有色金属行业 2022 年信用风险展望

低碳转型愈切 信用水平趋稳

目录

行业政策 2
供需格局 3
盈利能力 5
债务压力 5
信用质量 6

分析师

张行行 010-67413398
工商部 分析师
zhangxingxing@dagongcredit.com

客户服务

电话：010-67413300
客服：4008-84-4008
Email：research@dagongcredit.com

2021 年以来，有色金属行业在产能建设及淘汰、推动绿色低碳转型方面面临的监管政策进一步趋严，受益于下游需求向好及有色金属价格高位运行，2021 年前三季度，有色金属发债企业收入和利润总额均同比增长，固定资产投资恢复正增长，资产负债率小幅下降，2021 年新发债规模同比下降，存续发债企业信用质量相对稳定。预计 2022 年行业景气度仍将位于正常区间内运行，行业盈利能力有望保持，2022 年存续债存在一定集中兑付压力，整体行业信用风险保持平稳。

- **行业政策：**2021 年，有色金属行业政策主要围绕如期达成碳达峰目标，淘汰落后产能、化解过剩产能、新增产能审批及布局等，预计 2022 年，行业将继续以节能降碳绿色转型为目标，行业过剩产能继续出清，行业结构继续优化。
- **供需格局：**随着国内疫情整体修复带动消费需求复苏，2021 年有色金属整体需求恢复性向好；供给方面，铜矿供给相对冶炼产能趋紧，能耗双控叠加限电限产，电解铝开工率有所下降；价格方面，2021 年有色金属价格整体高位运行；2022 年，房地产、家电等传统消费端或将承压，但新能源市场仍对有色金属需求形成一定支撑，预计 2022 年整体供需格局基本稳定。
- **盈利能力：**2021 年前三季度，受益于有色金属生产延续恢复性向好态势，有色金属价格在高位运行，有色金属发债企业收入和利润总额均同比增长，资产负债率小幅下降，固定资产投资恢复正增长；预计 2022 年，有色金属行业景气度仍将位于正常区间内运行，行业盈利能力有望保持。
- **债务压力：**2021 年有色金属行业新发债规模同比下降，2022 年存续债到期规模大，存在一定集中兑付压力。
- **信用质量：**2021 年有色发债企业信用质量相对稳定，无新增违约主体，下调评级的企业数量 1 家；预计 2022 年有色发债企业信用水平将保持平稳。

2021 年 12 月 29 日

行业政策

2021 年，有色金属行业相关政策主要围绕如期达成碳达峰目标，对淘汰落后产能和化解过剩产能、新增产能的审批及布局、现有产能的绿色低碳转型，以及配套财政金融支持和配套监督管理进行了相关指示；预计 2022 年，行业将继续以节能降碳绿色转型为目标，行业过剩产能继续出清，行业结构继续优化。

