

# 中国有色金属行业 2018 年度研究报告及展望

201812.28



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](http://www.lhratings.com) [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

# 中国有色金属行业 2018 年度研究报告及展望

联合资信评估有限公司、联合信用评级有限公司有色金属研究组

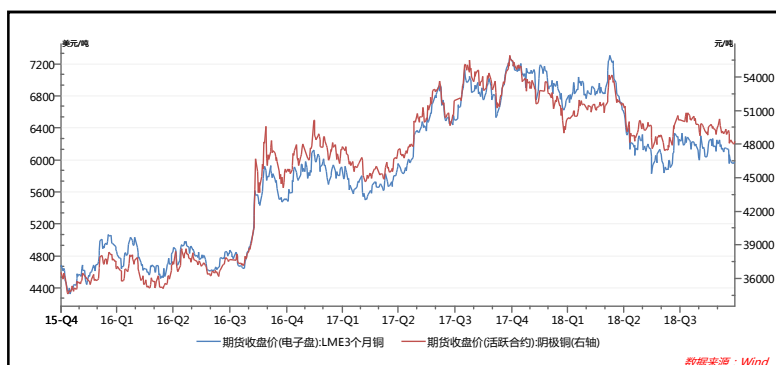
## 一、有色金属行业运行情况

2018 年以来，我国面临的内外宏观环境均出现了较大变化，国内供给侧去产能持续进行，但力度已有所减弱，环保限产禁止“一刀切”；外部环境较为复杂，中美贸易战爆发、美联储加息带来的人民币贬值对国内大宗商品造成了利空影响，考虑多个经济变量发生变化，外部经济环境的不稳定对有色金属行业运行逐渐起到了主导作用，多数有色金属价格整体呈现下滑走势。

### 1. 价格走势

**金属铜：**2018 年以来，铜价下跌超过 15%，主要是由于中美贸易战的爆发，市场普遍对未来经济并不乐观，从而导致对未来的需求也较为低迷。同时，叠加美元的持续强势，导致铜价持续下跌。截至 2018 年 12 月 20 日，LME3 个月铜期货收盘价为 5978.00 美元/吨，较年初下跌 17.16%；国内阴极铜期货收盘价为 48220 元/吨，较年初下跌 12.94%。

图 1 国际及国内铜价走势（单位：美元/吨、元/吨）



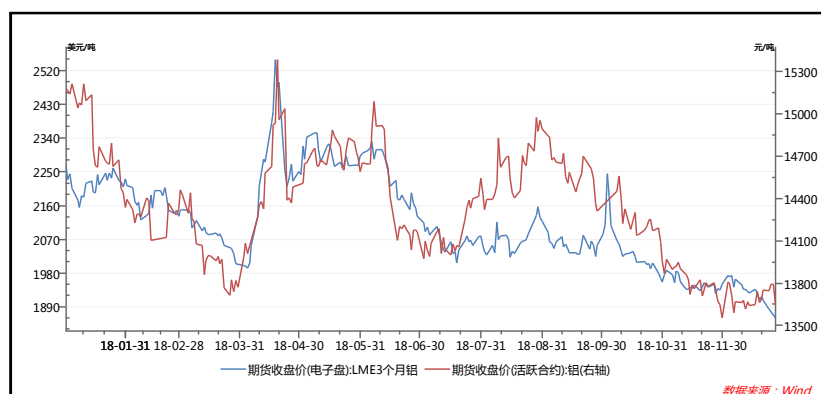


资料来源：Wind

**金属铝：**受国际事件性因素影响，金属铝价格形成了独立于金属铜、锌的走势，随着“供给侧改革”、“环保限产”逐渐销声，铝价也随之回落，今年铝价整体弱势震荡，前三季度呈“W”型走势，与去年同期相比波动程度相对较小，随后第四季度快速下行。首先，采暖期限产结束使1~3月铝价下跌，随后，海德鲁停产和俄铝制裁等事件，推动了铝价上行，随着市场情绪缓和，6月份市场转而出行下行；7月，海德鲁复产不及预期，同时晋豫铝土矿供应紧张，8月美铝西澳工厂由于薪酬问题发生罢工，推动铝价再度反弹。9月以来，市场需求不及预期，铝价出现下行。截至2018年12月20日，LME3个月铝期货收盘价为1915.50美元/吨，较年初下跌15.43%；国内铝期货收盘价为13690.00元/吨，较年初下跌9.79%。

图2 国际及国内铝价走势（单位：美元/吨、元/吨）

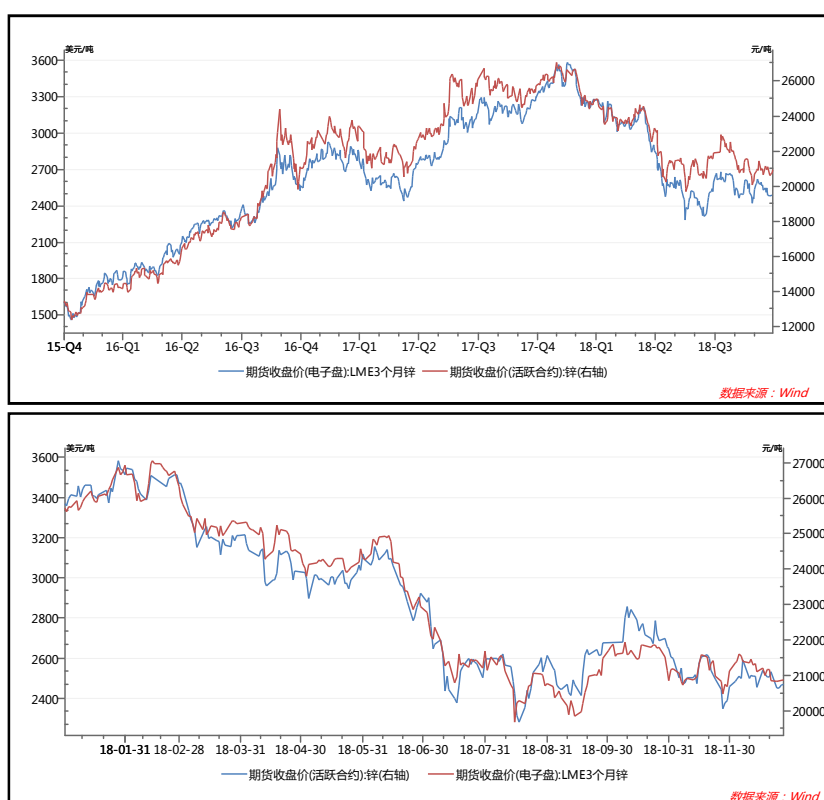




资料来源：Wind

**金属锌：**金属锌价格走势与金属铜较为一致，一方面外部经济环境的不稳定对锌价走势造成了利空影响，另一方面国内地产、基建等锌金属下游行业需求低迷，金属锌在 2018 年呈现出持续下跌的走势，截至 2018 年 12 月 20 日，LME3 个月锌期货收盘价为 2543.50 美元/吨，较年初下跌 24.01%；国内锌期货收盘价为 20945.00 元/吨，较年初下跌 18.97%。

图 3 国际及国内锌价走势（单位：美元/吨、元/吨）

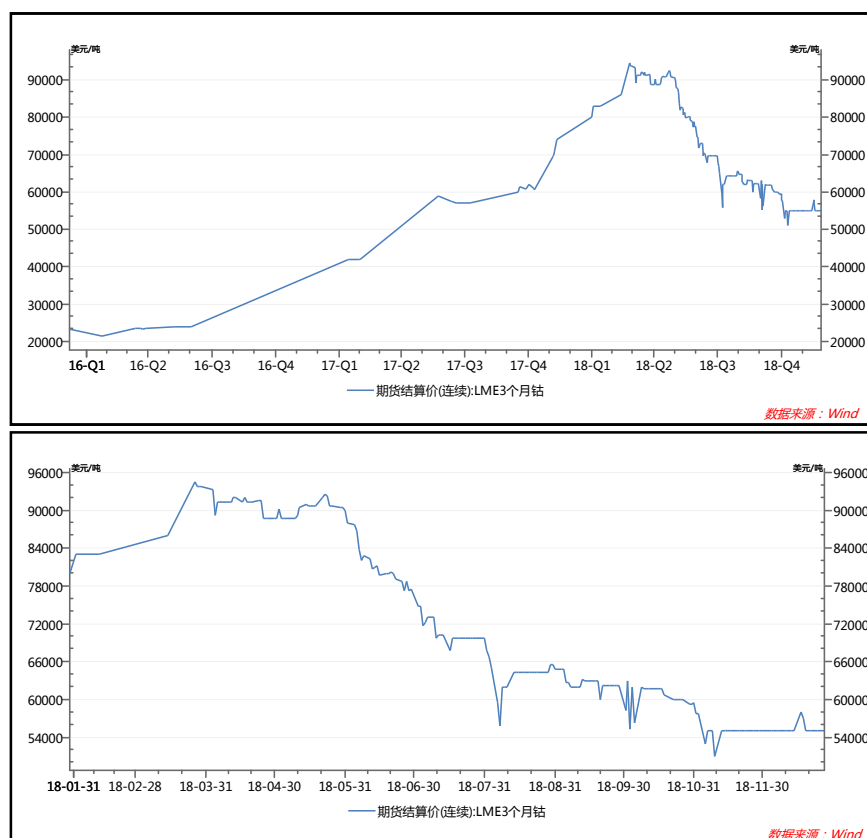


资料来源：Wind

**金属钴：**钴是一种重要的战略金属，与工业金属相比，金属钴的全球产量及

需求量均较小，其价格走势更大程度上由其供求关系及预期决定，与铜、铝、锌等金属价格关联性不高，在三元锂电池成为新能源汽车动力电池的主流后，全球对钴的需求量猛增，2016 年及 2017 年，金属钴价格经历了爆发式的上涨。进入 2018 年初，金属钴价已被炒作至 94500.00 美元/吨，而此轮上涨之前金属钴价格的峰值是 2010 年初的 47300.00 美元/吨，此轮上涨前金属钴的最低价为 2016 年初的 21500.00 美元/吨，。钴价在高位有回调的需求，同时科研人员在研究降低锂电池中钴元素含量及研发其他可替代的动力电池方面取得了明显的进展，叠加全球大宗商品价格进入回调周期等多重利空作用下，2018 年金属钴价暴跌。2018 年 4 月开始，伴随着刚果（金）产量超出预期，原料供给相对充足，各类钴盐和金属钴价格开启了单边下行趋势，2018 年二季度开始，钴冶炼企业、动力电池正极材料和贸易商等暂停了钴原材料库存的采购，甚至部分贸易商或投机者因为钴价下跌和自身资金问题出现抛货，也进一步加剧了钴盐价格的下跌。截至 2018 年 12 月 20 日，LME3 个月钴期货结算价为 55000.00 美元/吨，较年初的高点下跌 41.80%。

