



有色金属行业2019年度信用展望

■ 文/ 胡颖 刘佳

摘要 ▶▶

2018年以来，有色金属行业需求缺乏实质性支撑，有色价格较上年末有所回落，但均价变化相对不大，行业收入继续增长，但采选和延压子行业利润表现呈现分化。样本企业大多在行业中排名靠前，有一定的资源和规模优势，2018年盈利能力有所提升，杠杆水平有所下降。行业集中度方面，行业内企业进一步整合，尤其上游资源端企业集中度进一步提升。展望2019年，安全与环保监管趋严常态化，有利于加速过剩产能出清，优化行业竞争格局；价格方面，贸易争端影响持续，全球经济下行压力加大，预计有色金属转弱，对有色金属价格提振或不利；金属矿供应仍较有序，短期内行业信用质量有望保持稳定。总体来看，伴随有色金属行业收入盈利好转，行业企业信用质量改善，2018年行业内7家发债主体信用等级向上迁移。从市场表现看，前三季度行业内发债主体发债数量和规模均较上年同期有所增加，发行利差仍遵循随信用等级提升而下降的规律。

一、行业基本面

2018年以来，行业供给侧改革持续推进，但不再实行“一刀切”，改革边际效应有所递减；新环境税法于2018年起实施，环保及安全督查监管趋严，企业运营面临成本上升压力，但政策实施有利于行业过剩产能加速出清。

有色金属行业下游主要为房地产、电力、家电、汽车等行业，其发展与宏观经济发展及固定资产投资

密切相关，是典型的周期性行业。我国作为新兴工业化国家，在世界有色金属工业中的地位不断增强，生产和消费规模不断扩大。

2012年以来，我国铜铝铅锌四种基本金属产量和消费量全部位居全球第一，已成为全球最大的有色金属生产和消费国，构成了全球范围内的有色金属需求的“中国因素”。虽然国内对于有色金属消费需求可观，但我国有色金属矿产资源较为稀缺，每年需要从国外大量进口资源，资源保障程度处于很低水平，

有色金属价格主要受全球范围内供需状况决定，行业运营风险具备全球性特征。且伴随前期有色金属行业高速发展，国内冶炼环节存在大规模低效产能投入，过剩产能亟待清理，加上我国在下游精深加工、军工及航空等领域高附加值产品进口替代能力较弱，行业“中间大、两头小”的产业链格局问题较为突出。此外，稀土等部分品种存在资源过度无序开发、资源无效利用问题、能耗较高、环境污染等问题较为严重。

针对以上问题，目前产业政策以大力发展矿山原料生产、淘汰落后产能、提高资源利用效率、降低有色金属生产的能源消耗、治理环境污染为主要方向，指导性的行业规划、强制性的准入门槛、供给侧改革措施相继推出。

2017年以来，行业供给侧改革持续推进，4月，

发改委、工信部等四部委发布清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案，启动对违法违规电解铝产能的整顿，根据有色金属协会统计，自启动以来至2017年末目前已有529万吨建成产能停产，另有505万吨在建产能停建，总计涉及违法违规电解铝产能1,034万吨。

2017年以来，国家安监总局推出多项矿山安全生产政策，并于9月在全国范围内开展安全生产大督查。同时，环保部推出排污者付费、第三方治理与排污许可证制度，碳交易市场已经启动，新环境税法也于2018年1月1日起实施，2018年以来国家又陆续推出多项环保及安全政策，预计未来一段时间环保及安全督查力度将持续加强。环保和安全政策的趋严，短期内将增加企业运营成本，但中长期看将有利于行业过