2021 年，有色金属行业在产能建设及淘汰、推动绿色低碳转型方面面临的监管政策进一步趋严。2021 年 6 月 9 日，生态环境部发布《关于加强“两高”建设项目生态环境源头防控的指导意见》，强调各级生态环境部门应加快推进“三线一单”成果在“两高”行业产业布局和结构调整、重大项目选址中的应用，严格“两高”项目环评审批，对新建和扩建有色金属冶炼等项目应布设在依法合规设立并经规划环评的产业园区，要求各级生态环境部门和行政审批部门应建立“两高”项目管理台账，对有色金属冶炼等六个行业类别统计“两高”项目相关信息并按要求开展复核。2021 年 10 月 29 日，国家发展改革委等部门发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》（以下简称《意见》），聚焦推动能源消耗占比较高、改造条件相对成熟、示范带动作用明显的钢铁、电解铝等重点行业节能降碳和绿色转型。配合上述《意见》，同时制定了《严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》（以下简称《方案》），《方案》提出，一是深入研究钢铁、电解铝等行业节能低碳技术发展路线，加强节能低碳关键共性技术研发，开发优质、高强、长寿命的钢铁、电解铝绿色设计产品，引导下游行业选用绿色产品，建设绿色工厂；二是做好产业布局、结构调整、节能审查与能耗双控政策的衔接，推动钢铁、电解铝等行业集中集聚发展；三是认真落实电解铝行业阶梯电价政策，完善绿色电价政策，有效强化电价信号引导作用。到 2025 年，计划通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃行业能效达到标杆水平的产能比例超过 30%。2021 年 11 月 11 日，国务院印发《中共中央国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》，指出坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展。严把高耗能高排放项目准入关口，严格落实污染物排放区域削减要求，对不符合规定的项目坚决停批停建。依法依规淘汰落后产能和化解过剩产能。重点区域严禁新增钢铁、焦化、水泥熟料、平板玻璃、电解铝、氧化铝、煤化工产能。2021 年 12 月 8 日，工信部印发《“十四五”工业绿色发展规划》（以下简称《规划》），《规划》提出，要深入落实《2030 年前碳达峰行动方案》，制定有色金属等重点行业碳达峰实施方案，统筹谋划碳达峰路线图和时间表。在有色金属行业，实施氧化铝行业高效溶出及降低赤泥技术，铜冶炼行业短流程冶炼、连续熔炼，锌冶炼行业高效清洁化电解、氧压浸出，镁冶炼行业竖式还原炼镁等技术和装备改造；到 2025 年，力争废钢、废纸、废有色金属回收利用量分别达到 3.2 亿吨、6,000 万吨、2,000 万吨，其中，再生铜、再生铝、再生铅产量达到 400 万吨、1,150 万吨、290 万吨。

总体来看，2021 年，有色金属行业相关政策主要围绕如期碳达峰目标，对淘汰落后产能和化解过剩产能、新增产能的审批及布局、现有产能的绿色低碳转型，以及配套财政金融支持和配套监督管理进行了相关指示。预计 2022 年，行业将继续以节能降碳绿色转型为目标，行业

过剩产能继续出清，行业结构继续优化。

供需格局

随着国内疫情整体修复带动消费需求复苏,2021 年有色金属整体需求恢复性向好；供给方面，铜矿供给相对冶炼产能趋紧，能耗双控叠加限电限产，电解铝开工率有所下降；价格方面，2021 年有色金属价格整体高位运行；2022 年，房地产、家电等传统消费端或将承压，但新能源市场仍对有色金属需求形成一定支撑，预计 2022 年整体供需格局基本稳定。

从需求端来看，有色金属行业主要下游为电力、房地产、交通、家电等，2021 年随着国内疫情整体修复带动整体消费需求复苏，同时新能源汽车爆发式增长拉动有色金属需求，2021 年整体需求恢复性向好。在电力方面，2021 年 1～10 月，我国电网基本建设投资完成额为 3,408.00 亿元，同比增长 1.10%，电力投资总额实现正增长。在家电行业方面，根据国家统计局数据，2021 年 1～10 月，我国空调累计产量 18,092.44 万台，同比增长 6.14%；家用电冰箱累计产量 7,412.25 万台，小幅增长 0.42%；彩电累计产量 14,888.96 万台，同比下降 7.32%，综合而言 2021 年以来家用电器产量总体持平。在交通运输方面，根据国家统计局数据，2021 年 1～10 月，我国汽车产量 2,091.71 万辆，同比增长 10.21%，结束连续三年负增长，主要是新能源汽车市场进入爆发式增长新阶段带动汽车产量提升所致，根据中国汽车工业协会预计数据，2021 年我国汽车产销量预计达 2,610 万辆，2022 年我国汽车产销量预计达 2,750 万辆。预计未来新能源汽车将进一步刺激对铜材、铝材以及钴锂电池的需求，汽车轻量化将成为铝消费的主要驱动力。建筑方面主要是受房地产市场的影响，2021 年 1～10 月，我国房屋新开工面积 166,736.25 万平方米，同比下降 7.74%，房屋竣工面积 57,290.28 万平方米，同比增长 16.35%，房屋销售面积 143,040.71 万平方米，同比增长 7.31%。受持续趋严的政策调控影响，房地产市场有所降温，2021 年 7 月以来拿地、新开工及商品房销售均有所下降，开发投资额增幅明显放缓。整体来看，家电、地产等传统消费端对有色金属需求增量有限，但新能源市场对有色金属需求形成一定支撑。

