

2018 年上半年有色金属行业信用风险总结与展望

一、主要观点

2018 年上半年,有色金属行业共发行 76 只债券,发债总额 844.30 亿元,较去年同期增长 90.54%,主要系今年到期回售债券规模较大,资金置换需求较强所致。从发债主体级别情况来看,2018 年上半年发债主体共 28 家,其中以 AAA 企业为主。下半年有色金属行业到期债券数量 76 只,到期债券总额 915.85 亿元,涉及到期债券主体 34 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 4 家、主体级别下调的企业 1 家。

2018 年上半年,中美贸易战升级,国内企业债务问题加剧,市场避险情绪较强,有色金属价格整体弱势震荡。电解铝方面,供给端产量小幅增长但增幅十分有限,整体保持相对平稳,国内铝锭社会库存则呈现单边减少态势,供需好转的态势在延续;需求端房地产数据好坏参半,对铝的消费影响偏中性,铝在汽车行业的消费增量有望持续增长,形成乐观的消费预期。精炼铜方面,供给端产量提升明显,同时进口量亦有所提升,供应端整体较为宽松。需求端在二季度消费旺季的推动下表现较好,在农村电网和新能源汽车等新的需求增长点提振下,需求端将维持稳定增长。

从上半年财务表现看,有色金属行业内企业保持了良好的盈利水平,但由于融资环境恶化,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。

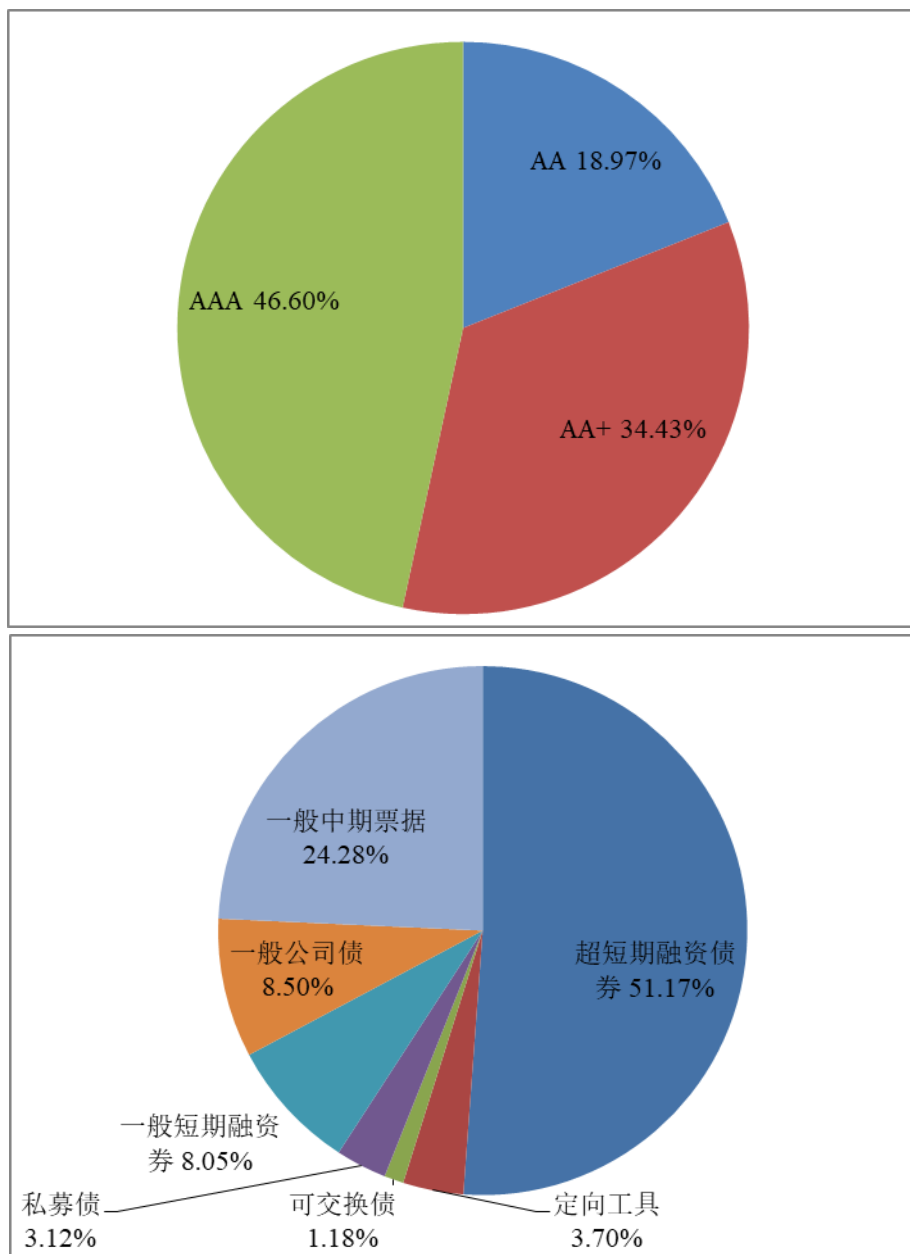
2018 年下半年,宏观方面整体利空,但不同金属的基本面情况有所分化,需结合不同企业的财务指标、现金流质量和偿债能力具体分析。受融资环境整体紧张影响,投资规模和资金需求规模大的企业信用风险较高。

