

有色债信用分析模型及展望

华泰研究

2024年2月27日 | 中国内地

专题研究

研究员 **张继强**
SAC No. S0570518110002 zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145 +(86) 10 6321 1166

研究员 **文晨昕**
SAC No. S0570520110003 wenchexin@htsc.com
SFC No. BSF414 +(86) 21 2897 2068

联系人 **王晓宇**
SAC No. S0570122070156 wangxiaoyu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

核心观点

20年以来碳中和大背景下，铜铝等行业供给有限制，需求端有新能源的提振，虽然22年以来受地产下行拖累，但行业景气整体相对较高，行业负债率明显下降。这一方面增强了主体的偿债能力，另一方面也减少了主体的融资需求。23年以来随着信用资产荒持续演绎，行业利差已降至历史低位。展望24年，有色基本面或略有分化，金略好于铜铝，铜铝或小幅过剩，但短期无需过于担心偿债风险。择券方面，铜铝等产品较同质化，需要关注自有矿和成本管控能力。目前行业利差低位、融资收缩，挖掘空间收窄，可关注矿产资源丰富、自给率高、财务稳健发债主体的永续私募债等机会。

有色债：规模收缩，央国企为主

截至2024年1月底，有色金属存量债券2746亿元，存量债券以央、国企为主，中高等级居多，其中央企规模占比85%，AA+及以上规模占比96%。2016年以来，有色行业发行债券总额呈现下降趋势，净融资额持续收缩，2020年之前主要受去杠杆和违约潮影响，之后主要是行业融资需求下行。行业利差走势受到行业景气、主体构成、个体风险、资产荒等多种因素影响，如12-15年盈利持续下行、15年过剩产能违约潮下利差走阔，18年、20年分别受到民企违约潮、弱国企违约的波及。22年末理财赎回潮扰动利差，23年至今资产荒叠加行业基本面尚可，行业利差降至15年以来历史低位。

铜铝：关注需求侧结构变化，自有矿和成本管控是核心

铜铝都属于基本金属，主要用于制造业，近年来随着新能源需求上行、地产承压，产品需求侧结构发生变化。对铜来说，未来新能源、国内电力是精炼铜需求的主要驱动力。供给方面我国是最大的铜冶炼国，但铜矿自给率低，而矿产铜盈利明显高于冶炼铜，企业竞争力核心在于自有矿。铝冶炼同样存在铝土矿自给率低的问题，产品差异不大，核心在于成本管控能力，铝土矿-氧化铝-电解铝产业链更完整的企业竞争力更强。铝需求主要关注新能源车、特高压等需求上行对建筑地产领域需求下滑的对冲。供给方面，电解铝行业由于耗电量大、减排压力较大，碳中和大背景下供给约束明显。

金：金融属性主导金价，资源禀赋是核心

黄金兼具商品属性和较强的金融属性，其中金融属性主导金价。金融属性方面，黄金作为一类无息资产，实际利率代表了持有黄金的机会成本，因此价格的核心驱动因素为实际利率。商品属性方面，黄金主要用于珠宝制造、科技、投资及央行购金等。2020年以来受益于金价上行，国内黄金企业盈利能力有所提升、资产负债表整体修复。对于企业来说，自有金矿是核心竞争力，矿产金和冶炼金盈利天差地别。因而在构建主体打分模型时，我们将公司资源禀赋、产业链完整性和多元化等作为分析重点，此外还结合公司背景、公司财务等多方面进行综合打分。

24年有色基本面或略有分化，挖掘优质主体品种机会

24年基本面展望来看，金略好于铜铝。其中金主要关注美国降息进展，若新一轮降息+美国经济走弱条件形成，金价或进一步震荡上行，带动金企盈利。铜铝方面，主要关注新能源需求上行对地产相关需求承压的替代，24年仍可能存在小幅过剩，价格可能略有下行，但整体仍在历史高位运行，叠加近年来相关主体盈利好转、负债下行，信用风险短期无虞。不过23年以来随着信用资产荒演绎，相关债券利差大多降至历史低位，且发债需求收缩，挖掘空间收窄，建议挖掘优质主体私募、永续等品种机会。

风险提示：海外风险不确定性、政策实施不确定性、供给释放的不确定性。



正文目录

有色债：规模收缩，央国企为主.....	4
有色债分析框架及打分模型.....	7
铜：关注新能源和电力需求，自有矿是核心.....	7
铝：关注新能源需求与地产对冲，成本管控是重点.....	10
金：金融属性突出，自有矿是核心.....	14
24 年有色债投资展望.....	18
基本面展望.....	18
投资建议.....	19
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 有色金属存续债主体企业类型.....	4
图表 2： 有色金属存续债主体评级分布.....	4
图表 3： 有色金属存续债子行业分布.....	4
图表 4： 有色金属存续债发行方式分布.....	4
图表 5： 有色行业国央企、AA+及以上主体债券发行占比.....	5
图表 6： 有色行业债券发行方式分布趋势.....	5
图表 7： 有色行业债券发行与净融资情况.....	5
图表 8： 2016 年以来铜行业杠杆明显下降.....	5
图表 9： 2017 年开始铝行业降杠杆趋势明显.....	5
图表 10： 有色金属行业中高等级 50 分位利差走势.....	6
图表 11： 有色金属行业分等级、分企业类型利差走势.....	6
图表 12： 铜行业净利率与铜价高度相关.....	6
图表 13： 铝行业净利率与铝价高度相关.....	6
图表 14： 铜产业链.....	7
图表 15： 2022 年中国铜需求结构（终端应用）.....	7
图表 16： 新能源铜需求占比稳步提升.....	7
图表 17： 中国铜精矿自给率不足 25%.....	8
图表 18： 2022 年我国铜精矿进口来源国.....	8
图表 19： 铜行业净利率与铜价高度相关.....	8
图表 20： 铜行业资产负债率与铜价走势.....	8
图表 21： 紫金矿业矿产铜毛利率变动.....	9
图表 22： 紫金矿业冶炼铜毛利率变动.....	9
图表 23： 铜行业产业债打分模型概览.....	9
图表 24： 铜行业产业债打分模型结果.....	10
图表 25： 铝产业链结构.....	10
图表 26： 2022 年全球氧化铝及铝土矿储量分布情况.....	11