从外部需求来看，随着海外需求恢复，2021 年，有色金属出口需求上涨。铜材出口方面，根据海关总署数据，2021 年 1～10 月，我国未锻造的铜及铜材出口量累计为 77.24 万吨，同比增长 25.02%。2021 年 1～10 年，我国未锻造的铝及铝材出口数量和出口金额分别 454.70 万吨，同比均增长 14.24%。

从供应端来看，根据国家统计局数据，2021 年 1～9 月，我国十种有色金属产量为 4,842.1 万吨，同比增长 7.9%。其中，精炼铜产量 776.2 万吨，同比增长 9.5%；原铝产量约为 2,915.4 万吨，同比增长 7.2%；氧化铝产量 5,883.9 万吨，同比增长 7.6%；铜材产量 1,566.8 万吨，同比增长 4.2%；铝材产量 4,477.5 万吨，同比增长 10.7%。

在铜矿供给方面，2021 年以来，全球铜矿产出有所提升，根据包括 Codelco、Freeport、BHP、Glencore 在内的 19 家矿企生产指引，2021 年全年铜产量预计将达到 1,375 万吨，同比增长 3.4%，根据 ICSG 全球铜供需平衡表，预计 2021 年全球矿产铜产量将增长 3.6%至 2,132

万吨。新增产能投放方面，2021 年全球铜矿主要投产项目预计投产后新增产量 43.8 万吨，2021 年全球铜矿主要扩建项目预计投产后新增产量 48.3 万吨，但同时，受海外疫情、劳资谈判、以及秘鲁货运罢工等因素影响，预计 2022 年矿产铜整体生产维稳。矿产铜是精炼铜的主要来源，在全球和中国精炼铜的份额占比均超过 70%，而我国铜精矿的供需矛盾突出，自有产量不能满足我国消费需求，需求通过进口弥补缺口。根据国家统计局数据，2021 年 1～10 月，国内精炼铜产量 861.60 万吨，同比增长 3.04%，我国未锻轧铜及铜材进口量 443 万吨，同比下降 21%，铜矿供给相对冶炼产能趋紧。

在铝的供给方面，2018 年以来，电解铝供给侧改革已见成效，在产能置换背景下，企业投产能力也相对减弱，供给格局趋于稳定。根据阿拉丁的数据，截至 2021 年 10 月末，我国氧化铝总产能由年初的 8,812 万吨上升至 8,952 万吨，在产产能由年初的 7,525 万吨下降至 7,315 万吨，氧化铝开工率由年初的 85.39%降至 81.71%；国内电解铝建成产能 4,283.10 万吨，实际运行产能 3,787.10 万吨，电解铝开工率由年初的 94.04%降至 88.42%，由于能耗双控叠加限电限产电解铝开工率有所下降。

根据国家统计局数据，2021 年 1～10 月，国内氧化铝产量 6,515.28 万吨，同比增长 7.45%；国内电解铝产量 3,236.80 万吨，同比上涨 5.68%；按照 1 吨电解铝消耗 1.92 吨氧化铝测算，中国市场对氧化铝的需求量 6,000 余万吨左右，氧化铝产能仍处于相对过剩，2021 年氧化铝供给仍偏宽松。此外，受益于供给侧改革，电解铝供给端增量仍有限，随着“双碳”目标提出，未来电解铝新增产能将主要分布于云南等水电资源丰富区域。