图表1：2017年以来有色金属行业相关主要产业政策一览表

政策名称	发布部门/发布日期	要点
关于全民所有自然资源资产有偿使用制度改革的指导意见	国务院/2017年1月	完善矿产资源有偿使用制度，除协议出让等特殊情形外，对所有矿业权一律以招标、拍卖、挂牌方式出让，严格限制矿业权协议出让，强化矿产资源保护。
全国国土规划纲要(2016—2030年)	国务院/2017年2月	有序建设有色金属产业基地，发挥资源优势，在中西部地区适度建设有色金属深加工基地，利用进口铜、镍等原料，在沿海地区合理布局建设有色金属基地。加强稀土等资源保护力度，合理控制开发利用规模，促进新材料及应用产业有序发展。
关于推进黄金行业转型升级的指导意见	工信部/2017年3月	推进供给侧结构性改革，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业，提出“十三五”期间，黄金产量年均增长3%左右，到2020年末，黄金产量达到500吨，黄金年生产能力达到600吨，黄金开采企业数量从600多家减少到450家左右；固体废物综合利用率达到35%以上，水循环利用率达到90%以上。
清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案	发改委、工信部等四部委/2017年4月	将用6个月时间，通过企业自查、地方核查、专项抽查、督促整改4个阶段，全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作。
非煤矿山安全生产“十三五”规划	国家安监总局/2017年8月	到2020年，非煤矿山法治建设将得到全面加强，淘汰关闭矿山6000座；生产安全事故起数、生产安全事故死亡人数、从业人员千人死亡率较2015年下降10%。
关于开展全国安全生产大检查综合督查的通知	国家安监总局/2017年8月	定于9月份在全国范围内开展安全生产大检查综合督查。此次综合督查的范围是全国31个省(区、市)和新疆生产建设兵团，非煤矿山为重点抽查行业领域之一。
金属非金属矿山重大生产安全事故隐患判定标准(试行)	国家安监总局/2017年9月	加强矿山安全管理规范，提高政策的可操作性。
关于推进环境污染第三方治理的实施意见	环保部/2017年9月	围绕加快实施大气、水、土壤污染防治行动计划，实现环境质量改善，以环境污染治理“市场化、专业化、产业化”为导向，推动建立排污者付费、第三方治理与排污许可证制度有机结合的污染治理新机制。
安全生产应急管理“十三五”规划	国家安监总局/2017年9月	提出了“十三五”时期安全生产应急管理的基本原则：强化应急准备，突出应急处置，实施重点突破，推进改革创新。
矿业权交易规则(试行)	国土资源部/2017年9月	将有关建立省市两级矿业权交易机构、矿业权审批信息公开制度、开展网上交易试点、公示信息与配号系统关联等内容进行整合，国土资源主管部门的职责。
冶金企业和有色金属安全生产规定	国家安监总局/2018年1月	对企业的安全生产保障提出要求，明确各生产设施、操作环节、易燃易爆危险物处理、人员培训等方面的相关规定，要求有关部门加强监督管理并明确法律责任。
燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案(征求意见稿)	国家发改委/2018年3月	对全国燃煤自备电厂的建设和运行提出了24条整治意见。《方案》指出，“未核先建、违规核准、批建不符、开工手续不全等违规在建燃煤自备电厂，一律停止建设。中发9号文件出台之后未经批准或未列入规划的新建燃煤自备电厂，一律停建停运。自备电厂自发自用电量应承担并足额缴纳依法合规设立的政府性基金及附加，并严格执行政策性交叉补贴政策等内容。
2018年工业节能监察重点工作计划	工信部/2018年3月	对2017年违规企业整改落实情况专项督察，对重点高耗能行业专项监察，对阶梯电价执行专项监察，对重点用能产品设备能效提升专项监察等。
关于加强涉重金属行业污染防控的意见	生态环境部/2018年4月	规定重金属减排措施和工程包括四个方面，分别是淘汰落后产能、工艺提升改造、清洁生产技术改造和实施特别排放限值，并要求到2020年，全国重点行业的重点重金属污染物排放量比2013年下降10%。
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院/2018年6月	要求严控“两高”行业产能。重点区域新增钢铁、焦化电解铝等产能；重点区域京津冀及周边地区、长三角汾渭平原等区域，实施煤炭消费总量控制。
《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	工信部、生态环境部/2018年9月	对钢铁、建材、铸造、有色、化工、焦化等高污染和高耗能行业，不再进行统一的停工限产比例，由各个地方根据当地的实际情况，制定停工限产的范围和时间。政策较去年来说，限产覆盖范围缩窄，且力度也有所减弱，对于达到环保要求的企业甚至可执行不限产政策。

数据来源：公开信息，新世纪评级整理

剩产能快速出清，促进行业结构进一步优化。

2018年3月22日，国家发改委下发《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案(征求意见稿)》(下称《方案》)，对全国燃煤自备电厂的建设和运行提出了24条整治意见。《方案》指出，“未核先建、违规核准、批建不符、开工手续不全等违规在建燃煤自备电厂，一律停止建设。自备电厂自发自用电量应承担并足额缴纳依法合规设立的政府性基金及附加，并严格执行政策性交叉补贴政策等内容”。目前政府性基金补缴问题仍未确定，但未来政府性基金征缴将趋严。

山东省是全国最大的电解铝生产省份，自备电比例为100%，且省内存在较多电解铝企业过往没有足额缴纳政府性基金，面临的电费压力较大，其产业竞争力未来下降的可能性大；同时，考虑到氧化铝、铝土矿的资源优势，以及自备电比例较低，广西、云南未来的优势有望增强。

2018年6月，国务院颁布《关于打赢蓝天保卫战三年行动计划》的通知，将京津冀及周边地区、长三角地汾渭平原等域列为重点。该计划在去年采暖季限产规划的重点区域的基础之上，增加了河南洛阳平顶山、三门峡市和吕梁市。若该计划最终能够落实最终将影响到全国72%的氧化铝产能以及31%的电解铝产能。

9月国家最新发布了《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，今年取暖季政策较去年来说，限产覆盖范围缩窄且力度也有所减弱。对于达到环保要求的氧化铝及电解企业甚至可执行不限产政策。

2018年以来，有色金属下游细分行业需求进一步分化，电网基本建设投资及汽车产业增速下滑，房地产与家电投资保持较高增速，总体看有色金属下游需求基础仍缺少实质性支撑。

电力方面，2014~2016年，我国电网投资需求呈加速扩张态势，电网基本建设投资完成额分别为4,118亿元、4,603亿元和5,426亿元，分别同比增长5.75%、11.74%和16.90%。随着骨干网架大规模投

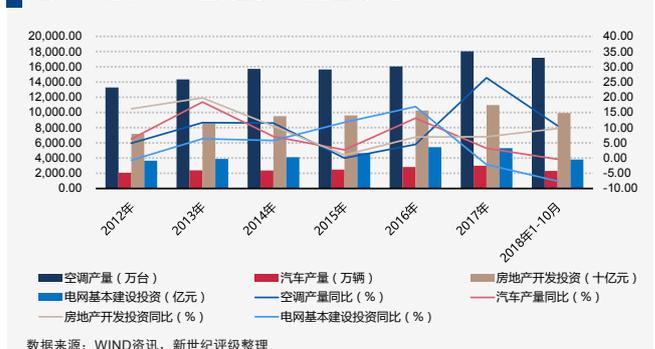
资时代的结束，2017年电网基本建设投资同比下滑2.15%至5,314亿元。2018年1-10月，电网基本建设投资为3,814.00亿元,同比减少7.60%。

