

2019 年上半年有色金属行业 信用风险总结及展望

2019.10.30



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

2019 年上半年有色金属行业信用风险总结与展望

一、主要观点

2019 年上半年，有色金属行业共发行 71 只债券，发债总额 853.29 亿元，较去年同期增长 1.06%，变化不大。从发债主体级别情况来看，2019 年上半年发债主体共 22 家，其中以 AAA 企业为主。下半年有色金属行业到期债券数量 86 只，到期债券总额 979.98 亿元，涉及到期债券主体 33 个，部分企业下半年的债券到期金额与上半年成功发行金额相差较大，或存在一定的资金压力。

级别调整方面，随着上半年跟踪评级的完成，有色金属行业级别调整情况相对较多，其中，主体级别上调的企业共 2 家、主体级别下调的企业 2 家。

2019 年上半年，中美经贸摩擦反复拉锯，短期内达成协议的可能性依然很低，目前仍处于不确定性较大的窗口调整期。同时以美联储为首的央行，普遍表达出对于下半年降息的支持态度，个别央行已经宣布降息，全球降息潮在下半年可能会加剧。国内方面，货币市场宽松局面继续保持，PMI 数据继续走弱，社融增速持续回升，GDP 同比回落，绝对水平创新低，中国经济仍面临下行压力；但随着减税、降费、降成本等政策红利逐步落地，下半年制造业有望得到改善。整体来看，一季度有色金属价格整体呈现先扬后抑的走势，反弹显示的是宏观层面对去年极度悲观预期的修正，随后进入震荡调整格局。二季度除铝价国内外走势分化，其他基本金属均受宏观影响、出现不同程度的下跌。

电解铝方面，2019 年上半年，国内电解铝产量持续小幅增长，国内库存大幅去化，三季度重回垒库周期的概率正在不断增大。需求方面，铝材出口量持续增长，房地产市场回归理性后的平稳状态将是大概率事件，对铝材需求的拉动也将趋于稳定；国内汽车市场的低迷态势仍在持续，短期内对相关铝材的消费提振作用相对有限。

精炼铜方面，随着下半年国内主要铜供应商新增冶炼产能供给端产量提升明显，供应端整体较为宽松，铜市大概率会重新进入垒库存的状态。需求端较去年同期有所下降，电网基本建设投资完成额较去年同期下降明显，但基建持续发力会对铜产品的需求量形成有效的托底。

从上半年财务表现看，有色金属行业内企业整体盈利水平较为一般，企业面临主动

和被动去杠杆，杠杆较高或债务集中到期的企业面临较高的流动性风险。

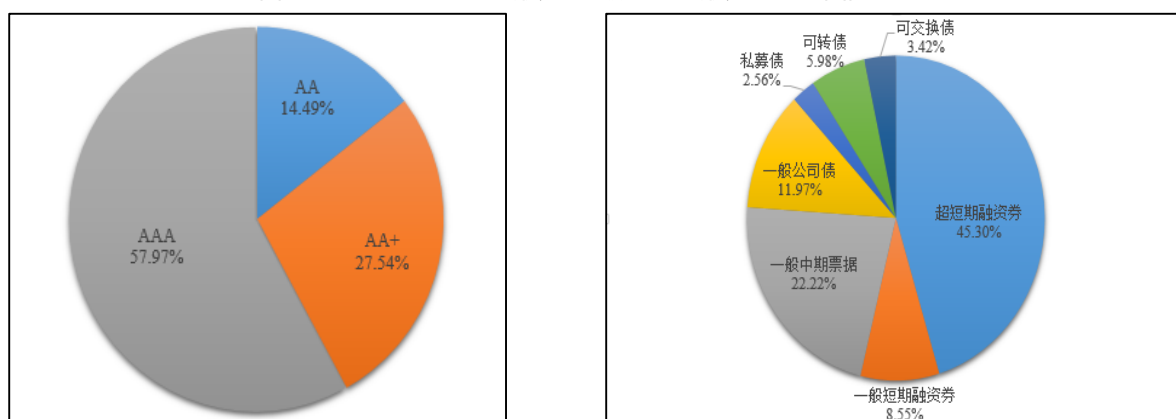
2019 年下半年，随着国家宏观调控的进一步托底和更大规模减税降费政策的陆续实施，下半年经济下行压力或将有所缓释，但不同金属的基本面情况有所分化，需结合不同企业的财务指标、现金流质量和偿债能力具体分析。受融资环境整体紧张影响，投资规模和资金需求规模大的企业信用风险较高。

二、2019 年上半年有色金属企业债券市场回顾

1. 上半年债券发行情况

2019 年 1—6 月，有色金属行业共发行 71 只债券，发债总额 853.29 亿元，较去年同期增长 1.06%。从发债主体级别情况来看，2019 年上半年发债主体共 22 家，其中以 AAA 企业为主（占 57.97%）。从发债总额类型来看，上半年的发行总额中以超短期融资债券为主（占 45.30%）。

图1 2019年上半年发债主体级别及发债类别分布情况



资料来源：Wind

总体看，2019 年上半年债券发行规模与上年同期基本持平，发行品种以超短期融资债券为主，发行人级别以 AAA 为主。

2. 上半年债券违约情况

2019 年上半年，有色金属企业运行较为平稳，无债券违约事件。

3. 上半年级别迁移情况

（1）2019 年上半年有色金属发债企业主体级别上调情况

表1 2019年上半年有色金属企业主体级别上调情况

债券简称	发行人	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级
19 铜陵有色 MTN001	铜陵有色金属集团控股有限公司	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-06-03	AAA	稳定	2019-01-25	AA+
17UCR01	俄罗斯铝业联合公司	中诚信证券评估有限公司	2019-06-28	AAA	稳定	2018-06-28	AA+
17UCR02		中诚信证券评估有限公司	2019-06-28	AAA	稳定	2018-06-28	AA+

