



2025 年上半年有色金属行业信用风险总结及展望

联合资信 工商评级三部 | 马金星 | 张乾

有色金属作为工业制造、基建、房地产以及新兴产业的“基石材料”，其行业受宏观经济需求影响显著。2025 年上半年，全球经济在特朗普政府掀起的关税战、以及地缘冲突等因素影响下显著放缓，各区域经济分化严重。在上述因素影响下，避险投资需求增加推动黄金价格大幅上涨后并维持高位震荡运行，铜、铝等工业金属价格中枢上移；镍价受下游需求疲软以及供应过剩影响呈现大幅震荡下行态势，碳酸锂市场供需错配导致其价格持续下行。钴价自 2025 年 2 月底开始受刚果（金）出口禁令影响大幅上涨。中国作为有色金属矿产的主要消费国之一，其需求变动对有色金属市场影响较大。2025 年上半年，中国有色金属产业指数呈现先抑后扬走势。

有色金属行业存续债券中主体信用级别较为分散，其中信用等级为 AAA 的存续债券规模最大，企业性质以民营企业和地方国有企业为主。2025 年 1—6 月，有色金属行业债券融资规模有所扩大，债券融资结构优化；发债企业主体信用级别集中在 AAA 和 AA⁺，信用等级高；2025 年上半年，有色金属行业中信用等级变动较小，无新增违约主体。

2025 年下半年，有色金属行业到期债务规模尚可，且到期债券企业主体级别以 AAA 为主，到期债券违约风险较低。但也需关注到部分企业盈利和经营获现能力明显下滑、债务负担加重对其信用水平带来的不利影响。长期来看，有色金属作为重要的基础原材料，行业发展前景良好，整体信用风险可控。



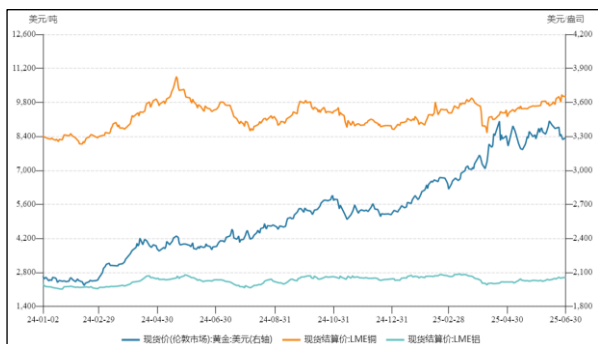
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、有色金属行业运行概况

有色金属作为工业制造、基建、房地产以及新兴产业的“基石材料”，其行业受宏观经济需求影响显著。同时，因有色金属矿产资源高度集中于少数国家，主要消费国和供应国之间贸易量巨大，因此全球有色金属行业与资源国的经济状况和主要消费国的经济景气度直接相关。2025 年上半年，全球经济在特朗普政府掀起的关税战、以及地缘冲突等因素影响下显著放缓，各区域经济分化严重。在此影响下，避险投资需求增加推动黄金价格大幅上涨后并维持高位震荡运行，铜、铝等工业金属价格中枢上移，资源民族主义与供应链风险加剧；镍价受下游需求疲软以及供应过剩影响呈现大幅震荡下行态势，碳酸锂市场供需错配导致其价格持续下行。钴价自 2025 年 2 月底开始受刚果（金）出口禁令影响大幅上涨。