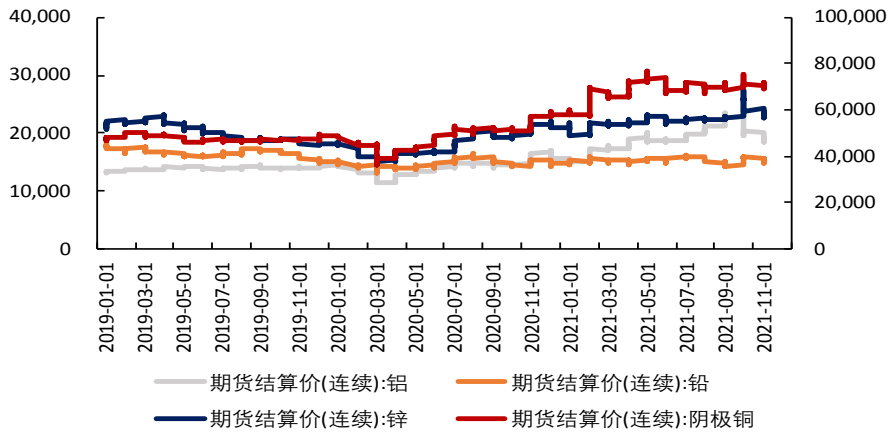

图 1　截至 2021 年 11 月末 SHFE 铜、SHFE 铝、SHFE 铅、SHFE 锌价格走势（单位：元/吨）

数据来源：Wind，大公国际整理

价格方面，2021 年以来，有色金属价格整体处于高位，其中，铝、铅、锌和阴极铜 2021 年 1～11 月期货结算均价分别为 18,889.80 元/吨、15,258.48 元/吨、22,222.93 元/吨和 68,269.77 元/吨，较 2020 年均价分别同比上涨 33.79%、3.72%、22.14%和 40.03%。铜价方面，2021 年年初，受铜精矿主产地智利和秘鲁罢工和疫情等因素扰动，铜精矿供应受阻，同时由于疫情以来货币流动性宽松及对未来通胀预期，铜价增幅较大，2021 年 5 月，国务院常务会议要求跟踪分析国内外形势和市场变化，有效应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响，铜价出

现阶段性冲高回落而后高位震荡，但整体来看，由于原料供应紧张、消费复苏需求回暖和货币流动性宽松等多重因素影响，铜价 2021 年整体增幅较大。铝价方面，2021 年 1～5 月，由于国内社会需求复苏、铝市场需求稳中向好和全球货币宽松，同时内蒙、宁夏等区域受能耗双控影响，电解铝运行产能部分停产、新建产能暂缓投放，铝供给受阻，铝价节节攀升，2021 年 5 月，随着国家组合进行加强监管、联合约谈维护市场秩序、组织适时投放国家储备等多项举措力促保供稳价，铝价有所下调，7 月以来，受能耗双控原因，全国性限电规模扩大，铝产量出现回落，价格连创新高，2021 年 10 月，发改委宣布将依法对煤炭价格实行干预措施，动力煤价格下跌，铝价受到波及出现回落，整体来看，随着消费环境整体稳中向好，同时能源瓶颈系电解铝供给的主要制约因素，铝价 2021 年整体增幅较大。

2021 年，随着国内疫情整体修复带动整体消费需求复苏，有色金属整体需求恢复性向好，价格整体高位运行。预计 2022 年，房地产、家电等传统消费端或将承压，但新能源市场仍对有色金属需求形成一定支撑，供给方面，新增产能投产有望拉动全球铜精矿产量，但仍需关注海外疫情、劳资谈判、以及秘鲁货运罢工等影响因素，同时受环保政策影响，电解铝未来产能增量有限，电解铝产量预计总量保持平稳，预计 2022 年整体供需格局基本稳定。

盈利能力

2021 年前三季度，受益于有色金属生产延续恢复性向好态势，有色金属价格在高位运行，有色金属发债企业收入和利润总额均同比增长，资产负债率小幅下降，固定资产投资恢复正增长；预计 2022 年，有色金属行业景气度仍将位于正常区间内运行，行业盈利能力有望保持。

