

有色金属行业

稳定

## 有色金属行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 廖晓敏 刘佳

2017 年以来, 受益于产品价格持续回升, 有色金属行业逐渐回暖, 企业收入恢复较快增长, 盈利水平继续得到改善, 从选取的样本数据来看, 企业信用质量明显提升, 偿债压力有所减轻。同时政策方面, 供给侧改革不断推进、环保督查力度趋严, 行业集中度有所提升。展望 2018 年, 新环保法即将实施, 有利于过剩产能出清, 优化行业竞争格局, 价格方面, 部分金属矿山供给短缺延续, 加上数据显示全球经济复苏向好, 有色金属价格仍有望维持上涨格局, 行业信用质量有望提升, 但仍需关注国内有色金属下游需求增速放缓以及全球宏观经济运行状况、美联储加息进程等不确定因素对于有色金属价格的影响。

总体来看, 伴随有色金属行业信用质量改善, 2017 年 1-9 月行业内数家发债主体信用等级向上迁移或评级展望由负面调整为稳定。从市场表现看, 行业内发债主体发行利差仍遵循随信用等级提升而下降的规律。受债券市场整体发行利率上升的影响, 2017 年有色金属行业债券发行数量较去年同期大幅减少, 发行利差较上年同期有所扩大。

展望 2018 年, 在我国经济转型升级的背景下, 国内有色金属需求将进一步承压, 但全球经济的持续回暖仍可为有色金属价格提供一定支撑; 环境成本及能源成本上升, 仍将进一步推动我国以冶炼为主的有色金属产业不断提升发展质量, 行业内部分优势品种和优势企业, 仍可保持信用质量稳定。

### 行业基本面

2017 年以来, 行业供给侧改革持续推进, 环保及安全督查监管趋严, 新环境税法即将于 2018 年起实施, 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，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 1034 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，新环境税法也即将于 2018 年 1 月 1 日起实施，预计未来一段时间环保及安全督查将逐渐常态化。环保以及安全督查趋严，短期内将增加企业运营成本，但中长期看将有利于行业过剩产能快速出清，促进行业结构进一步优化。

图表 1. 2016 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
《钨行业规范条件》	工信部 2016 年 1 月	加强钨行业管理，遏制低水平重复建设，提升资源综合利用水平和节能环保水平
稀土行业规范条件（2016 年本） 《稀土行业规范条件公告管理办法》	工信部 2016 年 4 月	对各类稀土矿山企业生产规模、工艺及装备、单位产品能源消耗及稀土矿采选综合回收率、冶炼总收率等指标进行重新修订
关于全面推进资源税改革的通知	财政部、国税总局 2016 年 5 月	对 21 种资源品目和未列举名称的其他金属矿从从量计征调整为从价计征，完善政府储备与商业储备相结合
关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见	国务院 2016 年 6 月	目标：优化有色金属工业产业结构，重点品种供需实现基本平衡，电解铝产能利用率保持在 80% 以上，铜、铝等品种矿产资源保障能力明显增强任务：严控新增产能、退出过剩产能；加强技术创新；健全政府储备与商业储备相结合的储备体系等
工业绿色发展规划（2016-2020 年）	工信部 2016 年 6 月	以钢铁、石化、建材、有色金属等行业为重点，积极运用环保、能耗、技术、工艺、质量、安全等标准，依法淘汰落后和化解过剩产能
《稀土行业发展规划（2016—2020 年）》	工信部 2016 年 10 月	合理调控稀土开采、生产总量，到 2020 年稀土年度开采量控制在 14 万吨以内。严厉打击稀土生产违法违规行为，严格市场准入制度，除六家大型稀土集团外不再新增采矿权。
《有色金属工业发展十三五（2016—2020 年）规划》	工信部 2016 年 10 月	有色金属工业值年均增速目标为 8%
有色金属工业用电政策	发改委、工信部、能源局 2016 年 12 月	符合《产业结构调整指导目录》和国家标准的有色金属企业，应全部电量参与电力直接交易，不受电压等级限制
《中华人民共和国环境保护税法》	2016 年 12 月	环境保护税将于 2018 年 1 月 1 日开始征收，征收标准：大气污染物每污染当量 1.2—12 元；水污染物每污染当量 1.4—14 元；固体废物按不同种类每吨 5 元至 1000 元不等，其中危险废物为每吨 1000 元；工业噪声按超标分贝数，每月按 350 元至 11200 元缴纳等。
打击稀土违法违规行为专项行动通知	工信部等八部门 2016 年 12 月	自 2016 年 12 月至 2017 年 4 月在全国开展打击稀土违法违规行为专项行动
电解铝行业去产能	国务院 2016 年 12 月	各地方、各部门不得以其他任何名义、任何方式备案新增电解铝产能项目
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。

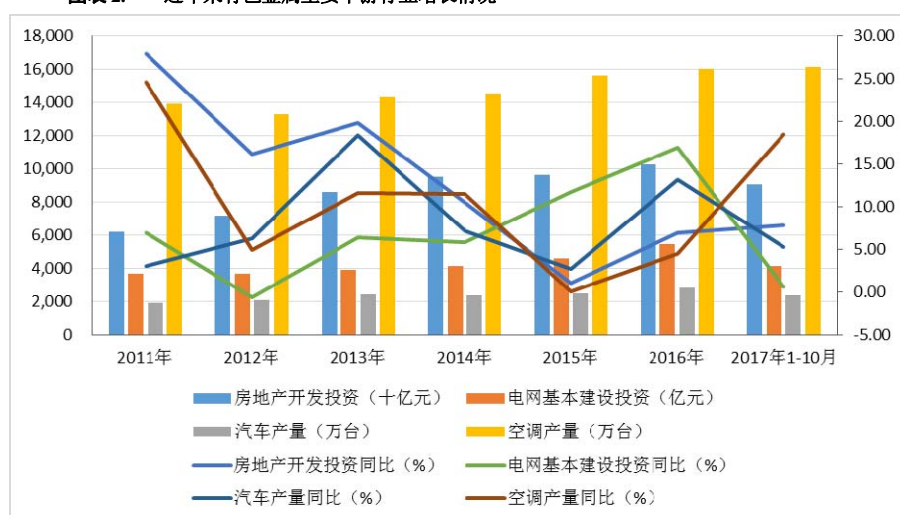
政策名称	发布部门 发布日期	要点
清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案	发改委、工信部等四部委 2017 年 4 月	将用 6 个月时间，通过企业自查、地方核查、专项检查、督促整改 4 个阶段，全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作。
非煤矿山安全生产“十三五”规划	国家安监总局 2017 年 8 月	到 2020 年，非煤矿山法治建设将得到全面加强，淘汰关闭矿山 6000 座；生产安全事故起数、生产安全事故死亡人数、从业人员千人死亡率较 2015 年下降 10%。
关于开展全国安全生产大检查综合督查的通知	国家安监总局 2017 年 8 月	定于 9 月份在全国范围内开展安全生产大检查综合督查。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。