二、2018 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

2018 年 1~6 月,有色金属行业共发行 76 只债券,发债总额 844.30 亿元,较去年同期增长 90.54%,主要系今年到期回售债券规模较大,资金置换需求较强所致。从发债主体级别情况来看,2018 年上半年发债主体共 28 家,其中以 AAA 企业为主(占 46.60%)。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 51.17%)。

图 1 2018 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，随着到期回售债券规模的增加，有色金属行业内企业融资需求增加，2018 年上半年债券发行规模显著增长，发行人级别以 AAA 为主。

2. 上半年债券违约情况

2018 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) 2018 年上半年有色金属发债企业主体级别上调情况

表 1 2018 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
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+

资料来源：Wind，联合评级整理

天齐锂业股份有限公司：2017 年以来，公司作为国内锂电新能源和新材料重要供应商，继续保持了丰富的锂资源储备，集锂资源开发加工为一体的完整铝产业链条；公司配股成功，带动资本实力增强，并且公司已于 2018 年 4 月 24 日通过股东大会决议，拟在香港联交所发行 H 股股票融资。若成功发行，公司资本实力有望进一步增强，同时受益于锂矿产品价格上涨，以及各主要产品销量的增加，公司盈利和获现能力持续大幅提升。

中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司：2017 年，公司稀土产品销量明显增加、贸易业务收入规模大幅增长，公司营业收入和净利润规模大幅增长，稀土原料产品及磁性材料毛利率显著提升，公司盈利能力显著提升，债务结构有所改善，债务负担适中。公司控股股东包头钢铁（集团）有限责任公司拥有白云鄂博矿稀土独家开采权，包钢集团及其下属子公司未来能够持续为公司供应生产所需稀土原料。未来，随着稀土行业改革及治理进一步推进，公司经营实力有望保持良好。

云南锡业股份有限公司：跟踪期内，公司在锡铟资源储量、生产规模、产业链、技术和品牌等方面保持了稳固的行业龙头地位；同时受益于有色金属价格的逐步回升，公司盈利能力大幅增强；此外，公司融资渠道畅通，2017 年非公开发行股票的完成，使得公司资本实力大幅增强

山东南山铝业股份有限公司：跟踪期内，受益于新增产能逐步投产和释放、国家供给侧改革导致铝价高位运行以及主导产品铝板带箔下游市场需求上升等因素共同影响，南山铝业收入和利润规模显著提升。跟踪期内，南山铝业债务规模和财务杠杆虽有所上升，但负债经营程度仍处于很低的水平，财务结构保持稳健，仍具备较强的财务弹性。跟踪期内，南山铝业经营活动仍保持稳定较大额的现金净流入，同时作为上市公司，公司融资渠道多元化且畅通，2017 年末仍有充裕的货币资金存量，可对公司的债务偿付提供良好的保障。

（2）2018 年上半年有色金属发债企业主体级别下调情况

表 2 2018 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 长城 01	中融双创（北京）科技集团有限公司	大公国际资信	2018-06-14	BB	负面	2017-06-06	AA
16 长城 02	中融双创（北京）科技集团有限公司	大公国际资信	2018-06-14	BB	负面	2017-06-06	AA