房地产方面，2016年以来，得益于前期信贷宽松政策出台，房地产市场持续回暖，拉动房地产投资相应增长，2016年及2017年全国房地产开发投资分别为10.26万亿元和10.98万亿元，同比分别增长6.9%和7.0%，增速较上年同期提升5.9个百分点和0.1个百分点，全国房屋新开工面积分别为16.69亿平方米和17.87亿平方米，同比分别增长8.1%和7.02%。2018年1-10月，全国房地产开发投资额为9.93万亿元，较上年同期增长9.70%；全国房屋新开工面积分别为16.88亿平方米，较上年同期增长16.30%。

汽车方面，2017年，汽车产量为2,994.20万辆，同比增长仅3.20%，增速较上年同期下滑9.90个百分点。2018年1-10月，汽车产量为2,322.60万辆，同比减少0.40%。家电方面，受高温天气影响，2017年我国空调产量达18,039.80万台，同比增长26.40%，增速较去年提升21.90个百分点；2018年1-10月，空调产量为17,175.50万台，同比增长10.60%。

中长期来看，电网投资减缓，汽车产量增速持续回落，随着我国房地产市场调控政策的出台，房地产行业需求也存在较大不确定性，家电行业以存量更新为主、增长空间有限，总体来看有色金属下游需求增长仍然承压。

图表2：近年来有色金属主要下游行业增长情况



2018年以来十种有色金属产量增速同比有所回升，但增长水平仍低于宏观经济增长速度。2018年主要有色金属价格总体呈波动回落态势，而均价较2017年相对平稳。

2014年以来，受经济增速放缓影响，房地产、汽车和家电等有色金属主要下游行业整体表现出增速放缓趋势，电网投资在前期加速扩张之后亦有所放缓。受此影响，我国有色金属产量增长速度有所下降。

2014~2017年，全国十种有色金属产量分别为4,417万吨、5,090万吨、5,283万吨和5,378万吨，同比分别增长7.2%、5.8%、2.5%和3.0%，2017年增速虽较上年有所回升，但行业增长速度仍低于宏观经济增长水平。随着供给侧改革边际效应递减及有色金属价格普遍回升激励的影响，2018年1-10月，全国十种有色金属产量为4,478.50万吨，同比增长4.40%，增速较上年同期提升1.0个百分点。

分品种看，精炼铜产量在铜冶炼产能扩张的带动下保持较快增速，2016-2017年及2018年1-10月，精炼铜产量分别为843.63万吨、888.90万吨和739.30万吨，分别同比增长5.95%、7.70%和10.60%，总体国

图表3：近年来我国十种有色金属产量及增速



数据来源：国家统计局

图表4：主要有色金属产量变化（单位：万吨）

产品	2015年	2016年	2017年	2018年1-10月
精炼铜	796.36	843.63	888.90	739.30
原铝	3,141.31	3,187.32	3,227.00	2,771.00
铅	385.82	466.54	471.60	396.20
锌	615.50	627.35	622.00	465.20
镍	33.18	21.99	20.26	11.73*
锡	16.69	18.27	18.22	12.89*

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理
注*：镍和锡的产量为2018年1-9月累计数

内精铜市场仍呈现供应略过剩格局（国内铜精矿产量与进口量之和大于消费量）。

电解铝产量在供给侧改革以及行业自律同步推进的情况下增速放缓，2016-2017年分别为3,187.32万吨和3,227.00万吨，分别同比增长1.28%（增速较上年下降7.15个百分点）和1.60%。2018年1-10月，电解铝产量为2,771.00万吨，同比增长4.40%。

因再生铅产量增长影响，原生铅供应短缺对铅产量增长影响相对较小，2016-2017年及2018年1-10月，铅产量分别为466.54万吨、471.60万吨和396.20万吨，同比分别增长5.70%、9.70%和8.30%。

受锌价持续低迷影响，2015年末开始行业企业控制产量，2016-2017年及2018年1-10月，锌产量分别为627.35万吨、622.00万吨和465.20万吨，同比分别增长1.96%，减少0.70%和3.10%。

近年来受全球镍矿产量逐步下降的影响，我国精炼镍产量呈逐年下降趋势，2015-2017年及2018年1-9月分别为33.18万吨、21.99万吨、20.26万吨和11.73万吨，同比分别减少5.97%、8.67%、7.47%和增长1.04%。主要受冶炼加工费持续低迷的影响，2017年及2018年1-9月我国精炼锡产量分别为18.22万吨、12.89万吨，同比分别减少0.31%和0.41%。

作为大宗商品之一，有色金属的价格主要受全球经济增长预期及矿山资源开发供给状况的影响。2014-2015年因下游需求持续低迷，大多数有色金属价格持续下滑，导致部分矿山停产，资源供给端逐步紧缩。2016年以来，受供需情况有所好转、原油期货上涨带来的大宗商品上涨等一系列利好因素影响，主要有色金属产品价格普遍出现明显反弹。根据世界金属统计协会（WBMS）数据，当年除铜供给过剩外，大多数有色金属呈现供需紧平衡格局，供给小规模短缺。受上述因素影响，2016年末铜、铝、铅、锌、锡现货价格分别较年初上涨22.70%、17.58%、35.09%、56.93%、56.73%，全年均价分别较上年下降6.36%，上涨3.55%、11.10%、9.70%和9.12%。