数据来源：公开信息，新世纪评级整理

**2017 年以来，有色金属下游细分行业需求有所分化，电网基本建设投资及汽车产业增速下滑，房地产与家电投资增速则有所提升，但有色金属下游需求基础仍缺少实质性支撑。**

2017 年 1-10 月，有色金属行业各下游细分行业需求有所分化，电网投资在前期加速扩张之后有所放缓，汽车产业增速有所下滑，但房地产、家电等有色金属主要消费领域则延续了 2016 年的加速增长态势。电力方面，2014~2016 年，我国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%，电网投资需求呈加速扩张态势，但 2017 年以来有所放缓，1-10 月电网基本建设投资完成额为 4,126 亿元，同比增长 0.64%，较上年同期下降 27.84 个百分点。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 1-10 月全国房地产开发投资分别为 10.26 万亿元和 9.05 万亿元，同比分别增长 6.9% 和 7.8%，增速较上年同期提升 5.9 个百分点和 1.2 个百分点，全国房屋新开工面积分别为 16.69 亿平方米和 14.51 亿平方米，同比分别增长 8.1% 和 5.6%。汽车方面，2016 年，汽车产量为 2,819.37 万辆，同比增长 13.10%，较上年同期提升 10.40 个百分点；2017 年 1-10 月，汽车产量为 2,349 万辆，同比增长仅 5.3%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点。家电方面，2016 年我国空调产量为 16,049.30 万台，同比增长 4.50%，增速较上年提升 4.50 个百分点，但仍然处于较低水平；2017 年以来受高温天气影响，1-10 月产量为 16,164.7 万台，同比增长 18.5%，增速较去年同期提升 16.4 个百分点。但房地产行业受宏观调控影响存在较大不确定性，家电行业以存量更新为主增长空间有限，有色金属下游需求增速总体放缓。

图表 2. 近年来有色金属主要下游行业增长情况

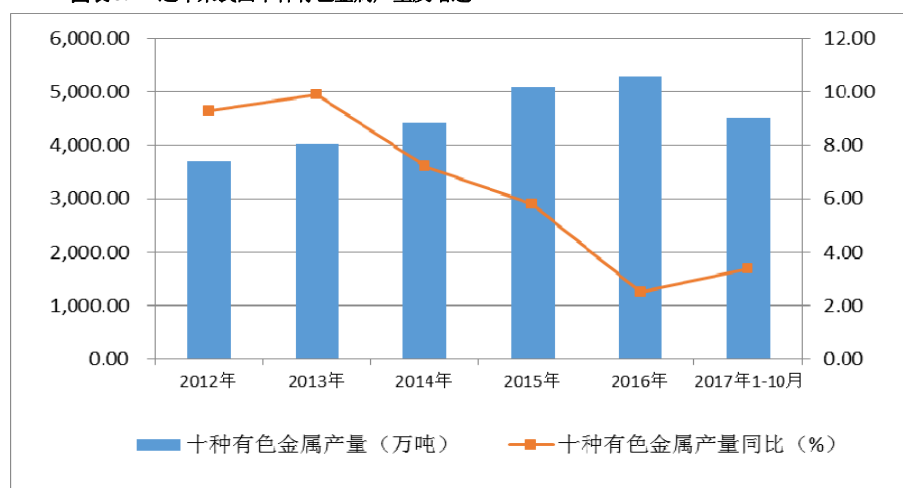


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

2017 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。

但近年来, 受经济增速放缓影响, 我国有色金属产量增长速度有所下降。2014~2016 年, 全国十种有色金属产量分别为 4,417 万吨、5,090 万吨和 5,283 万吨, 同比分别增长 7.2%、5.8%和 2.50%, 增速分别回落 2.7 个百分点、1.4 个百分点和 3.3 个百分点, 行业增长速度低于宏观经济增长水平。2016 年, 电解铝受益于供给侧改革产能去化明显, 2016 年产量为 3187.3 万吨, 同比增长 1.28%, 增速较上年下降 7.15 个百分点。2017 年 1-10 月, 行业增速有所回升, 同期全国十种有色金属产量为 4522 万吨, 同比增长 3.4%, 增速较上年同期提升 2.2 个百分点。其中, 电解铝产量为 2723 万吨, 同比增长 3.7%, 增速较上年同期有所提高, 但控制在合理范围; 精炼铜产量为 737.10 万吨, 同比增长 6.3%; 铅产量为 417.7 万吨, 同比增长 4.7%; 锌产量为 505.4 万吨, 同比下降 2.1%。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-10 月
精炼铜	795.86	796.36	843.63	737.10
原铝	2,438.20	3,141.31	3,187.32	2,723.00
铅	422.13	385.82	466.54	417.70