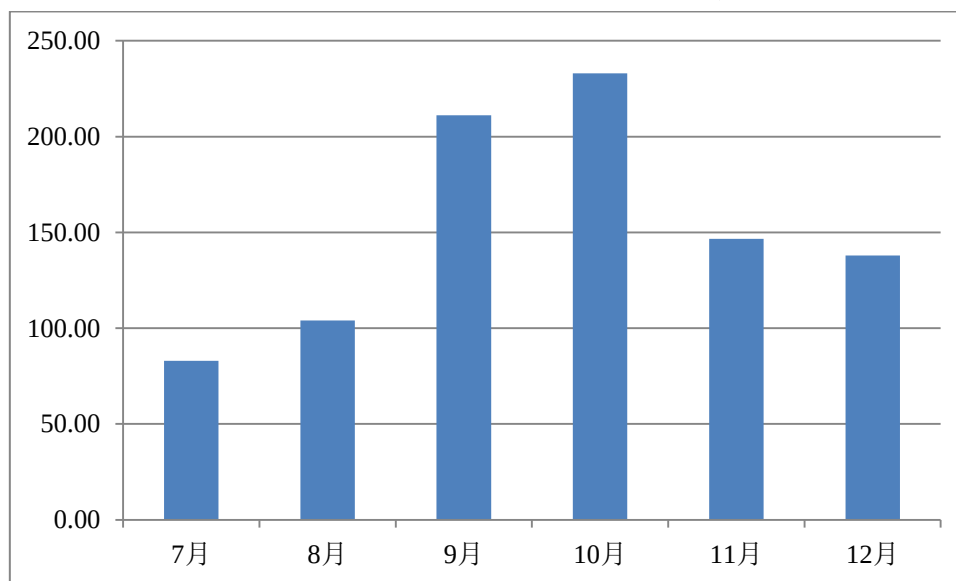
资料来源：Wind，联合评级整理

中融双创(北京)科技集团有限公司：中融双创于 2016 年 6 月 13 日发行的 6 亿元“16 长城 01”应于 2018 年 6 月 13 日付息，及兑付回售部分本金，截至付息日终，中融双创回售的部分本金 291.50 万元已划付，但未能按照约定将“16 长城 01”本期利息 4,230 万元划至中国证券登记结算有限责任公司上海分公司，“16 长城 01”募集说明书关于构成违约事项中提到“发行人未能偿付本次债券的到期本息，且该违约持续超过 30 天，仍未得到纠正”；大公将“16 长城 01”的付息事项持续与中融双创沟通，上述债券利息仍在筹措中。中融双创利息未按约定划至托管机构反映其资金紧张，偿债能力恶化，违约风险较高。

4. 下半年债券到期情况

2018 年 7~12 月，有色金属行业到期债券数量 76 只，到期债券总额 915.85 亿元，涉及到期债券主体 34 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、中国有色矿业集团有限公司、中国五矿股份有限公司和金川集团股份有限公司等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，9、10 月份为有色金属行业债券到期兑付的高峰。

图 2 2018 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，中国铝业集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广西投资集团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，但部分企业的债券到期金额与成功发行金额相差较大，短期资金压力较大，但考虑到相关企业的行业地位等因素，风险水平较低。

表 3 2018 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	200.00	230.00	30.00	AAA
山东黄金集团有限公司	105.00	120.00	15.00	AAA

¹ 表中主体级别为截至 2018 年 6 月 30 日情况。

南山集团有限公司	76.20	50.00	-26.20	AAA
中国有色矿业集团有限公司	72.50	0.00	-72.50	AAA
中国五矿股份有限公司	60.00	0.00	-60.00	AAA
金川集团股份有限公司	50.00	0.00	-50.00	AAA
陕西有色金属控股集团有限责任公司	45.00	45.00	0.00	AAA
中国铝业股份有限公司	45.00	50.00	5.00	AAA
广西投资集团有限公司	30.00	50.00	20.00	AAA
紫金矿业集团股份有限公司	25.00	0.00	-25.00	AAA
山东黄金矿业股份有限公司	20.00	0.00	-20.00	AAA
江西铜业集团有限公司	15.00	0.00	-15.00	AAA
洛阳栾川钼业集团股份有限公司	10.00	0.00	-10.00	AAA
西部矿业集团有限公司	15.00	15.00	0.00	AA+
云南锡业股份有限公司	14.47	11.00	-3.47	AA+
铜陵有色金属集团控股有限公司	10.00	32.00	22.00	AA+
厦门钨业股份有限公司	6.00	8.00	2.00	AA+
广东东阳光科技控股股份有限公司	5.00	6.00	1.00	AA+
新疆众和股份有限公司	19.60	0.00	-19.60	AA
格林美股份有限公司	14.00	0.00	-14.00	AA
云南冶金集团股份有限公司	13.00	0.00	-13.00	AA
阳谷祥光铜业有限公司	10.00	0.00	-10.00	AA
新疆新鑫矿业股份有限公司	8.00	0.00	-8.00	AA
湖南有色金属控股集团有限公司	7.75	0.00	-7.75	AA
宝钛集团有限公司	7.00	0.00	-7.00	AA
大冶有色金属集团控股有限公司	5.22	0.00	-5.22	AA
东营方圆有色金属有限公司	5.00	0.00	-5.00	AA
内蒙古矿业(集团)有限责任公司	5.00	0.00	-5.00	AA
青海省投资集团有限公司	5.00	0.20	-4.80	AA
河南中孚实业股份有限公司	1.50	0.00	-1.50	AA
东岭集团股份有限公司	2.00	0.00	-2.00	AA-
盛屯矿业集团股份有限公司	2.00	1.00	-1.00	AA-
河南万基铝业股份有限公司	5.61	0.00	-5.61	A+
安徽地矿投资集团有限公司	1.00	0.00	-1.00	

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

2018 年上半年，中美贸易战持续发酵，国内企业债务问题加剧，市场避险情绪较强，有色金属价格整体弱势震荡。

具体来看，铜价方面，一季度铜价整体处于下跌通道，宏观方面来看，美联储加息，加上中美开打贸易战；基本面来看，一季度铜库存处于季节性垒库的过程，对铜价构成压力。二季度铜价整体处于震荡区间，由于 Escondida 铜矿谈判、国内环保趋严导致部分冶炼厂粗炼产能关闭，以及印度

韦丹塔冶炼厂可能永久性关停等供给端因素的集中爆发，伦铜破位上行；从供需面来看，今年市场上精铜充裕，六月份铜价的大涨主要是资金的推动，并不受基本面的支持，而后由于中美贸易战的升级，铜价回调至原有的震荡区间。