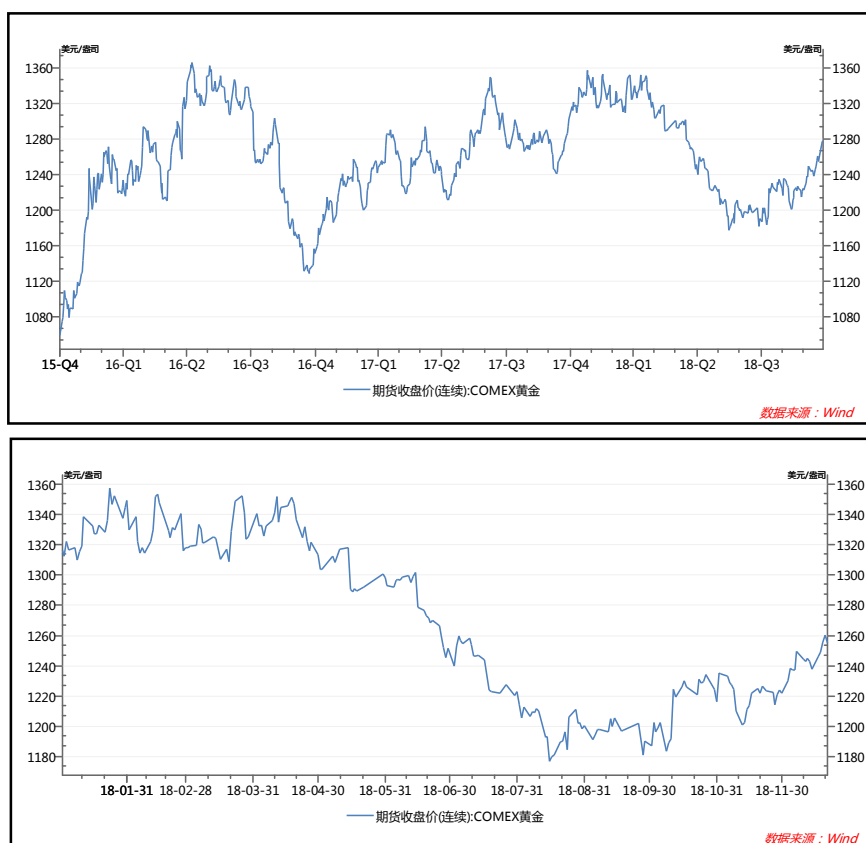
图 4 国际钴价走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

**贵金属黄金：**2017 年底至今，黄金呈现先扬后抑的价格走势。以伦敦现货黄金为例，2016 年 12 月 30 日为 1159.10 美元/盎司，随后黄金价格震荡上行，于 2018 年 1 月 25 日上涨至该期间的最高价 1354.95 美元/盎司，自 2018 年 4 月下旬开始震荡下跌并于 2018 年 5 月中旬跌破 1300 美元/盎司的整数关口，随后黄金价格持续下跌并于 2018 年 8 月 17 日下跌至该期间的最低价 1178.40 美元/盎司；2018 年 11 月 30 日黄金价格已小幅回升至 1217.55 美元/盎司。其中，黄金价格自 2017 年年初开始了一次较为明显的上涨趋势的原因为美联储进行加息，但由于美联储 2017 年 9 月公布了缩表计划，黄金价格自此出现了较为明显的下跌并持续至 2017 年底；而 2018 年 4 月下旬受美联储紧缩货币政策预期压制和美元指数走强影响，黄金价格持续下跌，7 月中美贸易战全面升级，国际贸易、政治摩擦事件频发，黄金避险价值凸显，国际金价小幅回升。

图 5 国际黄金价格走势（单位：美元/吨）



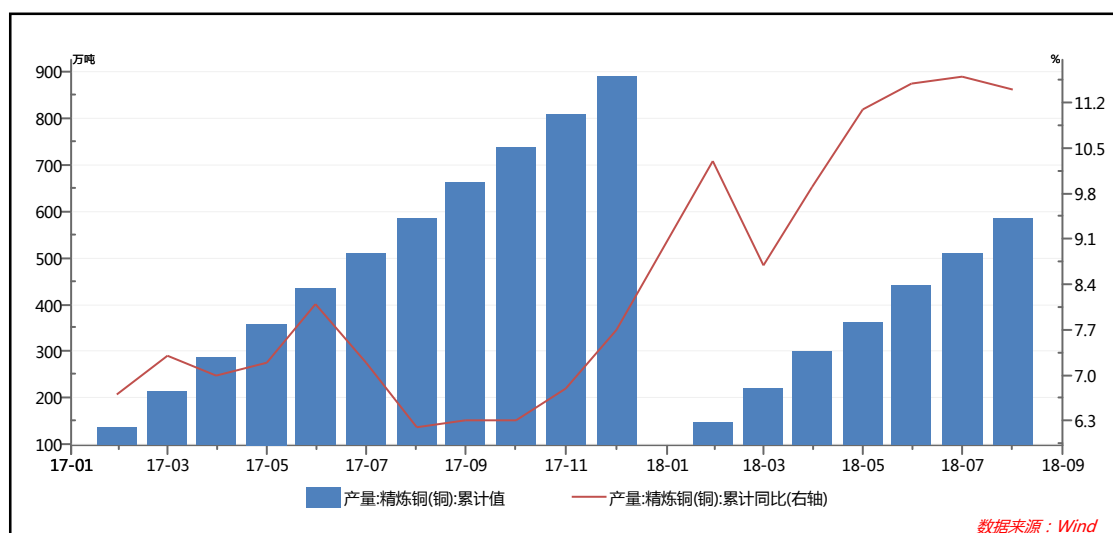
资料来源：Wind

## 2. 供给及库存

**金属铜：**根据国际铜业研究组织（ICSG）公布的数据，2018 年 1~8 月，全

球铜矿产量为 1340.70 万吨，同比增长 2.92%，铜矿的增量来自新项目的投产和现有项目的改扩建，新项目方面，在 2020 年之前投产的大型铜矿项目只有 Cobre Panama 铜矿，该矿在 2018 年会进入试车阶段，真正投产放量会在 2019 年，达产时间在 2020 年前后；改扩建项目，2018 年的增量主要来自于 BHP 公司的 Escondida 铜矿和 Olympic Dam 铜矿。全球精炼铜（原生+再生）产量 1563.90 万吨，同比增长 1.14%；全球精炼铜产能 1845.40 万吨，产能利用率保持在 80%左右。中国铜资源匮乏，自给率不足 30%。2018 年 1~9 月，国内精炼铜产量提升明显，同比增长 11.20%，同时，进口量也在提升，国内 1~9 月累计进口铜矿石及精矿 1499.08 万吨，同比增长 19.28%；废铜进口量为 177.54 万吨，同比大幅下降 35.92%，但是废铜含铜量大幅提升；精炼铜进口量 179.44 万吨，同比增长 17.80%。进口量的增长一部分原因是弥补进口废铜大幅下滑的因素，整体上看，精炼铜的供应端同比小幅上升。

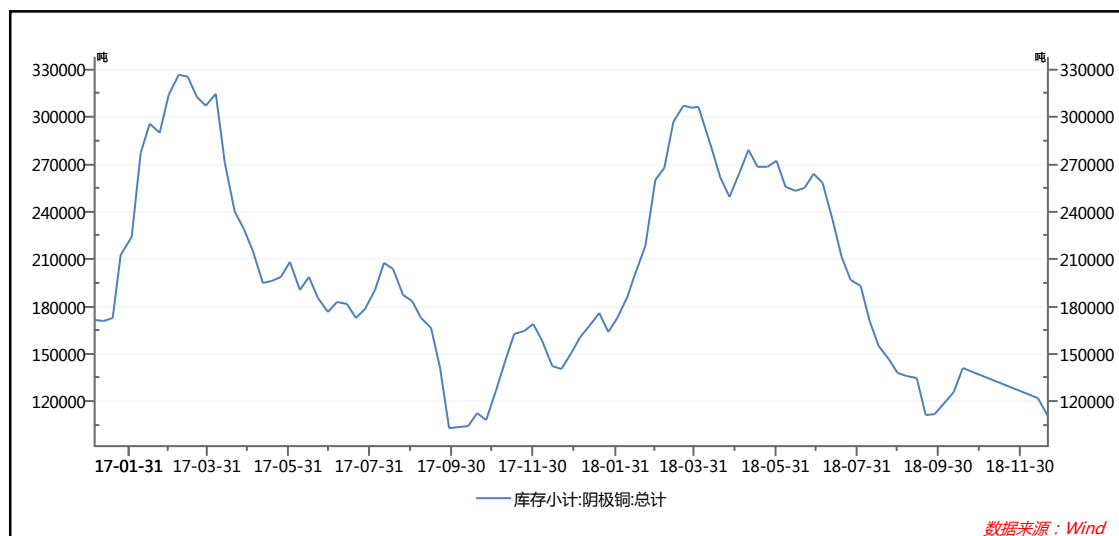
图 6 国内精炼铜产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

库存方面，一季度中国铜库存处于季节性累库的过程，但进入消费旺季的二季度，并没有如预期消耗掉库存，库存的去化缓慢，一方面反映了供应端的宽松，另一方面也反映了需求端的疲软。但是进入三季度，尽管汽车、空调表现较差，但是电线电缆表现稳健，且房地产保持韧性，导致国内库存逆季节性大幅去化。