资料来源：Wind

铜陵有色金属集团控股有限公司：2018 年以来，铜陵有色作为国内铜冶炼行业龙头企业，市场竞争力进一步增强，受益于沙溪铜矿正式投产，公司资源自给率有所提升；随着厄瓜多尔米拉多铜矿 2019 年下半年投产，公司资源保障程度将大幅提升；公司阴极铜产能规模位居国内行业领先地位，阴极铜产量及产能利用率均有所提升，冶炼成本优势明显；2018 年公司阴极铜销售量价齐升，产销率处于较高水平，阴极铜销售收入保持增长态势；受益于主要产品价格上涨及销量增加，公司营业收入和利润总额保持增长，盈利能力有所提升，经营活动净现金流继续向好。

俄罗斯铝业联合公司：2018 年，俄铝原铝生产规模全球排名第三，规模优势显著，成本控制能力强，能有效抵御周期性因素对公司生产经营的冲击。同时，公司通过多元化股权投资取得分红，对其利润和现金流形成良好补充。2018 年，公司债务水平有所下降，债务期限结构良好。此外，美国于 2019 年 1 月取消对俄铝的制裁，其业务将逐步恢复。

(2) 2019 年上半年有色金属发债企业主体级别下调情况

表2 2019年上半年有色金属企业主体级别下调情况

债券简称	发行人	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级
16 金贵 02	郴州市金贵银业股份有限公司	东方金诚国际信用评估有限公司	2019-08-15	A	负面	2018-06-12	AA
18 金贵 01			2019-08-15	A	负面	2018-06-12	AA
14 金贵债			2019-08-15	A	负面	2018-06-12	AA
17 金贵 01			2019-08-15	A	负面	2018-06-12	AA
16 金贵 01			2019-08-15	A	负面	2018-06-12	AA

资料来源：Wind

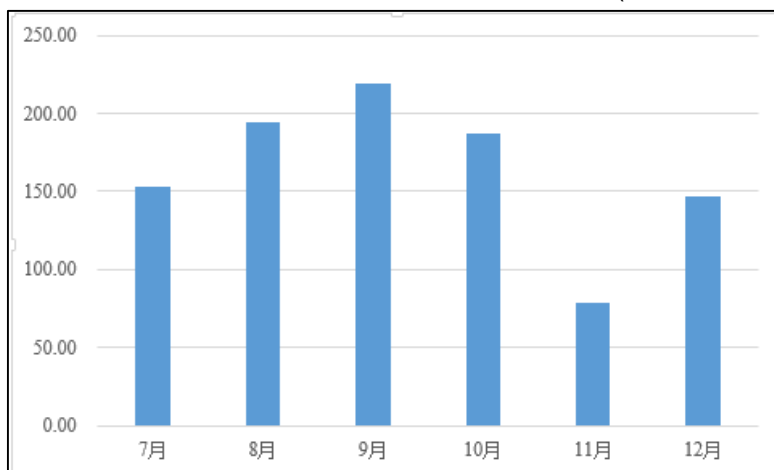
郴州市金贵银业股份有限公司：金贵银业 2019 年上 7 月 13 日发布公告称，受主要产品电铅价

格大幅下降、融资成本上升等因素影响，其上半年预计亏损 4000 万元至 0 万元，盈利能力较去年同期大幅下滑；2019 年 8 月 3 日和 8 月 6 日，公司发布公告称，截至 2019 年 8 月 6 日，公司被申请冻结银行账户共 25 个，累计被冻结金额为 1481.84 万元；公司控股股东曹永贵所持有公司 3.14 亿股已被司法冻结，占其持有公司股份的 100%，占公司总股本的 32.74%。8 月 15 日，东方金诚将金贵银业的信用评级下调为“A”，评级展望为负面。

4. 下半年债券到期情况

2019 年 7—12 月，有色金属行业到期债券数量 86 只，到期债券总额 979.98 亿元，涉及到期债券主体 33 个。其中，中国铝业集团有限公司、山东黄金集团有限公司、南山集团有限公司、山东宏桥新型材料有限公司和招金矿业股份有限公司的到期债券规模较大。从到期债券的时间分布情况来看，8 月、9 月和 10 月份为有色金属行业债券到期兑付的高峰。

图2 2019年下半年有色金属行业债券到期时间分布（单位：亿元）



资料来源：Wind

从下半年的到期企业债券与上半年的新发行债券的对比来看，中国铝业股份有限公司、金川集团股份有限公司、山东魏桥铝电有限公司、南山集团有限公司和河南明泰铝业有限公司等企业上半年募集资金规模大于下半年到期规模；中国铝业集团有限公司、中国五矿股份有限公司、中国黄金集团有限公司和山东宏桥新型材料有限公司等企业上半年募集资金规模小于下半年到期规模，考虑到相关企业的行业地位、经营情况等因素，总体风险水平较低。

表3 2019年下半年有色金属企业债券到期与上半年新发行金额情况 (单位: 亿元)