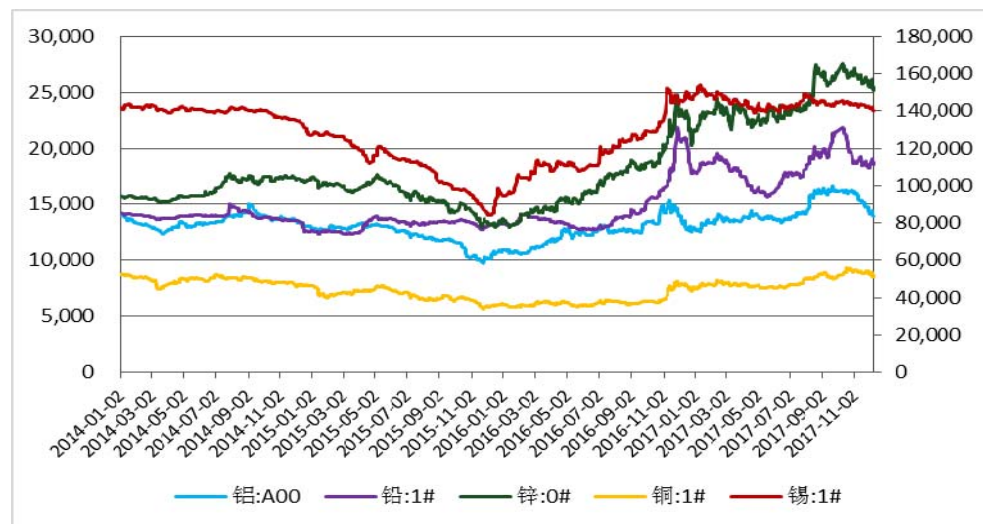
产品	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-10 月
锌	582.69	615.50	627.35	505.40
镍	35.36	33.18	21.99	--
锡	18.69	16.69	18.27	--

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

**2017 年以来，全球经济数据稳步回升，带动大宗商品价格持续回暖，供给端持续受限，主要有色金属产品价格继 2016 年触底后持续反弹。**

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。2017 年以来，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，主要有色金属产品价格继 2016 年触底后持续反弹。1-11 月铜、铝、铅、锌、锡现货均价分别较去年同期上涨 30.41%、16.34%、29.93%、45.51%、23.08%，11 月末铜、铝、铅、锌、锡现货价分别为 52520 元/吨、14170 元/吨、18250 元/吨、25430 元/吨和 142250 元/吨。其中，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；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，涨幅达 16.34%。

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、锡的价格

**2017 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，受益于产品价格持续回升，有色金属行业逐渐回暖，企业收入恢复较快增长，盈利水平继续得到改善。**

2017 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，10 月末，有色金属矿采选业、冶炼及压延加工企业单位数分别较年初减少 7.3% 和 1.5%；从有色金属行业 43 家发债企业样本（行业排名居前）的利润总额占比来看，2017 年 1-9 月，上述 43 家企业利润总额为 405.91 亿元，在行业利润总额中占比为 20.51%，2016 年这一占比仅为 12.86%。

2017 年以来，受益于有色金属价格持续反弹及行业集中度提高，行业经营状况持续向好，1-10 月有色金属矿采选业、冶炼及压延加工企业合计实现主营业务收入 53095.8 亿元，同比增长 10.48%，实现利润总额 2,430.30 亿元，同比增长 30.91%。其中，有色金属采选业实现营业收入 5371.40 亿元，同比增长 9.5%，实现利润总额 514.20 亿元，

同比增长 41.8%；有色金属冶炼与压延加工业实现营业收入 47724.40 亿元，同比增长 17.1%，实现利润总额 1738.90 亿元，同比增长 44.1%。

财务杠杆方面，受行业景气度好转影响，2017 年 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为 52.47% 和 63.80%，分别较上年同期末下降 1.16 个百分点和 0.64 个百分点，企业财务压力有所减轻。

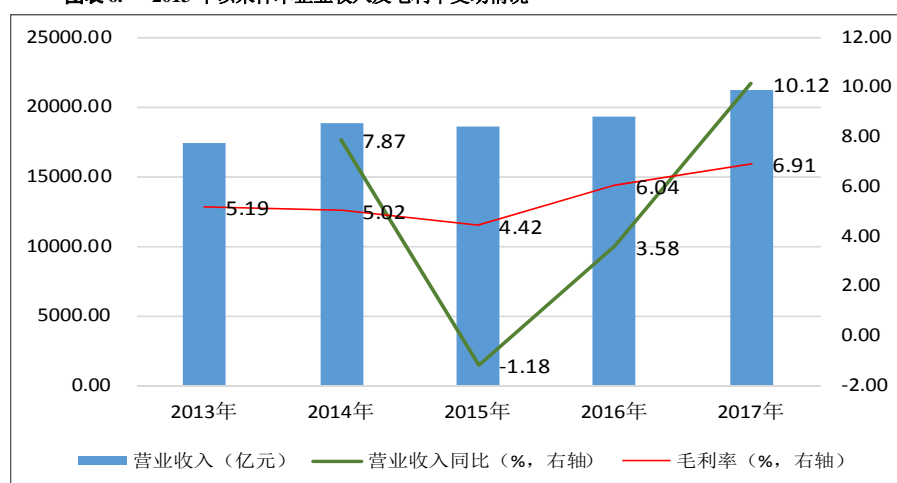
## 行业样本数据分析

以下分析中样本选取自有色金属行业尚在存续期的 77 家发债企业，考虑样本数据及时性要求，剔除未披露三季报的企业 17 家，并剔除经营数据公开程度较差的企业 10 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 7 家，共筛选出 43 家样本企业。其中，上市公司 14 家，占比约三成；按企业性质划分，包含中央国企 7 家、地方性国企 16 家、民营企业 20 家。分析中引述的样本收入、期间费用、现金流等 2017 年度数据统计期间为 2016Q4-2017Q3。

2017 年，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延续了上年的下降态势，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，但随着 2016 年以来价格持续回升，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 21186.54 亿元，较上年增长约 10.12%，增速较上年提升 6.54 个百分点。样本企业毛利率变动情况与产品价格变动趋势保持一致，2017 年样本企业整体毛利率为 6.94%，较上年提升 0.87 个百分点。