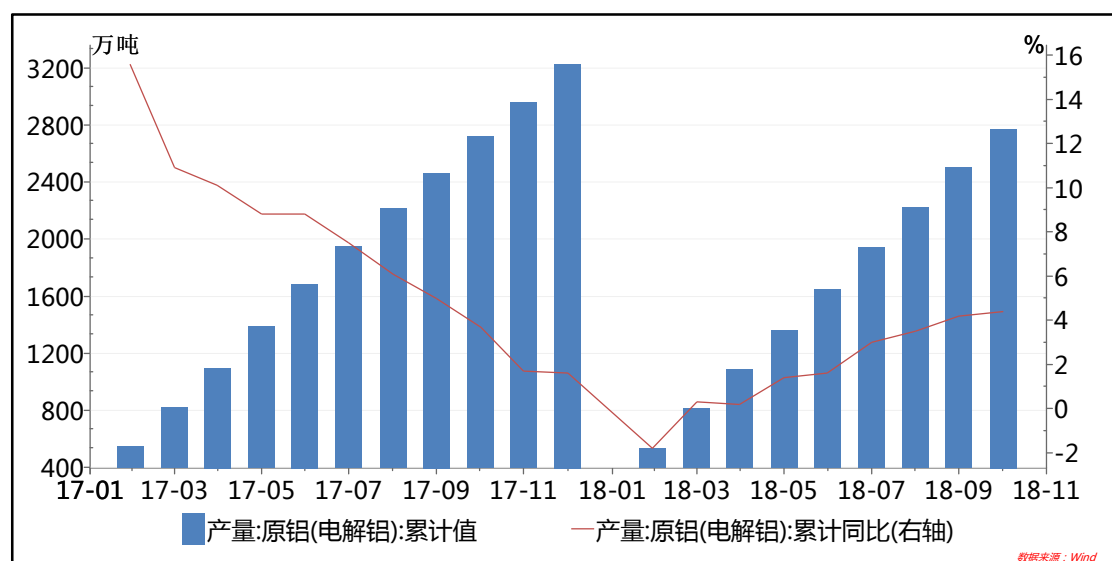
图 7 国内铜库存情况（单位：吨、%）



**金属铝：**氧化铝供应方面，受海德鲁减产、俄铝面临制裁、美铝澳洲罢工等事件影响，2018 年全球氧化铝短缺 124.7 万吨，其中中国短缺 84.3 万吨，海外短缺 40.4 万吨。无论是需求还是生产的扩张步伐均有所放慢，但供需平衡缺口扩大。2 月 26 日，巴西政府要求海德鲁氧化铝厂停产 50%；4 月 6 日，俄铝遭受制裁；7 月 24 日，海德鲁氧化铝厂表示复产不及预期；8 月 8 日，美铝澳洲工厂由于薪酬福利问题发生罢工。产量缩减影响范围广，推动氧化铝价格大幅波动，其中，大洋洲出口面向客户主要是中国和中东地区。国内市场方面，3 月份以来，受环保常态化、整治非法开采等因素影响，晋豫多数矿山停产，铝土矿供应大幅下滑。两地氧化铝厂铝土矿库存处于历史最低点，供求严重失衡使晋豫区域需省外或进口矿弥补，同时国产矿价居高不下，部分氧化铝厂矿石供应困难出现减产。2018 年前三季度，中国共进口铝土矿 6490 万吨，同比大增 26.6%。几内亚、澳洲、印尼仍是中国市场三大主力供应国。由于晋豫矿供应下降，两地氧化铝厂对海外高温矿需求急速刺激了进口量大增。

电解铝供应方面，受铝价低迷、环保治理等因素影响，电解铝生产放缓，2018 年 1~10 月，国内电解铝累计产量为 2771.00 万吨，同比增长 4.40%。从环比来看，二季度电解铝产量增幅有限，整体保持相对平稳。三季度，受氧化铝及阳极炭块价格上涨、高成本电解铝产能在持续亏损状态下关停，且新增产能推迟或减少投产，导致产量增速处于低位运行。

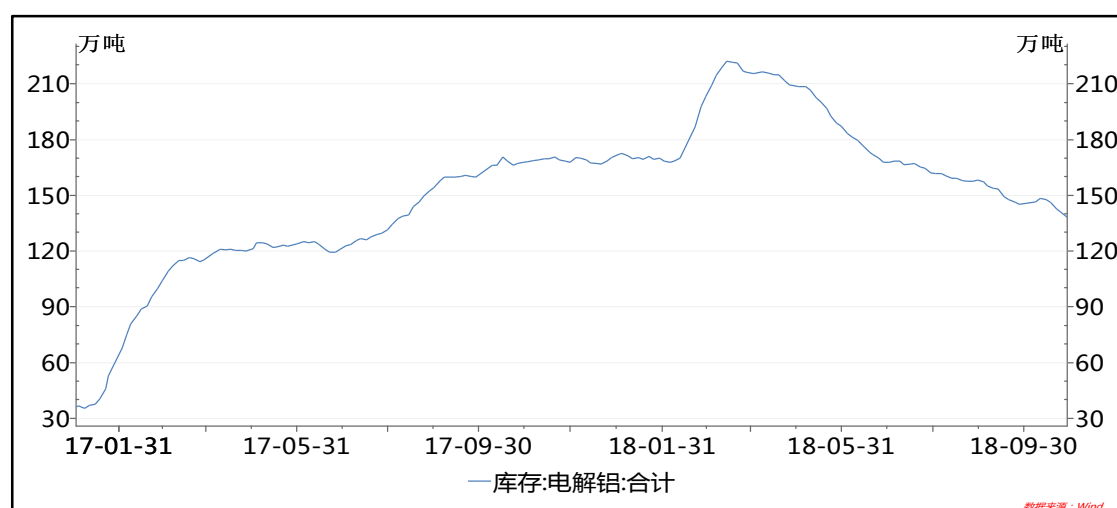
图8 国内电解铝产量（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

库存方面，截至2018年10月底，社会铝库存较3月底高位222万吨下降了84万吨，为138万吨。2018年一季度，受春节因素、下游消费疲软等因素影响，国内电解铝库存呈累库状态，二季度以来，国内社会库存则呈现单边减少态势，供需好转的态势在延续，受上游原材料成本增加影响，近期新增的电解铝产能十分有限，未来库存或进一步下滑。

图9 国内电解铝库存（单位：万吨）

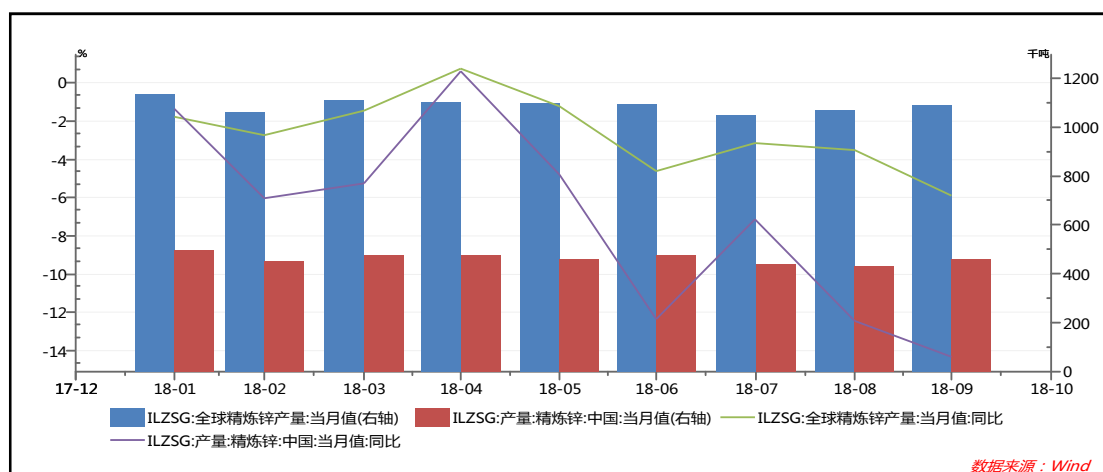


资料来源：Wind

**金属锌：**2018年全球锌矿产量总体与去年相当，海外锌精矿产量有所扩张，国内受环保限产影响产量有所缩减，2018年1~10月，全球锌矿产量为1052.67万吨，

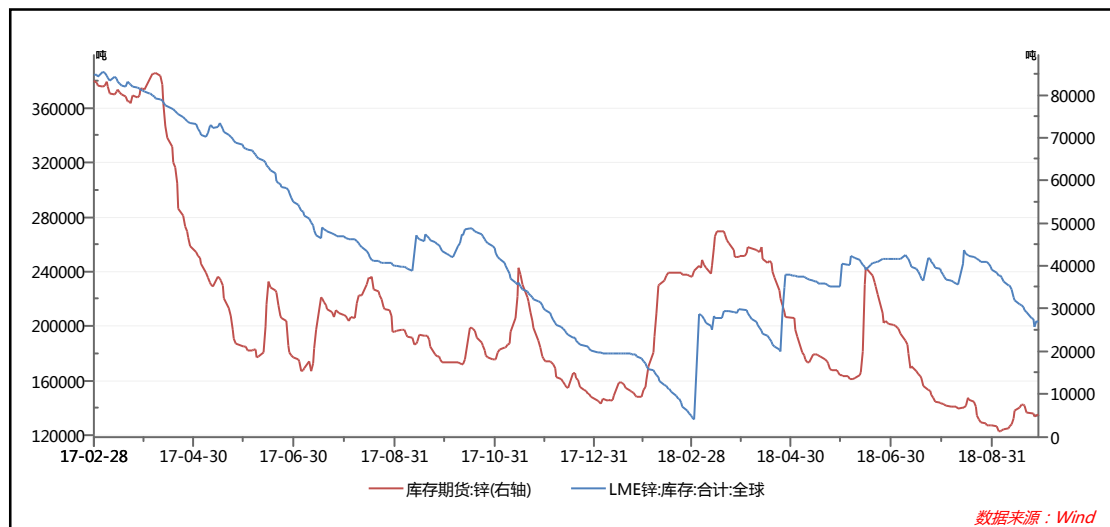
同比基本持平，全球锌矿产量排名前三的国家分别为中国、秘鲁和澳大利亚，2018 年 1~9 月，国内锌精矿产量为 314.70 万吨，同比下降 15.47%，秘鲁和澳大利亚合计产量为 169.97 万吨，同比增长 3.64%。国内精炼锌产能方面，2017 年，珠峰铝业和驰宏锌锗分别淘汰 3 万吨/年和 3.2 万吨/年的产能规模，2018 年，白银有色和四环锌锗分别新增 10 万吨/年和 3 万吨/年产能。未来两年国内预计还将投放精炼锌产能 25 万吨/年。2018 年 1~9 月，全球精炼锌产量为 980.15 万吨，同比下降 2.83%，国内精炼锌产量为 414.59 万吨，同比下降 7.42%，国内精炼锌产量占到全球的 40%以上，随着国内环保限产的放松及新增产能的投放，预计 2019 年精炼锌产量将有所上升。

图 10 2018 年 1~9 月全球及国内精炼锌产量（单位：千吨）



库存方面，2018 年全球及国内锌库存总体上处于低位水平，2018 年一季度末，LME 锌全球总库存和上期所锌期货库存分别为 21.28 万吨和 4.21 万吨，受前期持续的环保限产影响，国内锌产量下降，锌社会库存持续走低，至三季度已开始逐渐传导至全球，LME 锌全球总库存开始下降，三季度末已下降至 19.92 万吨，此前二季度末该数据为 24.93 万吨，预计随着环保限产的放松及新产能的投放，全球锌市场供给情况将有所改善。