发行人	到期金额	发行金额	差值	主体级别 ¹
中国铝业集团有限公司	265.00	160.00	-105.00	AAA
中国五矿股份有限公司	40.00	0.00	-40.00	AAA
中国黄金集团有限公司	64.00	30.00	-34.00	AAA
山东宏桥新型材料有限公司	29.74	0.00	-29.74	AA+
辽宁忠旺集团有限公司	20.00	0.00	-20.00	AA+
紫金矿业集团股份有限公司	52.56	35.00	-17.56	AA
东营方圆有色金属有限公司	14.55	0.00	-14.55	AA
宝鸡钛业股份有限公司	10.00	0.00	-10.00	AA
洛阳栾川钼业集团股份有限公司	20.00	10.00	-10.00	AAA
云南铜业(集团)有限公司	10.00	0.00	-10.00	AA+
云南黄金矿业集团股份有限公司	9.00	0.00	-9.00	AA
吉林利源精制股份有限公司	7.40	0.00	-7.40	C
云南锡业股份有限公司	14.00	7.00	-7.00	AA+
招金矿业股份有限公司	24.00	17.00	-7.00	AAA
郴州市金贵银业股份有限公司	6.85	0.00	-6.85	A
厦门钨业股份有限公司	18.00	12.00	-6.00	AA+
天齐锂业股份有限公司	6.00	0.00	-6.00	AA+
湖南黄金股份有限公司	5.00	0.00	-5.00	AA+
山东黄金集团有限公司	90.00	85.00	-5.00	AAA
河南中孚实业股份有限公司	4.32	0.00	-4.32	AA-
盛屯矿业集团股份有限公司	3.58	0.00	-3.58	AA
湖南黄金集团有限责任公司	3.00	0.00	-3.00	AA
云南驰宏锌锗股份有限公司	3.00	0.00	-3.00	AA+
宁夏晟晏实业集团有限公司	2.11	0.00	-2.11	AA
广西德保铜矿有限责任公司	1.20	0.00	-1.20	AAA
广东东方锆业科技股份有限公司	1.16	0.00	-1.16	A+
格林美股份有限公司	1.50	1.50	0.00	AA
云南冶金集团股份有限公司	18.00	18.00	0.00	AA+
铜陵有色金属集团控股有限公司	0.00	3.00	3.00	AAA
北方铜业股份有限公司	0.00	4.00	4.00	AA
西藏华钰矿业股份有限公司	0.00	6.40	6.40	AA
西部矿业股份有限公司	5.56	13.00	7.44	AA+
山东黄金矿业股份有限公司	0.00	10.00	10.00	AAA
山东招金集团有限公司	20.00	33.00	13.00	AAA
江西铜业集团有限公司	30.00	45.00	15.00	AAA
河南明泰铝业股份有限公司	0.00	18.39	18.39	AA
南山集团有限公司	56.46	75.00	18.54	AAA

¹ 表中主体级别为截至 2019 年 7 月 30 日情况。

山东魏桥铝电有限公司	0.00	20.00	20.00	AA+
金川集团股份有限公司	0.00	50.00	50.00	AAA
中国铝业股份有限公司	124.00	200.00	76.00	AAA

资料来源：Wind

三、影响上半年有色金属行业内企业信用表现的重要相关动态信息

1. 价格回顾

2019 年上半年，中美经贸摩擦反复拉锯，短期内达成协议的可能性依然很低，目前仍处于不确定性较大的窗口调整期。同时以美联储为首的央行，普遍表达出对于下半年降息的支持态度，个别央行已经宣布降息，全球降息潮在下半年可能会加剧。国内方面，货币市场宽松局面继续保持，PMI 数据继续走弱，社融增速持续回升，GDP 同比回落，绝对水平创新低，中国经济仍面临下行压力；但随着减税、降费、降成本等政策红利逐步落地，下半年制造业有望得到改善。

整体来看，一季度有色金属价格整体呈现先扬后抑的走势，反弹显示的是宏观层面对去年极度悲观预期的修正，随后进入震荡调整格局。二季度除铝价国内外走势分化，其他基本金属均受宏观影响、出现不同程度的下跌。

具体来看，铜价方面，2019 年上半年，铜价整体先扬后抑，全球铜市处于供需紧平衡状态，铜价更多跟随宏观波动。1~3 月中美两国密集展开贸易磋商，中国政府积极出台稳经济措施，铜价走强。进入 4 月份，陆续公布的中国 3 月及一季度经济数据表现良好，市场预期中国稳经济或将进入观察期，铜价呈现震荡偏弱走势。进入 5 月，特朗普突然宣布提高中国出口商品关税税率，中美贸易摩擦升级，铜价开启下跌行情。进入 6 月后市场等待 G20 峰会上中美是否重启贸易磋商，铜价底部偏强震荡。

图3 2018年以来国内外铜价走势（单位：美元/吨、万元/吨）



注：主图为LME3个月铜价走势，蓝色阴影叠加图为沪铜指数走势
资料来源：文华财经

铝价方面，2019年上半年，铝价经历了底部震荡反弹再下行的过程。期间宏观事件成为了主要驱动因素，在面临经济调整期的宏观大背景下，沪铝也难以独善其身。下游开工率低迷加上上游产能释放，即便有氧化铝价格作为支撑，也难以掩饰电解铝的疲态。受人民币汇率波动影响，沪铝走势明显强于LME3个月铝价走势。