图 3 2017 年以来国内外铜价走势（单位：美元/吨、万元/吨）



资料来源：文华财经

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。

铝价方面，一季度铝价震荡走低，重心回落明显，国内铝锭库存持续增加，导致市场压力较大；外加美联储加息及铝关税等事件冲击，导致铝一季度表现十分疲软。二季度铝价先是在俄铝事件推动下，LME 铝一度暴涨，后随着俄铝制裁的阶段性及中美贸易战的持续纠缠，带动铝价大幅调整。由于国内铝锭去库存在二季度有所加快，基本面供需改善较为确定，二季度铝价整体呈现复苏的态势，不过贸易战的黑天鹅事件使得铝价反弹有所受阻，但整体走强趋势在延续。

图 4 2017 年以来国内外铝价走势（单位：美元/吨、万元/吨）



资料来源：文华财经

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。

锌价方面，一季度锌价大幅冲高后回落，高位宽幅震荡态势明显，运行重心小幅下行，导致锌价高位大幅回落既有宏观面的利空影响，也有基本面带来的价格修正；基本面来看，一季度国内锌锭累库存，外加春节假期的季节性因素，整个现货市场表现十分低迷，在宏观及基本面的双重作用之下，锌价发生了明显调整。二季度锌价震荡走低，高位回落迹象明显，运行重心继续下移；二季度锌价快速下探，主要来自于宏观利空因素的影响，包括中美贸易战的爆发及国内企业债务问题加剧等。从基本面来看，二季度现货表现整体偏强，进口锌在 5~6 月份大量流入，很大程度弥补了国内的供应不足，但随着冶炼厂开工率的恢复，国内锌锭现货表现可能转弱。

图 5 2017 年以来国内外锌价走势（单位：美元/吨、万元/吨）



铅价方面，一季度受贸易战及国内春节假期因素的影响，铅价整体呈下跌趋势。二季度受国内环保监管趋严影响，铅价整体回升，并且国内铅价走势强于 LME。

图 6 2017 年以来国内外铅价走势（单位：美元/吨、万元/吨）

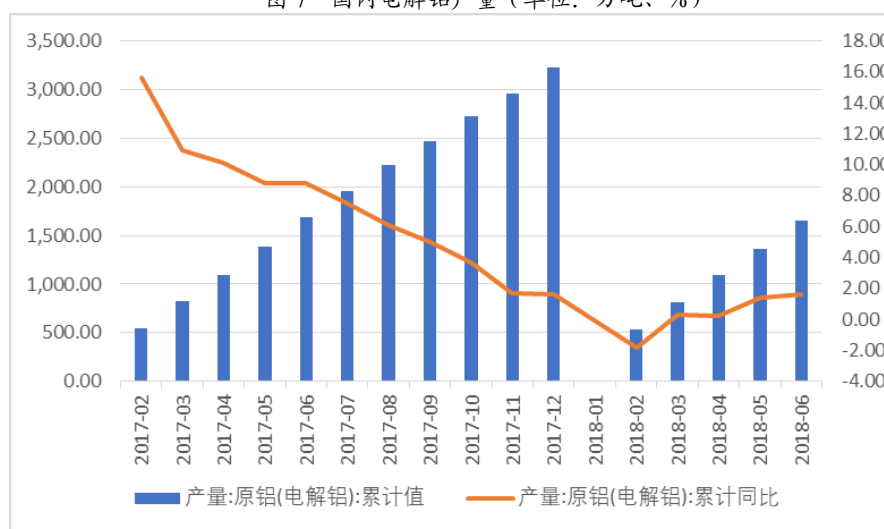


2. 铝基本面分析

供给及库存

供应方面，2018 年 1~6 月，国内电解铝累计产量为 1,647.00 万吨，同比增长 1.60%，较上年变化不大，整体保持相对平稳。受行业利润持续处于低位的影响，采暖季减产的部分产量在采暖季结束后难以开启，同时部分新增产能也因利润较低而放缓投产进度。