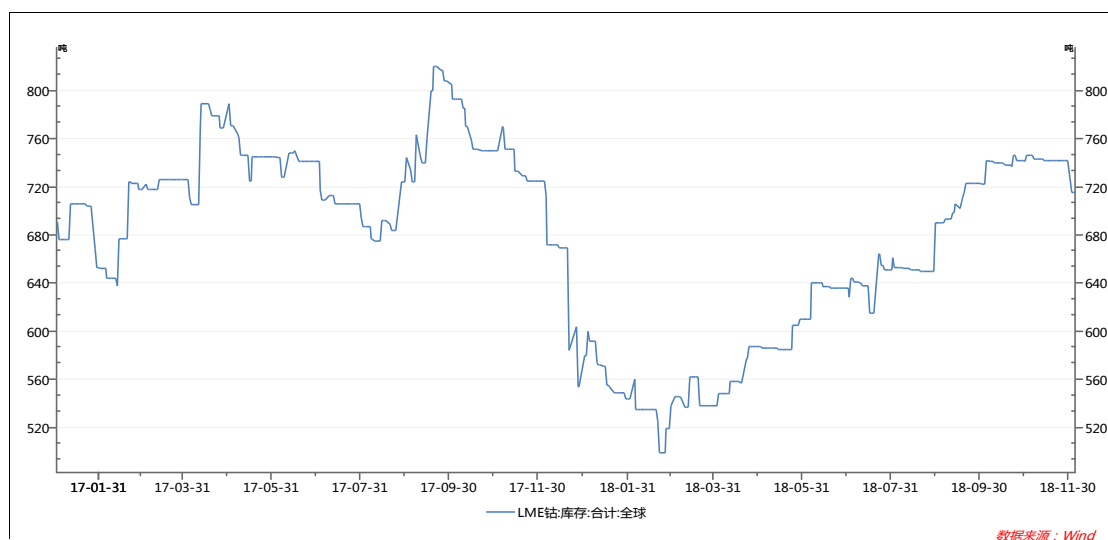
图 11 近年来全球及国内锌库存情况（单位：吨）



资料来源：Wind

**金属钴：**据世界钴协会（CI）及百川资讯的统计数据，中国钴储量为 8 万吨左右，占到全球钴储量的 1.13% 左右，全球钴储量最大的几个国家包括刚果（金）约 350 万吨，澳大利亚约 120 万吨，古巴约 50 万吨，新巴布亚几内亚约 28 万吨，俄罗斯约 25 万吨。全球钴矿多与铜矿及镍矿伴生，我国钴资源主要伴生于硫化铜镍矿，用于精炼钴的中间原料主要包括氢氧化钴、碳酸钴和氢氧化镍钴等。工业应用中，金属钴通常可用于生产高温合金和磁性材料等，钴盐可用于制备钴的氧化物最终应用于锂离子电池的正极材料，也是目前钴最主要的应用。我国钴矿资源较为缺乏，钴矿资源 90% 以上依赖进口，但钴加工能力居于全球首位，2018 年，我国精炼钴产量约为 5.4 万吨，占到全球总产量的一半左右。库存方面，受需求不及预期，部分矿产复产供应量增长影响，2018 年钴库存呈现持续上升趋势，全球 LME 钴库存从 2018 年初约 580 吨的水平上升到 2018 年 11 月底约 742 吨。

图 12 近年来全球钴库存情况（单位：吨）



资料来源: Wind

**贵金属黄金:** 根据世界黄金协会的数据, 2017 年全球黄金总供应量 4453.10 吨, 总需求量为 4151.70 吨, 整体仍呈一定供大于求的状况。具体来看, 黄金总供应量中金矿产量呈逐年增加趋势, 其在总供应量中的占比亦整体提高, 2017 年为 74.39%; 回收金自 2013 年供应量大幅下挫后, 供应量多年维持在低位。与此同时, 黄金总需求量中首饰需求和投资需求合计占比多年维持在 80% 左右。2018 年 1~9 月, 全球黄金总供应量 3347.70 吨, 总需求量 2936.00 吨, 供应量和需求量结构较 2017 年变化不大。从产量分布来看, 根据世界黄金协会统计, 中国连续 11 年位列世界黄金产量第一, 2017 年产量为 429.40 吨, 占世界总产量 3291.80 吨的 13.05%; 澳大利亚、俄罗斯和美国产量分别为 289.00 吨、272.30 吨和 243.60 吨, 位列第 2、3、4 位。

### 3. 市场需求

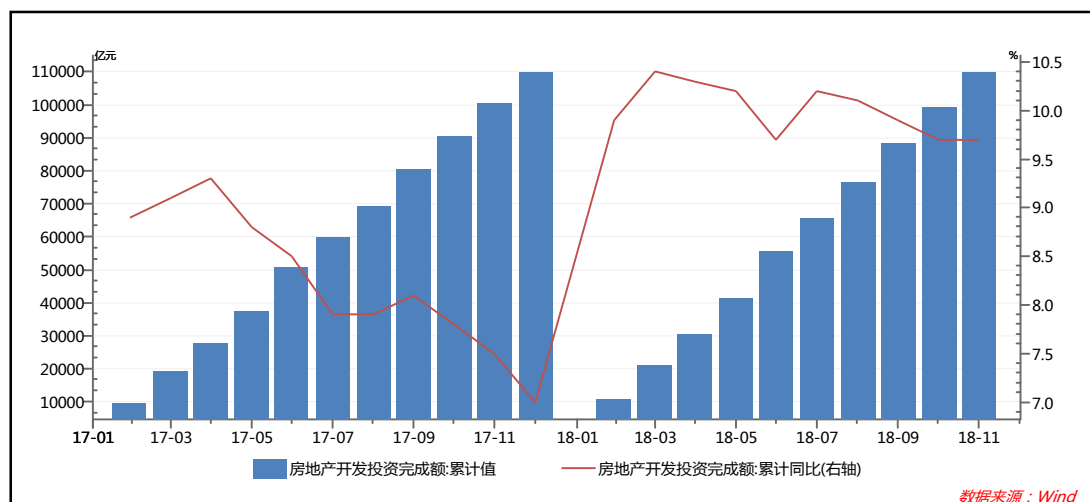
**工业金属:** 工业金属铜、铝、锌等在建筑、地产、家电、汽车等国民经济的基础性行业中均有重要应用。其中电力行业是国内精炼铜消费最主要的领域, 占比高达 51%, 其次是家电、交通、建筑和电子; 铝材则主要应用于建筑, 消费量约占 32% 左右, 其次为电子电力、运输交通和耐用消费品等工业领域, 消费量分别占 15%、12% 和 11% 左右; 60% 以上的锌在工业中用于加工镀锌板, 主要作为建材应用于建筑和地产等终端领域。

2018 年, 在经济下行压力和贸易战背景下, 汽车、家电行业表现偏弱, 房地产的高开工也难以持续维持, 工业金属下游需求整体偏弱。

地产投资方面, 2018 年 1~10 月, 房地产开发投资完成额为 99324.92 亿元,

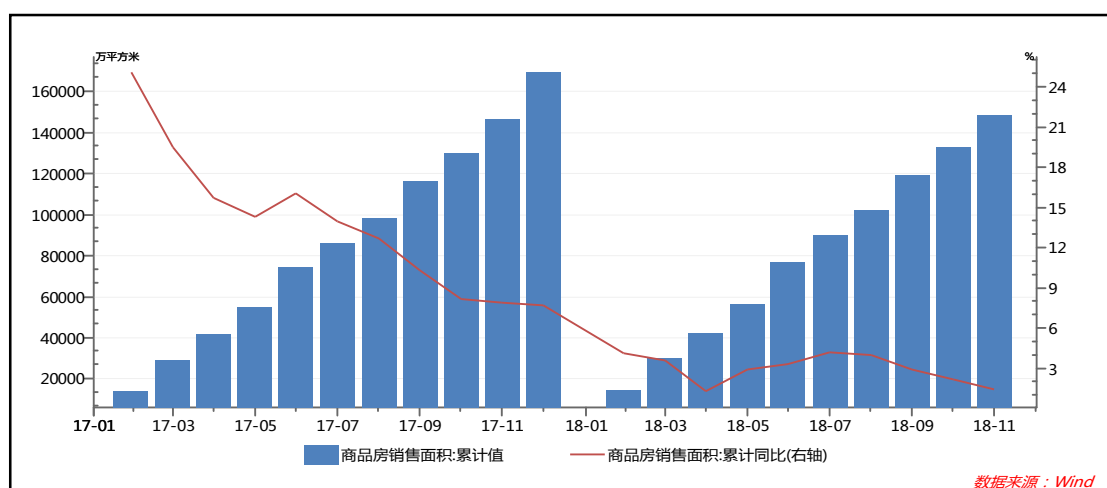
同比增长 9.70%；同比增速高于去年同期。从开发投资完成额数据来看，房地产市场表现略好于去年；但进入 9 月份，房地产“金九”表现不及预期，商品房销售面积 1.68 亿平米，同比下降 3.6%，意味着房地产市场整体并不乐观。国内对于房地产市场的政策调控，使得行业受到一定冲击。

图 13 全国房地产投资完成额累计值及累计同比（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

图 14 全国商品房销售面积累计值及累计同比（单位：万平方米、%）

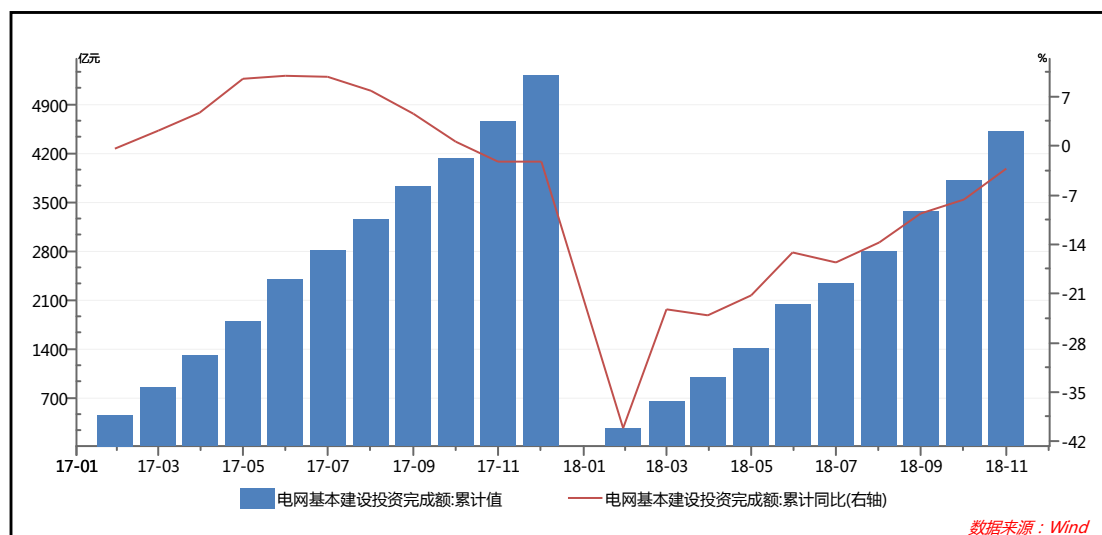


资料来源：Wind

电网投资方面，2018 年 1~10 月，我国电网工程投资金额为 3814 亿元，同比大幅下滑 7.60%。国家电网 2018 年计划投资 4989 亿元，此外，农村电网改造升级也将是工作重点，对电缆耗铜产生实质性支撑。相比火电，新能源发电厂具