图4 2018年以来国内外铝价走势（单位：美元/吨、万元/吨）



注：主图为LME3个月铝价走势，蓝色阴影叠加图为沪铝指数走势
资料来源：文华财经

锌价方面，2019年上半年整体可以分为三个阶段：第一阶段从年初至3月初，随着全球贸易环境回暖，以股市为主的资本市场出现共振性复苏，单纯凭借资本市场的共振性将锌价带动起来。第二阶段自2019年3月至4月下旬，国内出现了政策层面的减税降费，进一步引爆了市场情绪，同时因4月出现冶炼厂的减产检修，国内外市场加速去库存，导致锌价出现了快速冲高的走势。第三阶段则是5月上旬开始，美方再度对华征收关税，且中美的商贸舆论环境出现了实质性的扭转，市场跟随宏观调整，锌价出现较大幅度的下行。

图5 2018年以来国内外锌价走势（单位：美元/吨、万元/吨）



注：主图为LME3个月锌价走势，蓝色阴影叠加图为沪锌指数走势

资料来源：文华财经

铅价方面，2019年上半年，铅价呈现明显的单边下跌走势，并且受人民币汇率波动影响，国内铅价走势强于LME。

图6 2018年以来国内外铅价走势（单位：美元/吨、万元/吨）



注：主图为LME3个月铝价走势，蓝色阴影叠加图为沪铝指数走势

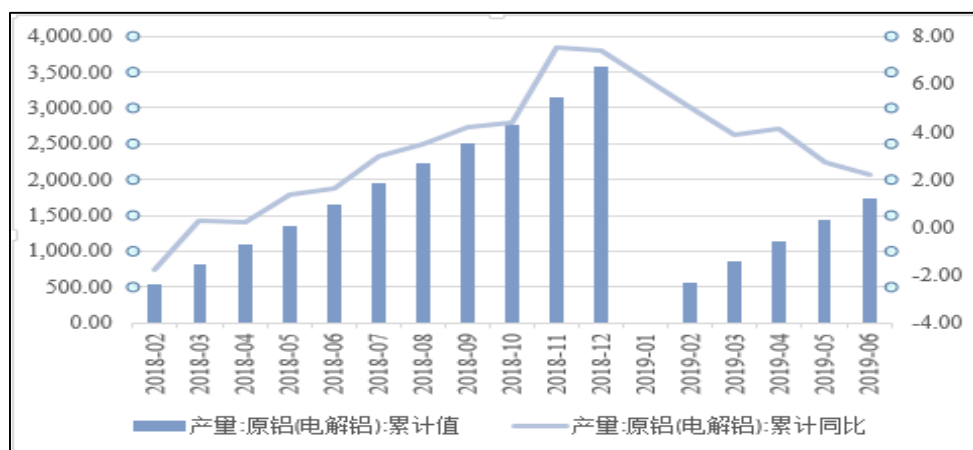
资料来源：文华财经

2. 铝基本面分析

供给及库存

供应方面，根据国家统计局数据，2019年1—6月，国内电解铝累计产量为1741.30万吨，同比增长2.20%，较上年变化不大。3月国内电解铝新增项目投产较多，百矿德保、云铝鹤庆等企业均有不同程度产能释放，山东魏桥采暖季限产部分也在逐步复产当中，整体看一季度电解铝产量小幅增长。二季度，在成本抬升以及环保政策趋紧的影响下，产能释放持续性不足，电解铝产量持续小幅增长。三季度，在铝价后续涨势乏力的制约下，生产效益的低迷状态难以刺激生产积极性继续回升，因此电解铝产量或将维持稳定。

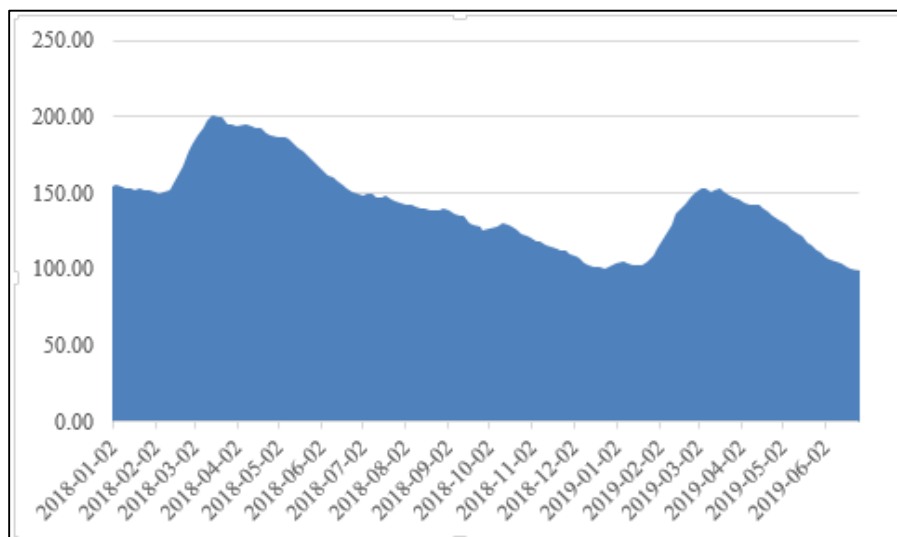
图7 国内电解铝产量（单位：万吨、%）



资料来源: wind

库存方面，截至2019年6月底，国内电解铝库存为99.50万吨，较年初104.20万吨变化不大。一季度国内库存处在垒库阶段，受春节淡季影响，季节性垒库在市场预期之内，同时，节后货物运力的暂时不足，持续给库存带来压力，垒库周期延续至3月底。二季度国内库存在终端消费超季节性增长的提振下，库存大幅去化。随着三季度需求步入季节性淡季，终端消费的周期性转弱或将拖累去库表现，三季度重回垒库周期的概率正在不断增大。