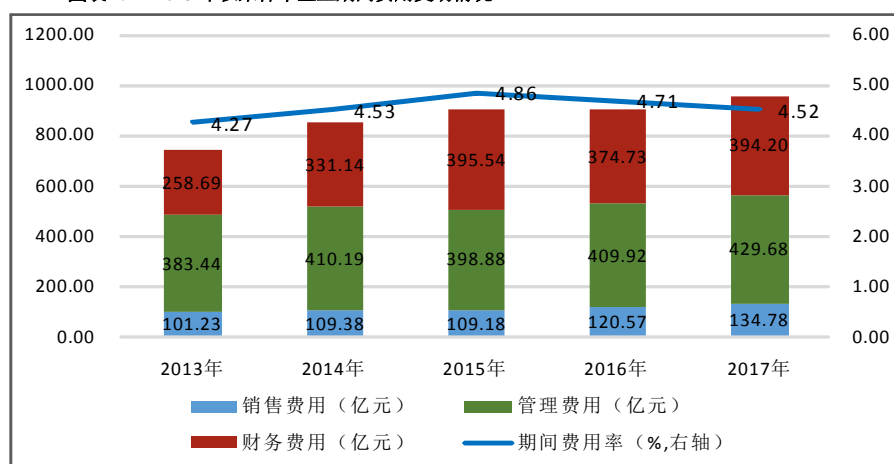
图表 6. 2013 年以来样本企业收入及毛利率变动情况



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

【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 395.54 亿元的较高水平，且伴随当年收入下滑，全年期间费用率达 4.86%，2016 年，因新增债务规模缩减，样本企业财务费用有所减少，且伴随收入增长，样本企业期间费用率有所下降，2017 年企业收入增速加快，期间费用率较上年减少 0.19 个百分点至 4.52%。

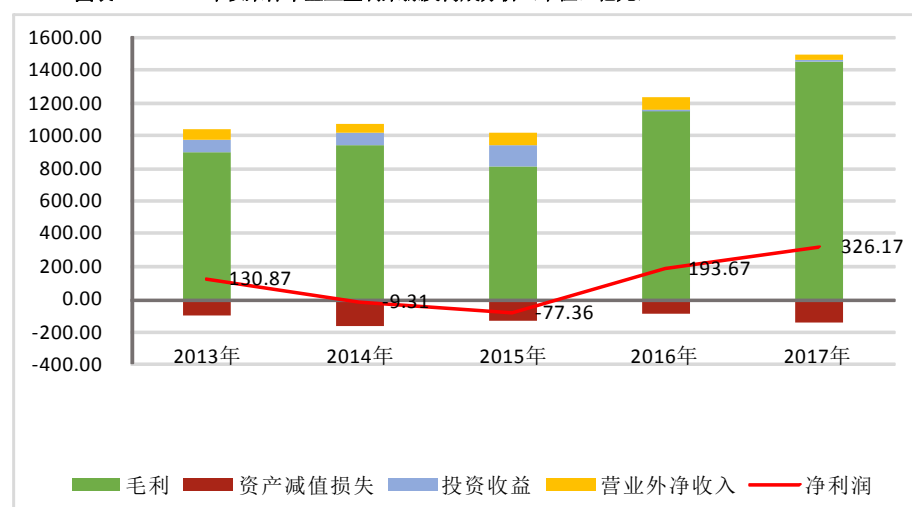
图表 7. 2013 年以来样本企业期间费用变动情况



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

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 年样本企业实现净利润 326.17 亿元, 较上年大幅增长 68.42%。非经营性损益尤其是因市场价格下跌计提的资产减值损失对净利润产生一定影响。其中, 2014 年因行业景气度低迷, 有色金属价格大幅下降, 企业对存货计提较大规模减值准备, 样本企业资产减值损失达 164.61 亿元, 随着有色金属行业回暖, 价格走高, 2015-2016 年资产减值损失规模有所减少, 2017 年因魏桥铝电等部分企业较大规模关停产能, 资产减值损失规模较上年有所增加。

图表 8. 2013 年以来样本企业盈利来源及构成分析 (单位: 亿元)



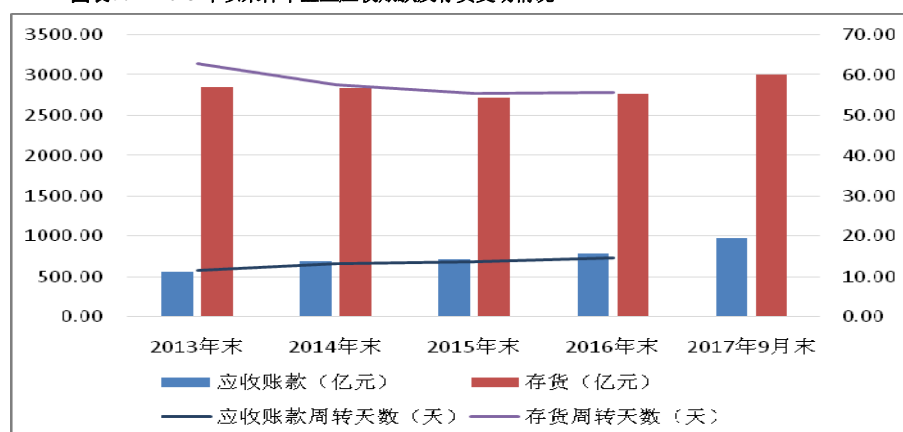
项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业毛利	903.51	943.76	820.75	1161.32	1464.08
资产减值损失	-94.48	-164.61	-131.65	-81.00	-142.75
投资净收益	79.34	76.30	126.05	8.97	5.97
营业外净收入	63.98	60.17	78.94	71.23	34.44
合计	952.35	915.62	894.09	1160.52	1361.74

资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

【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速度小幅减缓, 自 2013 年末起应收账款周转天数每年增加约 1.01 天, 2016 年末为 14.76 天, 较上年增加 0.92 天。同期末样本企业存货周转天数为 55.81 天, 与上年基本持平, 存货周转速度前期适度加快主要是由于产品价格持续下跌, 存货以期末较低价格计价, 而营业成本则于发生时结算, 由此计算得到的存货周转率较高所致, 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。