2017年，以美欧为首的发达经济体复苏，全球经济数据稳步回升，带动大宗商品价格持续回暖，全年铜、铝、铅、锌、锡现货均价分别较上年上涨28.76%、15.53%、25.85%、41.95%、19.98%。其中，铅锌价格涨幅最大，国际矿业巨头嘉能可锌矿项目未能复产，国内铅锌矿山受制于安全及环保压力新项目投产不及预期，由此带来的供需紧缺格局是支撑锌价及铅价走强的主要因素；受铜矿主产区智利罢工因素影响，铜价快速上涨；铝在国内供给侧改革政策

预期以及国外市场供需紧缺等因素影响下，亦有较大幅度增长。

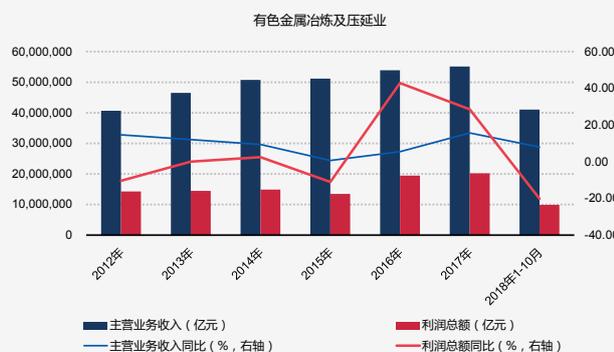
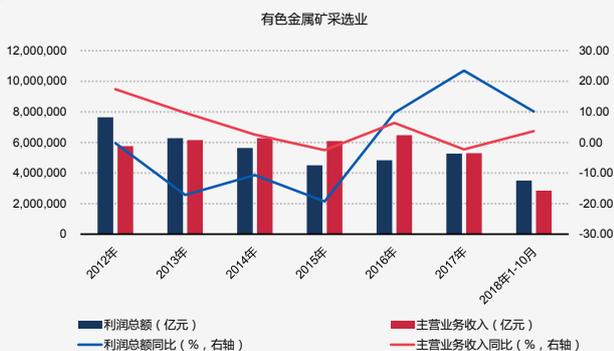
2018年以来，铜价呈现先震荡后下行趋势，走势偏弱，11月末价格较上年末下降9.05%；铝价受国内矿山治理整顿、中美贸易摩擦和国内需求不旺等多重因素影响，由高位波动下行，11月末价格较上年末下降8.16%；因国家加大环保督察，上半年部分地区再生铅厂进入整合、升级而大规模减停产，铅价持续上涨，6月末价格较年初上涨11.55%，但下半年开始随着再生铅供给逐渐恢复和市场进入淡季，铅价逐步回落；锌价在连续大幅上涨后呈现回落态势，一方面因国外矿山产能逐步释放、精矿供给增加，另一方面受下游需求增速放缓影响，11月末锌价较上年末下降17.54%；受锡矿供给波动和中美贸易战的影响，锡价波动较大，但价格仍处于高位；上半年镍价在新能源汽车产量高速增长和环保限产的驱动下保持上涨趋势，但7月以来受中美贸易战和下游不锈钢需求疲软镍价出现波动下滑，11月末镍价较上年末下降2.15%。

图表5：近年来主要有色金属价格情况（元/吨）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理；左轴为铝、铅、锌的价格，右轴为铜、锡和镍板的价格；为长江有色金属平均价格。

图表6：近年来有色金属行业整体收入及盈利变动情况



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

总体来说，2018年以来，有色金属价格走势总体呈现波动回落态势。从均价来看，2018年1-11月铜、铅、锡和镍的价格分别较2017年上涨3.15%、4.09%、1.26%和23.85%，铝和锌的价格分别较2017年下降1.28%和1.22%，均价变动相对平稳。

2018年以来，有色金属行业结构实现进一步整合，尤其是上游资源端企业集中度实现较大提升。有色金属产品价格总体呈波动下滑，但均价较上年变化不大，有色金属企业收入保持增长，矿采选企业盈利水平持续提升，而冶炼与压延加工业经营压力加大。

2018年以来，供给侧改革政策继续推进，有色金属行业环保及安全生产监管趋严，部分矿山因安全隐患、生产成本上升等原因停产，有色金属行业结构实现进一步整合，尤其是上游资源端企业集中度实现较大提升。从行业企业数量来看，2018年10月末，有色金属矿采选业和冶炼及压延加工企业单位数分别较2017年年末减少12.90%和4.77%。

2017年，有色金属采选业实现营业收入5,301.10亿元，同比减少2.30%，实现利润总额527.20亿元，同比增长23.50%；有色金属冶炼与压延加工业实现营业收入55,142.40亿元，同比增长15.70%，实现利润总额2,023.90亿元，同比增长28.60%。

2018年1-10月，有色金属采选业实现营业收入2,850.90亿元，同比增长3.70%，实现利润总额350.80亿元，同比增长10.10%；有色金属冶炼与压延加工业实现营业收入41,032.50亿元，同比增长8.00%，实现利润总额991.50亿元，同比减少20.10%。

财务杠杆方面，受行业景气度好转影响，2017年末有色金属矿采选业和压延加工业的资产负债率分别为51.44%和63.34%，分别较上年期末下降1.52个百分点和0.66个百分点，企业财务压力有所减轻。2018年以来，有色金属企业财务杠杆有所上升，10月末有色金属矿采选业和压延加工业的资产负债率分别升至56.24%和64.17%。