图8 国内电解铝库存 (单位: 万吨)



资料来源: Wind

需求

需求方面，铝材出口方面，2019年1—6月，中国累计出口未锻轧铝及铝材299.00万吨，同比增加10.74%。2月份受中国春节假期影响，铝材出口量出现大幅下滑。随着3月节后开工率的持续复苏，2月未及时处理的订单，集中延后至3月，使得3月出口

数据出现大幅回升。在 4 月增值税调降的刺激下，企业生产利润有所回升，在企业积极性持续高涨的情况下，铝材出口量持续上行。同时自 5 月初开始，中美经贸关系再度恶化，在“抢出口”效应以及人民币汇率持续贬值的影响下，企业出口积极性再创新高。目前财政刺激作用已经出现边际效用转弱的迹象，并且中美经贸磋商再迎缓和的窗口调整期，人民币汇率的贬值趋势也有望放缓，因此综合考虑，三季度出口数据或将回落。

房地产投资方面，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 61609.30 亿元，同比增长 10.95%。自 2019 年开年以来，房地产投资增速较去年回升明显，尤其是 3 月中旬以来，在多地政府“明收紧，暗放松”的放任之下，房地产市场边际回暖的现象较为普遍，多地楼市量价齐涨，部分地区更是拍出了多块“地王”。市场过热信号的出现引起了调控部门的警觉，住建部连续两个月内对房价、地价波动幅度较大的城市进行预警提示，并再次强调“房住不炒”“稳地价、稳房价、稳预期”。同时监管高层也在公开场合多次发声强调坚持房地产调控的重要性。受政策监管发力以及投资者心态变化影响，5 月房地产市场开发投资、销售增速双双回落，同时 70 个大中城市二手房价涨幅也出现全面放缓。在高层持续强调“房住不炒”，调控政策仍未放松的背景下，房地产市场短期内再度火热的情况已经很难出现，但迅速降温也不具有现实可能，因此回归理性后的平稳状态将是大概率事件，对铝材需求的拉动也将趋于稳定。

汽车产量方面，2019 年 1—6 月，汽车累计产量 1214.00 万辆，同比减少 14.20%，6 月汽车产量数据依然维持负增长，国内汽车市场的低迷态势仍在持续。此前在相关部门的支持下，我国开启了新一轮“汽车下乡”政策，但对车市的刺激作用相对有限。发改委等部门积极推出相关刺激政策，在限购政策逐渐放宽之后，汽车行业的低迷态势或将有所起色，叠加“国五”汽车的降价去库刺激，三季度汽车产销数据或将有所好转，但整体行业的实质性改观还有待更多政策方面的提振，短期内对相关铝材的消费提振作用相对有限。

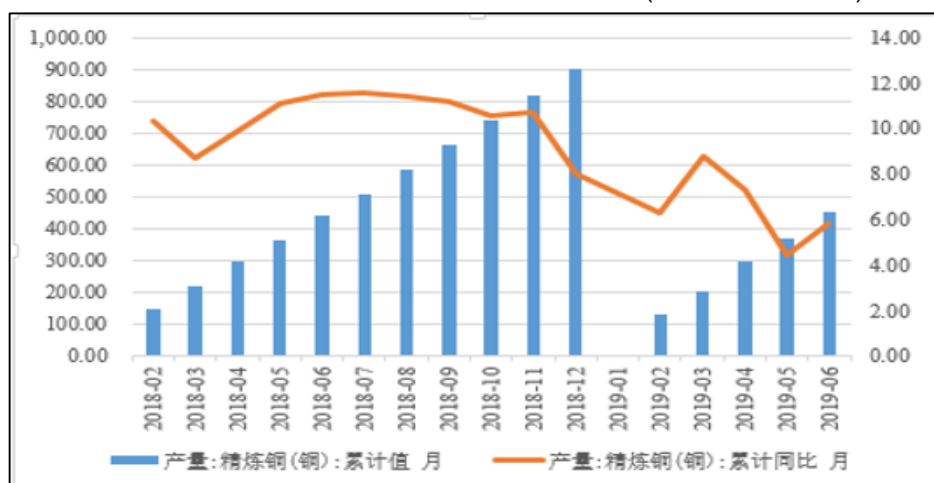
总体看，2019 年上半年，国内电解铝产量持续小幅增长，国内库存大幅去化，三季度重回垒库周期的概率正在不断增大。需求方面，铝材出口量持续增长，房地产市场回归理性后的平稳状态将是大概率事件，对铝材需求的拉动也将趋于稳定；国内汽车市场的低迷态势仍在持续，短期内对相关铝材的消费提振作用相对有限。

3. 铜基本面分析

供给及库存

2019 年上半年，国内精炼铜累计产量为 452.40 万吨，同比增长 5.80%。从国内铜生产企业看，五矿资源 2019 年上半年共生产铜 199064 吨，同比增加 6.22%，云南铜业上半年电解铜产能规模逐步释放，2019 年全年有望实现产能 106 万吨。总体看，2019 年季上半年国内铜企新增产能投放量不大，但国内精炼铜的整体供应局面比较宽松。