有更高的用铜密度，大约为火电的 3~4 倍，更高的用铜密度有利于增加用铜。未来我国高电网工程仍将保持大规模投资，对用铜需求提供稳定支撑，但投资增速放缓，铜需求增长也将受到影响。

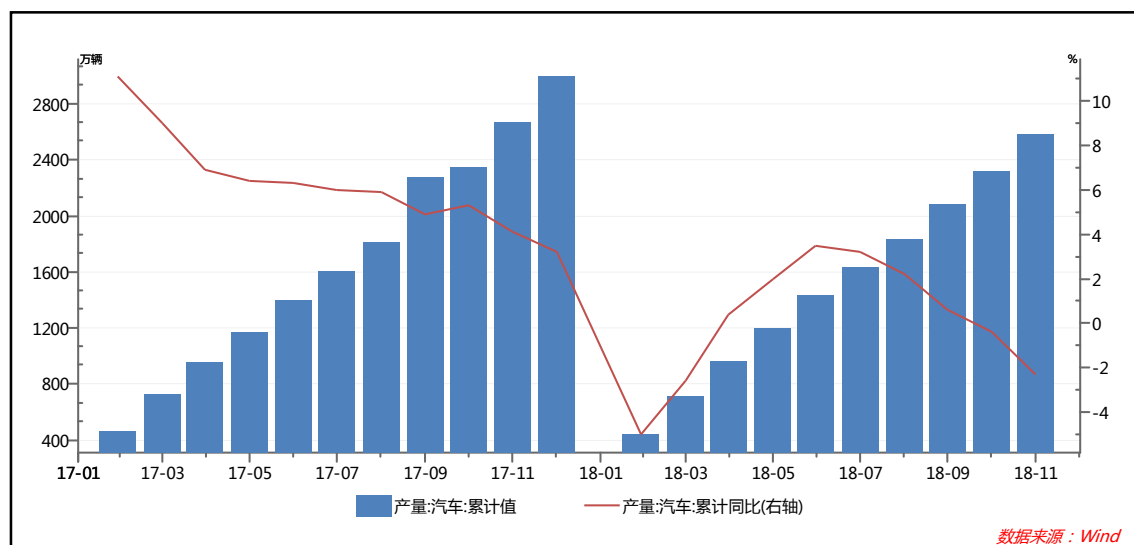
图 15 全国电网基本建设投资完成额累计值及累计同比（单位：亿元、%）



资料来源: Wind

汽车产量方面,2018 年 1~10 月,汽车累计产量 2322.60 万辆,同比下降 0.40%。尽管新能源汽车行业继续呈高速增长,但比重尚低,前 9 个月产销仅占 3.5%。汽车产业产量同比下降,对铝材、镀锌板等需求拉动效应降低。

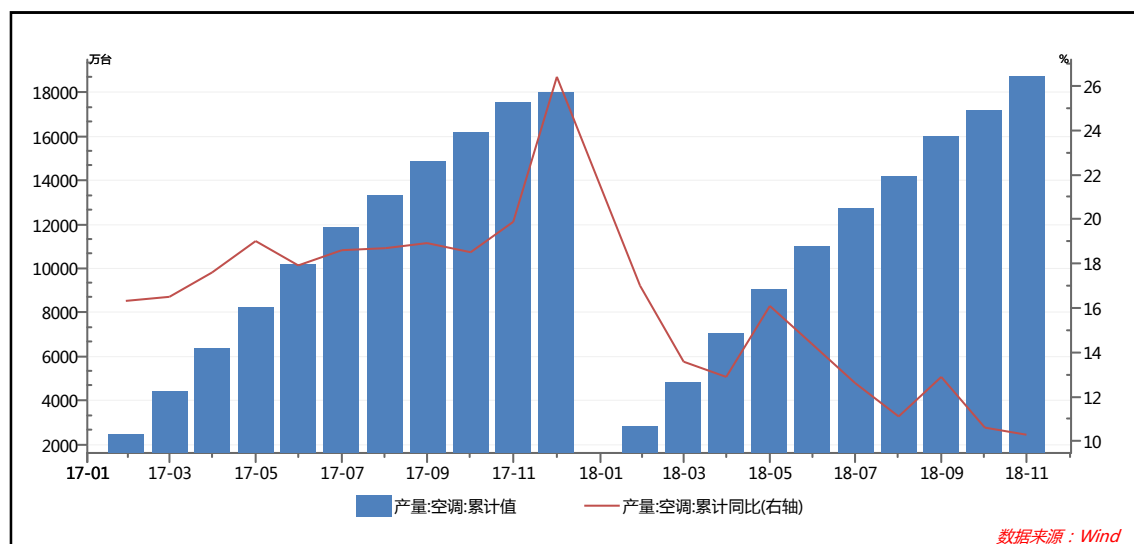
图 16 全国汽车产量累计值及累计同比（单位：万辆、%）



资料来源: Wind

空调行业方面，2018 年 1~10 月，全国空调累计产量达 17175.50 万台，同比增长 6.25%，空调行业虽然依旧保持增长，但是增长幅度已经大幅下降，对精铜消费支撑力度减弱。随着空调生产进入淡季，生产高峰期已过，后续开工将持续走低。

图 17 全国空调产量累计值及累计同比（单位：万台、%）



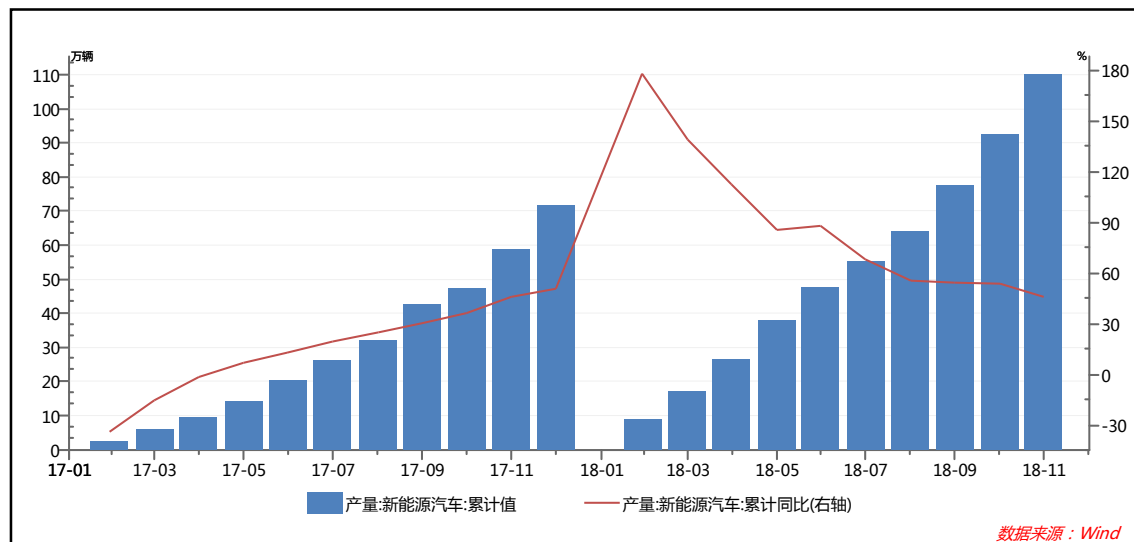
整体看，2018 年，中美贸易战背景下，市场避险情绪较强，有色金属价格整体弱势震荡，国内工业金属下游需求偏弱。

**金属钴：**钴作为一种重要的小类金属，其下游涉及较多的应用领域，据百川资讯统计的 2018 年全球钴金属消费结构数据，电池与新能源占 46%，高温合金 15%，硬质合金占 11%，磁性材料占 8%，搪陶瓷釉料 6%，粘合剂占 5%，催化剂占 4%，其他合计占 6%。中国电池与新能源用钴占钴消耗的 77%。

目前，电池与新能源为钴金属最主要的应用领域，其下游变动对未来钴价走势起到决定性作用，钴在电池与新能源领域主要以氧化物的形式作为动力锂离子电池的正极材料，广泛应用于新能源汽车，随着化石能源储量的日益减少以及大气环保问题的日益严峻，新能源汽车是目前技术可见范围内最适合替代传统燃油车的技术路径，2018 年 1~10 月中国新能源汽车累计生产 92.50 万辆，累计同比增长 54.40%，累计销量实现 85.40 万辆，同比增长 75.00%，同期动力电池累计装机量约为 34.80Gwh，同比增长 97%，预计未来汽车销售将持续高速增长，电池及动力能源需求的增加对未来钴需求会起到一定的促进作用。高温合金方面，下游主要是航空航天、电力、机械以及冶金工业等领域，其中航空航天高温合金为钴最主要的应用领域，主要应用于航空发动机的叶片，2017 年全球高温合金用钴量约 1.73 万

吨，预计 2018 年高温合金用钴量将进一步上升至 1.99 万吨。

图 18 全国新能源汽车产量累计值及累计同比（单位：万台、%）



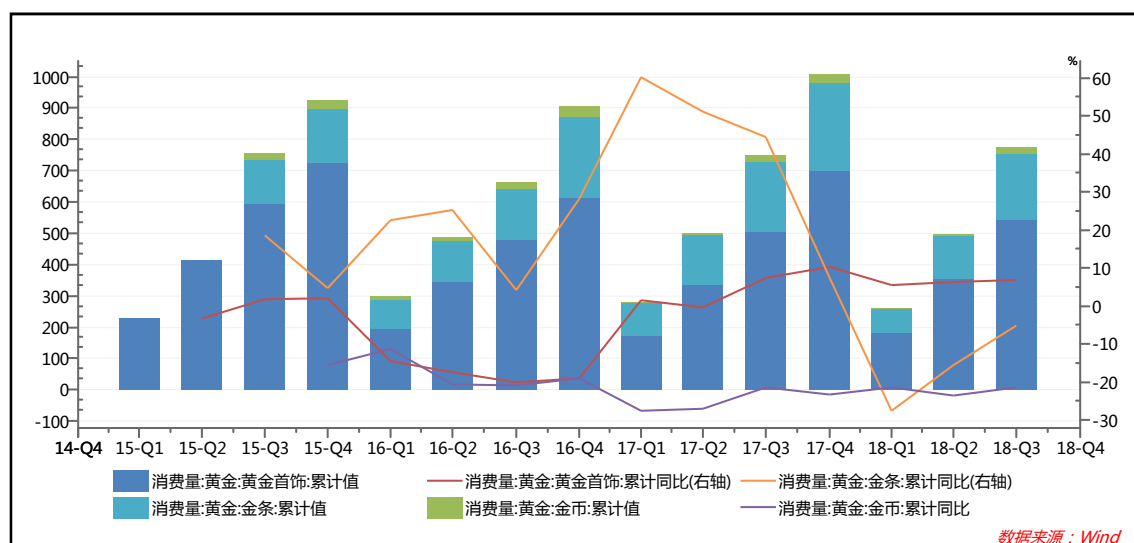
资料来源：Wind

另外，今年 11 月，全球钴业巨头嘉能可在刚果（金）的 Kamoto 项目因在其矿石中发现的高浓度铀含量超过了非洲主要港口的限度而暂停出口，Kamoto 矿为将能可未来两年主要的钴增量来源，嘉能可表示此次暂停将从今年四季度持续到明年前两季度，市场上对于钴供给下降的预期预计将在短期内对钴价有支撑作用。