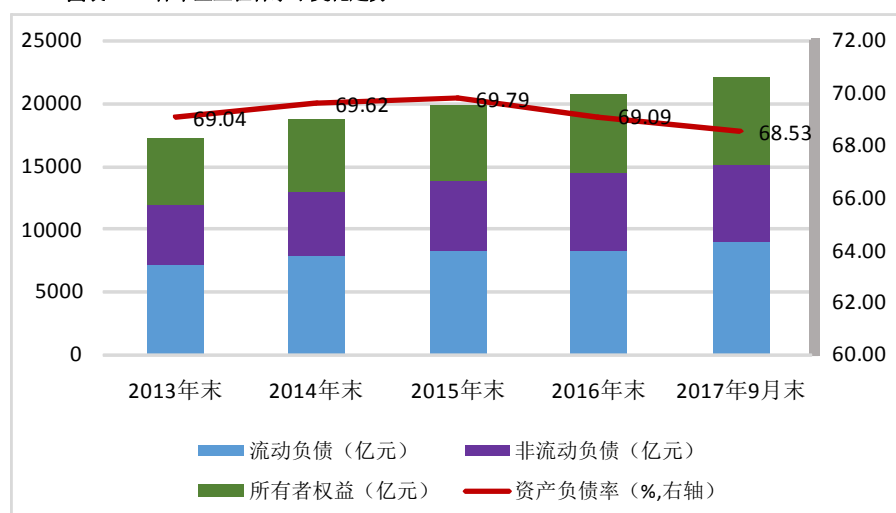
图表 9. 2013 年以来样本企业应收账款及存货变动情况



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

**【债务状况】**有色金属行业固定资产投资规模较大，虽 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 5000 亿元，导致行业整体负债规模近年来持续增长。2017 年 9 月末，样本企业负债总额为 15102.17 亿元，较年初增长 5.33%。行业总体资产负债率较高，但受益于行业景气度好转影响，2016 年以来有所下降，2017 年 9 月末样本企业资产负债率较年初下降 0.56 个百分点至 68.53%。从债务结构来看，行业有息债务占比较大，同期末样本企业的有息债务为 10784.88 亿元，占负债总额的 71.41%，且行业负债以短期债务为主，同期末长短期债务比为 68.21%。

图表 10. 样本企业杠杆水平变化趋势



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

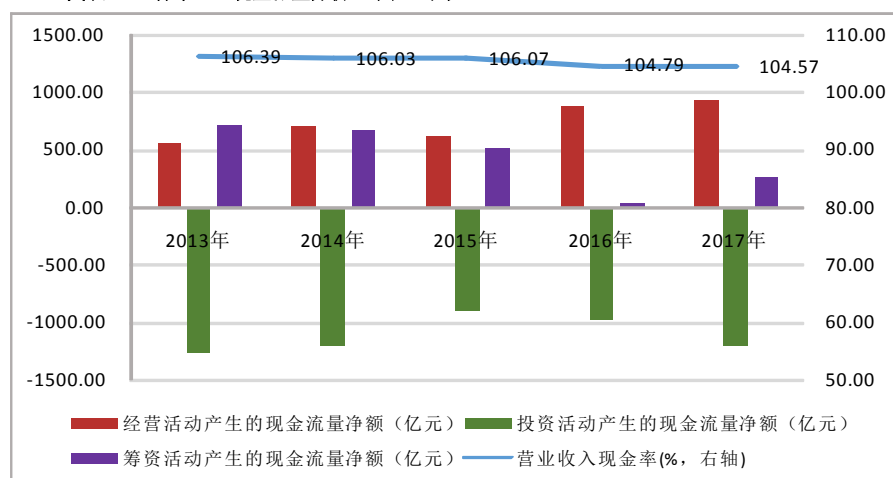
**【现金流量】**有色金属行业整体业务收现能力较强，受益于产品价格回升，2016 年以来行业经营活动现金流有所好转，2017 年样本企业实现经营活动现金净流入 942.72 亿元，较上年增长 6.24%，营业收入现金率为 104.57%。经营活动现金流对有息负债的覆盖率为 8.79%，较上年提升 0.05 个百分点。

行业资本性开支较大，投资规模主要受行业景气度影响，2016 年以来，资本支出恢复较快增长，2017 年样本企业投资活动现金净流出较上年增长 25.13% 至 1205.95 亿元。由于行业资本性开支规模较大，行业非筹资性现金近五年保持净流出，2013-2017 年非筹资性现金净流出规模分别为 697.76 亿元、489.90 亿元、280.37 亿元、76.50 亿元和 263.23 亿元，其中，2016 年受益于经营性现金流好转以及资本开支减少，非筹资性现金流出规



模处于较低水平。同期，筹资规模也在 2016 年降至低点之后 2017 年恢复增长。

图表 11. 样本企业现金流量分析 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 行业信用等级分布及级别迁移分析<sup>1</sup>

### 主体信用等级分布

受利率上行、债券融资成本上升的影响, 2017 年前三季度, 有色金属行业发行债券的主体合计仅 25 家 (其中 8 家仅发行超短期融资券), 较上年同期减少 9 家, 新发债主体级别分布在 AA 级及以上, 其中 AAA 级主体 8 个, AA+级主体 6 个, AA 级主体 11 个。截至 2017 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 77 个, 其中 AAA 级主体 13 个, AA+级主体 13 个, AA 级主体 42 个, AA-级主体 4 个, A+级主体 5 个, 发债主体中 47 家为各央企及地方国有企业, 区域地位稳固。

图表 12. 有色金属行业主体信用等级分布

发行主体信用等级	2017 年 1-9 月		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	8	32.00	13	16.88
AA+	6	24.00	13	16.88
AA	11	44.00	42	54.55
AA-	--	--	4	5.19
A+	--	--	5	6.49
合计	25	100.00	77	100.00