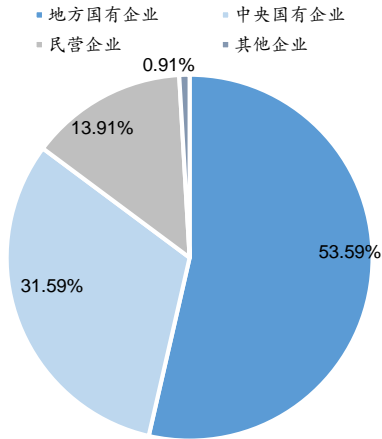


图表 27: 中国铝土矿进口量较大.....	11
图表 28: 中国氧化铝产量占全球产量一半以上.....	11
图表 29: 中国电解铝产量占全球产量一半以上.....	11
图表 30: 电解铝建成产能向云南等地转移.....	11
图表 31: 云南电解铝运行产能波动较大.....	11
图表 32: 22 年中国铝终端消费结构.....	12
图表 33: 我国竣工面积呈现周期性走势.....	12
图表 34: 新能源汽车销量保持高速增长.....	12
图表 35: 我国光伏装机量快速提升.....	12
图表 36: 铝行业企业净利率与铝价走势相关性高.....	12
图表 37: 2017 年开始铝行业降杠杆趋势明显.....	12
图表 38: 铝行业产业债打分模型概览.....	13
图表 39: 铝行业产业债打分模型结果.....	14
图表 40: 黄金产业链.....	14
图表 41: 美债收益率和黄金价格走势.....	15
图表 42: 美元指数和黄金价格走势.....	15
图表 43: 全球黄金供给走势.....	15
图表 44: 全球黄金需求走势.....	15
图表 45: 黄金行业净利率和价格走势.....	16
图表 46: 黄金行业资产负债率和价格走势.....	16
图表 47: 紫金矿业矿产金毛利率变动.....	16
图表 48: 紫金矿业冶炼金毛利率变动.....	16
图表 49: 黄金行业产业债打分模型概览.....	17
图表 50: 黄金行业产业债打分模型结果.....	17
图表 51: 2020-2025E 全球精炼铜需求预测及供需差.....	18
图表 52: 金价短期或延续高位震荡.....	19
图表 53: 铜主体利差跟踪一览 (2024/02/26).....	19
图表 54: 铝主体利差跟踪一览 (2024/02/26).....	20
图表 55: 金主体利差跟踪一览 (2024/02/26).....	20

有色债：规模收缩，央国企为主

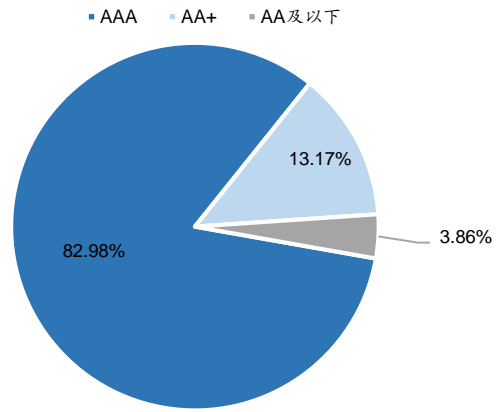
有色金属存量债券以央、国企为主，中高等级居多。截至2024年1月底，有色金属存量债券共计250只，存量规模达到2745.89亿元，其中中央及地方国有企业规模占比85.18%，主体评级为AAA、AA+规模合计占比96.14%。聚焦有色金属具体的子行业类型，目前存续债中以黄金行业相对较多，规模占比33.96%，铜铝行业次之，规模分别占比26.85%和26.50%。从发行方式来看，一般公募债及永续债居多，规模占比分别达到70.55%和21.49%。

图表1：有色金属存续债主体企业类型



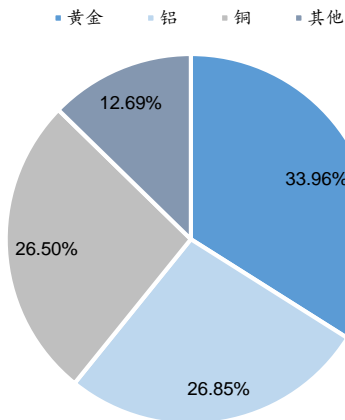
注：各类型占比按照债券余额计算，数据统计截止2024年1月31日
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：有色金属存续债主体评级分布



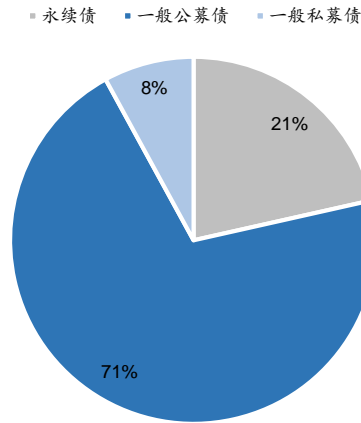
注：各类评级按照债券余额计算，数据统计截止2024年1月31日
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：有色金属存续债子行业分布



注：各行业占比按照债券余额计算，数据统计截止2024年1月31日
资料来源：Wind，华泰研究

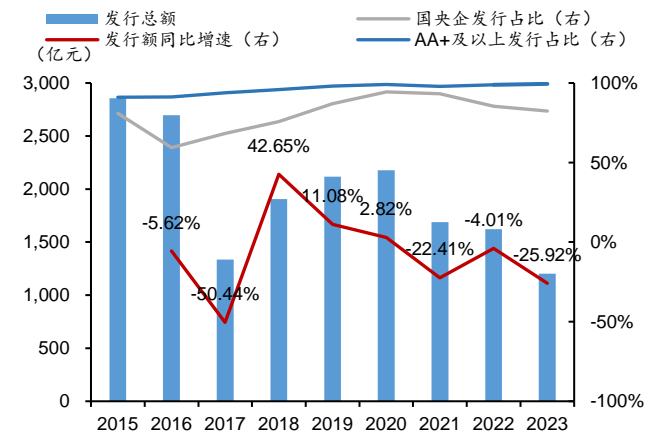
图表4：有色金属存续债发行方式分布



注：各类占比按照债券余额计算，数据统计截止2024年1月31日
资料来源：Wind，华泰研究

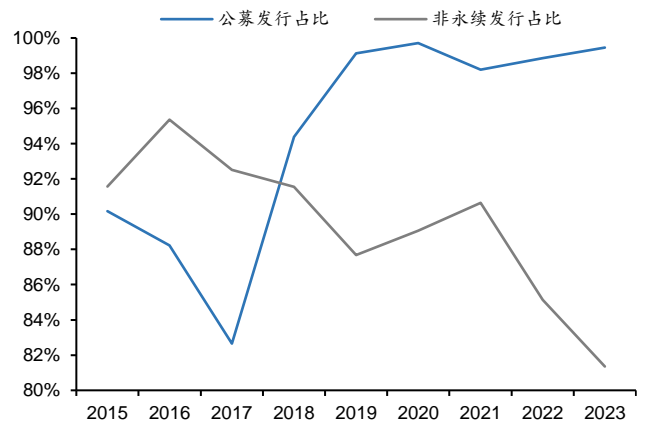
近几年，有色行业发行总额呈现下降趋势，民企及低等级主体发行占比居于低位，净融资额持续收缩。具体来看，2016年，有色行业民企发行占比超过40%，随着2017经济“去杠杆”、2018年民企违约潮，部分弱资质主体融资受阻，民企发行大幅缩减，债券发行总额下降，净融资额转负。2019年受益于盈利小幅修复，净融资额有所好转。2020年以来受永煤违约事件影响，国企违约潮出现，叠加疫情冲击基本面，发行总额持续收缩，净融资再次转负。22、23年以来企业投资放缓、融资需求下降，叠加低息信贷替代，有色债融资持续缩减。从发行主体评级来看，2015年以来，中高等级占比持续提升，AA+及以上占比已从2015年的91.0%提升至2023年的99.4%。从发行方式来看，17年以来公募发行、永续债发行增加，2023年永续债发行占比已接近20%，部分国企在去杠杆过程中增加永续债的发行，永续债发行叠加16年以后企业盈利改善，目前行业资产负债表已明显修复。