目前，全球主要动力电池厂商均在研究如何在锂离子电池中降低钴的用量，若未来低钴用量的镍基电源组得到推广应用，钴在动力电池领域的需求量将大幅下降。

**贵金属黄金：**从黄金的商品属性角度来看，黄金的主要下游消费为黄金饰品行业，中国黄金首饰及金条消费量合计占总消费量比重一直维持在 90% 上下，其中黄金首饰消费量占总消费量比重一直持续维持在 60% 以上。2017 年，中国消费量为 1089.70 吨，较 2016 年增加 11.66%，其中黄金首饰消费量 696.50 吨，金条消费量 276.39 吨，分别较 2016 年增加 13.96% 和 7.28%。根据黄金“十三五”预测，2020 年黄金消费量为 1200 吨。2018 年 1~9 月，国内黄金消费总量为 849.70 吨，同比增长 5.08%，其中黄金饰品、金条、金币用黄金消费量分别为 538.85 吨、210.85 吨和 18.10 吨，同比分别增长 6.94%、-5.05% 和 6.47%，分别占到黄金消费总量的 63.42%、24.81% 和 2.13%。

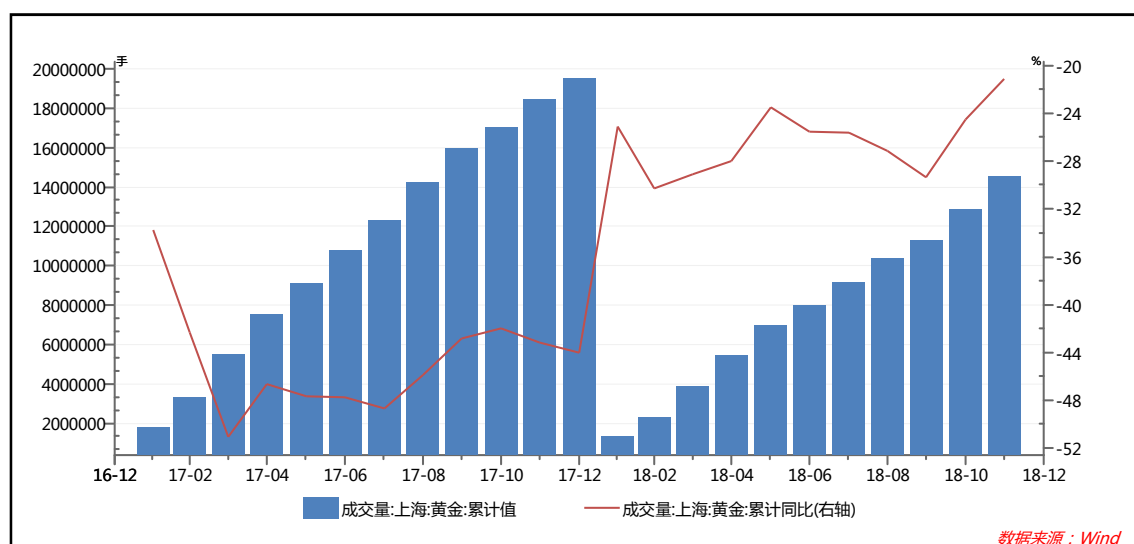
图 19 国内黄金饰品、金条、金币用黄金累计值及累计同比（单位：吨、%）



资料来源：Wind

从金融属性角度来看，2018 年，随着美联储加息及美元增值，国际金价持续走低，至 7 月中旬，中美贸易战全面升级，黄金避险价值凸显，金价有所回升，但 18 年全年金价都处在较低水平，黄金避险需求难以对冲投资需求的下降，投资者投资意愿不足，国内上期所黄金期货成交量同比有所下降。2018 年 1~10 月，上期所黄金期货成交量为 1455.29 万手，同比下降 24.49%。

图 20 上期所黄金期货累计成交量及累计同比（单位：手、%）



资料来源：Wind

## 二、业内主要企业财务对比

联合资信在存续级别为 AA~AAA 之间的有色金属发债企业中选取 13 家作为财务分析的样本企业，联合资信从盈利能力、现金流、债务负担和偿债能力四个方面对 13 家样本企业进行了横向及纵向对比。

表 1 国内公开市场部分有色金属发债企业

| 企业名称            | 主体评级            | 主要产品                     |
|-----------------|-----------------|--------------------------|
| 中国铝业集团有限公司      | AAA             | 氧化铝、电解铝、铝材、铜精矿、钼精矿、电解铜、铜 |
| 中国五矿股份有限公司      | AAA             | 钨精矿、锌精矿、铅精矿、铜精矿、电解铜等     |
| 南山集团有限公司        | AAA             | 电解铝、铝材                   |
| 中国黄金集团有限公司      | AAA             | 黄金、白银、电解铜、硫酸             |
| 铜陵有色金属集团控股有限公司  | AA <sup>+</sup> | 铜及副产品、贵金属及化工品            |
| 山东宏桥新型材料有限公司    | AA <sup>+</sup> | 电解铝、铝深加工                 |
| 辽宁忠旺集团有限公司      | AA <sup>+</sup> | 铝材、铝合金                   |
| 广东东阳光科技控股股份有限公司 | AA <sup>+</sup> | 铝材、电子铝箔、铝电解电容器           |
| 云南地矿总公司(集团)     | AA              | 金属铜、铜精矿                  |
| 北方铜业股份有限公司      | AA              | 电解铜                      |
| 内蒙古矿业(集团)有限责任公司 | AA              | 电解铅、锌锭                   |
| 浙江华友钴业股份有限公司    | AA              | 钴、铜、镍产品                  |
| 河南神火煤电股份有限公司    | AA <sup>-</sup> | 电解铝、铝合金、原煤               |

资料来源：联合资信整理

### 1. 盈利能力

盈利指标方面，2017 年，受益于供给侧改革红利，主要有色金属价格持续上涨，业内企业收入及利润普遍大幅提升，13 家样本企业中仅有中国黄金和云南地矿收入同比下降，下降幅度分别为 7.02%和 3.11%，中国黄金收入下降主要是因为铜贸易规模和精炼铜规模同比下降，云南地矿则是因为矿山开发限制导致矿产经营业务收入的下降；多家样本企业净利润同比增长，山东宏桥因在去产能背景下关停部分生产线计提大额减值导致盈利规模大幅下降，内蒙古矿业因过度投资财务费用高企导致亏损进一步扩大；毛利率方面，13 家样本企业中仅有 4 家毛利率同比下降，华友钴业收益于钴价的大幅增长毛利率增长较快。

2018 年前三季度，工业金属下游需求偏弱，有色金属进入下行周期，价格有所走低。受此影响，部分有色金属企业盈利指标有所弱化，13 家样本企业中营业收入同比下降的增至 4 家，AAA 企业中中国铝业和中国五矿收入同比均有所下降，南山集团因下属房地产项目结转收入增长幅度较大；样本企业中净利润同比下降的企业增至 6 家，中国五矿、云南地矿净利润下降幅度超过 40%，河南

神火则达到 70%以上,中国铝业因实现较大规模的投资收益和营业外收入导致净利润大幅增长,广东东阳光收购东阳光药后也实现了净利润的大幅增长;毛利率方面,5 家企业毛利率同比下降,其中河南神火毛利率变动幅度达到了 11.95 个百分点。

表 2 13 家样本企业 2016 年、2017 年盈利能力指标对比 (单位:亿元、%、百分点)

| 企业名称  | 营业收入    |         |       | 净利润    |       |         | 销售毛利率 |       |       |
|-------|---------|---------|-------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|
|       | 2016    | 2017    | 变动    | 2016   | 2017  | 变动      | 2016  | 2017  | 变动    |
| 中国铝业  | 2675.80 | 3155.15 | 17.91 | -5.80  | 0.00  | --      | 7.81  | 8.89  | 1.08  |
| 中国五矿  | 1950.74 | 2268.68 | 16.30 | -40.07 | 32.90 | --      | 7.71  | 12.26 | 4.55  |
| 南山集团  | 284.84  | 374.12  | 31.34 | 29.26  | 30.93 | 5.71    | 27.23 | 23.50 | -3.73 |
| 中国黄金  | 1078.84 | 1003.14 | -7.02 | -0.68  | 3.30  | --      | 6.43  | 9.15  | 2.72  |
| 铜陵有色  | 1495.53 | 1573.45 | 5.21  | -0.97  | 0.25  | --      | 2.79  | 3.21  | 0.42  |
| 山东宏桥  | 624.36  | 973.76  | 55.96 | 80.37  | 41.08 | -48.89  | 24.43 | 17.50 | -6.93 |
| 辽宁忠旺  | 167.17  | 204.37  | 22.25 | 32.48  | 36.64 | 12.81   | 36.18 | 31.35 | -4.83 |
| 广东东阳光 | 51.02   | 74.12   | 45.28 | 0.57   | 5.00  | 777.19  | 18.18 | 20.64 | 2.46  |
| 云南地矿  | 144.82  | 140.32  | -3.11 | 1.49   | 2.06  | 38.26   | 10.46 | 11.98 | 1.52  |
| 北方铜业  | 158.67  | 184.95  | 16.56 | 1.10   | 1.65  | 50.00   | 3.27  | 3.62  | 0.35  |
| 内蒙古矿业 | 133.22  | 179.26  | 34.56 | -7.50  | -8.86 | --      | 8.25  | 7.44  | -0.81 |
| 华友钴业  | 48.89   | 96.53   | 97.44 | 0.58   | 18.86 | 3151.72 | 16.32 | 34.39 | 18.07 |
| 河南神火  | 169.02  | 188.99  | 11.82 | -10.25 | 3.06  | --      | 22.46 | 24.01 | 1.55  |
| 均值    | 647.23  | 751.74  | 16.15 | 5.97   | 12.39 | 107.45  | 14.80 | 16.27 | 1.47  |