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

### 2. 主体信用等级迁移

2016 年以来, 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 1-9 月, 有色金属行业 77 家存续债发行主体中 2 家主体发生信用等级向上迁移, 分别为盛屯矿业和远高集团, 新疆有色、湖南有色、盛和资源、万基铝业等 7 家主体的评级展望由负面调整为稳定, 详见附录二。此外, 2 家主体发生信用等级向下迁移, 为北方稀土和内蒙古矿业, 其中北方稀土因距离前次评级时间 (2013 年 7 月) 间隔较长, 期间信用质量下降, 主体信用等级由前次 AAA 向

<sup>1</sup> 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, 即不考虑中债资信的评级结果。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。

下迁移至 AA+, 内蒙古矿业因出现关注类贷款、利润持续亏损、经营获现能力持续弱化等, 主体信用等级由 AA+ 向下迁移至 AA, 评级展望由负面调整为稳定。

图表 13. 有色金属行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年 9 月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	13	1	--	--	--
AA+	--	12	1	--	--
AA	--	--	39	--	--
AA-	--	--	2	4	--
A+	--	--	--	--	5

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 行业主要债券品种利差分析<sup>2</sup>

2017 年前三季度, 有色金属企业发债数量同比明显减少, 期间行业合计发行 56 支债券, 较上年同期减少 45 支, 包含 28 支超短期融资券、11 支短期融资券、8 支中期票据及 9 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。短期融资券、中期票据以及公司债的具体发行利差情况详见附录三。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仍呈扩大趋势, 此外, 受债券市场利率上行影响, 有色金属行业整体发行利差较去年同期有所上升。

### 1. 短期融资券<sup>3</sup>

2017 年 1-9 月, 有色金属行业内中国铝业公司 (AAA)、山东宏桥 (AA+)、东营方圆 (AA)、远高集团 (AA) 等 9 家企业共发行 11 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 148.56BP、170.11BP 和 340.44BP, 分别较上年同期增加 62.57BP、54.04BP 和 43.65BP, 主要因 2017 年以来债券发行利差上升所致。其中, 格林美股份、晟晏实业和远高实业同为主体等级 AA 的民营企业, 短券发行利差分别为 179.11BP、416.27BP 和 410.78BP, 与后二者相比, 格林美为上市公司, 资产和收入规模处于 AA 级同行业企业中等偏上水平, 毛利率水平高, 盈利能力较强, 近五年主体级别稳定在 AA 级, 相较之下, 晟晏实业和远高实业均为非上市公司, 资产和收入规模相对较小, 晟晏实业 2015 年 6 月级别由 AA- 上调至 AA, 远高实业 2017 年 2 月级别由 AA- 上调至 AA。

图表 14. 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	2	148.50~148.62	148.56
AA+	3	163.96~180.20	170.11
AA	6	179.11~416.27	340.44

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

### 2. 中期票据

2017 年 1-9 月, 行业内 3 家企业共发行 8 支中期票据。其中, 中国铝业公司 (AAA) 发行 4 支 3 年期中期票据, 发行利差均值为 179.46BP。陕西有色 (AAA) 发行 1 支 3 年期中期票据, 发行利差为 252.07BP。山东宏桥 (AA+) 发行 3 支 5 年期中期票据, 发行利差均值为 224.07BP。其中, 陕西有色 (AAA) 发行的“17 陕有色 MTN002” 期限为

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

3+N 年，发行利差为 252.07BP，为同级别企业发行 3 年期公司债最高利差，主要系该期中票包含发行人有权于 3 年期限届满及此后存续期付息日行使赎回权的发行条款。

图表 15. 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	5	155.60-252.07	193.98
5 年	AA+	3	222.85~224.69	224.07

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 3. 公司债券

2017 年 1-9 月，有色金属行业内紫金矿业（AAA）、南山铝业（AA+）、赤峰黄金（AA）等 8 家企业共发行 9 支公司债。其中，紫金矿业（AAA）发行 1 支 3 年期公司债，发行利差为 164.36BP，其余 8 家均发行 5 年期公司债，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 160.43BP、171.09BP 和 278.74BP。其中，5 年期公司债券发行主体中 AA+ 与 AAA 主体发行利差相近，部分系南山铝业（AA+）发行的公司债由南山集团提供担保，债项级别增级为 AAA 所致。

图表 16. 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	1	164.36~164.36	164.36
5 年	AAA	2	110.01~210.85	160.43
5 年	AA+	3	150.54~187.96	171.09
5 年	AA	3	251.84~318.45	278.74

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2018 年行业信用展望

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子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 17. 影响行业信用质量的核心信用因素及 2018 年趋势预测

核心信用因素		2018 年变化趋势预测	潜在影响
宏观	全球经济走势	全球经济预计持续复苏	正面
	美元走势	美联储 2017 年 10 月起启动渐进式被动缩表，并预期 2018 年内将加息三次，特朗普减税法案 2017 年 12 月获通过，目前加息预期已经基本消化，但缩表+减税将支撑美元走强	负面
	国内政策	货币政策：央行调高存款准备金率，利率上行，企业财务成本上升；	负面

		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。	负面
	国内宏观经济走势	宏观经济增速预期将进一步放缓	负面
中观	全球矿山资源开发情况	大型矿山入选品位下降，资源枯竭，有色金属矿业巨头矿山项目复工情况不及预期，且矿山项目建设区期较长，产能增长较慢，行业供给端相对紧张	中性
	有色金属市场	当前供需格局显示价格有望持续反弹	正面
	行业固定资产投资	投资负增长	中性
	竞争格局	行业集中度有所提升	正面

数据来源：公开资料，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、铅等有色金属供需紧平衡预计仍将存在