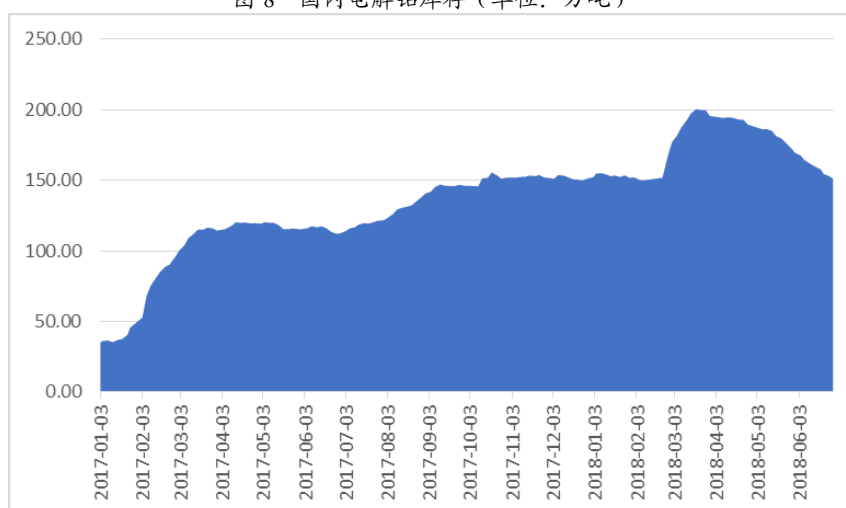
图 7 国内电解铝产量（单位：万吨、%）



资料来源：wind

库存方面，截至 2018 年 6 月底，国内电解铝库存为 151.20 万吨，较年初 152.30 万吨变化不大。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，国内铝锭社会库存则呈现单边减少态势，供需好转的态势在延续，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 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，由于铝价持续处于外强内弱格局，国内铝材出口优势较为明显，降低了中美贸易摩擦带来的负面影响，上半年铝材出口处于近年来高位。6 月份美国商务部出台对于

国内铝合金板出口的反倾销关税政策，一定程度上将会对铝材出口再度造成冲击；但若铝价仍处于外强内弱格局，政策的冲击可能有所减弱，未来铝材出口可能面临一定的不确定性。

房地产投资方面，2018 年 1~6 月，房地产开发投资完成额为 55,531.00 亿元，较上年同期增长 9.70%，数据略超预期；其中二季度累计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预期，但结合房地产其它方面数据来看，销售面积、开工面积等数据表现偏差，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，房地产数据好坏参半，因此对铝的消费影响偏中性。

汽车产量方面，2018 年 1~6 月，汽车累计产量 1,430.10 万辆，同比增长 3.50%，在经历过一季度短暂的低估后，汽车行业在今年二季度表现亮眼，产量同比增速好于去年同期水平。在汽车行业景气度持续偏高以及新能源车单车用铝量提升的背景下，铝在汽车行业的消费增量有望持续增长，形成乐观的消费预期。

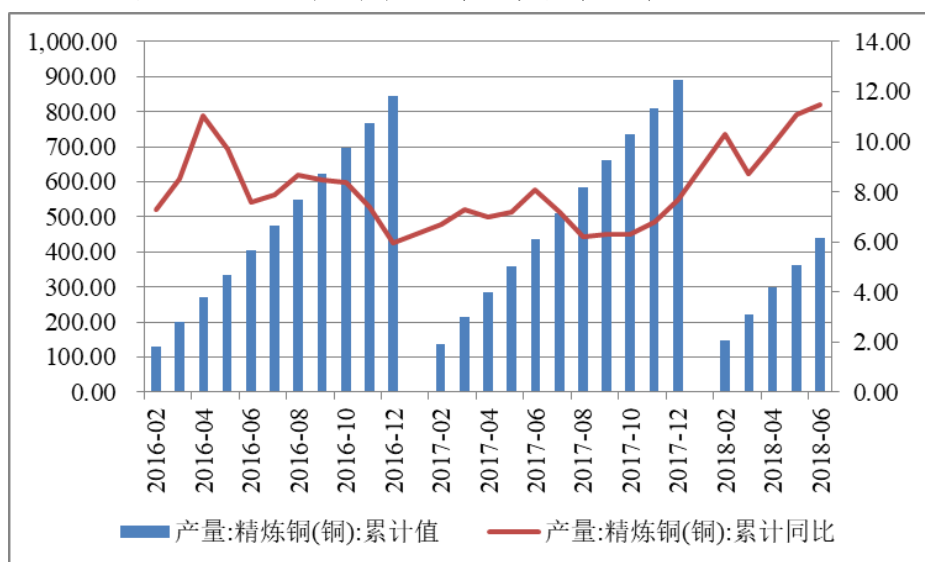
总体看，2018 年上半年，中美贸易战持续发酵，国内企业债务问题加剧，市场避险情绪较强，有色金属价格整体弱势震荡。上半年电解铝产量小幅增长但增幅十分有限，整体保持相对平稳；国内铝锭社会库存则呈现单边减少态势，供需好转的态势在延续。需求方面，房地产数据好坏参半，对铝的消费影响偏中性；铝在汽车行业的消费增量有望持续增长，形成乐观的消费预期。

3. 铜基本面分析

供给及库存

2018 年上半年，国内精炼铜产量提升明显，2018 年上半年产量同比增长 11.50%，同时，进口量也在提升，中国 1~5 月累计进口 135.9 万吨，同比增长 20.15%；废铜进口量为 91.1 万吨，同比大幅下降 39.7%，但是废铜含铜量大幅提升。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，精炼铜的供应端比较宽松。