图表5：有色行业国央企、AA+及以上主体债券发行占比



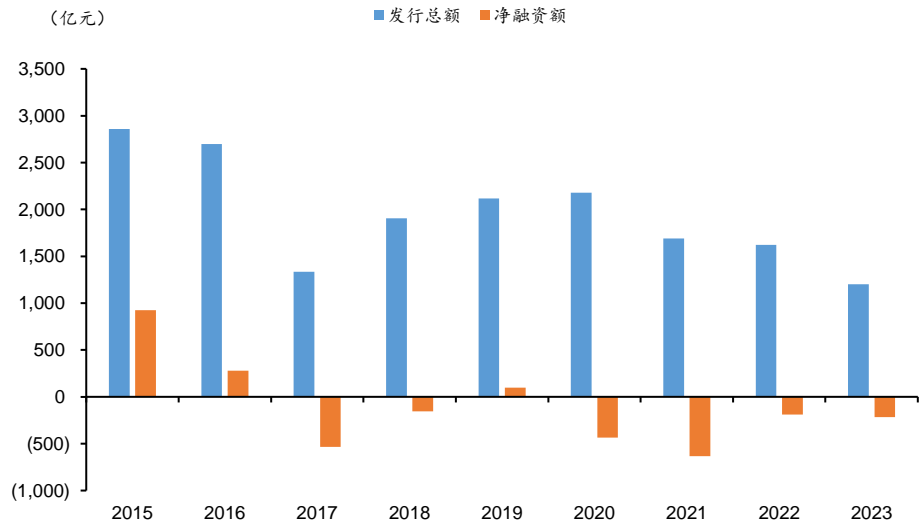
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：有色行业债券发行方式分布趋势



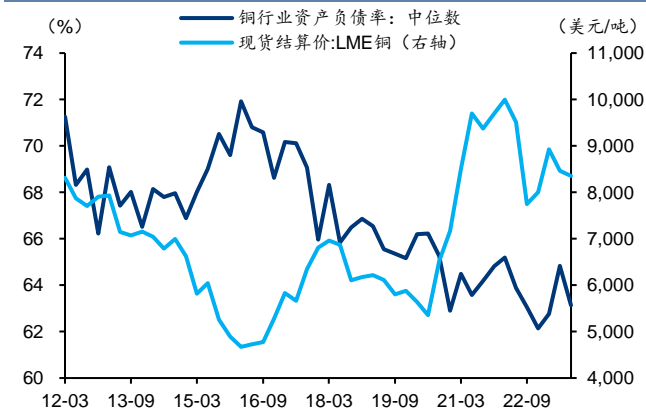
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：有色行业债券发行与净融资情况



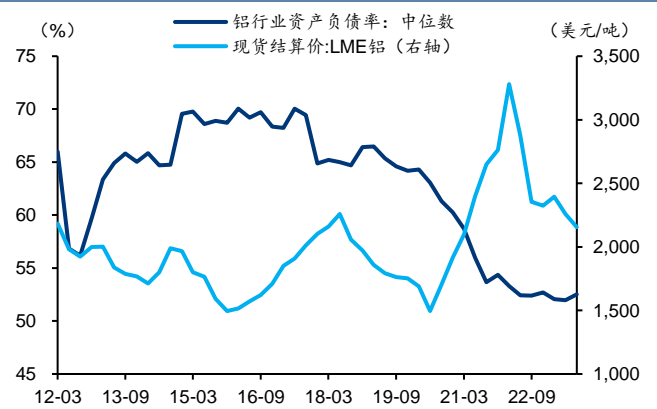
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：2016年以来铜行业杠杆明显下降



资料来源：Wind，华泰研究

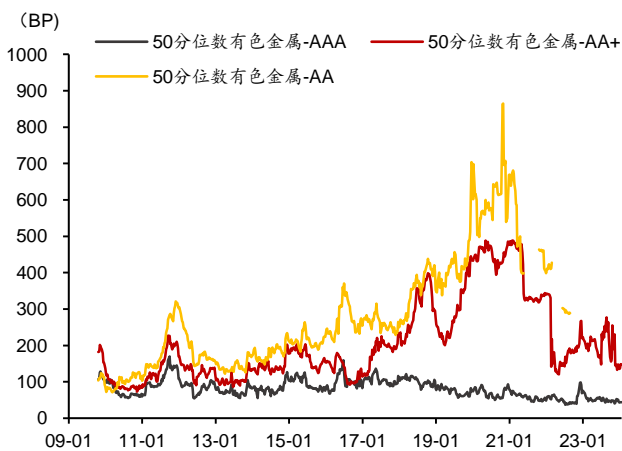
图表9：2017年开始铝行业降杠杆趋势明显



资料来源：Wind，华泰研究

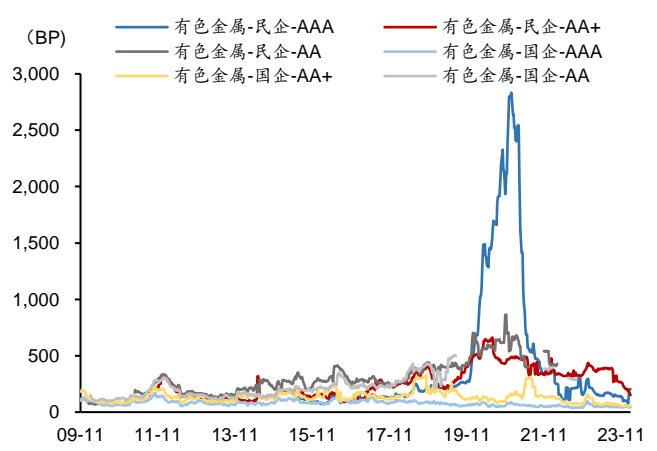
行业利差走势受到行业景气、主体构成、个体风险、资产荒等多种因素影响，目前行业利差降至历史低位。利差走势上，11年以云投集团危机事件为代表的风险事件推动行业利差大幅走阔，当时市场发行的信用债规模有限，且主要为国债和高等级债券，各行业利差受违约事件影响变动方向基本一致。15年爆发过剩产能违约潮，受经济持续下行、行业景气度严重下滑影响，大批上游企业陷入债务危机，桂有色违约，行业利差显著走阔。有色行业18年前民企发行占比较高，18年利差受民企违约潮影响大幅走阔。19年AA+和AA级有色债利差大幅走阔，主要受个体利差上行影响较大，20年AAA民企利差大幅上行，主要系南山集团受盈利下行、债务集中兑付压力较大等影响，二级市场遭集中抛售。20年末永煤超预期违约引发市场对弱国企担忧，弱国企利差大幅走阔带动行业利差整体走高。21年以来随着盈利修复、有色行业利差震荡下行，22年底受理财赎回风波影响利差短期有所上行，23年初以来随着信用资产荒持续演绎，叠加行业盈利仍处于历史较好水平，行业利差持续下行，目前中高等级利差已经降至15年以来历史低位。