从有色金属行业50家发债企业样本（行业排名居前）的利润总额占比来看，2017年，样本企业利润总额为692.55亿元，在行业利润总额中占比为27.15%，2016年这一占比仅为11.75%。2018年前三季度，样本企业利润总额为527.01亿元。

二、行业样本数据分析

以下分析中样本选取自有色金属行业¹尚在存续期的78家发债企业，剔除经营数据公开程度较差的企业12家，此外为避免因合并口径问题导致重复计算而剔除集团下属子公司的样本13家、因下属子公司有色行业特征更明显而剔除集团样本3家，共筛选出50家样本企业。其中，上市公司19家，占比约四成；按企业性质划分，包含中央国企7家、地方性国企20家、民营企业17家、其他企业（集体企业、外资企业等）6家。分

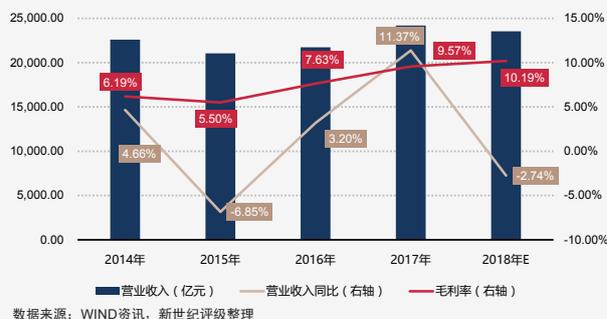
析中引述的样本收入、期间费用、现金流等期间数据2018年度数据统计期间一般为2017Q3-2018Q3；另外江铜集团、魏桥铝电等9家企业最新财务数据仅到2018年上半年度，数据统计期间为2017H1-2018H1。

2017年以来，受益于有色金属价格的持续回升及产品产销量增速有所恢复，样本企业营业收入增长较快，毛利率进一步提升，盈利能力及经营性现金流状况持续改善。同期，样本企业资产负债率有所下降态势，企业信用质量进一步改善。但需关注，目前企业应收账款周转速度受下游需求低迷影响有所放缓，且行业负债经营程度较高、资本支出规模较大，均对企业信用质量存在不利影响。

【营收状况】受价格持续下跌、产销量增速下滑的影响，2015年有色金属样本企业收入整体出现下滑，但2016年以来随着价格持续回升，行业整体毛利率提升，收入恢复增长，2017年，样本企业总计实现营业收入2.42亿元，较上年增长11.37%，增速较上年提升8.17个百分点。2018年以来有色金属均价总体平稳，样本企业当年预计营业收入较上年基本持平，整体毛利率略提升至10.19%。

【经营业绩】随着债务规模扩张，样本企业财务费用快速增长，2015年样本企业财务费用支出达到572.53亿元的较高水平；且大型有色企业大部分为国企，人员负担重，管理费用亦处于偏高水平，伴随收入下滑，当年期间费用率达6.06%。受益于央行降息，

图表7：样本企业收入及毛利率变动情况



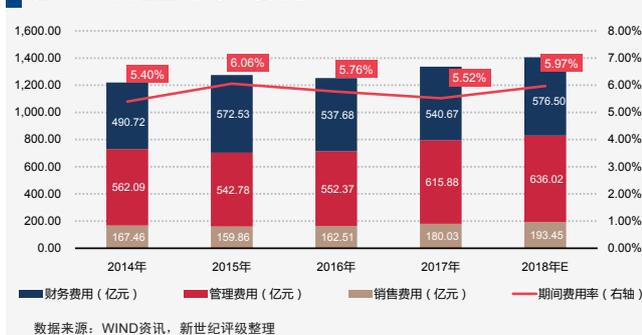
¹根据新世纪评级《有色金属行业信用评级方法（2018版）》，有色金属行业包括有色金属采选、冶炼、压延三个子行业。

样本企业财务费用有所减少，且伴随收入增长，2016年样本企业期间费用率有所下降。2017年样本企业收入增速加快，期间费用率较上年有所下降。2018年以来受融资成本上升影响，样本企业预计财务费用较上年增长6.63%，管理费用亦有所增长，全年期间费用率预计较上年增加0.45个百分点至5.97%。

有色金属行业利润主要来自于毛利，从整体上看，2016年以来随着行业持续回暖，企业盈利状况逐步改善，2017年样本企业净利润同比大增228.47%；2018年样本企业预计实现净利润464.97亿元，较上年增长2.71%。近年来样本企业非经营性损益波动较大，对净利润产生一定影响。其中，2014、2015年因行业景气度低迷，有色金属价格持续下跌，企业对存货计提较大规模减值准备，两年合计计提506.96亿元。随着有色金属行业回暖，价格走高，2016年资产减值损失规模有所减少。样本企业2017年计提的资产减值损失规模较大，一方面魏桥铝电因关停产能，大规模计提在建工程、固定资产减值准备（当年共计提40.38亿元），另一方面因经营业绩较好、出于平滑利润考虑，部分企业计提的资产减值损失有所增加。2018年前三季度样本企业计提资产减值损失共计71.61亿元。

【运营效率】受下游客户回款速度减慢影响，样本企业应收账款周转时间有所延长，由2013年的11.80天增至2018年（预期）的16.41天，但周转速度仍处于较快水平。样本企业期末库存账面价值变动与价格走势更为相关，实际周转效率近年来整体变化不明显，2018年（预期）为69.91天，较上年增加7.97天，主