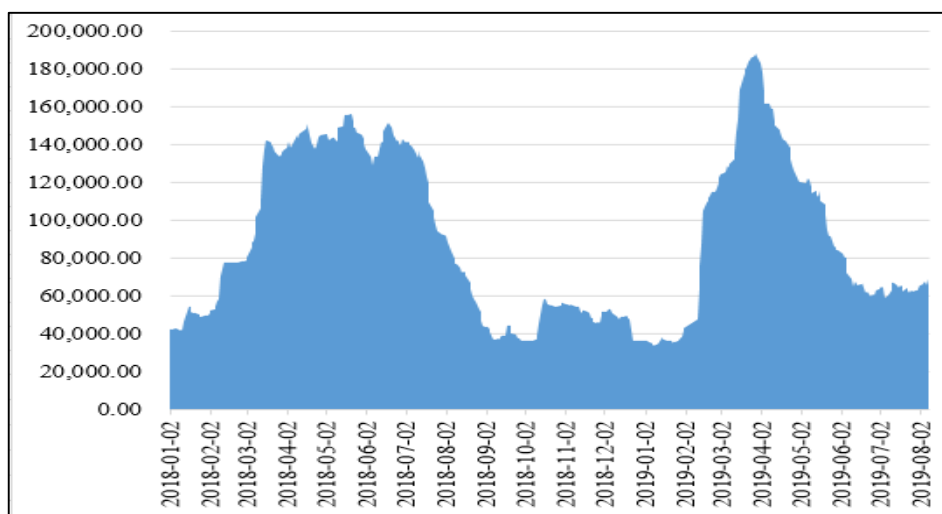
图9 2018~2019年上半年国内精炼铜产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

库存方面，随着 2019 年一季度上期所阴极铜库存量创 2018 年以来新低之后，由于春节后铜生产企业相继复工，2019 年二季度库存量上升较快，并于 2019 年 4 月达到近一年以来的最高水平。之后铜库存持续去化，伴随铜的消耗持续增长，上期所阴极铜库存量持续下降。对于下半年的库存，由于仍然是铜的消费旺季，去库存或会延续，但 2019 年下半年，随着紫金铜业和五鑫铜业等国内供应商新增冶炼产能，铜市大概率会重新进入垒库的状态。

图10 上期所阴极铜库存（单位：吨）



资料来源：Wind

需求

铜材方面,根据 SMM 调研显示,2019 年上半年铜材加工开工率表现整体不如去年,6 月铜材企业平均开工率为 75.94%,环比下滑 5.05 个百分点,同比大幅下滑 6.46 个百分点。但随着下游消费需求的逐步回暖,市场对铜材的需求在不断增强,因此铜材的价格也随之上涨,刺激铜材加工企业订单开始增加。

电网投资方面,2019 年上半年,电网基本建设投资完成额累计为 1644.00 亿元,同比下降 19.30%,但近几个月,地方政府发债速度明显加快,各地基建项目陆续开展,基建托底经济意图明显,下半年基建持续发力有望对宏观经济下行压力形成一定支撑,也将对铜杆消费形成明显利好。据 SMM 调研数据显示,6 月中国电解铜产量为 72.83 万吨,环比大增 14.96%,同比小增 0.8%;上半年累计产量为 427.52 万吨,同比下降 1.18%。6 月产量略高于预期,主要系中原黄金冶炼厂和富冶集团产量高于原计划产量所致。6 月产量环比大幅增加主因国内冶炼厂集中检修影响减弱,与此同时年内新扩建产能释放。6 月份铜杆企业开工率为 75.65%,同比下滑 5.41 个百分点,环比下滑 6.05 个百分点,主要原因系终端消费不济所致,除因 5G 拉动订单有所提升的海缆、通信线缆表现不错外,下游电力电缆、漆包线等均订单表现不佳,尤其家电、汽车、变压器等销售不佳,漆包线的订单下滑明显,以致铜杆产销减少。随着发改委刺激汽车和家电消费的政策陆续出台,预计下半年铜杆企业开工率或将有所增加。

空调行业方面,2019 年上半年,国内空调产量为 11978.80 万台,同比大幅增长 10.20%,销量 11423.92 万台,同比增长 3.05%,产销率 95.40%,同比减少 5.50%。今年

6 月以来持续的高温天气，使得二季度销售好于去年同期，随着发改委出台刺激家电消费的相关政策，下半年空调行业有望迎来新一轮消费潮。

总体看，精炼铜供应局面整体宽松，随着下半年铜冶炼产能的投产，供应端产能将会继续得到释放，需求方面，二季度国内的消费整体表现稳中有升，下游淡季下滑幅度相对有限。占据一半消费的电线电缆行业虽然投资增速大幅下滑，但从企业开工情况来看，并没有明显下滑，反而出现同比增长，且下半年基建投资有望发力，将支撑精炼铜的消费。

4. 2019 年上半年有色金属企业财务表现

截至 2019 年 6 月 30 日，有存续债的有色金属企业主体共 73 家，剔除 10 家无公开数据的企业样本，样本企业共 63 家。

从资本结构看，受行业内部的主动去杠杆和行业外部融资环境收紧的共同影响，2019 年上半年，有色金属行业的平均资产负债率较上年同期小幅下降，但全部债务资本化比率有所增加，行业整体债务压力仍然较大。