图 1 2024 年以来黄金、铜和铝价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

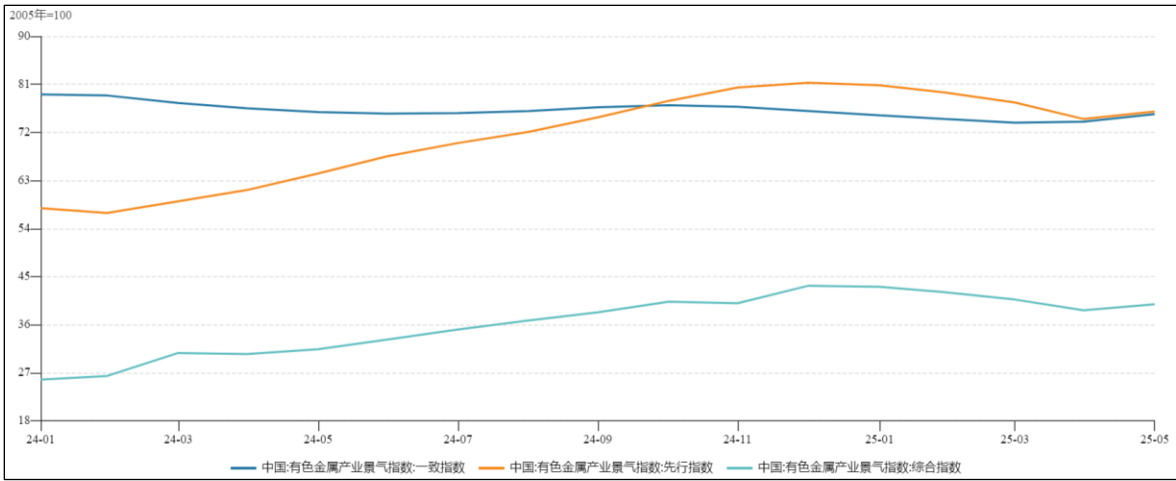
图 2 2024 年以来镍、钴和锂价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

中国作为有色金属矿产的主要消费国之一，其需求变动对有色金属市场影响较大。2025 年初，受益于一系列增量经济政策出台并逐步落实，叠加美联储进入降息周期所释放的流动性，推动有色金属商品价格上涨，带动中国有色金属产业景气先行指数与一致指数均呈上升态势。进入 2025 年 4 月，美国“对等关税”事件超出市场预期，叠加宏观经济预期悲观等因素致使有色金属商品价格下跌，导致中国有色金属产业景气先行指数与一致指数均受到冲击，开始出现下行趋势。而在 5 月中美关税谈判达成日内瓦协议后，宏观经济预期改善带动主要有色金属价格回升，同时中国 M2 增速保持相对稳定，流动性合理充裕带动有色金属行业固定资产投资继续增长，综合促使中国有色金属产业景气先行指数和一致指数回升。整体来看，2025 年上半年，中国有色金属产业指数均呈现先抑后扬走势。

图 3 2024 年以来有色金属景气指数走势概况



资料来源：Wind，联合资信整理

从财务数据来看，截至 2025 年 6 月底，联合资信在有存续债项的有色金属企业主体中，剔除无公开 2025 年一季度财务数据及数据异常的主体后，选择 57 家无异常数据企业作为样本企业（以下简称“样本企业”）。截至 2025 年 3 月底，样本企业资产总额均值较去年底保持稳定；所有者权益中位数和均值均较去年底有所增长，杠杆水平和全部债务资本化比率表现相对平稳。2025 年一季度，样本企业营业总收入、利润总额和营业利润率均同比增长，经营活动现金流量净额均值同比明显改善，现金收入比维持在 100%，整体相对稳定。从短期偿债指标来看，截至 2025 年 3 月底，样本企业现金短期债务比和流动比率表现较去年底变化不大。

表 1 有色金属样本企业财务指标中位数和平均数

指标		2024 年		2024 年 3 月		2025 年 3 月	
		中位数	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数
资产质量	资产总额（亿元）	691.00	1452.23	690.20	1334.63	717.22	1451.54
	流动资产占比（%）	47.07	45.91	47.37	44.96	49.35	47.79
盈利能力	营业总收入（亿元）	598.62	1330.71	147.96	306.01	178.42	327.13
	利润总额（亿元）	18.35	73.31	4.00	15.39	7.43	22.37
	营业利润率（%）	2.97	5.27	2.82	4.12	4.30	9.72
现金流	经营活动现金流净额（亿元）	25.97	86.38	1.69	0.07	1.63	8.75
	现金收入比（%）	105.20	102.82	103.71	105.25	104.15	103.39
资本结构	所有者权益（亿元）	251.03	538.24	220.05	477.97	259.61	560.52
	全部债务资本化比率（%）	49.68	46.62	49.97	46.00	48.25	47.34
	资产负债率（%）	58.83	57.73	59.45	55.68	57.59	58.13
偿债能力	现金短期债务比（倍）	0.50	0.67	0.50	0.88	0.49	0.69
	流动比率（%）	131.29	134.67	132.87	146.48	129.52	138.28