图表10：有色金属行业中高等级50分位利差走势



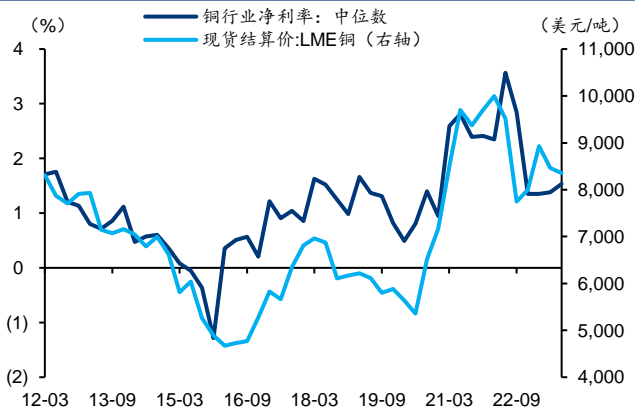
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：有色金属行业分等级、分企业类型利差走势



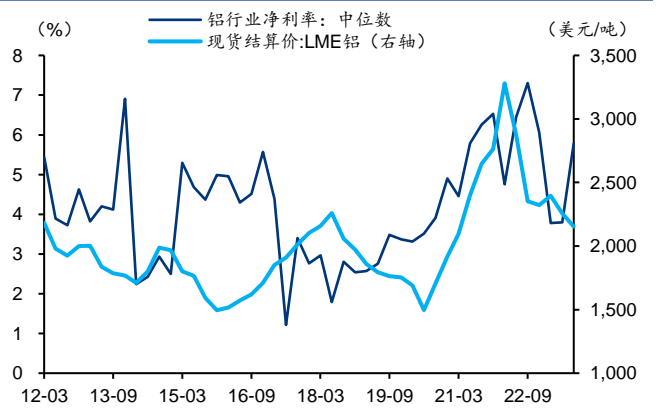
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：铜行业净利率与铜价高度相关



资料来源：Wind，华泰研究

图表13：铝行业净利率与铝价高度相关



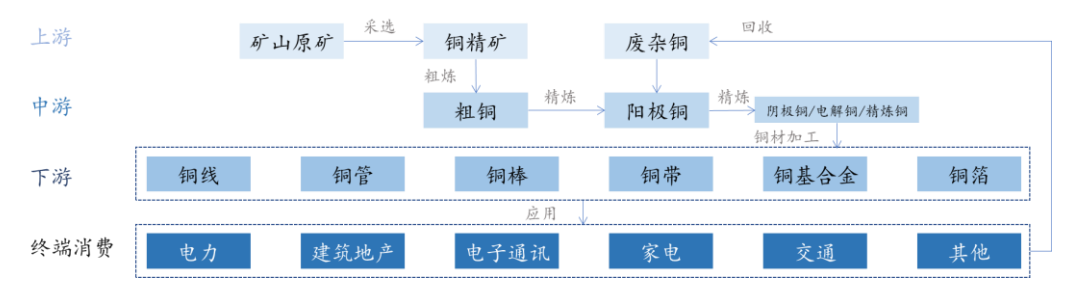
资料来源：Wind，华泰研究

有色债分析框架及打分模型

铜：关注新能源和电力需求，自有矿是核心

铜产业链包括矿山采选、铜矿冶炼、加工成材、终端消费。上游通过勘探、采选得到铜精矿。中游通过冶炼得到直接用于加工的精炼铜，冶炼分为火法和湿法炼铜，火法炼铜的成本更高，但产品纯度更高，所以火法是主要的工艺手段，湿法一般仅用于低品位炼制。下游把精炼铜加工成不同形状，包括铜杆、铜板带、铜管、铜棒、铜箔等。终端场景方面，铜材因为其优良的延展性、导电性和导热性应用广泛，最主要是电力行业，其次是家电、交运、建筑、电子等行业。

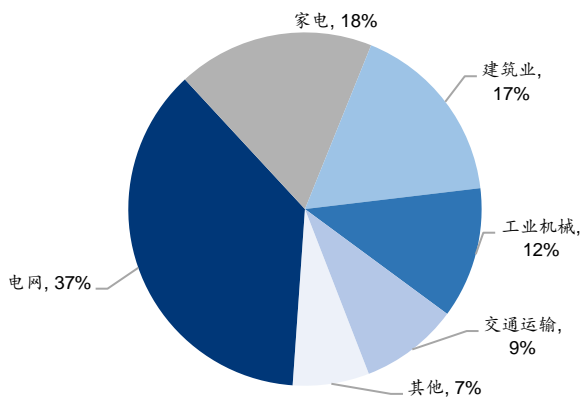
图表14：铜产业链



资料来源：云南铜业评级报告、华泰研究

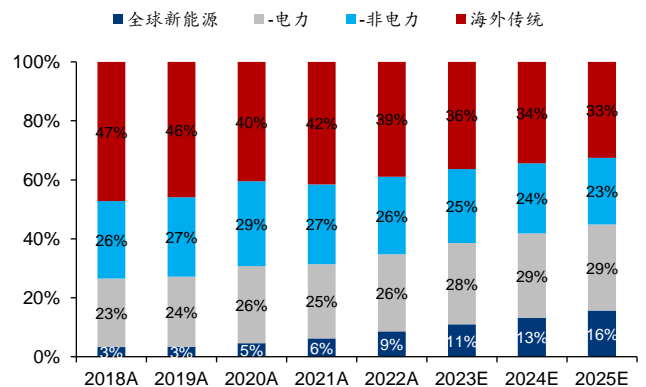
新能源、国内电力用铜为精炼铜需求主要驱动力。据 IMF、SMM 等及华泰有色 2023 年 12 月 8 日发布的报告《第一量子扰动或致 24 年铜供需改善》测算，新能源用铜占比快速扩大，将由 18 年的 3% 增长至 25 年的 16%；24、25 年增速分别为 24.4%、24.4%，增速贡献分别为 2.7pct、3.2pct。中国传统领域用铜 22 年占比 52%，其中电力用铜（电网、电源）与非电力用铜（家电、机械电子、传统交运等）各占 26%。但随着电力领域景气度高于非电力领域，电力用铜占比逐渐增加，预计 23 年开始超过非电力用铜。供给端方面，我国铜冶炼能力领先，但铜矿资源有限，自给率较低，秘鲁、智利等是主要进口国。铜冶炼方面，我国是最大的生产国，2022 年中国精铜产量达到 1106.2 万吨，在全球占比达到 43.1%。