从盈利能力看，2019 年的有色金属行情仍然维持了 2018 年的景气度，但行业内企业的盈利情况不及上年同期水平，受国内宏观经济下行、中游制造业及下游消费疲软和中美贸易摩擦等内外部因素共同影响，2019 年上半年有色金属行业盈利水平较上年同期有所下降。

从偿债能力看，2019 年上半年，有色金属行业的平均流动比率较上年同期有所提升，主要得益于杠杆的下降，但 EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数有所下降，总体偿债能力有所下降。

从现金流情况看，经营活动产生的现金流量净额与去年同期变化不大，但投资和筹资变化较大。筹资活动产生的现金流量净额小幅下降，主要系外部融资环境信贷收紧所致；投资活动净流出规模仍然较小，主要系企业可支配资金减少、无产能扩建规划所致。

表4 2018 - 2019年上半年行业指标（单位：亿元、%）

指标（平均值）		2018 年报	2018 年半年报	2019 年半年报
资本结构	资产	712.66	545.45	455.40
	所有者权益	235.18	194.31	172.93
	资产负债率	59.58	59.53	58.67
	全部债务资本化比率	48.36	48.52	48.62

盈利能力	营业总收入	544.47	205.15	188.54
	利润总额	14.33	7.84	6.07
	净资产收益率	0.58	3.97	2.94
偿债能力	流动比率	1.19	1.19	1.33
	EBITDA 全部债务比	0.19	0.15	0.12
	EBITDA 利息倍数	6.56	16.85	-10.87
现金流	经营活动产生的现金流量净额	33.50	8.97	6.39
	现金收入比	106.27	99.47	100.88
	投资活动产生的现金流量净额	-32.22	-8.03	-4.63
	筹资活动产生的现金流量净额	3.55	4.30	0.04
指标（中位数）		2018 年年报	2018 年半年报	2019 年半年报
资本结构	资产	357.82	254.88	263.69
	所有者权益	119.37	97.61	107.08
	资产负债率	59.31	62.17	59.39
	全部债务资本化比率	49.50	50.47	51.73
盈利能力	营业总收入	195.57	94.45	83.84
	利润总额	7.56	4.86	5.23
	净资产收益率	4.24	2.98	2.18
偿债能力	流动比率	0.99	1.05	1.06
	EBITDA 全部债务比	0.17	0.09	0.09
	EBITDA 利息倍数	4.40	4.72	3.41
现金流	经营活动产生的现金流量净额	13.65	2.54	1.89
	现金收入比	104.01	103.40	98.08
	投资活动产生的现金流量净额	-14.14	-5.32	-1.64
	筹资活动产生的现金流量净额	0.55	0.28	-1.52

注：2018年和2019年半年度指标未予年化

资料来源：Wind

总体看，有色金属行业内企业盈利水平有所下降，由于融资环境恶化，企业面临主动和被动去杠杆，杠杆较高或债务集中到期的企业面临较高的流动性风险。

四、上半年有色金属行业政策及动态点评

1. 铜：国外铜矿供应或将下降。

据外电 1 月 22 日消息，智利国家铜业公司（Codelco）旗下位于智利北部 Gabriela Mistral 铜矿的高管联盟拒绝了公司提出的最终版集体薪资协议，诱发未来数日爆发罢工的风险。

智利国家铜业公司(Codelco)于 2 月 9 日表示，期望能够很快重启北部 Chuquicamata

铜矿运营，一天前出现的强降雨天气曾迫使该矿暂停生产。Codelco 表示，公司旗下的 Ministro Hales 铜矿在暂停生产数个小时后已于 2 月 8 日稍晚重启运营，2 月 9 日下午 Chuquicamata 铜矿的工人已开始轮班，以期逐步恢复正常运行。智利铜生产商 Codelco 已决定终止与加拿大 SNC-Lavalin 的工程建筑合同，并在其 Chuquicamata 冶炼厂接管升级改造工程项目，以确保符合南美国家的新环境法规。

据外电 3 月 26 日消息，波兰矿工 KGHM 及其在智利的 Sierra Gorda 铜矿工会同意延长合同谈判，暂时避免了罢工威胁。工会主席 Maykel Ocaño 称，工人们将在周四前对新的合同提议进行表决，周五将向管理层递交决定。Sierra Gorda 铜矿在 2018 年生产了 101,900 吨铜。

智利国铜 Chuquicamata 铜矿工人拒绝公司最新协议，薪资谈判失败，于 6 月 13 日开始罢工，罢工至少会持续至 6 月 28 日。本次罢工将加深目前全球矿端紧缺的趋势，TC 下行难有改善，据 SMM 了解，目前国内部分冶炼厂因 TC 和硫酸价格持续下滑，生产利润收缩严重。该矿 2018 年产铜 32.1 万吨。

点评：国外铜矿供应受罢工、极端天气影响，产量或将受此影响而下降。

2. 铝：美国取消对俄铝的制裁，或对铝、氧化铝的价格构成下行压力。

2019 年 1 月 28 日，美国财政部外国资产控制办公室（OFAC），根据 2018 年 12 月 19 日递交给国会的通知，取消了对俄 En+集团、“俄铝”（Rusal）以及欧洲西伯利亚能源公司施加的制裁，但所有针对杰里帕斯卡的制裁仍有效。俄罗斯铝业联合公司（Rusal）表示，公司计划于 3 月底启动位于 Siberia 的 Boguchansk 铝冶炼厂的第二条生产线。俄铝此前表示计划将该冶炼厂的铝产能从每年 149000 吨提高至每年 298000 吨。