资料来源：Wind

二、2025 年上半年有色金属行业债券市场回顾¹

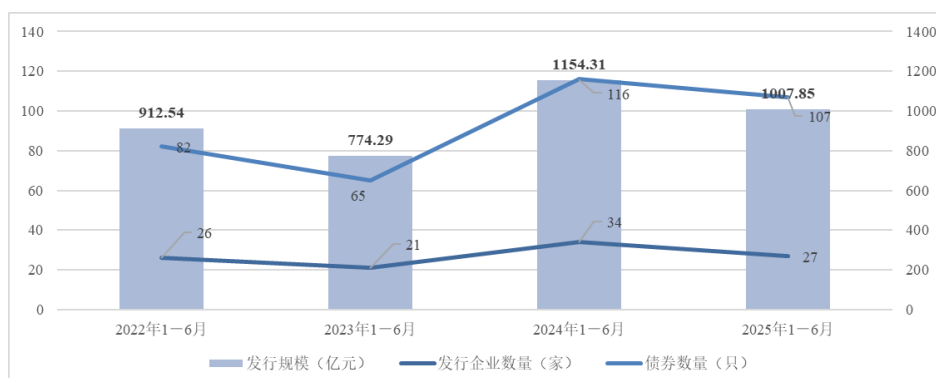
（一）债券发行情况

2025 年 1—6 月，有色金属行业债券融资规模有所扩大，债券类型仍以中期票据和公司债为主，短期融资券发行规模同比下降，债券融资结构优化；发债企业主体信用等级集中在 AAA 和 AA⁺，企业性质仍以国有企业以及综合实力较强的民营企业为主。

（1）发行数量及发行金额

通过对比近 4 年上半年债券发行数据，有色金属行业债券发行金额波动较大。2023 年 1—6 月，有色金属产品中除黄金价格有所提振外，铜、铝、铅、锌等主要有色金属价格受国际经济形势及海外需求萎缩影响均有所下降，有色金属企业盈利预期下降导致企业投资意愿降低，发债融资需求随之减少；同时，美联储持续加息推高全球市场利率，债券发行成本攀升，综合导致有色金属行业发债企业数量和发债规模均出现阶段性下降态势。2024 年上半年，在全球经济复苏、美联储降息预期等因素影响下，主要有色金属价格普遍上涨，叠加中国推动“大规模设备更新”和新能源产业发展等一系列政策，铜、铝等有色金属需求得到有效提升；同时，因城投债融资收紧导致大量资金转向产业债市场，有色金属作为重要基础材料行业，成为投资者资金配置重点，有色金属行业企业发债数量和发行规模于 2024 年上半年达到顶峰。随后，为促进经济增长，中国工信部推动“新一轮稳增长工作方案”，鼓励银行对绿色转型企业提供信贷支持，部分企业转向低成本银行贷款，债券融资意愿有所降低，2025 年 1—6 月有色金属行业企业发债企业数量和发债规模同比下降，但仍高于 2022 年上半年和 2023 年上半年发债企业数量和发债规模。