图表15：2022 年中国铜需求结构（终端应用）



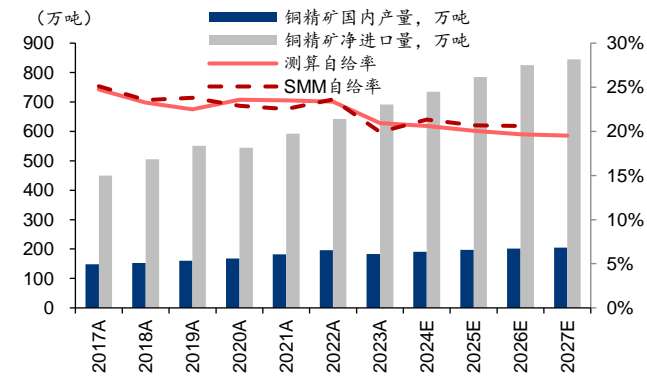
资料来源：Woodmac，华泰研究

图表16：新能源铜需求占比稳步提升



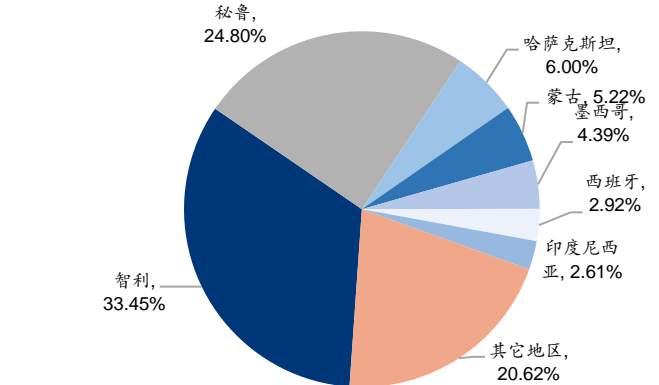
资料来源：IMF，世界银行，Wind，SMM，华泰研究预测

图表17：中国铜精矿自给率不足25%



资料来源：SMM，华泰研究

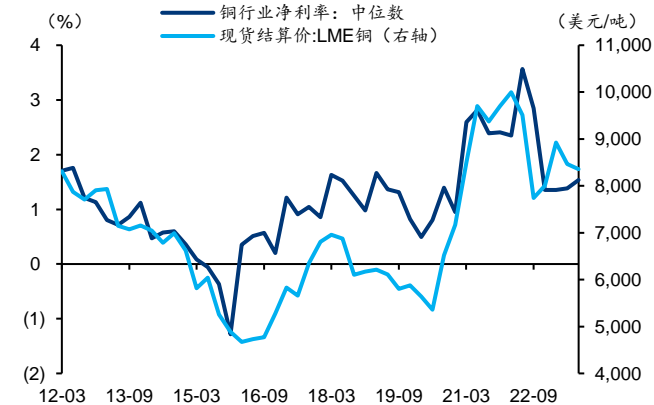
图表18：2022年我国铜精矿进口来源国



资料来源：Wind，华泰研究

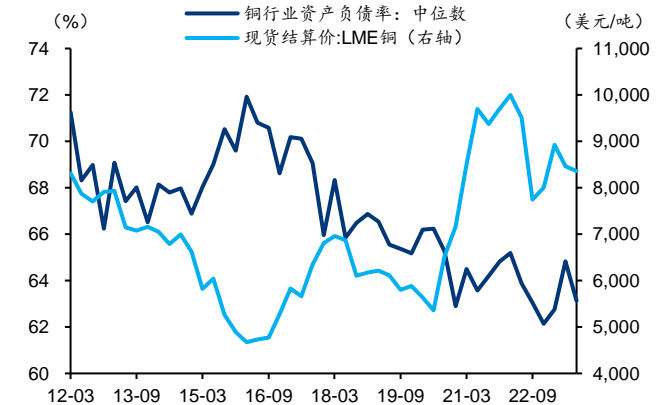
受益于20年下半年强势反弹后维持高位震荡的铜价，铜企盈利能力有所提升、资产负债率逐步下降。20年下半年起，全球需求复苏、经济增长预期恢复的驱动下铜价攀升。此后，美联储流动性松紧变化、经济增长预期变化等因素扰动下，铜价高位震荡运行。铜行业企业净利率（中位数统计）与铜价走势高度相关，铜价上涨改善铜企盈利状况。2018年以前，铜企资产负债率（中位数统计）与铜价走势基本反向，铜价上涨、盈利改善带来资产负债表修复。铜行业发债企业多为央企，18年以来，在央企降杠杆趋势下，资产负债率整体下行，铜行业资产负债率中值从2016Q1的高点71.9%下降至2023Q3的63.1%。

图表19：铜行业净利率与铜价高度相关



资料来源：Wind，华泰研究

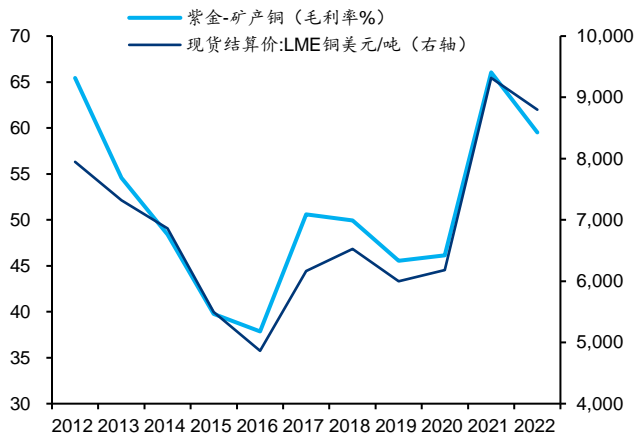
图表20：铜行业资产负债率与铜价走势



资料来源：Wind，华泰研究

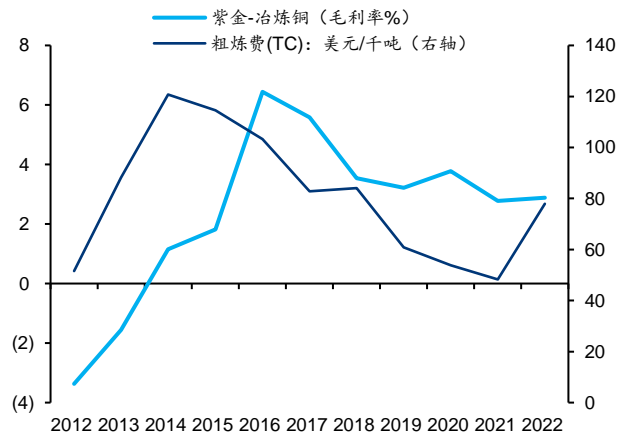
企业经营核心竞争力在于自有优质铜矿。由于目前铜冶炼加工费的议价权由上游铜矿控制，因此具有丰富铜矿储备的铜企，相对而言议价能力更强，更不容易受到冶炼加工费用的压力。以紫金矿业为例，对比两图可以发现，矿产铜和冶炼铜的毛利率差异较大，矿产铜的毛利率在50%附近，主要受铜价波动影响，而冶炼铜毛利率水平较低，在3%左右波动，且主要受冶炼费变动影响。