图表8：样本企业期间费用变动情况



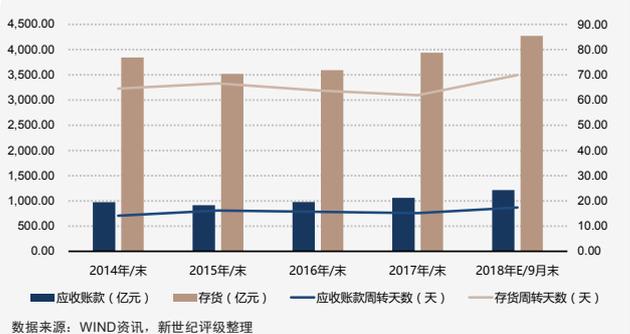
要是由于产品价格处于相对高位，存货以期末价格计价，而营业成本多以历史成本结算（偏小），由此计算得到的存货周转天数有所增加。

【债务状况】有色金属行业固定资产投资规模较大（2015年以来投资持续负增长，但每年固定资产投资完成额仍超过5,000亿元），导致行业整体负债规模近年来持续增长，资产负债率于2015年达到最高点。

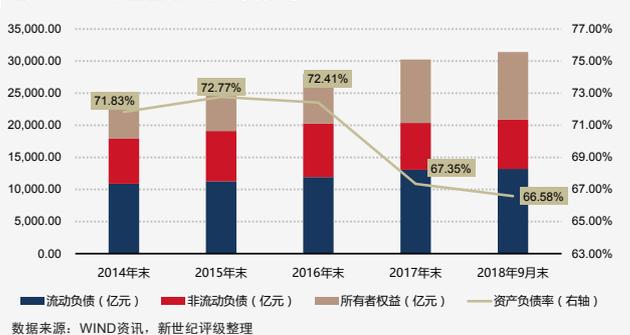
图表9：样本企业盈利来源及构成分析（单位：亿元）



图表10：样本企业应收账款及存货变动情况



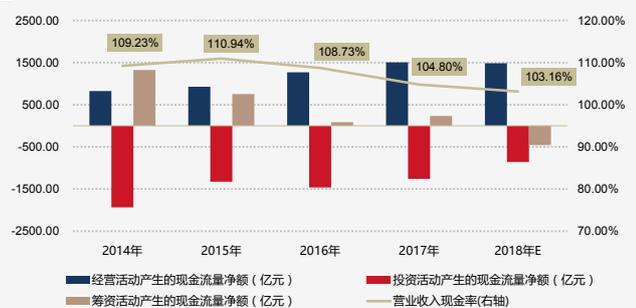
图表11：样本企业杠杆水平变化趋势



行业总体资产负债率较高，但受益于行业景气度好转及国家去杠杆因素影响，近年来有所下降，2018年9月末样本企业资产负债率为66.58%，较2015年末高点下降6.19个百分点。从债务结构来看，行业带息债务占比较大，同期末样本企业的带息债务为1.38万亿元，占负债总额约66%，且行业负债以短期债务为主，同期末长短期债务比为58.24%。

【现金流量】有色金属行业整体业务收现能力较强，受益于产品价格回升，2016年以来行业经营活动现金流有所好转，2015-2017年样本企业实现经营活动现金净流入分别为929.24亿元、1,269.16亿元和1,506.72亿元。2018年经营活动现金净流入预计为1,484.92亿元，营业收入现金率为103.16%；经营活动现金流对带息负债的覆盖率为10.67%，较上年提升0.22个百分点。受去杠杆因素影响，有色金属行业资本性投资有所放缓，但投资规模仍较大，2015-2017年及2018年（预期）样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为1211.43亿元、1035.11亿元、929.58亿元和983.59亿元。受资本性开支规模较大影响，前几年样本企业非筹资性现金呈净流出，2017年以来受益于经营活动产生的现金流增加及资本性投资支出波动下降，非筹资性现金由净流出转为净流入，2015-2017年及2018年（预期）样本企业非筹资性净现金流分别为-397.51亿元、-194.82亿元、248.73亿元和627.02亿元。同期，筹资性净现金流与非筹资性净现金流基本呈反向变化。

图表12：样本企业现金流量分析（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

三、行业信用等级分布及级别迁移分析²

（一）主体信用等级分布

受益于债券市场回暖，2018年前三季度，有色金属行业发行债券的主体合计27家（其中7家仅发行超短期融资券），较上年同期增加4家；公开市场发行债券规模1,149.30亿元，较上年同期增长40.33%。新发债主体级别分布在AA级及以上，其中AAA级主体10个，AA+级主体8个，AA级主体9个。截至2018年9月末，有色金属行业仍在存续期内的债券发行主体共计64个（3个为2018年新发债主体），其中AAA级主体19个，AA+级主体14个，AA级主体28个，AA-级主体1个，A+级主体1个，C级主体1个。发债主体中39家为各央企及地方国有企业，区域地位稳固。

图表13：有色金属行业主体信用等级分布

发行主体信用等级	2018年前三季度		截至2017年9月末	
	发行主体数量(家)	占比	发行主体数量(家)	占比
AAA	10	37.04%	19	29.69%
AA+	8	29.63%	14	21.88%
AA	9	33.33%	28	43.75%
AA-	--	--	1	1.56%
A+	--	--	1	1.56%
C	--	--	1	1.56%
合计	27	100.00%	64	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（二）主体信用等级迁移