图 4 近年来有色金属行业债券发行情况



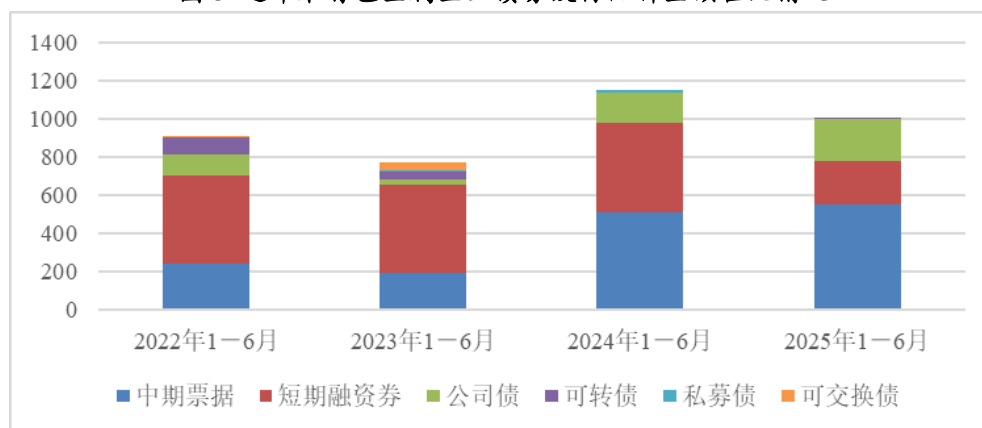
数据来源：Wind，联合资信整理

¹ 本报告相关债券数据统计仅包含中国大陆债券情况

（2）发行品种

从发行品种来看，2025 年 1—6 月，有色金属企业债券发行品种中公司债和中期票据发行规模均同比增长，其中中期票据发行金额占比仍较高；短期融资券发行规模同比下降明显，债券融资结构趋于长期化，其融资结构显著优于 2022 年上半年和 2023 年上半年。随着中国证券监督管理委员会发布“827 新政”以及“新国九条”的颁发，再融资审核趋严，叠加可转债市场信用风险事件频发，投资者对周期性行业转债规避情绪升温，同时受股票市场股价提升不足，综合影响可转债发行规模显著低于 2022 年上半年和 2023 年上半年。

图 5 近年来有色金属企业债券发行品种金额占比情况

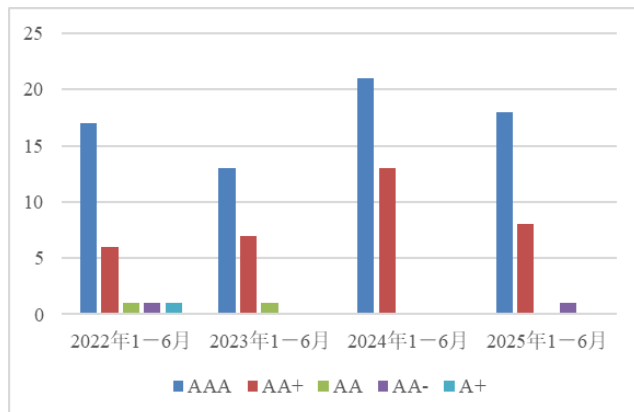


资料来源：Wind，联合资信整理

（3）发债主体企业性质及信用水平

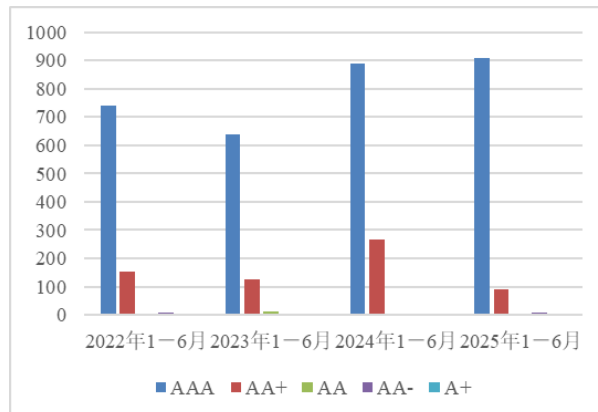
从主体发行级别来看，2022 年以来，有色金属行业发债企业主体信用等级以 AAA 和 AA⁺为主，而受经济复苏预期下降影响，中小型企业信用风险增加，市场避险情绪导致主体信用等级为 AA⁺以下企业债券发行难度加大，其发行数量和发行规模均明显降低，其中 2024 年 1—6 月发债企业中无主体信用等级为 AA⁺以下企业，2025 年 1—6 月仅新增 1 家主体信用等级为 AA⁻的企业。整体看，有色金属企业债券主体级别区间集中度非常高。

