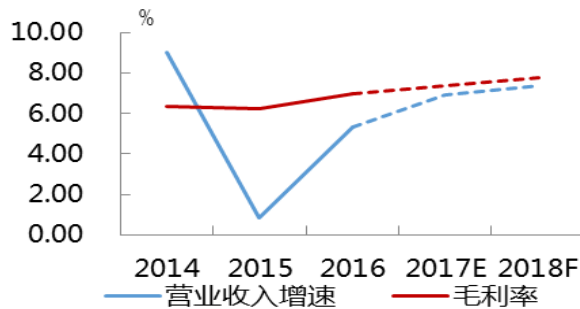




有色金属行业 2018 年信用风险展望

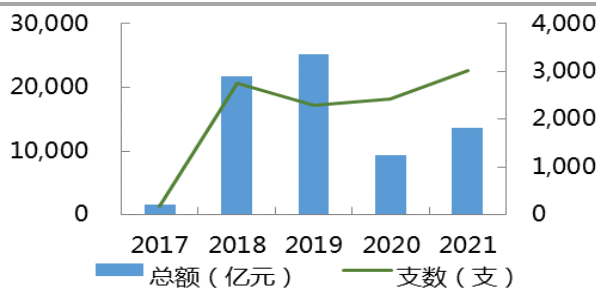
供需改善 稳步前行

行业营业收入增速及毛利率情况



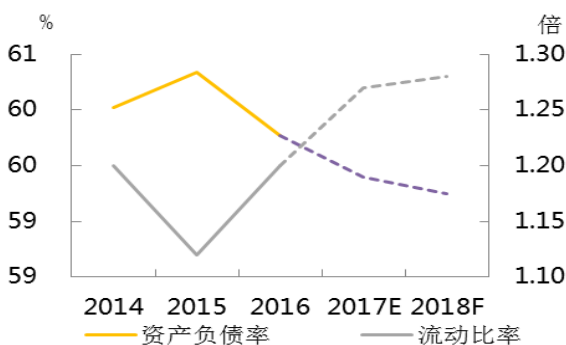
资料来源：Wind、大公预测

截至 2017 年 11 月末行业存续债到期期限结构



资料来源：Wind、大公整理

行业负债率及短期偿债能力走势图



资料来源：Wind、大公预测

需求：主要下游行业需求增速将延续 2017 年态势或放缓，新能源汽车将成为铜铝的需求增长点，整体来看下游需求将保持平稳。

供给：去产能政策将推动电解铝行业供给放缓，供给增速将低于需求；限制废杂铜进口将对铜冶炼的原材料供应产生一定影响。

价格：有色金属价格受行业供需和货币走势共同影响；有色金属价格尚未到周期的顶部，有望继续走高。

盈利能力：在供需的推动下，行业营业收入和利润总额会稳步提升。

债务压力：2018 和 2019 年存续债到期规模大，有一定集中兑付压力。

信用质量：有色金属行业整体信用水平将保持稳定，但行业内分化明显，个别企业将面临一定信用风险。

大公资信工商二部 赵茜

客服电话：4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com



概 要

2017年，有色金属价格整体上相对于2016年处于高位，呈回升态势。在下游需求方面，2017年有色金属主要下游电力、房地产、交通、家电等均同比增长，需求情况较2016年好转。从行业内企业的财务指标上，2017年1~9月，样本企业营业收入同比增长18.63%；利润总额同比增长95.82%；平均销售毛利率为14.70%，同比提升1.32个百分点；平均资产负债率为59.40%，同比下降1.04个百分点。样本企业收入和利润指标提高、盈利能力增强，财务杠杆下降，行业内企业经营情况向好。在有色金属发债企业信用级别上，2017年1~11月，企业主体级别或展望上调及下调的分别为11家和3家，反映出2017年有色金属行业景气度回升，发债企业信用水平回升。

2018年，主要有色金属铜和铝的下游需求中，新能源汽车将成为需求的拉动点，在整体需求方面铜和铝基本延续2017年的态势；在供给上，铜预计有百万吨以内新增产能投产，同时随着环保要求趋严，国内将开始限制废杂铜的进口、对铜冶炼的原材料供给产生一定影响，综合而言2018年铜的供需将维持紧平衡状态。2018年政策将继续推进电解铝去产能并将产生更大效果，预计电解铝产能增速下降，供给增速将小于需求，2018年铝将由前几年的供过于求转变为供给略紧张的状态。受到供需和货币双重影响，预计2018年主要有色金属价格将继续走高。在偿债方面，2018~2019年有色金属行业存续债到期数量及规模较大，有一定集中兑付压力。

