破产，公司债券提前到期并违约。刚泰集团有限公司主要从事黄金珠宝销售，此外还经营房地产、贸易等业务。近年来公司主营业务运营效率持续下降。2018 年公司通过降低利润的方式去库存，导致主业毛利率下降、盈利能力下滑。公司房地产业务处于转型期，收入规模下降。在融资方面，公司部分银行贷款续贷困难，且债券因回售而出现集中到期的情况，最终导致违约。

综合来看，2016 年和 2017 年级别调整分别以下调和上调为主。2018 年上调和下调数量均较多，反映出一方面行业整体盈利能力提升，另一方面信贷环境收紧，造成行业内企业信用水平分化。预计 2019 年，行业内企业将延续整体向好、信用水平分化、个别企业面临信用风险的态势，行业内在规模、技术、资源禀赋、下游销售网络等方面具备优势的龙头企业和优质企业将受益，而规模小，在技术和上下游无优势的中小型企业、以及融资渠道单一、受金融机构支持力度小的企业将面临信用风险。