资料来源:Wind,联合资信整理

表 3 13 家有色金属企业 2017 年、2018 年前三季度盈利能力指标 (单位:亿元、%、百分点)

| 企业名称 | 营业收入    |         |        | 净利润    |        |        | 销售毛利率  |        |      |
|------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
|      | 2017Q3  | 2018Q3  | 变动     | 2017Q3 | 2018Q3 | 变动     | 2017Q3 | 2018Q3 | 变动   |
| 中国铝业 | 2319.98 | 2084.13 | -10.17 | 6.72   | 22.52  | 235.12 | 8.03   | 8.89   | 0.86 |

|       |         |         |        |       |       |        |       |       |        |
|-------|---------|---------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 中国五矿  | 1719.46 | 1606.54 | -6.57  | 28.73 | 16.11 | -43.93 | 10.04 | 12.22 | 2.18   |
| 南山集团  | 219.07  | 313.73  | 43.21  | 18.85 | 19.09 | 1.27   | 20.72 | 17.41 | -3.31  |
| 中国黄金  | 693.84  | 765.82  | 10.37  | 0.83  | -0.36 | --     | 7.70  | 7.50  | -0.20  |
| 铜陵有色  | 1143.31 | 1317.65 | 15.25  | 1.19  | 2.55  | 114.29 | 2.95  | 3.05  | 0.10   |
| 山东宏桥  | 736.95  | 660.87  | -10.32 | 38.41 | 24.77 | -35.51 | 17.68 | 18.39 | 0.71   |
| 辽宁忠旺  | 138.49  | 151.37  | 9.30   | 26.09 | 28.73 | 10.12  | 32.91 | 34.48 | 1.57   |
| 广东东阳光 | 54.32   | 85.79   | 57.93  | 3.10  | 11.36 | 266.45 | 19.12 | 34.39 | 15.27  |
| 云南地矿  | 64.34   | 103.56  | 60.96  | 3.55  | 2.08  | -41.41 | 13.91 | 9.91  | -4.00  |
| 北方铜业  | 128.98  | 151.04  | 17.10  | 1.49  | 1.15  | -22.82 | 3.92  | 3.56  | -0.36  |
| 内蒙古矿业 | 130.61  | 75.95   | -41.85 | -8.70 | -8.77 | --     | 5.23  | 8.10  | 2.87   |
| 华友钴业  | 61.46   | 100.74  | 63.91  | 10.96 | 19.12 | 74.45  | 33.25 | 34.45 | 1.20   |
| 河南神火  | 141.67  | 142.39  | 0.51   | 8.73  | 2.48  | -71.59 | 26.23 | 14.28 | -11.95 |
| 均值    | 544.65  | 547.28  | 0.48   | 10.29 | 10.46 | 1.64   | 15.87 | 16.13 | 0.26   |

资料来源：Wind，联合资信整理

## 2. 现金流

现金流方面，近年来，业内企业经营获现能力较好，2017 年样本企业中仅华友钴业经营活动现金流为净流出，仅 4 家企业经营现金净流量同比下降；2018 年前三季度，样本企业中仅辽宁忠旺一家经营活动呈现大幅净流出，6 家样本企业经营现金净流量同比下降。

近年来，有色金属行业企业收入实现质量普遍弱化，2017 年 13 家样本企业中现金收入比同比下降的企业多达 10 家，2018 年前三季度则为 8 家。

表 4 13 家样本企业现金流相关指标对比（单位：亿元、%、百分点）

| 企业名称  | 经营活动净现金流 |        |        |        |        |         | 现金收入比  |        |        |        |        |        |
|-------|----------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       | 2016 年   | 2017 年 | 变动     | 2017Q3 | 2018Q3 | 变动      | 2016 年 | 2017 年 | 变动     | 2017Q3 | 2018Q3 | 变动     |
| 中国铝业  | 70.70    | 198.42 | 180.65 | 118.40 | 156.14 | 31.88   | 105.67 | 98.99  | -6.68  | 113.84 | 101.50 | -12.33 |
| 中国五矿  | 267.76   | 116.36 | -56.54 | 1.56   | 60.97  | 3808.33 | 104.56 | 104.14 | -0.42  | 110.23 | 105.58 | -4.65  |
| 南山集团  | 34.25    | 5.03   | -85.31 | 7.06   | 14.30  | 102.55  | 84.01  | 81.22  | -2.79  | 113.69 | 101.87 | -11.82 |
| 中国黄金  | 26.79    | 38.02  | 41.92  | -1.49  | 35.63  | --      | 107.65 | 109.97 | 2.32   | 96.65  | 110.00 | 13.35  |
| 铜陵有色  | 5.18     | 2.74   | -47.10 | 11.98  | 31.04  | 159.10  | 119.09 | 113.62 | -5.47  | 125.00 | 123.66 | -1.34  |
| 山东宏桥  | 149.88   | 287.48 | 91.81  | 252.98 | 113.43 | -55.16  | 114.92 | 92.29  | -22.63 | 110.99 | 106.95 | -4.04  |
| 辽宁忠旺  | 43.90    | 45.13  | 2.80   | 11.30  | -64.63 | --      | 119.22 | 89.04  | -30.18 | 84.42  | 92.45  | 8.03   |
| 广东东阳光 | 4.57     | 4.98   | 8.97   | 2.83   | 16.26  | 474.56  | 68.82  | 61.71  | -7.11  | 77.14  | 85.42  | 8.28   |
| 云南地矿  | 15.49    | 19.02  | 22.79  | 17.57  | 11.66  | -33.64  | 103.86 | 94.68  | -9.18  | 120.72 | 108.11 | -12.61 |
| 北方铜业  | 3.63     | 5.78   | 59.23  | 6.26   | 6.23   | -0.48   | 117.32 | 113.07 | -4.25  | 109.94 | 116.33 | 6.39   |
| 内蒙古矿业 | -2.25    | 3.15   | --     | 0.57   | 0.55   | -3.51   | 107.81 | 112.28 | 4.46   | 107.29 | 107.15 | -0.14  |

|      |       |        |       |        |       |        |        |       |        |        |        |       |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 华友钴业 | 9.73  | -17.95 | --    | -12.19 | 4.62  | --     | 101.72 | 88.30 | -13.41 | 79.89  | 94.78  | 14.89 |
| 河南神火 | 6.11  | 10.96  | 79.38 | 13.91  | 5.52  | -60.32 | 78.76  | 86.09 | 7.33   | 78.08  | 73.90  | -4.17 |
| 均值   | 45.49 | 51.53  | 13.28 | 30.91  | 28.36 | -8.27  | 102.75 | 96.35 | -6.39  | 102.82 | 102.57 | -0.25 |

资料来源：Wind，联合资信整理

### 3. 债务负担

债务负担方面，从2016年底至2018年9月底的情况看，行业内企业债务负担整体较重，样本企业中资产负债率大部分在60%以上，其中中国五矿、河南神火资产负债率近三年均超85%，铜陵有色、云南地矿、内蒙古矿业近三年资产负债率均在70%以上。部分有色金属企业对外投资规模较大，在信贷紧缩环境下信用风险会相应扩大。

表5 样本企业债务负担情况（单位：%）

| 企业名称  | 资产负债率      |            |           | 全部债务资本化比率  |            |
|-------|------------|------------|-----------|------------|------------|
|       | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/9/30 | 2016/12/31 | 2017/12/31 |
| 中国铝业  | 83.88      | 63.26      | 62.25     | 79.95      | 54.75      |
| 中国五矿  | 90.67      | 87.58      | 87.18     | 86.43      | 82.71      |
| 南山集团  | 50.84      | 52.06      | 53.25     | 38.44      | 40.62      |
| 中国黄金  | 70.15      | 69.37      | 71.01     | 60.66      | 62.21      |
| 铜陵有色  | 72.39      | 75.81      | 73.89     | 65.80      | 69.43      |
| 山东宏桥  | 65.92      | 66.47      | 67.85     | 52.58      | 55.55      |
| 辽宁忠旺  | 50.05      | 55.84      | 47.59     | 44.71      | 44.93      |
| 广东东阳光 | 62.37      | 64.14      | 53.52     | 56.00      | 53.53      |
| 云南地矿  | 75.63      | 73.77      | 73.84     | 58.74      | 59.75      |
| 北方铜业  | 68.31      | 65.58      | 67.21     | 62.75      | 60.47      |
| 内蒙古矿业 | 78.39      | 82.13      | 83.80     | 71.39      | 75.00      |
| 河南神火  | 85.21      | 85.47      | 85.08     | 81.81      | 81.53      |
| 格林美股份 | 62.24      | 64.51      | 60.09     | 56.80      | 57.47      |
| 华友钴业  | 58.77      | 63.43      | 56.37     | 50.24      | 52.34      |
| 均值    | 69.63      | 69.24      | 67.35     | 61.88      | 60.73      |

资料来源：Wind，联合资信整理

### 4. 偿债能力

偿债能力方面，受有色金属企业普遍较高的财务杠杆影响，样本企业偿债指标整体偏弱，从2016年至2018年三季度末来看，样本企业流动比率指标均偏低，仅有南山集团、山东宏桥、辽宁忠旺三家企业均在100%以上；经营现金流基本上对流动负债不具备保障能力，近年来多数样本企业经营现金流流动负债比指标不断弱化；从EBITDA/全部债务指标来看，山东宏桥、辽宁忠旺、云南地矿长期偿债指标较好，华友钴业2017年因盈利大幅增长该指标处于较优水平，其余样本企业指标较弱。

表 6 样本企业偿债指标对比（单位：%、倍）

| 企业名称  | 流动比率   |        |        | 经营现金流动负债比 |       |        | EBITDA 全部债务比 |      |
|-------|--------|--------|--------|-----------|-------|--------|--------------|------|
|       | 2016   | 2017   | 2018Q3 | 2016      | 2017  | 2018Q3 | 2016         | 2017 |
| 中国铝业  | 83.88  | 63.26  | 62.25  | 0.03      | 0.10  | 0.08   | 0.07         | 0.11 |
| 中国五矿  | 111.28 | 98.24  | 92.49  | 0.17      | 0.06  | 0.03   | 0.06         | 0.09 |
| 南山集团  | 133.31 | 129.58 | 126.97 | 0.11      | 0.01  | 0.04   | 0.21         | 0.21 |
| 中国黄金  | 72.16  | 84.14  | 98.47  | 0.06      | 0.09  | 0.09   | 0.11         | 0.13 |
| 铜陵有色  | 82.65  | 84.45  | 95.62  | 0.01      | 0.01  | 0.08   | 0.06         | 0.06 |
| 山东宏桥  | 119.02 | 107.34 | 167.66 | 0.39      | 0.55  | 0.22   | 0.38         | 0.26 |
| 辽宁忠旺  | 238.67 | 149.97 | 157.15 | 0.39      | 0.18  | -0.34  | 0.27         | 0.31 |
| 广东东阳光 | 79.20  | 85.06  | 102.92 | 0.09      | 0.08  | 0.19   | 0.16         | 0.22 |
| 云南地矿  | 71.29  | 71.56  | 74.19  | 0.15      | 0.19  | 0.11   | 0.24         | 0.25 |
| 北方铜业  | 88.49  | 91.15  | 104.09 | 0.06      | 0.07  | 0.08   | 0.08         | 0.11 |
| 内蒙古矿业 | 58.83  | 63.25  | 58.20  | -0.01     | 0.01  | 0.00   | 0.04         | 0.05 |
| 华友钴业  | 99.86  | 108.54 | 122.85 | 0.17      | -0.18 | 0.05   | 0.15         | 0.46 |
| 河南神火  | 47.07  | 48.34  | 43.07  | 0.02      | 0.03  | 0.01   | 0.08         | 0.16 |
| 均值    | 100.44 | 92.85  | 102.17 | 0.12      | 0.09  | 0.05   | 0.15         | 0.18 |