从供需两侧分析，铜将呈现供给略短缺的紧平衡状态；铝受去产能政策推动，将从前两年的过剩转变为供给略紧缺状态

铜的下游需求主要为电力、家电、交通运输、建筑和电子，在需求构成中占比分别为 50%、15%、10%、8%和 7%。在电力方面，2017 年 1~10 月，我国电网基本建设投资完成额为 4,126.40 亿元，同比增长 0.64%，电力投资平缓增长；展望 2018 年，考虑到全国火电供给侧改革目标，预计火电装机容量增速将继续放缓。在家电行业方面，2017 年 1~11 月，我国空调累计产量 17,542.00 万台，同比增长 20.86%；家用电冰箱累计产量 8,742.50 万台，同比增长 1.65%；彩电累计产量 15,584.30 万台，同比下降 0.59%，综合而言 2017 年家用电器产量增长平稳，其中空调行业增幅较快，预计 2018 年我国家电行业整体产量增速将延续 2017 年的态势。在交通方面，2017 年，我国汽车产量 2,994.20 万辆，同比增长 3.20%，增速同比下降 9.90 个百分点。预计 2018 年我国汽车制造业将延续 2017 年销量低增速的态势。但同时，新能源汽车面临高速增长的时期，而每辆新能源汽车的用铜量是传统轿车的两倍左右，新能源汽车的快速发展将为铜的下游带来几十万吨每年的增量。建筑方面主要是受房地产市场的影响，2017 年以来政策趋紧、房地产新开工指标增速下滑，增量同比减少。预计 2018 年调控政策不会有方向性的改观，供给端将继续被控制，对金属的需求量预计与 2017 年变化不大。

从供给端来看，2017 年精炼铜实际运行产能 978 万吨，同比下降 3.60%；年度产量 769 万吨，同比下降 1.80%，2017 年产能利用率 79.5%。在新增产能方面，2017~2018 年新建铜冶炼产能约 145 万吨，但部分产能投产时间尚不确定，预计 2018 年可以实际运行的新增产能约在百万吨之内。在行业政策方面，近年来我国对环保的要求日益提升，对进口固体废弃物监管日趋严格。中国有色金属工业协会再生分会得到通知，2018 年开始七类废杂铜将被限制进口，即进口时需要获得相关批文，同时需经过拆解和分拣等再度加工处理才能被冶炼



厂或铜加工厂使用。根据上海有色网的数据，2016 年我国废铜进口量在 100~150 万吨之间，对废杂铜的进口限制政策将导致铜冶炼材料供给受限、对 2018 年铜供给有一定影响。

综合供需两端来看，2018 年铜的下游需求将基本延续 2017 年的平稳态势，交通运输可能拉动铜需求；在供给端，在新增产能的同时，废杂铜进口开始受限将对铜冶炼的原材料供应产生一定影响，整体来看，预计 2018 铜的供需将维持紧平衡状态。

铝行业方面，铝的下游需求构成大致为：建筑行业占比 35%、电力电子 15%、交通运输 12%、耐用消费品 11%、机械 6%、包装容器 5%、铝材出口 12%、其他 4%。在需求端，交通运输行业中的新能源汽车的发展将成为拉动 2018 年铝下游消费的点，建筑、电力、耐用消费品如家电等如前文所述。根据 2017 年国内消费量情况乘以需求增速，预计 2018 年国内电解铝消费量约为 3,700 万吨以上，2018 年电解铝的下游需求端基本稳定，基本维持在比 GDP 增速略高的水平。

在供给方面，2017 年国家大力推行电解铝行业去产能政策，但效果从下半年才开始显现，2017 年我国电解铝行业整体呈现供给大于需求的状态。根据国家统计局的数据，2017 年我国电解铝产量 3,227 万吨，同比增长 1.24%；根据阿拉丁的数据，2017 年 1~11 月我国电解铝行业平均产能利用率为 84.92%；根据亚洲金属网的统计，2017 年国内新增电解铝产能约 400 万吨。随着电解铝去产能政策持续推进，2018 年增量将明显下降，约为 235 万吨，多集中在广西和内蒙古。预计 2018 年电解铝产量在 3,400 万吨至 3,700 万吨之间，国内电解铝供需平衡将由 2017 年的供大于求转变为供给略短缺。