受有色价格大幅波动影响，有色企业主体信用等级波动较大。在下游需求不足、价格长期承压的背景下，2015年有色金属行业亏损企业增加，行业整体信用质量下降，致2016年7家有企业主体信用等级下移，8家展望亦调整为“负面”。随着有色金属行业经营状况好转，多数前期亏损企业2016年度实现扭亏，行业整体信用质量有所改善，2017年2家主体信用等级上移，7家评级展望亦由负面调整为稳定，另外，1家因自身经营及财务状况弱化主体信用等级下移（内蒙古矿业）。随着有色金属价格持续上升、行业景气度回暖，2017年大多数有色企业经营业绩大幅增长，行业整体信用质量有所提升，2018年，有色金属行业61家公开发行债券存续主体中7家主体信用等级上移，分

²本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债信用的评级结果。此外，统计主体等级分布时需剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

别为南山铝业、闽西兴行、金川集团、北方稀土、新兴发展、天齐锂业和东阳光科，另外，利源精制因融资环境、沈阳利源建设影响，流动资金紧张、大量债务逾期，短期流动性危机致整体经营能力和偿债能力显著削弱，2018年8月以来被联合信用连续5次下调信用等级，由AA调降至C，14利源债未能及时付息已构成实质违约。

图表14：有色金属行业主体信用等级迁移情况

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	C
AAA	15	-	-	-	-	-
AA+	4	10	-	-	-	-
AA	-	3	26	-	-	1
AA-	-	-	-	1	-	-
A+	-	-	-	-	1	-

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（三）行业主要债券品种利差分析³

2018年前三季度，有色金属企业发债数量有所增加，期间行业合计发行98支债券，较上年同期增加26支；包含50支超短期融资券、6支短期融资券、27支中期票据及15支公司债，发债主体对超短期融资券的发行选择倾向仍较明显。

总体上看，行业债券发行利差随主体信用等级下降及发行期限上升大体呈扩大趋势。

1.短期融资券⁴

2018年1-9月，有色金属行业内南山集团（AAA）、山东宏桥（AA+）、远高集团（AA）3家企业共发行6支一般短期融资券，债券发行利差随着主体信用等级下降而增大，主体等级AAA、AA+和AA的债券发行利差均值分别为213.16BP、292.10BP和456.20BP，分别较上年同期增加64.60BP、121.99BP和115.76BP。

2.中期票据

2018年1-9月，有色金属行业内13家企业共发行27支中期票据。其中，中铝集团（AAA）发行4

支3年期、1支5年期中期票据，发行利差均值分别为138.15BP和181.66BP。中国有色集团（AAA）、陕西有色（AAA）、中国黄金集团（AAA）、南山集团（AAA）和中国铝业（AAA）各发行1支3年期中期票据，发行利差区间为100.14~233.95BP，其中南山集团同级别中发行利差最大；招金集团（AAA）发行1支5年期中期票据，发行利差为154.94BP。山东宏桥（AA+）发行8支3年期中期票据，发行利差均值为387.09BP；厦门钨业（AA+）发行2支3年期中期票据，发行利差均值为156.81BP；锡业股份（AA+）发行2支3年期中期票据，发行利差均值为328.88BP；铜陵有色（AA+）发行2支3年期中期票据，发行利差均值为275.46BP。北方铜业（AA）发行2支3年期中期票据，发行利差均值为198.32BP；中科集团（AA）发行1支3年期中期票据，发行利差为221.95BP。

3年期中期票据发行主体中AA+与AA主体发行利差倒挂，部分系北方铜业（AA）债项信用级别增进至AAA，部分系中科集团（AA）财务结构稳健、盈利能力较强，财务质量处于AA级同行业企业中等偏上水平，市场认可度较高。

3.公司债券

2018年1-9月，有色金属行业内10家企业共发行15支公司债券。其中，南山集团（AAA）发行3支、招

图表15：有色金属行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
		区间	均值
AAA	1	213.16	213.16
AA+	4	259.86~324.09	292.10
AA	1	456.20	456.20

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表16：有色金属行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3年	AAA	8	66.69~233.95	159.38
5年	AAA	2	154.94~181.66	168.30
3年	AA+	14	140.92~419.15	329.93
3年	AA	3	174.68~221.95	202.94

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

³本部分所统计债券均为公开发行的债券，发行利差=发行利率-起息日同期限中债国债到期收益率。

⁴短期融资券统计对象仅为1年期短期融资券，不包含超短期融资券。

金矿业（AAA）发行3支、中国铝业（AAA）发行2支、招金集团（AAA）发行1支公司债券；天齐锂业（AA+）和西部矿业（AA+）各发行1支公司债券；盛宴集团（AA）、盛屯矿业（AA）、中科集团（AA）和新凤祥集团（AA）各发行1支公司债券。

债券发行利差整体随着主体信用等级下降而增大，主体等级AAA、AA+和AA的债券发行利差均值分别为170.63BP、275.49BP和362.01BP。其中AAA企业新发行公司债券中5年期发行利差低于3年期发行利差主要系招金矿业（AAA）5年（3+2）期公司债券发行利差仅90.24BP，受益于财务结构较稳健、毛利率处于同业较好水平及发行时点较好等综合影响。

图表17：有色金属行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3年	AAA	6	116.71~251.69	179.74
5年	AAA	3	90.24~217.02	152.40
5年	AA+	2	246.61~304.37	275.49
3年	AA	1	265.90	265.90
5年	AA	3	372.77~406.37	394.04