图 6 按发行数量统计有色金属企业债券发行时主体级别情况（单位：家）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 7 按发行规模统计有色金属企业债券主体级别情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

从主体企业性质来看，有色金属行业中发债企业性质以地方国有企业和中央国有企业为主，2025 年 1—6 月地方国有企业和中央国有企业发债金额分别占 65.49%和 20.94%，民营企业发债金额占 11.59%，主要为山东宏桥新型材料有限公司、浙江华友钴业股份有限公司、江西赣锋锂业集团股份有限公司等综合实力较强的民营企业。

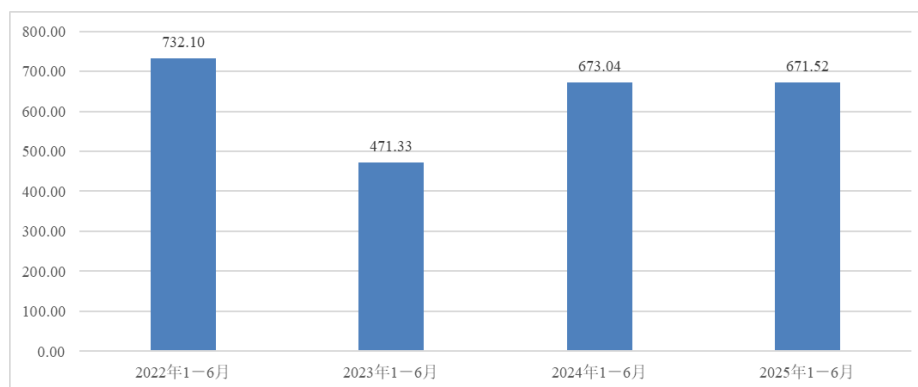
（二）债券到期情况

2025 年 1—6 月，有色金属企业债券到期规模处于历史较高水平。从信用迁徙来看，2025 年上半年，有色金属行业中信用等级上调和下调的主体各 1 家，无新增违约主体。

（1）有色金属行业债券到期

2025 年 1—6 月，有色金属企业债券到期规模 671.52 亿元，较历史同期相比处于较高水平。有色金属企业整体运行较为平稳，到期债券均按时兑付。

图 8 近年来有色金属行业债券到期情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

（2）有色金属行业企业信用迁徙

2025 年上半年，有色金属企业信用等级迁徙情况如下表所示（仅涉及公开可得数据），评级下调的主体为 1 家，评级上调的主体为 1 家，无新增违约主体。

表 2 2025 年以来有色金属企业信用迁徙情况

发行人	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次主体评级	上次评级展望	主要调级理由
山东宏桥新型材料有限公司	2025/06/11	AAA	稳定	AA ⁺	稳定	公司行业地位、竞争实力、一体化优势、财务状况等方面均有进一步提升，且产能结构调整符合国家政策导向
国城矿业股份有限公司	2025/05/21	A ⁺	稳定	AA ⁻	稳定	子公司内蒙古国城资源综合利用有限公司已进入试产阶段，本次不再作为个体调整因素

注：上表来统计中国宏桥集团有限公司
数据来源：Wind，联合资信整理

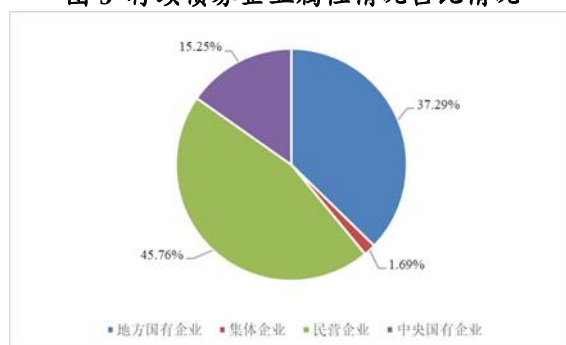
（三）债券存续情况

有色金属行业有存续债券的主体信用级别较为分散，其中 AAA 信用等级主体的存续债券规模最大。从发债企业性质来看，有色金属行业存续债券企业中民营企业 and 地方国有企业占比居高；从债券类型来看，存续债券类型多元，以中期票据和公司债为主。