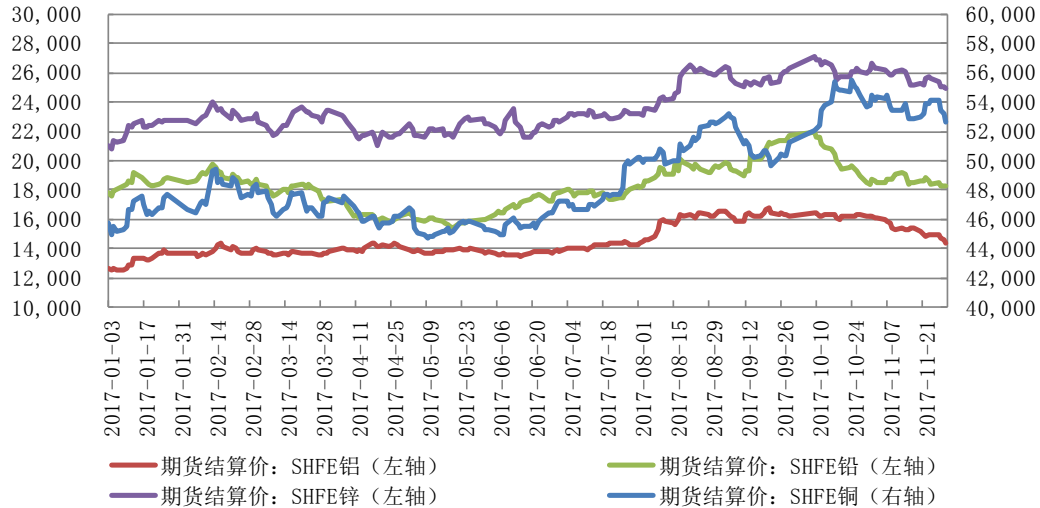
有色金属同时具备商品属性与金融属性，其价格受行业供需和货币走势共同影响；2017 年有色金属价格尚未到周期的顶部，2018 年受供需推动及美元走势影响，有色金属价格有望继续走高

在供需方面，预计 2018 年国内铜将维系供给与需求的紧平衡状态，受发达经济体宏观展望向好的影响，全球对铜的需求可能增加；



铝方面，将由 2017 年的供大于求转变为供给略紧张的状态。供需将助推主要有色金属价格提升。

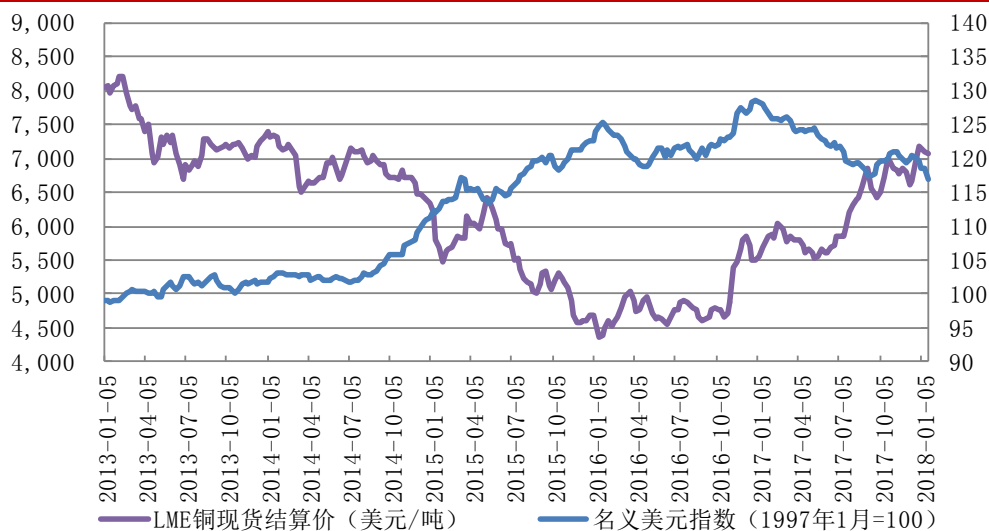
图 1 2016 年及 2017 年 1~11 月 SHFE 铜、SHFE 铝、SHFE 铅、SHFE 锌价格走势 (单位:元/吨)



数据来源: Wind

在货币方面，2017 年前三季度，受特朗普执政不及预期、中国宏观经济好于预期等因素影响，美元相对走软、助推有色金属价格的坚挺。进入第四季度，欧元下挫推动了美元在波动中走高。展望 2018 年美元走势，受特朗普政策不确定性大、欧元区增长概率上升等因素影响，美元总体走弱，并将对有色金属价格起到提振作用。