世界金属统计局(WBMS)数据显示，2017 年 1-10 月全球铝、铅、锌、镍等多数金属供应短缺，其中铅供应短缺 37.60 万吨，锌供应短缺 50.40 万吨，镍供应短缺 4.99 万吨，铝供应短缺 143.40 万吨。铅供给方面，国内铅锌矿山因环保督查减产，影响了全球铅矿供给；锌矿方面，2016 年国际锌矿巨头嘉能可减产规模较大，目前尚无复产消息，但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 矿也有望 2018 年中投产，年产锌金属量 25 万吨，锌矿供给缺口预计将收窄；铝供给方面，去产能持续发力，环保趋严、采暖季限产等因素制约铝供给，2018 年预计短缺局面仍将持续；2017 年 1-10 月铜市场供应过剩 5.7 万吨，但全球铜矿资源开发情况不及预期，铜矿入选品位持续下降，主产地智利铜矿受罢工、电力中断，铜市总体供给受限。

### 全球经济复苏超预期，金属价格有望继续回升

IMF 近期预计 2017 年全球 75% 的经济体增速加快，为近十年来最大范围的增长提速，经济增长超预期，同时全球贸易和投资也迅速回暖，全球经济处于上行周期，复苏持续发力，带动有色金属需求增长。而多数有色金属矿山供应短缺，叠加我国政府致力于稳步推进供给侧结构性改革带来的对供给端的抑制效应，2018 年大部分有色金属价格有望继续回升。

### 供给侧改革持续推进，安全与环保监管趋严，产能结构改善可期

2017 年以来，电解铝行业违法违规项目清理以及环保督查、采暖季限产等环境整治行动，倒逼部分电解铝企业阶段性关停产能，政策力度加大，导向明确，预计 2018 年供给侧改革将持续推进。此外，环保及安全督查监管趋严，新环境税法即将实施，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，或拥有下属上市子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，信用水平存在一定的下降空间。

## 附录一

有色金属行业样本企业信用等级分布及主要经营财务数据<sup>4</sup>

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体 评级	评级机构	资产 总额 (亿元)	所有者 权益(亿 元)	资产 负债率 (%)	营业 收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活 动净现 金流(亿 元)	流动比 率	应收账 款周转 天数 (天)	存货周 转天数 (天)
中国铝业公司	AAA/稳定	中诚信国际	5218.31	840.99	83.88	2675.80	7.81	-5.80	70.70	0.75	22.15	62.45
江西铜业集团公司	AAA/稳定	中诚信国际	1240.51	532.31	57.09	2261.36	4.79	13.75	51.76	1.22	19.35	30.50
陕西有色金属控股集团有限责任公司	AAA/稳定	中诚信国际	1292.47	404.94	68.67	1258.73	5.61	6.96	15.59	0.90	13.03	49.85
紫金矿业集团股份有限公司	AAA/稳定	中诚信证券	936.59	376.89	59.76	835.37	13.88	29.07	90.57	0.97	4.51	64.49
中国黄金集团公司	AAA/稳定	中诚信国际	1093.68	314.47	71.25	964.27	8.15	0.47	24.24	0.83	12.68	70.72
中国有色矿业集团有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	1189.10	305.91	74.27	1404.29	6.87	15.13	62.08	1.26	27.85	58.48
山东黄金集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	1112.81	322.86	70.99	786.28	10.03	7.76	51.58	0.87	9.38	71.58
山东招金集团有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	505.58	187.38	62.94	439.80	8.17	5.54	37.38	0.65	6.77	62.61
山东魏桥铝电有限公司	AA+/稳定	联合信用	1346.47	485.83	63.92	886.04	18.20	69.41	265.03	0.96	6.45	61.82
金川集团股份有限公司	AA+/稳定	大公国际	1222.22	378.12	69.06	2143.85	2.51	-22.96	114.32	0.87	6.45	42.94
山东南山铝业股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	461.87	343.40	25.65	152.92	29.00	22.09	23.76	1.91	52.82	144.13
辽宁忠旺集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	619.22	266.63	56.94	180.85	33.73	34.01	-42.41	1.56	122.85	79.94
铜陵有色金属集团控股有限公司	AA+/稳定	联合资信	865.97	218.13	74.81	1544.09	3.03	0.06	-23.06	0.81	5.30	35.57
西部矿业股份有限公司	AA+/稳定	中诚信证券	321.96	131.64	59.11	251.71	10.65	3.22	33.06	1.10	0.13	26.48
福建省稀有稀土(集团)有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	291.41	120.55	58.63	141.22	24.06	4.04	-3.68	1.16	52.42	166.55
中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	AA+/稳定	联合信用	220.28	105.50	52.10	86.42	21.62	7.07	-3.41	2.24	78.57	315.61
云南锡业集团(控股)有限责任公司	AA/稳定	中诚信国际	547.75	135.30	75.30	548.68	7.50	-5.53	14.15	0.82	14.06	40.35
东营方圆有色金属有限公司	AA/稳定	联合信用	193.32	100.82	47.85	226.06	8.41	9.13	10.66	2.43	0.81	96.97
新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司	AA/稳定	东方金诚	334.56	97.36	70.90	211.02	15.62	14.44	4.18	0.68	2.29	63.45