（1）存续债券特征

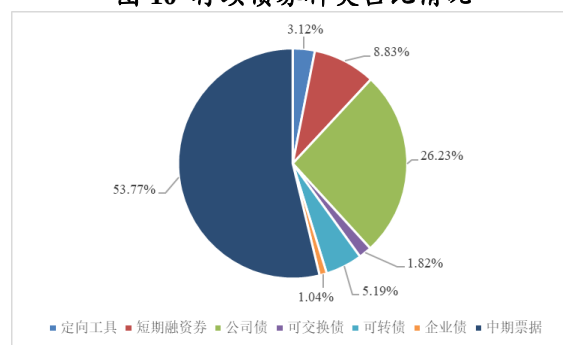
截至 2025 年 6 月底，有色金属行业存续债券数量为 385 笔，存续债券企业属性中民营企业和地方国有企业占比较高，其次为中央国有企业。从债券类型来看，有色金属行业存续债券种类以中期票据和公司债券为主，其他债券种类占比较低。

图 9 存续债券企业属性情况占比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 10 存续债券种类占比情况



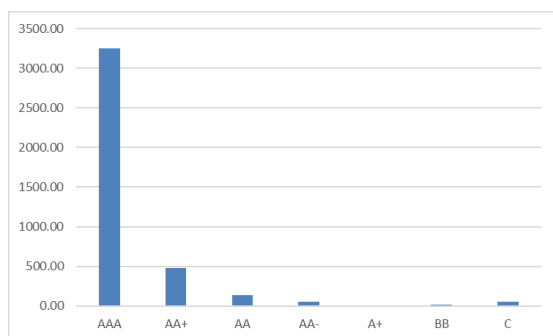
数据来源：Wind，联合资信整理

（2）存续主体信用状况

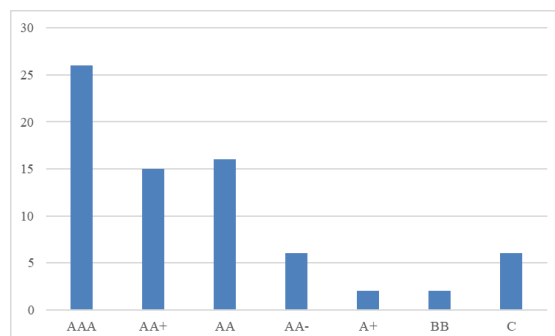
截至 2025 年 6 月底，按照存续债券余额统计，有色金属企业中最新主体信用等级为 AAA 的存续债券余额规模最大，主体信用等级为 AA⁺及以下的企业存续债券余额远低于 AAA 企业。若按照存续债券主体数量统计，有色金属企业最新主体信用级

别较为分散，其中主体信用等级为 AAA 的企业数量最多，AA⁺和 AA 的企业数量基本持平；因部分违约企业尚未兑付，有色金属行业中主体信用等级为 C 的企业数量仍较多，但其存续债券余额非常小。