图表21：紫金矿业矿产铜毛利率变动



资料来源：Wind，华泰研究

图表22：紫金矿业冶炼铜毛利率变动



资料来源：Wind，华泰研究

我们根据铜企的经营和财务表现，搭建铜行业发债主体打分模型。分析铜企业经营表现时，主要关注股东背景、规模与产业链、铜业务三个维度。股东背景方面，公司属性为央企、国企的，经营规模相对更大、融资相对便利、抗风险能力较强，赋予更高的分值；如果企业为上市公司，考虑其融资渠道更为通畅也予以相应加分。规模和产业链方面，规模越大，有色产业链越齐全的公司，资源储备越丰富，抗风险能力更强，予以更高赋分。铜业务方面，则分别考虑铜矿、铜冶炼、铜加工、铜贸易业务，横向比较其规模、盈利水平等因素，对企业该板块业务进行评分，其中铜矿储量、自给率等是关注的核心。分析财务状况时，从盈利能力、负债结构、偿债能力等维度根据财务指标进行打分。

图表23：铜行业产业债打分模型概览

打分维度	主要指标	指标说明	标准化打分规则	打分权重	
股东背景	公司属性 上市公司 集团控制权	民企/地方国企/央企 对于上市公司予以加分 控制权较弱的扣分	对于民企主体，赋值3分，地方国企主体，赋值4分，对于央企主体，赋值5分，并对上市公司适当加分。对核心子公司控制权较弱的适当扣分。	20%	
经营分析 60%	规模与产业链	规模 产业链 总资产规模 有色矿种、规模、分布等	对于发债主体总资产规模采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；综合考虑发债主体有色矿种、规模、分布等情况，按照由单一到全面分别赋值1-5分。	50%	
	铜业务	铜矿 铜冶炼 铜加工 铜贸易	规模、自给率、产量、品味、分布等 收入、毛利率，铜矿自给率越高盈利越好 收入、毛利率，占比越高对整体盈利拖累越大	30%	
	盈利能力	EBITDA利润率 总资产报酬率	EBITDA/营业总收入 (营业总收入-营业总成本)/平均总资产	将发债主体的近三年EBITDA利润率、总资产报酬率按五分位数分组，由低到高赋值1-5分，近三年打分进行平均。	40%
	负债结构	资产负债率 资本化比率 短期有息负债占总资产比	(总负债+永续债)/总资产 (带息债务+永续债)/(带息债务+所有者权益) 短期有息负债/总资产	对于发债主体资产负债率、资本化比率、短期有息债务占总资产比这三项指标，均采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分，再取平均值得到负债结构总分	20%
财务分析 40%	偿债能力	现金短债比 经营活动现金流利息倍数 总债务与EBITDA比 特殊财务指标	货币资金/短期有息债务 经营活动净现金流/财务费用 (带息债务+永续债)/EBITDA 未使用银行授信余额/有息负债、货币资金受限和资产受限情况、对外担保占净资产比例、大股东股权质押比例	对于现金短债比和经营活动现金流利息倍数，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；对于总债务与EBITDA比，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；对于未使用银行授信余额/有息负债，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；对于其他特殊指标，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分。	40%

资料来源：华泰研究

依据信用打分排序，铜产业债发债主体大致可分为三档。第一档发债主体为中国铜业、江铜集团、江西铜业和五矿股份，这四家企业均为国企，铜储量大，产业链完整，经营实力强，且财务较稳健；第二档发债主体为金川、中国有色集团、洛阳钼业和铜陵有色，除洛阳钼业外，这些企业多为央企核心下属公司或者国企，产业链结构较完整，具有一定的矿产资源储备资源，财务经营情况良好；第三档发债主体为西矿集团、鸿商集团、云南锡业集团和海亮集团。

图表24：铜行业产业债打分模型结果

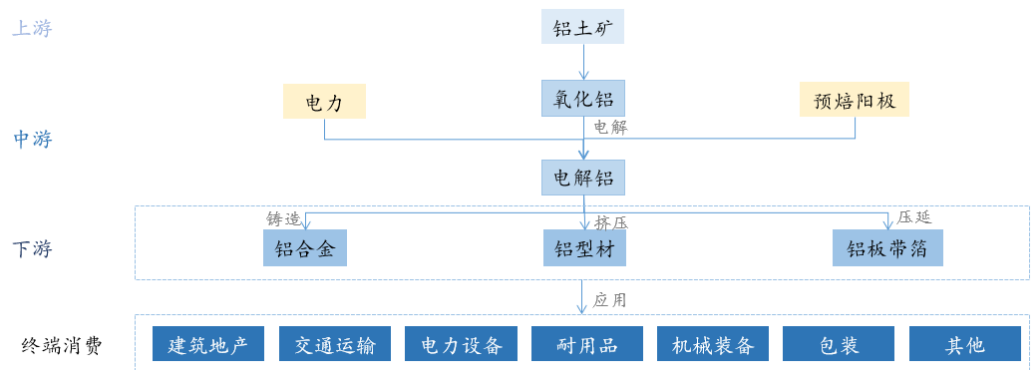
公司名称	经营打分	财务打分	总分	信用打分排序	公司性质	22年末总资产规模	22年资产负债率	22年EBITDA利润率	22年现金短债比
中国铜业有限公司	5.0	3.90	4.56	1	中央国有企业	1750.9	62%	12.2%	0.51
江西铜业集团有限公司	5.0	2.34	3.94	2	地方国有企业	2096.4	60%	2.6%	0.68
江西铜业股份有限公司	4.0	3.08	3.63	3	地方国有企业	1673.3	51%	2.4%	0.75
中国五矿股份有限公司	4.0	2.61	3.45	4	中央国有企业	4752.3	85%	10.2%	0.44
金川集团股份有限公司	3.0	3.71	3.29	5	地方国有企业	1438.9	58%	4.9%	0.80
中国有色矿业集团有限公司	3.0	2.92	2.97	6	中央国有企业	1153.7	84%	9.9%	0.77
洛阳栾川钼业集团股份有限公司	2.0	4.33	2.93	7	民营企业	1650.2	63%	9.9%	1.06
铜陵有色金属集团控股有限公司	3.0	2.49	2.80	8	地方国有企业	1010.2	68%	4.6%	0.38
西部矿业集团有限公司	2.0	3.05	2.42	9	地方国有企业	682.4	71%	13.5%	0.37
鸿商产业控股集团有限公司	1.0	3.89	2.16	10	民营企业	2035.7	56%	9.7%	1.11
云南锡业集团	2.0	1.90	1.96	11	地方国有企业	555.1	77%	5.6%	0.28
海亮集团有限公司	1.0	2.10	1.44	12	民营企业	675.4	48%	1.8%	0.43

注：总资产规模单位为亿元

资料来源：Wind，华泰研究

铝：关注新能源需求与地产对冲，成本管控是重点

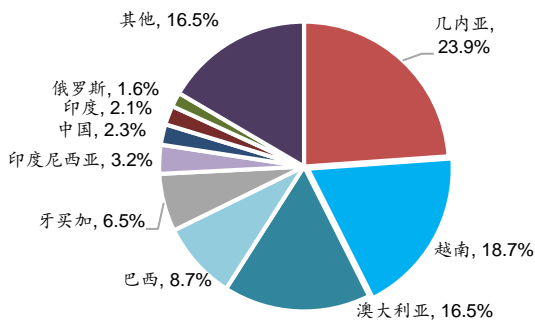
铝行业上游是铝土矿采选，中游产品主要是氧化铝、电解铝（铝锭或铝水等），下游是铝材加工。氧化铝和电解铝均是铝行业中游主要产品，电解铝是下游铝材加工的原料，在产业链中处于较核心位置。