图 9 2017~2018 年上半年国内精炼铜产量情况（单位：万吨、%）

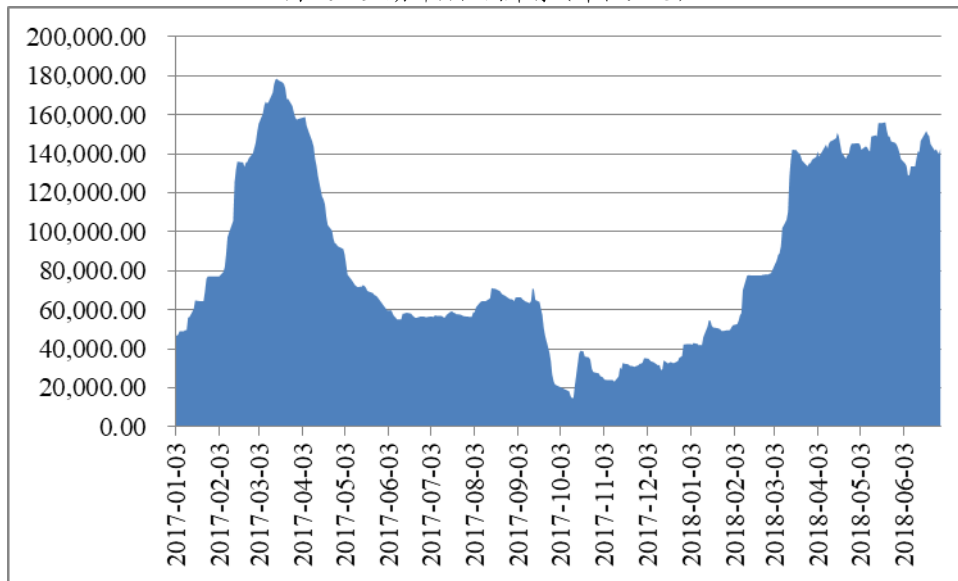


资料来源：Wind

库存方面，一季度中国铜库存处于季节性垒库的过程，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。三季度来看，随着下游需求进入消费淡季，而下半年有大量新增产能投放预期，供应将进一步宽松，

库存将更加难以得到去化，短期基本面将转弱。

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，今年上半年铜加工材开工率表现整体优于去年，6 月铜材企业平均开工率为 82.40%，环比增加 0.36 个百分点，同比增加 7.42 个百分点。今年大型铜杆企业开工率高企，铜杆企业线缆方面订单充足，另外，去年西安线缆事件以后，淘汰了不少中小型企业，订单也在向大企业集中。铜管企业开工率整体在 85% 以上，大型企业基本上处于满产水平，今年空调企业高排产带动了铜管企业的开工；铜板带箔企业表现较为平稳。

电网投资方面，2018 年上半年，我国电网工程投资金额为 2,036 亿元，同比大幅下滑 15.1%。国家电网 2018 年计划投资 4,989 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。预计电力电网投资将持续稳定，对精铜消费提供稳健支撑。

空调行业方面，2018 年 1~6 月，全国空调累计产量达 11,022.6 万台，累计增长 14.4%，空调行业依旧保持强劲增长，对精铜消费依旧形成显著利好。但是企业目前库存数据较高，各大厂家纷纷开展促销。同时，空调生产已经进入淡季，生产高峰期已过，后续开工将持续走低。但是，若 7~8 月旺季销售良好的话，空调行业将持续推动下游精铜消费。

整体看，由于二季度处于生产旺季，下游需求季节性表现良好，在农村电网和新能源汽车等新的需求增长点提振下，需求端将维持稳定增长。

4. 2018 年上半年有色金属企业财务表现

截至 2018 年 6 月 30 日，有存续债的有色金属企业主体共 73 家，剔除 7 家无公开数据的企业样本，样本企业共 66 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，2018 年上半年的资产负债率和全部债务资本化比率较去年同期均有不同程度的下降，但是有色金属行业的债务负担仍属较重。

从盈利能力看，2018 年的有色金属行情仍然维持了 2017 年的景气度，行业内企业仍保持了与去年相当的盈利水平。

从偿债能力看，2018 年上半年的各项偿债指标均较去年同期有所改善，主要得益于杠杆的下降。

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大幅下降，主要系外部融资环境信贷收紧所致，由于企业可支配资金减少，投资活动净流出净额也较去年同期下降。

表 4 2017~2018 年上半年行业指标（单位：亿元、%）

指标（平均值）		2017 年年报	2017 年半年报	2018 年半年报
资本结构	资产	635.93	609.92	651.22
	所有者权益	207.69	176.43	213.98
	资产负债率	61.68	62.57	61.63
	全部债务资本化比率	61.12	62.27	60.91
盈利能力	营业总收入	507.62	245.56	247.41
	利润总额	14.24	6.30	8.26
	净资产收益率	3.03	3.40	1.98
偿债能力	流动比率	1.16	1.17	1.31
	EBITDA 全部债务比	0.21	0.11	0.12
	EBITDA 利息倍数	4.47	-10.85	40.14
现金流	经营活动产生的现金流量净额	31.14	8.11	8.42
	现金收入比	100.38	100.93	103.89
	投资活动产生的现金流量净额	-31.04	-18.27	-8.12
	筹资活动产生的现金流量净额	8.89	10.37	2.99
指标（中位数）		2017 年年报	2017 年半年报	2018 年半年报
资本结构	资产	299.60	301.59	320.72
	所有者权益	106.42	98.66	109.94
	资产负债率	63.35	63.39	63.63
	全部债务资本化比率	58.98	63.34	60.30
盈利能力	营业总收入	192.11	88.32	98.66
	利润总额	8.39	5.05	4.82
	净资产收益率	4.84	3.14	2.42
偿债能力	流动比率	0.95	0.98	0.99
	EBITDA 全部债务比	0.16	0.06	0.09
	EBITDA 利息倍数	4.15	2.65	4.34
现金流	经营活动产生的现金流量净额	10.82	3.12	4.25
	现金收入比	104.88	103.84	106.22
	投资活动产生的现金流量净额	-10.52	-4.10	-5.51
	筹资活动产生的现金流量净额	3.45	2.11	0.06