根据国家统计局数据，截至 2021 年 10 月末，我国有色金属矿采选业企业共计 1,208 家，有色金属矿采选业资产负债率为 55.69%，同比下降 1.72 个百分点。2021 年 1～10 月，我国有色金属矿采选业营业收入为 2,452.50 亿元，同比增长 17.10%；有色金属矿采选业利润总额为 430.10 亿元，同比增长 52.90%。

截至 2021 年 10 月末，有色金属冶炼及压延加工业企业共计 7,787 家，有色金属冶炼及压延加工业资产负债率为 61.07%，同比下降 2.67 个百分点。2021 年 1～10 月，我国有色金属冶炼及压延加工业营业收入为 56,648.10 亿元，同比增长 28.39%；有色金属冶炼及压延加工业利润总额为 2,651.50 亿元，同比大幅增加 1,658.40 亿元。

从有色金属发债企业样本数据[1]来看，在盈利能力方面，2021 年 1～9 月，样本企业营业收入合计为 42,317.16 亿元，同比增长 28.28%，平均销售毛利率为 18.08%，同比增加 1.84 百分点，利润总额合计 3,151.84 亿元，同比增长 59.03%，主要受益于有色金属价格高位运行所致。预计 2022 年，随着国民经济继续延续稳定恢复发展态势，有色金属行业景气度仍将位于正常区间内运行，有色金属价格仍将持于高位，有色企业盈利能力有望保持。

在资产周转效率方面，2021 年 1～9 月，样本企业平均存货周转天数 74.49 天，同比减少

[1] 截至 2021 年 11 月有色金属存续发债主体剔除数据缺失或不全的样本，样本量合计 49 家。

12.43 天；平均应收账款周转天数为 27.83 天，同比减少 9.87 天，资产周转效率均有所提升。

2021 年 1～9 月，样本企业经营性净现金流为 3758.23 亿元，净流入规模同比增长 16.70%，表明有色金属行业整体业务收现能力较强；投资性净现金流为-2,318.72 亿元，净流出规模同比增加 1,165.17 亿元，结合中国有色金属工业协会数据，前三季度有色金属行业固定资产投资总额实现正增长，前三个季度同比增长 8.8%，其中矿山采选固定资产投资同比下降 0.9%，冶炼和压延加工固定资产投资同比增长 10.8%，有色行业整体投资支出主要集中于产能转移、环保安全技改及高端材料、新技术研发等；筹资性净现金流为 25.39 亿元，净流入规模同比减少 91.61%，其中广西投资集团有限公司、紫金矿业集团股份有限公司等融资规模降幅显著。

在债务负担方面，2021 年 9 月末，样本企业平均资产负债率为 52.64%，同比下降 0.44 个百分点；总有息债务合计为 33,390.41 亿元，同比增长 5.21%%；平均流动比率为 1.73 倍，平均速动比率为 1.25 倍，均同比有所下降；样本企业经营性净现金流/短期有息债务均值为 9.99%，同比上升 0.23 个百分点。

总体来看，2021 年以来，受益于有色金属生产延续恢复性向好态势，有色金属价格在高位运行，我国有色金属行业 2021 年盈利及现金回流显著向好，固定资产投资恢复正增长，有息债务总额有所增长，资产负债率小幅下降，整体行业债务负担适中，偿债指标处于中等水平；2022 年，有色金属行业景气度仍将位于正常区间内运行，行业盈利能力有望保持。

债务压力

2021 年有色金属行业新发债规模同比下降，2022 年存续债到期规模大，存在一定集中兑付压力。

从新发债情况来看，2021 年 1～11 月，有色金属行业共发行债券 156 只，较 2020 年同期同减少 29 只；募集资金合计 1,897.90 亿元，同比减少 203.29 亿元。从新发行债券类型上来看，有色发债企业主要以发行超短期融资券、中期票据及公司债为主，其中超短期融资券发行数量占比超过 50%。2021 年以来，有色金属行业仍以超短期融资券为主，但中期票据和一般公司债的发行数量及占比均有所提升，从短期滚动发债转向与中长期结合。