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

四、2019年度行业信用展望

因我国的矿山资源匮乏，企业主要通过进口精矿或通过收购海外矿山方式拓展资源储备，因此行业供给主要由全球资源开发情况确定，且受各国有色金属采矿政策的影响。

需求方面，除稀土等部分品种以外，我国有色金属产品出口量相对较小，因此行业需求主要受国内下游房地产、家电、汽车、电网建设等行业需求决定。作为大宗商品，有色金属价格除受供需面影响外，还与全球投资者对于宏观经济的预期、美元走势乃至全球政治局势等因素有关。

从成本构成角度来看，有色金属不同品种、所处的不同产业链环节细分行业的成本要素构成不尽相同，相关的要素成本价格变动与细分行业信用质量密切相关，行业共同的成本因素有产能结构（以折旧与摊销体现）、安全装备支出、环保支出等因素。此

外，有色金属行业为资金密集型行业，资金成本变动对于行业财务状况产生一定影响。影响行业信用质量的主要核心因素如下表所示。

图表18：影响行业信用质量的核心信用因素及2019年度趋势预测

核心信用因素	2019年度变化趋势预测	潜在影响
宏观经济	<p>全球经济走势：贸易战背景下经济下行压力加大</p> <p>美元走势：美联储或转鸽，强势美元预期减弱</p> <p>国内政策：货币政策：稳健中性，强化政策统筹协调，缓释信用收缩，引导资金流向民营企业、小微等重要领域和薄弱环节。财政政策：结构性积极，优先推进减税降费。</p> <p>行业政策：供给侧改革有力推进，环保核查趋严，短期内企业运营成本增加。</p>	<p>负面</p> <p>贵金属避险需求或增加</p> <p>正面</p> <p>短期负面，长期正面</p>
国内宏观经济走势	经济进入调整期，宏观经济增速预期将进一步放缓	负面
中观	<p>全球矿山资源开发情况：大型矿山入选品位下降，资源枯竭，矿山项目建设区期较长，产能增长较慢，行业供给总体较有序</p> <p>有色金属市场：当前供需格局显示有色价格有下行压力</p> <p>行业固定资产投资：投资负增长</p> <p>竞争格局：行业集中度有所提升</p>	<p>中性</p> <p>中性</p> <p>中性</p> <p>正面</p>

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

有色金属下游需求增速放缓，行业经营承压

我国宏观经济增长持续放缓，目前有色金属行业面临的发展环境仍较为复杂，电网投资高速增长不可持续，房地产受宏观调控影响存在较大不确定性，家电行业仍以存量更新为主增长空间有限，汽车行业虽有所回暖但增长动力不足，有色金属产品总体需求或将维持低速增长态势，行业经营仍然承压。

部分金属矿山供给短缺延续，铜、铝、铅等有色金属供需平衡预计仍将存在

世界金属统计局(WBMS)数据显示，2018年1-10月全球铝、铅、镍等多数金属供应短缺，其中铝供应短缺24.64万吨，铅供应短缺27.8万吨，镍供应短缺1万吨，锡供应短缺0.63万吨；仅锌供应过剩14.63万吨。

铝供给方面，受指标置换影响，我国2018年电解铝新增产能约330万吨，2019-2020年仍有300万吨产能待释放，预计电解铝供给紧张将有所缓解。

铅供给方面，随着澳大利亚Paroo Station（帕罗站矿产8万吨）和墨西哥的Naica（奈卡）矿（年产1.9万吨）的重启及国内铅矿山产能的增长，铅供应由短缺转为略微过剩。

锌矿方面，国际锌矿巨头嘉能2018年上半年重启澳大利亚Lady Loretta矿场的锌生产，2018年锌产量预估为106-112万吨，较上年稳中略降，并计划在2019-2020年有限度增产；五矿资源位于澳洲的Dugald River矿山项目2017年已投产，年产锌金属量21万吨，另Vedanta Resources位于南非的Gamsberg矿也于2018年中投产，年产锌金属量25万吨，锌矿有一定供给增加压力。

2018年1-9月铜市场供应短缺0.63万吨，随着上轮铜矿产高峰产能释放，2018年全球铜矿新增的供给有限，且铜矿的品位在不断下降，影响现有铜矿产出，铜市总体供给受限。

全球经济下行压力加大，预计有色需求转弱

金属消耗量和全球经济发展密切相关。2019年贸易战前景仍不明朗，全球经济下行压力加大。世界银行业预计2019年全球经济增长放缓0.1个百分点至3.0%；国际货币基金组织（IMF）在2018年10月发布

的《全球经济展望》也调低了2019年全球经济增长预期。经济增速放缓影响下，有色需求将有所转弱，不利于提振有色产品价格。

供给侧改革持续推进，安全与环保监管趋严常态化，产能结构改善可期

中短期内，供给侧改革将持续推进。此外，环保及安全督查监管趋严，新环境税法的实施，有利于加速行业过剩产能出清，促进行业结构进一步优化。

行业经营成本上升，企业信用质量进一步分化

从发债企业来看，有色金属大型企业多数或拥有较强的矿产资源储备，或拥有下属上市公司直接融资渠道畅通，或为国资国企背景在改革方面得到政府的大力支持，具有较强的抗风险能力；而行业内信用水平较低的中小型企业抗风险能力较弱，随着过剩产能整治、安全与环保成本费用上升以及资金成本上升，信用水平存在下降空间。