资料来源：Wind，联合资信整理

### 三、行业债券市场跟踪

#### 1. 债券发行情况

2018 年前三季度，有色金属行业内企业共发行 117 支债券，发债总额 1278.40 亿元。从发债主体级别情况来看，2018 年前三季度发债主体共 35 家，其中 AAA 企业占比 31.43%，AA+企业占比 22.86%，AA 企业占比 42.86%。

表 7 有色金属企业 2018 年前三季度发行债券情况

| 发行人              | 发行规模   | 主体级别 |
|------------------|--------|------|
| 中国铝业集团有限公司       | 330.00 | AAA  |
| 山东黄金集团有限公司       | 175.00 | AAA  |
| 陕西有色金属控股集团有限责任公司 | 120.00 | AAA  |
| 南山集团有限公司         | 86.00  | AAA  |
| 中国铝业股份有限公司       | 70.00  | AAA  |
| 广西投资集团有限公司       | 60.00  | AAA  |
| 中国黄金集团有限公司       | 40.00  | AAA  |
| 招金矿业股份有限公司       | 37.50  | AAA  |
| 中国有色矿业集团有限公司     | 25.00  | AAA  |
| 山东招金集团有限公司       | 14.00  | AAA  |
| 洛阳栾川钼业集团股份有限公司   | 10.00  | AAA  |
| 山东宏桥新型材料有限公司     | 118.00 | AA+  |

|                  |         |        |
|------------------|---------|--------|
| 铜陵有色金属集团控股有限公司   | 32.00   | AA+    |
| 西部矿业集团有限公司       | 15.00   | AA+    |
| 厦门钨业股份有限公司       | 14.00   | AA+    |
| 云南锡业股份有限公司       | 11.00   | AA+    |
| 西部矿业股份有限公司       | 7.00    | AA+    |
| 天齐锂业股份有限公司       | 3.00    | AA+    |
| 广东东阳光科技控股股份有限公司  | 11.00   | AA+/AA |
| 云南锡业集团(控股)有限责任公司 | 21.20   | AA     |
| 宁夏晟晏实业集团有限公司     | 12.00   | AA     |
| 浙江华友钴业股份有限公司     | 11.20   | AA     |
| 云南冶金集团股份有限公司     | 10.00   | AA     |
| 北方铜业股份有限公司       | 8.00    | AA     |
| 宝钛集团有限公司         | 7.00    | AA     |
| 西安迈科金属国际集团有限公司   | 5.00    | AA     |
| 新凤祥控股集团有限责任公司    | 3.30    | AA     |
| 宁夏远高实业集团有限公司     | 3.00    | AA     |
| 郴州市金贵银业股份有限公司    | 2.50    | AA     |
| 阳谷祥光铜业有限公司       | 2.50    | AA     |
| 西南能矿集团股份有限公司     | 2.00    | AA     |
| 山东恒邦冶炼股份有限公司     | 1.00    | AA     |
| 盛屯矿业集团股份有限公司     | 1.00    | AA     |
| 青海省投资集团有限公司      | 0.20    | AA     |
| 河南豫联能源集团有限责任公司   | 10.00   | -      |
| 合计               | 1278.40 |        |

资料来源：Wind，联合评级整理

注：联合资信、中证鹏元对广东东阳光科技控股股份有限公司的做主体评级分别为 AA+和 AA

## 2. 债券违约情况

2018 年前三季度，有色金属企业违约债券涉及 2 家主体、3 支债券。

**14 利源债：**2018 年 9 月 25 日，利源精制发布的《“14 利源债”无法按时付息的公告》（公告编号：2018-054）披露：截至目前，利源精制尚未将本次债券 2018 年利息划入中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司指定账户。利源精制目前资金周转困难，不能按期支付“14 利源债”的利息，本次债券构成实质违约。

**16 长城 01、16 长城 02：**中融双创于 2018 年 9 月 20 日发布《中融双创（北京）科技集团有限公司关于“16 长城 01”及“16 长城 02”债券违约进展的公告》，  
“16 长城 01”付息逾期，且持续超过 30 天仍未得到纠正，已构成实质性违约；  
“16 长城 02”未能偿付 2018 年度到期利息，若中融双创或担保方未能于 2018 年 11 月 8 日（含）前向全体债券持有人足额偿付本期债券 2018 年度应付利息，则受托管理人将宣布“16 长城 02”加速清偿。

表 8 2018 年前三季度有色金属企业违约主体级别调整过程

| 发行人              | 债券简称     | 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 |
|------------------|----------|--------|------------|--------|------|------------|--------|
| 吉林利源精制股份有限公司     | 14 利源债   | 联合信用评级 | 2018-08-14 | A      | 负面   | 2018-06-25 | AA     |
|                  | 14 利源债   | 联合信用评级 | 2018-09-13 | BBB    | 负面   | 2018-08-14 | A      |
|                  | 14 利源债   | 联合信用评级 | 2018-09-18 | BB     | 负面   | 2018-09-13 | BBB    |
|                  | 14 利源债   | 联合信用评级 | 2018-09-21 | CCC    | 负面   | 2018-09-18 | BB     |
|                  | 14 利源债   | 联合信用评级 | 2018-09-25 | C      | --   | 2018-09-21 | CCC    |
| 中融双创(北京)科技集团有限公司 | 16 长城 01 | 大公国际   | 2018-07-24 | CCC    | 负面   | 2018-06-26 | BB     |
|                  | 16 长城 01 | 大公国际   | 2018-09-26 | C      | --   | 2018-07-24 | CCC    |
|                  | 16 长城 02 | 大公国际   | 2018-07-24 | CCC    | 负面   | 2018-06-26 | BB     |
|                  | 16 长城 02 | 大公国际   | 2018-09-26 | C      | --   | 2018-07-24 | CCC    |

资料来源：Wind，联合评级整理

### 3. 评级变动情况

#### (1) 2018 年前三季度有色金属发债企业主体级别上调情况

2018 年前三季度级别上调的主体涉及 5 家，存续债券 14 支，分别为天齐锂业股份有限公司、中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司、云南锡业股份有限公司、山东南山铝业股份有限公司和金川集团股份有限公司及其存续债券，从评级机构来看，中诚信国际信用评级有限责任公司、联合信用评级有限公司、中诚信证券评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司和大公国际资信评估有限公司各上调一家。

表 9 2018 年前三季度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 |
|----------------|---------------------|---------|------------|--------|------|------------|--------|
| 16 天齐锂业 MTN001 | 天齐锂业股份有限公司          | 中诚信国际   | 2018-06-22 | AA+    | 稳定   | 2017-04-14 | AA     |
| 18 天齐 01       |                     | 中诚信国际   | 2018-06-22 | AA+    | 稳定   | 2017-04-14 | AA     |
| 17 北方 02       | 中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司 | 联合信用评级  | 2018-06-19 | AAA    | 稳定   | 2017-08-30 | AA+    |
| 17 北方 01       |                     | 联合信用评级  | 2018-06-19 | AAA    | 稳定   | 2017-08-30 | AA+    |
| 18 云锡 MTN001   | 云南锡业股份有限公司          | 中诚信证券评估 | 2018-06-12 | AA+    | 稳定   | 2017-06-23 | AA     |
| 15 云锡股 MTN001  |                     | 中诚信证券评估 | 2018-06-12 | AA+    | 稳定   | 2017-06-23 | AA     |
| 18 云锡股 MTN002  |                     | 中诚信证券评估 | 2018-06-12 | AA+    | 稳定   | 2017-06-23 | AA     |
| 17 云锡股 MTN001  |                     | 中诚信证券评估 | 2018-06-12 | AA+    | 稳定   | 2017-06-23 | AA     |
| 11 锡业债         |                     | 中诚信证券评估 | 2018-06-12 | AA+    | 稳定   | 2017-06-23 | AA     |
| 15 南铝 01       | 山东南山铝业股份有限公司        | 上海新世纪   | 2018-04-08 | AAA    | 稳定   | 2017-08-11 | AA+    |
| 17 南铝债         |                     | 上海新世纪   | 2018-04-08 | AAA    | 稳定   | 2017-08-11 | AA+    |

|              |            |       |            |     |    |            |     |
|--------------|------------|-------|------------|-----|----|------------|-----|
| 15 南铝 02     |            | 上海新世纪 | 2018-04-08 | AAA | 稳定 | 2017-08-11 | AA+ |
| 15 金川 MTN003 | 金川集团股份有限公司 | 大公国际  | 2018-07-27 | AAA | 稳定 | 2017-07-04 | AA+ |
| 15 金川 MTN004 |            | 大公国际  | 2018-07-27 | AAA | 稳定 | 2017-07-04 | AA+ |

资料来源：Wind，联合评级整理

## （2）2018 年前三季度有色金属发债企业主体级别下调情况

2018 年前三季度，除前述违约债券涉及级别下调以外，其他有色金属企业主体级别无下调的情况。

## 四、有色金属行业展望

总体上看，全球有色金属已进入下行周期，目前国内市场下游需求总体增长乏力。2016 及 2017 年，有色金属迎来全面上涨，当时带来的产能投资预计需要三年左右完成投放，有色金属行业会在一定程度上面临产能过剩的风险，预计未来一段时间内有色金属价格仍将延续下跌走势或保持低位运行，则业务板块构成上有色金属采选冶炼占绝对比重的企业盈利恐会受到影响。

今年 12 月美联储加息如期而至，但以加息点阵图来看，2019 年美联储加息概率将低于此前预期，若美联储加息预期下降，则美元汇率增值步调或有所减缓，短期内利好有色金属价格企稳。2018 年，政策面上信贷总体收紧，有色金属企业尤其是民营类企业融资环境较差，有色金属行业具有资金密集型特征，行业信用风险在收紧的信用环境下有所放大。

从今年的中央经济会议传递的信息来看，财政政策强调强化逆周期调节，适时预调微调，稳定总需求，实施更大规模的减税降费；货币政策强调稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，解决好民营企业和中小微企业融资难融资贵问题。财政政策和货币政策表述均较此前偏积极，预计 2019 年“偏积极”的财政政策带来的需求会在一定程度上对冲有色金属下行周期，稳健适度的货币政策则有利于改善全行业包括有色金属企业融资环境，对信用风险的缓解作用短期或较长期更为明显，联合资信对有色金属行业的展望为稳定。