<sup>4</sup> 下表企业经营数据中时期数是在 2017 年前三季度报表基础上的对 2017 年全年的预测数, 时点数则截至 2017 年 9 月末。

发行人名称	最新主体评级	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	流动比率	应收账款周转天数 (天)	存货周转天数 (天)
阳谷祥光铜业有限公司	AA/稳定	联合资信	200.94	76.72	61.82	350.75	4.23	5.19	19.78	1.36	3.09	66.88
格林美股份有限公司	AA/稳定	联合资信	214.05	76.93	64.06	99.25	20.15	4.99	12.09	1.20	94.53	164.71
内蒙古高新控股有限公司	AA/稳定	联合资信	150.48	72.83	51.60	9.70	13.83	0.20	-0.71	6.48	104.65	1363.86
中科实业集团(控股)有限公司	AA/稳定	新世纪评级	109.85	73.10	33.46	45.30	23.42	9.70	0.48	3.13	92.29	153.88
新兴发展集团有限公司	AA/稳定	中诚信国际	232.42	78.04	66.42	589.33	1.64	9.88	-8.48	1.51	6.02	34.44
安泰科技股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	100.36	58.85	41.37	45.75	16.80	0.54	1.95	1.38	103.95	146.14
河南中孚实业股份有限公司	AA/稳定	联合信用	261.71	59.22	77.37	125.38	10.13	0.47	7.51	0.53	13.60	57.90
天齐锂业股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	143.23	83.33	41.82	50.94	70.05	22.62	26.93	1.55	18.12	107.17
宁夏晟晏实业集团有限公司	AA/稳定	大公国际	111.86	62.51	44.11	61.36	30.53	8.60	5.46	2.46	94.02	141.95
西安迈科金属国际集团有限公司	AA/稳定	东方金诚	206.38	49.28	76.12	911.33	2.49	3.23	3.06	0.84	4.55	13.84
湖南黄金集团有限责任公司	AA/稳定	中诚信国际	99.74	47.44	52.43	100.65	16.18	2.36	7.53	0.90	13.14	37.80
新疆新鑫矿业股份有限公司	AA/负面	新世纪评级	78.92	43.97	44.29	17.63	13.56	-0.98	9.79	1.26	22.92	319.76
广东东阳光科技控股股份有限公司	AA/稳定	联合资信	125.17	45.17	63.91	67.27	19.88	3.13	1.36	0.83	62.63	76.79
盛屯矿业集团股份有限公司	AA/稳定	联合信用	113.83	44.45	60.96	170.14	7.16	4.49	6.06	1.54	15.29	39.76
宁夏远高实业集团有限公司	AA/稳定	大公国际	85.51	46.15	46.02	54.28	27.51	7.41	5.85	2.00	71.31	93.14
山东恒邦冶炼股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	139.58	41.45	70.30	210.18	6.73	3.10	-5.73	1.03	0.29	92.90
宝鸡钛业股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	71.52	36.81	48.54	29.74	21.86	1.41	-0.57	2.34	142.74	289.97
宁波金田投资控股有限公司	AA/稳定	新世纪评级	93.60	37.66	59.76	491.93	3.10	4.14	6.96	1.43	10.39	14.61
新疆众和股份有限公司	AA/稳定	中诚信证券	97.98	33.69	65.62	46.54	14.26	1.11	0.41	1.29	62.66	73.44
赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	49.64	27.08	45.45	25.96	27.82	3.33	-3.91	1.80	25.71	250.75
郴州市金贵银业股份有限公司	AA/稳定	东方金诚	91.45	37.16	59.36	98.75	7.06	2.04	3.59	2.25	0.20	152.65
盛和资源控股股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	87.90	53.07	39.62	48.11	16.89	4.25	-3.55	3.09	80.63	283.50
西北有色金属研究院	AA-/稳定	大公国际	93.95	45.65	51.41	35.02	24.05	2.17	-2.18	1.51	150.91	268.83
广东东方锆业科技股份有限公司	A+/稳定	鹏元资信	30.94	10.58	65.81	9.65	28.40	0.46	1.71	0.85	169.59	183.22

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 附录二

## 2017 年 9 月末有色金属行业存续债券发行主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2016 年末主体等级及展望
宁夏远高实业集团有限公司	大公国际	AA/稳定	2017.6.27	AA-/稳定
盛屯矿业集团股份有限公司	联合资信	AA/稳定	2017.5.23	AA-/稳定
中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	联合信用	AA+/稳定	2017.6.14	AAA/稳定
内蒙古矿业(集团)有限责任公司	中诚信国际	AA+/负面	2017.7.28	AA+/稳定
新疆有色金属工业(集团)有限责任公司	新世纪评级	AA+/稳定	2017.6.23	AA+/负面
云南锡业集团(控股)有限责任公司	中诚信国际	AA/稳定	2017.7.11	AA/负面
河南中孚实业股份有限公司	联合信用	AA/稳定	2017.5.15	AA/负面
湖南有色金属控股集团有限公司	大公国际	AA/稳定	2017.6.22	AA/负面
青海省投资集团有限公司	大公国际	AA/稳定	2017.7.25	AA/负面
盛和资源控股股份有限公司	鹏元资信	AA/稳定	2017.6.21	AA/负面
河南万基铝业股份有限公司	鹏元资信	A+/稳定	2017.6.18	A+/负面

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 附录三

## 2017 年 1-9 月有色金属行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限(年)	发行时主体信用等级	发行主体	发行利差(bp)
短期融资券	1	AAA	中国铝业公司	148.50
	1	AAA	中国铝业股份有限公司	148.62
	1	AA+	山东宏桥新型材料有限公司	163.96
	1	AA+	山东宏桥新型材料有限公司	166.18
	1	AA+	山东宏桥新型材料有限公司	180.20
	1	AA	格林美股份有限公司	179.11
	1	AA	新疆众和股份有限公司	296.50
	1	AA	东营方圆有色金属有限公司	364.95
	1	AA	西安迈科金属国际集团有限公司	375.05
	1	AA	宁夏远高实业集团有限公司	410.78
中期票据	1	AA	宁夏晟晏实业集团有限公司	416.27
	3	AAA	中国铝业公司	182.51
	3	AAA	中国铝业公司	155.60
	3	AAA	中国铝业公司	172.03
	3	AAA	中国铝业公司	207.71
	3	AAA	陕西有色金属控股集团有限责任公司	252.07
	5	AA+	山东宏桥新型材料有限公司	224.69
	5	AA+	山东宏桥新型材料有限公司	224.66
公司债券	5	AA+	山东宏桥新型材料有限公司	222.85
	3	AAA	紫金矿业集团股份有限公司	164.36
	5	AAA	江西铜业股份有限公司	110.01
	5	AAA	招金矿业股份有限公司	210.85
	5	AA+	中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	150.54
	5	AA+	中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	187.96
	5	AA+	山东南山铝业股份有限公司	174.78
	5	AA	赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	251.84
5	AA	格林美股份有限公司	265.93	
5	AA	合盛硅业股份有限公司	318.45	

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

附录四

**有色金属行业样本企业信用质量  
(略)**