图表25：铝产业链结构


资料来源：安泰科，华泰研究

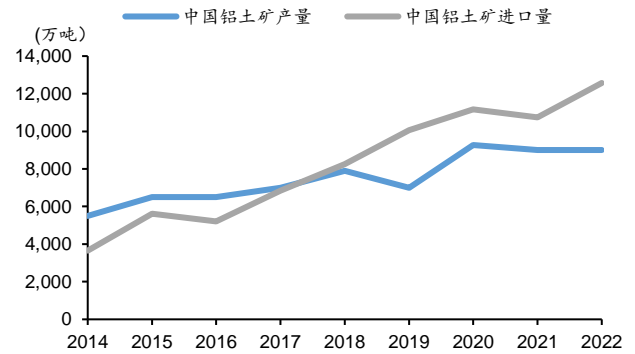
我国铝土矿自给率较低，以氧化铝生产和电解铝生产为主，生产受供给侧改革、限产等影响较大。截至2022年底，我国铝土矿储量为6.76亿吨，氧化铝及铝土矿储量仅占全球2.3%，资源总量较为有限且品质较差，铝土矿较为依赖进口。尽管铝土矿资源不算丰富，但中国是世界上最大的氧化铝和电解铝生产国，2022年氧化铝产量为7976万吨，占全球产量的56.9%，电解铝产量4043万吨，占全球产量的59.1%。铝工业属于高耗能产业，能耗主要集中在电解铝冶炼环节，生产一吨电解铝需耗电约13500kWh。2017年开始，我国实行电解铝行业供给侧改革，2018年工信部印发的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》要求电解铝行业实施产能等量或减量置换，确立了我国电解铝行业约4500万吨的产能天花板。供给侧改革与双碳政策驱动下，河南、山东等地电解铝产能向云南、广西等地转移。电解铝生产受限产影响较大，2017年8月环保部等部委出台的“2+26”城市污染治理方案规定采暖季电解铝限产30%，后续的秋冬季限产政策制定更加精细化，环保水平高的铝厂受环保限产影响减小；但水电供应为主的西南地区枯水期电力紧缺，缺电限产对电解铝的运行产能也产生较大扰动。