表 1　2018～2021 年 11 月有色金属行业企业发行债券品种情况（单位：只）

债券种类	2021 年 1～11 月	2020 年	2019 年	2018 年
一般短期融资券	5	4	9	4
超短期融资券	82	131	103	73
中期票据	42	30	44	32
一般公司债	22	17	20	19
私募债	-	1	1	9
可转债	3	10	5	3
定向工具	-	-	0	5
一般企业债	-	1	-	-
合计	**156**	**194**	**182**	**145**

数据来源：Wind，大公国际整理

2021 年 1～11 月，有色金属新发债主体共涉及 30 家，其中债券发行时 AAA 主体 19 个，AA+级主体 7 个，AA 级主体 2 个，AA-级主体 1 个，A+级主体 1 个，发债主体多为各央企及地方国有企业。整体来看，有色金属行业发债企业以 AAA 及 AA+的高级别为主。2018 年以来，AAA 企业在发债只数中占比不断提升，AA 及以下企业发债数量始终保持低位，反映出行业债券向高级别集中的特点。

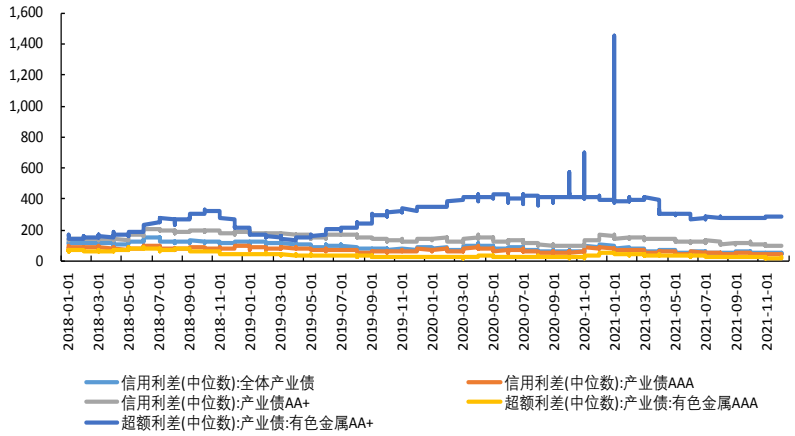

图 2　截至 2021 年 11 月末有色金属行业信用利差中位数走势（单位：BP）

数据来源：Wind，大公国际整理

2021 年 1～11 月，有色金属行业平均信用利差为 71.18BP，较 2020 年同期下降 6.63 个百分点，有色金属行业的融资成本相对较低。同时，有色行业 AA+债券信用利差自 2021 年以来有所收窄。

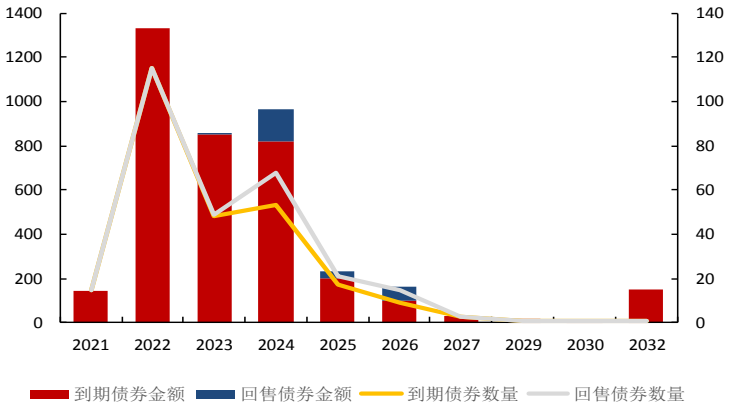

图 3　截至 2021 年 11 月末有色行业存续债券未来到期及面临回售情况（单位：亿元/左轴、只/右轴）

数据来源：Wind，大公国际整理

截至 2021 年 11 月末，有色金属行业存续债券共 289 只，存续债券余额 3,897.72 亿元，涉及发债主体 51 家；其中，2022～2024 年，有色金属存续债到期只数分别为 115 只、48 只和 53 家，到期债券规模分别为 1,331.48 亿元、850.93 亿元和 817.43 亿元;其中,2022 年到期债