点评：美国取消对俄铝的制裁，供应或将增加，对铝、氧化铝的价格构成下行压力。

3. 铝：山西地区部分氧化铝厂面临强制停产电解铝企业成本压力将增加。

因山西孝义、交口等地区氧化铝厂赤泥坝滤液泄漏等环保问题，山西地区部分氧化铝厂面临强制停产，目前共有三家氧化铝厂面临停产整顿，其中一家已于 5 月 10 号暂停生产。若以上三家氧化铝厂全部停产，涉及年产能将达 660 万吨，国内氧化铝供应将减少。

山西地区共有 15 家氧化铝生产企业，总年产能约 2540 万吨，约占全国总产能 29.47%。

点评：山西地区部分氧化铝厂面临强制停产，国内氧化铝供应将减少，电解铝企业

成本压力将增加。

4. 铜：废铜进口政策日趋严格，预计将对铜市供应持续产生影响。

废七类进口全面禁止从 2019 年 1 月 1 日正式落实，2018 年是废七类进口过渡的一年，2017 年中国自产废铜 92.4 万吨（不含新料，新料大部分是企业回炉，难以成为市场原料供给变量），进口 129.8 万吨金属量。2018 年国内国产废铜 77.5 万吨金属量，进口废铜 127.2 万吨金属量。受“七类”限制进口影响，2018 年进口废料中，“七类”金属量占比由 2017 年的 52% 减少至 16%，“六类”占比大幅提升至 84%。从目前进口废铜的占比结构来看，“七类”已正式被禁止，“六类”占比大幅提升，若在未来也被禁止，未来进口废铜或将全军覆没。

从 2019 年 7 月 1 日起，铜废碎料等 8 种废金属将调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》，并实行进口许可证审批制度，只有实际从事加工利用的企业才能进行申请，不得委托其他企业代理进口，并且固体废物进口许可证不得进行转让。

对于部分小型利废企业来说，若其加工设施、设备及配套的污染防治设施不符合国家或地方环保要求，在批文申请上受阻，部分中小型企业担忧会有一刀切的现象。“废六类”转限制类进口政策从 2019 年 7 月 1 日起开始执行，而固管中心 7 月 1 日起才正式受理申请材料进行技术审查，审核时间大约一个礼拜，还要经过三天的公示期，大约会造成两周左右的废铜进口真空期。企业在没有正式拿到许可证批文之前，预计不敢贸然提前安排船期，避免到港口后无法入关的风险。若在拿到许可证后才安排进口，那么必然会影响到 7 月前后的废铜进口量。

再生协会正在制定新的标准，将部分高品味废铜从固废类转化为资源类，会比目前的六类废铜标准高，政策争取在年内出台。

点评：随着国内废铜进口政策日趋严格，未来或将导致铜市供应量减少。

五、2019 年下半年有色金属行业信用风险展望

1. 供需展望

铜市方面，对于下半年，下游消费边际或将改善，从往年电网投资计划及完成情况来看，下半年电网投资或加快释放；汽车及家电消费目前受到政策支持的效果暂不明显，

下半年难言显著走强。5G 基站建设或将成为下半年拉动铜消费的亮点。供给端，考虑到下半年仍有冶炼厂新项目投产，及上半年新增产能释放产量，铜矿收紧或将继续，全球铜市预计仍供应充足，铜价更多受宏观主导。

铝市方面，未来从下游消费端来看，亮点依然较少，铝加工行业开工率普遍偏低。终端汽车行业依然在低谷徘徊，行业复苏言之尚早。房地产行业受国家宏观调控影响，未来三四季度或不及预期。消费品行业用铝以及特高压用铝会成为下半年的增长点。另外，铝锭库存的去库存周期还将持续，随着原铝生产结构的变化，未来在四季度可能将出现库存拐点。

2. 价格展望

铜价方面，在全球经济增速放缓，货币政策走向边际宽松的情况下，短期流动性充裕或将阶段性提振铜价，但缺乏趋势性上行动力，预计铜价在区间内偏强震荡的可能性较大。

铝价方面，在上游氧化铝的价格也不再成为成本支撑后，电解铝的产能释放问题将决定铝价未来的走向，预计铝价在下半年将呈现宽幅震荡行情。

3. 整体信用风险展望

受 2018 年供给侧改革和需求端下降的影响，2019 年上半年有色金属价格指数同比有所下降，国内企业盈利水平有所降低。展望未来，中美贸易战持续发酵，人民币对外贬值使得美元指数维持相对强势，国内经济下行压力仍然存在，但考虑到不同细分行业金属的基本面情况有所分化，国内有色金属行业整体信用风险难以一概而论，需结合不同企业的财务指标、现金流质量和偿债能力具体分析。

此外，2018 年以来，受“去杠杆”的政策影响，市场整体融资环境较为紧张，融资成本高，部分民营企业融资难度有所上升，投资规模和资金需求规模大的企业将面临较大融资压力，其信用水平将受到一定影响。

整体看，2019 年下半年，随着国家宏观调控的进一步托底和更大规模减税降费政策的陆续实施，下半年经济下行压力或将有所缓释，但不同金属的基本面情况有所分化，需结合不同企业的财务指标、现金流质量和偿债能力具体分析。受融资环境整体紧张影

响，投资规模和资金需求规模大的企业信用风险较高。