图 2 2013 ~ 2017 年 LME 铜价与美元指数走势情况



数据来源: Wind

综合供需与货币因素来看，2017 年有色金属价格尚未到价格



空间的顶部，2018年有色金属价格有望继续走高。

2017年前三季度有色金属行业企业收入和利润指标提高、盈利能力增强、财务杠杆下降，行业内企业经营情况向好；预计2018年企业盈利能力将继续提升

本文以有色金属行业发债企业为样本，剔除其中无法获取 2017 年 9 月末财务数据的样本，留存样本企业 69 家。

在盈利能力方面，2017 年 1~9 月，样本企业营业收入合计为 25,306.21 亿元，同比增长 18.63%；利润总额合计 716.82 亿元，同比增长 95.82%；平均销售毛利率为 14.70%，同比提升 1.32 个百分点。主要是 2017 年以来行业回暖，金属价格整体上行，行业内企业盈利能力提升。预计 2018 年，行业内企业的收入和利润将继续增长，毛利率水平在产品价格和成本均呈上升趋势的情况下，预计将在 2017 年的基础上稳中略有提升。

在资产周转效率方面，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，样本企业平均存货周转天数分别为 116.07 天、120.63 天、114.42 天和 114.14 天；平均应收账款周转天数分别为 27.71 天、30.67 天、28.92 天和 35.98 天，其中 2017 年 1~9 月应收账款周转率下降主要是部分应收账款集中在年末收回所致。

2017 年 1~9 月，样本企业经营性净现金流为 464.06 亿元，同比增长 12.78%；投资性净现金流-1,355.43 亿元，净流出规模同比增加 293.48 亿元；筹资性净现金流为 855.97 亿元，同比下降 21.47%。样本企业经营性净现金流/总有息债务为 3.69%，同比下降 3.02 个百分点。

在偿债能力方面，2017 年 1~9 月，样本企业平均资产负债率为 59.40%，同比下降 1.04 个百分点，主要是随着利润增加使企业权益增长；总有息债务合计为 18,548.60 亿元，同比增长 9.56%；流动比率为 1.27 倍、速动比率为 0.82 倍。



2018~2019年有色金属行业存续债到期数量及规模较大，有一定集中兑付压力

2017年1~11月，有色金属行业平均信用利差为129.80BP，低于化工行业175.34BP、煤炭开采行业173.80BP和轻工制造161.08BP，但高于机械设备、家用电器、钢铁、房地产和交通运输等多数行业，反映出有色金属行业的融资成本仍相对较高。

截至2017年11月末，有色金属行业存续债到期只数和金额的到期结构为，2017~2021年，到期只数分别为172只、2,756只、2,292只、2,432只和3,017只；到期总额分别为1,619亿元、21,752亿元、25,138亿元、9,380亿元和13,606亿元。行业2018和2019年存续债到期规模大，有一定集中兑付压力。

在信用级别上，2017年以来发债企业信用水平回升，上调情况明显多于下调；预计2018年行业整体信用水平将保持稳定，但行业内企业信用水平有所分化，个别企业将面临一定信用风险

2014年1月1日~2017年11月30日，有色金属发债企业共有26家主体级别或展望上调。从年份分布上来看，2014年6家、2015年8家、2016年1家、2017年1~11月11家。2017年的11家上调企业中，有7家是将展望由负面调整为稳定，反映了整个有色金属行业企业在2015~2016年行业景气度不佳的情况下，暴露出信用风险，进入2017年后，随着有色金属价格的普遍提升，信用水平出现好转的行业共同点。

2014年1月1日~2017年11月30日，有色金属发债企业共有24次主体级别或展望下调的情况，涉及企业主体19家。从年份分布上看，2014年共6次、2015年共9次、2016年共6次、2017年1~11月共3次。2017年的3次下调中，金洲慈航集团股份有限公司展望调整为负面的主要原因之一是公司融资租赁和委托贷款业务均存在逾期项目，风险较大，有色金属行业因素影响较小。



预计 2018 年，随着金属价格的走高和行业供需的继续改善，有色金属行业企业整齐信用水平将保持稳定，但个别企业由于盲目投资扩建、环保节能等原因在前几年的周期底部累计的负担较重，将面临一定信用风险，行业仍存在信用风险分化的情况。

综合来看，2015~2016 年有色行业整体景气度下行，下调情况较多，2017 年行业景气度有所回升，下调情况有所减少。预计 2018 年，有色金属行业整体信用水平将保持稳定，但行业内企业信用水平有所分化，个别企业将面临一定信用风险。