资料来源：Wind

注：2017 年、2018 年半年度指标未予年化。

总体看，有色金属行业内企业保持了良好的盈利水平，但由于融资环境恶化，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、铝：中美贸易战开启并持续升级，大宗商品价格承压下行。

2月16日，美国商务部公布此前完成的两份调查报告，称进口钢铁和铝产品损害美国国家安全，建议总统特朗普动用关税和配额措施来限制进口。美国商务部建议对从中国内地、中国香港、俄罗斯、委内瑞拉和越南进口的铝产品征收 23.6% 的关税。

美国政府计划对至少 500 亿美元的中国进口商品征收 25% 的关税。现代铁路，新能源汽车和高科技等 1,300 个产品类别将受到关税影响。美国政府将在 15 天内公布商品清单。特朗普表示，这只是许多措施中的第一步。此外，美国将针对对华技术转移和中资收购美国公司施加限制。中国驻美大使馆回应称，如果美方执意要打贸易战，将奉陪到底。

5月19日，中美两国在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明。20日，美国财政部长姆努钦表示，美中两国已就框架问题达成协议，同意停打贸易战。声明中的结论摘要如下：双方同意，将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差。双方同意有意义地增加美国农产品和能源出口。双方就扩大制造业产品和服务贸易进行了讨论，就创造有利条件增加上述领域的贸易达成共识。双方高度重视知识产权保护，同意加强合作。双方同意鼓励双向投资。双方同意继续就此保持高层沟通。

6月15日，美国总统特朗普宣布对价值近 500 亿美元的中国商品征收 25% 的关税。中国很快回应称，将对价值 500 亿美元的美国商品征收 25% 的关税，以反击特朗普政府对中国商品征税的举措，两国间贸易摩擦持续升级。

点评：中美贸易争端情况屡次变化，目前贸易战升级，大宗商品价格承压。

2. 铝：工信部全面解读电解铝实施产能置换通知，未来国内电解铝产能将保持平稳。

2018年1月18日，工信部印发了《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》（以下简称《通知》），明确了电解铝企业产能置换实施的具体要求。工信部针对该《通知》发布解读性文件，详细解读了电解铝企业在实施产能置换中的相关事项。

《通知》明确可用于置换的产能须为以下 2 种，一是工业和信息化部以及省级人民政府完成任务公告（以下统称“淘汰公告”）的淘汰产能。《通知》沿用 127 号文相关做法，淘汰产能可有条件地用于不同类别项目的产能置换，其中，2011 年及以后关停并列入淘汰公告的产能可用于落实《国家发展改革委工业和信息化部关于印发钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见的通知》（发改产业〔2015〕1494 号，以下简称 1494 号文）文件处理意见的建设项目，2013 年及以后关停并列入淘汰公告的产能可用于 2013 年 5 月之后的建设项目。二是合规产能。合规产能须符合国家产业政策和投资项目审批管理要求，必须是在 2017 年国务院国资委、各省级人民政府上报国务院的项目清单内，也包括 2017 年 10 月后按照 127 号文件以及本《通知》要求经产能置换建设的合规产能。

《通知》明确在上述 2 种产能范围内，有 3 类产能不能用于置换，一是已超过国家明令淘汰期限（铝自焙电解槽及 100kA 以下预焙槽须 2011 年底前淘汰，160kA 以下电解槽须 2015 年底前淘汰）的落后产能，无论是否列入淘汰公告，都不得参与产能置换；二是 2013 年前关停的产能原则上不得用于置换，但 2011 年、2012 年关停并列入淘汰公告的产能可按照《通知》第三条要求，用于 1494 号文的相关建设项目；三是 2011 年——2017 年关停并列入淘汰公告的产能须在 2018 年 12 月 31 日前完成产能置换，逾期将不得用于置换，以加速淘汰产能尽快退出，提高产能指标利用效率，未列入淘汰公告、符合《通知》相关要求的其他退出产能不受此限制。

《通知》明确通过兼并重组、同一实际控制人企业集团内部产能转移、产能指标交易 3 种方式实施产能置换。其中，产能指标交易沿用了 127 号文的相关做法，兼并重组和同一实际控制人企业集团内部产能转移主要是按照《国务院关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27 号）、《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14 号）要求，在严格执行兼并重组流程，落实资产债务处置、职工安置的责任主体及部门职责的基础上开展产能置换，通过市场化、法治化手段促使企业承担相应法律责任，避免因企业退出引发债务风险和人员安置不到位等问题。