券中，主体级别 AA、AA+和 AAA 发行主体对应规模分别为 23.38 亿元、103.65 亿元和 1,204.46 亿元，2022 年到期债务仍主要集中于 AAA 发行主体。整体来看，有色行业 2022 年存续债到期规模大，有一定集中兑付压力。

信用质量

2021 年有色发债企业信用质量相对稳定，行业内无新增违约主体，下调评级的企业数量 1 家；预计 2022 年有色发债企业信用水平将保持平稳。

2021 年，有色金属行业主体信用等级调整涉及企业 1 家，为下调，无上调企业。中证鹏元资信评估股份有限公司于 2021 年 5 月 26 日下调西藏华钰矿业股份有限公司主体级别为 A，评级展望负面，级别下调理由主要是因为审计机构就关联交易及持续经营能力存疑问题对公司 2020 年财务报表出具了保留意见的审计报告及否定意见的内控报告，公司债务压力及流动性压力大，大额、长期逾期信用记录或将对公司再融资能力产生持续不利影响，此外，公司资本支出缺口和对外担保规模较大，实际控制人存在变更风险。

表 2　2021 年以来有色行业发债企业主体级别/展望下调情况

公司名称	调整后		调整前		调整时间	评级机构
	级别	展望	级别	展望		
西藏华钰矿业股份有限公司	AA-	稳定	A	负面	2021-05-26	中证鹏元

数据来源：大公国际根据公开资料整理

从历史年度来看，2015～2020 年，有色金属发债企业主体级别或展望下调分别为 8 家、6 家、2 家、9 家、8 家和 3 家；从下调原因上看，2015～2016 年信用级别下调企业主要由于行业处于下行周期，行业产能过剩导致盈利能力下降，2018 年主要由于信贷环境收紧造成企业流动性不足，2019 年主要原因是有色金属价格下降，盈利能力明显下滑以及融资渠道进一步缩紧，同时部分企业受到或有事项影响造成主要资产被冻结等，2020 年主要是由于企业融资弹性较弱，短期偿债压力加大等。2015～2020 年，有色金属发债企业主体级别或展望上调分别为 7 家、1 家、8 家、9 家、5 家和 1 家。其中，2017 年有 7 家是将展望由负面调整为稳定，反映了进入 2017 年后，随着有色金属价格的普遍提升，有色企业信用水平出现好转的行业共同点。2018 年以来的调整全部为级别上调，级别上调主要归因于有色发债企业资源储量提升，成本控制优势显著，业务协同效应明显以及外部支持力度较大等。

综合来看，有色金属行业 2021 年级别波动规模不大，且无新增违约企业。预计未来 1～2 年有色行业整体信用风险不会大幅上升，整体信用水平将保持平稳。行业内企业虽然依然存在一定分化，但行业内绝大部分企业信用风险依然可控。行业内在规模、技术、资源禀赋、下游销售网络等产业链完整的龙头企业和优质企业将受益，而规模小，债务负担重，在技术和上下游无优势的中小型企业、以及融资渠道单一、受金融机构支持力度小、公司治理存在明显缺陷的企业将面临信用风险。此外，在国家政策支持的背景下，上一轮有色周期高利润空间驱动国内企业纷纷到海外投资矿山资源，顺周期投资的矿山项目投资成本偏高，高杠杆收购导致企业

资产负债率和财务费用增幅较大，加之受行业周期性调整，部分公司经营业绩大幅下降甚至亏损，所并购资源禀赋、区位和地缘政治风险、项目投资回报参差不齐，部分收购标的和公司长远战略相关度不高，若有未来几年将面临贷款、债券集中到期的企业，一旦面临海外资产盈利不及预期、变现难度较大，信用风险将显著上升。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。