图 11 按债券余额统计有色金属企业债券最新主体级别情况（单位：亿元） **图 12 按债券主体数量统计有色金属企业最新主体级别情况（单位：家）**



资料来源：Wind，联合资信整理



资料来源：Wind，联合资信整理

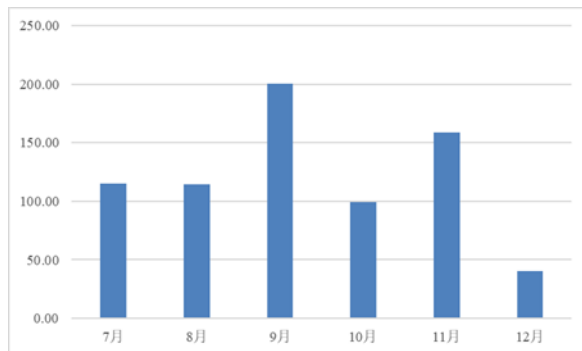
三、2025 年有色金属行业债券风险展望

2025 年下半年，有色金属行业到期债券规模尚可，且到期债券发行主体信用等级高，到期债券违约风险较低。但也需关注到部分企业盈利和经营获现能力明显下滑、债务负担加重对其信用水平带来的不利影响。长期来看，有色金属作为重要的基础原材料，行业发展前景良好，行业信用风险可控。

（一）到期规模和到期债券信用状况

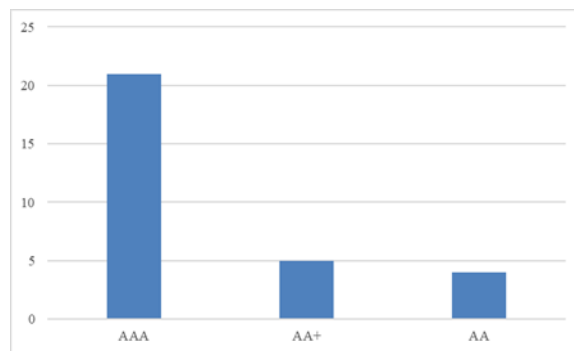
从到期规模来看，2025 年下半年，有色金属行业到期债券规模为 728.23 亿元，较上半年到期规模有所扩大。从月份分布来看，2025 年 9 月及 11 月债券到期规模较大，12 月债券到期规模较小，其余月份债券到期规模较为均衡。从到期债券信用状况来看，2025 年下半年，有色金属行业到期债券企业主体信用等级以 AAA 为主，AA⁺和 AA 级企业数量分别为 5 家和 4 家，有色金属行业到期债券违约风险低。

图 13 2025 年下半年到期债券月份分布
(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 14 2025 年下半年到期债券主体级别分布
(单位: 家)



数据来源: Wind, 联合资信整理

(二) 信用风险展望

2025 年下半年, 从主要金属行业趋势来看, 铜矿供应仍偏紧, 但在新能源行业发展驱动下铜需求预计保持增长, 价格中枢有望小幅上涨; 在政策限制下, 电解铝和氧化铝产能进一步扩张空间有限, 铝价预计保持高位震荡运行。同时, 随着国际贸易壁垒升级, 面对潜在的经济不确定性, 避险投资需求或将推动黄金价格进一步上涨。主要有色金属价格中枢上移将对有色金属上游矿山企业盈利形成一定支撑, 具备矿产资源的有色金属企业信用风险偏低。但因中国铜矿、铝土矿等资源匮乏且禀赋不足, 多数有色金属企业业务主要集中于冶炼及加工环节, 无产品定价权, 且其盈利易受上游原材料和加工费影响。2025 年以来, 铜加工费因矿端紧缺持续探底, 中国现货 TC/RC 加工费为负值, 中国作为全球最大的精炼铜生产国, 铜冶炼企业经营压力明显加大。加工费低迷对中国有色金属冶炼企业利润形成明显压制, 冶炼端企业信用风险偏高。但考虑到 2025 年下半年有色金属行业到期债券规模尚可, 且到期债券发行主体以地方国有企业、竞争实力强的民营企业和中央国有企业为主, 主体信用资质好, 到期债券违约风险较低。但也需关注到部分企业盈利和经营获现能力明显下滑、债务负担加重对其信用水平带来的不利影响。

长期来看, 随着全球经济的逐步复苏和新兴产业的蓬勃发展, 有色金属作为重要的基础原材料, 其需求量和应用范围将持续扩大, 有色金属行业发展前景良好, 行业整体信用风险可控。同时, 有色金属行业作为碳排放的重要源头之一, 部分高能耗、高排放企业的运营生产及产能扩张或面临更多环保政策限制。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。