点评：随着电解铝产能置换的有序进展，未来国内电解铝产能将保持平稳，国内电解铝供需矛盾或有所缓解。

3. 铝：俄铝事件扰动市场，铝价大幅波动，该事件逐渐消化后，铝价将重归基本面主导。

4 月 6 日，美国财政部 6 日宣布将对 38 个俄罗斯个人、官员、公司和国企实施制裁，当中包括俄铝大股东欧柏嘉(OlegDeripaska)，这些被制裁的个人及公司，其资产会依法被冻结，且一般美国籍人士将被禁止和其交易。

4 月 11 日，LME 表示，将采取行动，阻止美国最新制裁日（4 月 6 日）之后出售的俄铝公司金属进入 LME 仓库，并从 4 月 17 日起将临时暂停为俄铝所产金属签发担保权证；同日，COMEX 表示，将立即限制俄铝公司的铝产品交割，立即撤销 COMEX 铝期货合约的俄铝产品担保。

4 月 23 日，美国财政部发布声明，允许美国企业和个人延后至 10 月 23 日终止与俄铝业务往来。

5 月 2 日，美国财政部宣布，将投资者出售俄铝(00486)及其母公司 EN+股份及债券的期限，由 5 月 7 日押后至 6 月 6 日；同时将俄铝控股人奥列格·德里帕斯卡从俄铝和其他实体公司撤资的最后期限延长至下个月。

5 月 24 日，俄铝 5 名非执行董事以及公司行政总裁辞职，原高管 EvgenyNikitin 出任代理行政总裁。

点评：俄铝事件扰动市场，铝价大幅波动，该事件逐渐消化后，铝价将重归基本面主导。

4. 铜：2018 年第十批环保批文公布，2018 年底开始七类废铜被禁止进口，废铜进口量及供应量将显著减少。

2018 年国内第十批限制类废铜进口的批文的公布，本次批文为前十批次中最多的一次。在本次公布的批文中，限制类废铜批文中企业 45 家，合计 125,667 吨，其中 44 家位于浙江，1 家位于山东。2017 年前十批限制类废铜进口批文合计 283.5 万吨，2018 年前十批合计 46.36 万吨，同比减少 83.64%，减少幅度有所缩减。

将废五金类、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等 16 个品种固体废物（见附件 1），从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2018 年 12 月 31 日起执行。

点评：2018 年第十批环保批文公布，2018 年底开始七类废铜被禁止进口，废铜进口量及供应量将显著减少。

5. 铅锌：全国铅锌冶炼厂商量联合减产事宜。

6 月 28 日，国内 70%以上冶炼厂集体于陕西召开铅锌理事会会议。会议主要围绕目前低加工费、及连连下跌的锌价展开。此次会议召开后表示：各家冶炼厂将加强行业自律和共同合作，提高加工

费，计划联合减产 10%。与会部分企业也进行表态，协会呼吁各单位遵照执行，具体措施将成立专门小组再讨论。

点评：自今年年初以来，锌价整体趋势逐步下跌，加工费亦持续处于历史低位，使国内冶炼厂利润收窄明显，甚至出现亏损情况，矿山与冶炼厂之间利润差距逐步拉大。

五、2018 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，今年铜矿谈判顺利，矿企尽量避免罢工带来的损失；今年精铜整体供应充足，去库存力度缓慢，国内冶炼产能主要集中在下半年投放，下半年精铜产出将继续加速，全年来看，精铜都会处于过剩的状态。

铝市方面，氧化铝产量逐步新增，原料端价格或有小幅下滑可能但成本支撑仍在，因此氧化铝价格并没有太多的下跌空间。而电解铝产量很难有明显增长，增速将维持在较低水平，电解铝利润将继续小幅修复。消费端在铝材出口、汽车等带动下，表现不会太差，尤其是房地产市场不会出现大幅滑坡，意味着电解铝消费增速不会出现明显下降，即使三季度消费进入淡季，小幅度的去库存依然是主旋律。

2. 价格展望

铜价方面，从宏观方面来看，今年贸易战可能是贯穿全年的重要因素，美国 and 各国之间贸易战不断升级，铜作为宏观属性强的大品种，理论上讲在有色板块中受到的负面影响最大；今年美联储加息预期由三次升到四次，加上自 2017 年四季度以来，美国的基本面表现就已整体强于欧洲，今年美元指数大概率继续走强，美元利率和汇率双升施压基本金属。结合宏观面和基本面的因素，三季度铜价会偏弱运行，有进一步探低的可能性。

铝价方面，随着俄铝事件及美国铝关税征收等政策性因素的逐步消化，三季度铝价将主要回归基本面主导，因此三季度铝价下方支撑相对牢固。

3. 整体信用风险展望

受 2017 年供给侧改革影响，2018 年上半年有色金属价格指数同比处于相对高位，国内企业盈利水平有所改善。展望未来，中美贸易战可能持续发酵，美联储加息预期增强，美元指数维持强势，宏观整体利空，但考虑到不同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，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，2018 年下半年，宏观方面整体利空，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。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级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评级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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级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。

本研究报告版权为联合评级所有，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“联合信用评级有限公司”，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，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。