图表26：2022年全球氧化铝及铝土矿储量分布情况



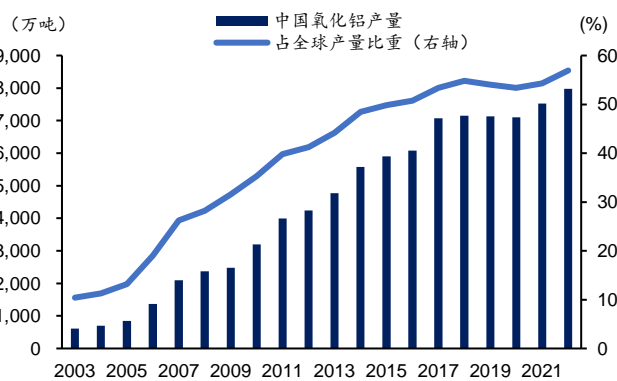
资料来源：Wind，华泰研究

图表27：中国铝土矿进口量较大



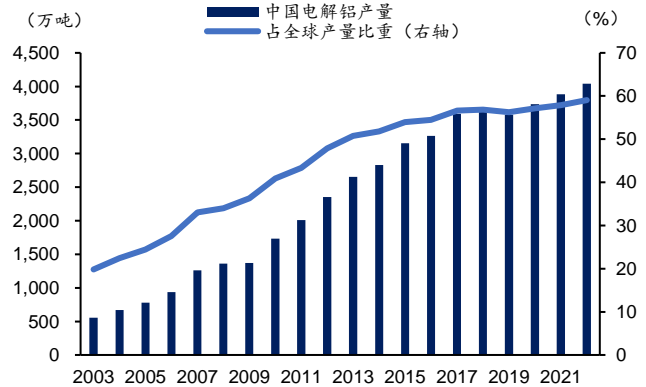
资料来源：Wind，SMM，华泰研究

图表28：中国氧化铝产量占全球产量一半以上



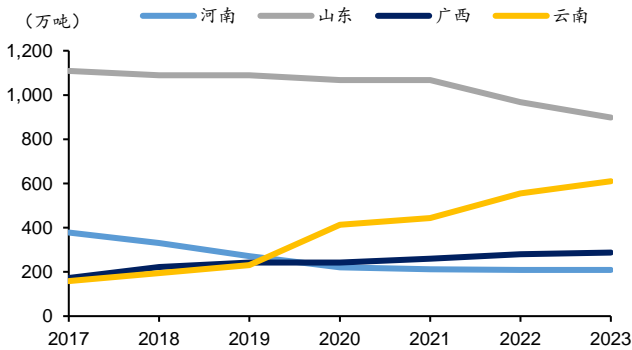
资料来源：Wind，华泰研究

图表29：中国电解铝产量占全球产量一半以上



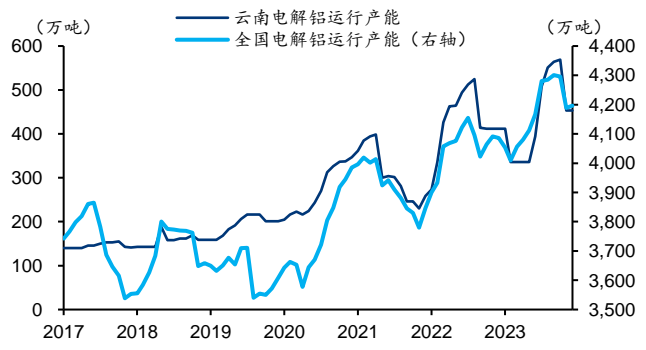
资料来源：Wind，华泰研究

图表30：电解铝建成产能向云南等地转移



资料来源：Wind，华泰研究

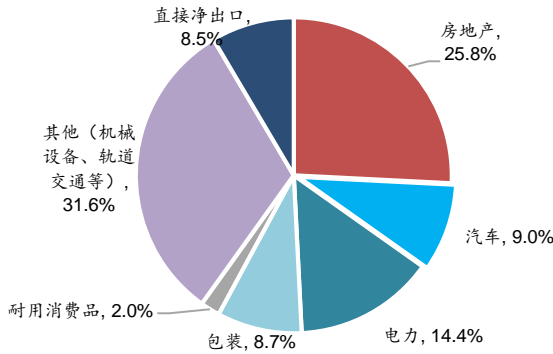
图表31：云南电解铝运行产能波动较大



资料来源：Wind，华泰研究

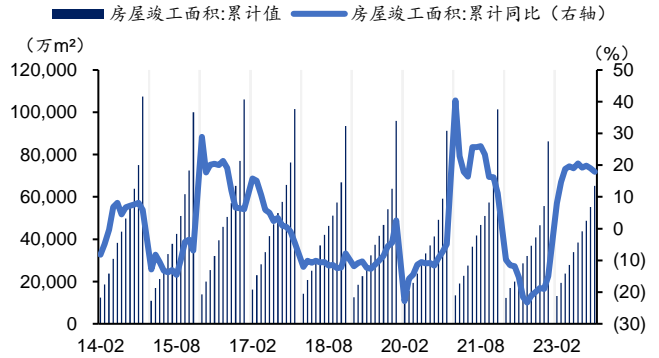
铝的终端消费行业主要包括建筑地产、交通运输、电力设备等，周期性较为明显，受经济景气度影响大。建筑地产领域是我国铝消费量最大的行业，竣工端门窗、幕墙、吊顶等产品对铝材需求较大，从竣工数据来看，20年受疫情停工影响，竣工面积同比下滑，21年竣工面积转暖，22年地产出险对竣工面积再次形成拖累，23年保交楼政策支持下竣工又持续改善。汽车、电力、包装、耐用消费品、机械设备等行业需求都与经济景气度相关性较大。其中，在双碳政策的推动下，新能源用铝需求快速增长。为提升电池续航里程，汽车轻量化成为新能源汽车发展的趋势，新能源汽车相较传统燃油车单车用铝量提高；大力发展清洁能源将利好特高压线路建设，推动光伏装机量提升，提高用铝需求。

图表32：22年中国铝终端消费结构



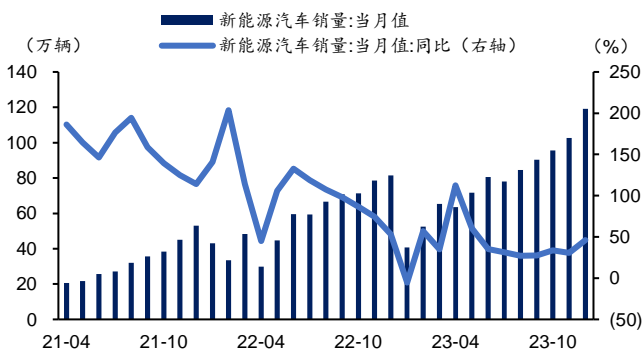
资料来源：SMM，华泰研究

图表33：我国竣工面积呈现周期性走势



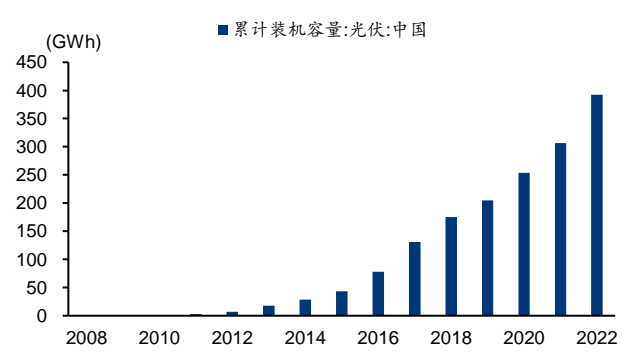
资料来源：Wind，华泰研究

图表34：新能源汽车销量保持高速增长



资料来源：Wind，华泰研究

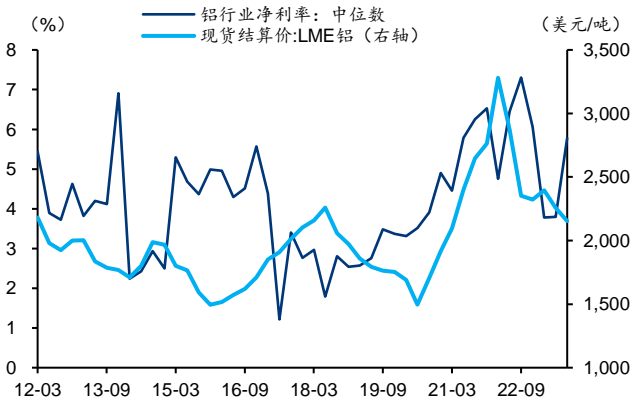
图表35：我国光伏装机量快速提升



资料来源：Wind，华泰研究

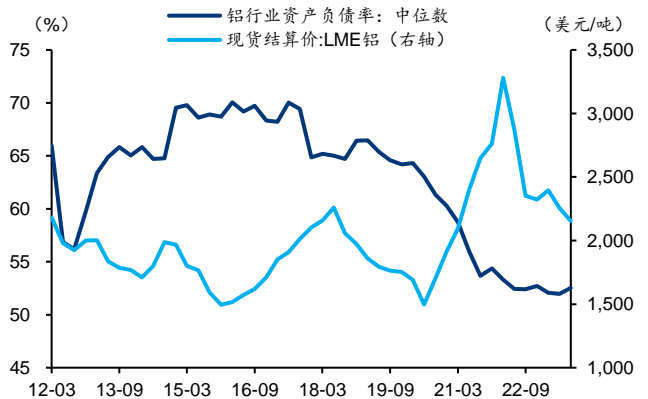
20 年以来铝价高位震荡，铝企盈利状况、杠杆率有所改善。2020 年下半年随着国内疫情好转，经济修复，叠加碳中和大背景下供给限制，铝呈现供不应求局面，铝价大幅走高。2022 年初俄乌冲突爆发，对铝产量大国俄罗斯制裁使得全球铝供给减少，供给收缩下铝价冲高。此后，美联储加息，全球经济衰退预期增强等因素推动铝价下行。2022 年下半年起，供给侧季节性减产、需求端偏弱等多因素共振下，LME 铝价走出 2100-2500 美元/吨区间的震荡行情。铝行业企业净利率（中位数统计）与铝价走势高度相关，铝价走高为铝企带来盈利改善。铝价走高叠加企业扩产受限，铝企杠杆持续压降，行业资产负债率中值由 2017H1 的高点 70.0%下降至 2023Q3 的 52.5%。

图表36：铝行业企业净利率与铝价走势相关性高



资料来源：Wind，华泰研究

图表37：2017 年开始铝行业降杠杆趋势明显



资料来源：Wind，华泰研究

产品差异程度低，企业核心竞争力在于成本管控能力、规模优势等。国内氧化铝产能高于电解铝产能可消耗量，产能过剩下氧化铝价格相对稳定；在产能天花板形成后，电解铝定价机制逐渐由成本加成定价转为供需驱动定价，为铝企打开盈利空间；铝材加工定价模式为“电解铝价格+加工费”，加工费与加工技术壁垒有关。铝行业产品差异程度低，生产工艺也较为标准化，企业核心竞争力在于成本管控能力。铝企成本包括原材料成本、电力成本、人工和折旧、三费、物流成本等，企业产业链布局、区位优势等都会影响企业成本管控能力。如新疆区域低煤价优势突出，但物流成本有一定劣势，因而需综合成本进行分析。此外，规模越大的企业往往规模效应越强，特别对同质化产品。

完整的产业链有助于公司提升成本管控能力，加强对抗价格周期的能力。铝产业链中，国内铝土矿资源较为稀缺，进口铝土矿的价格与供应量受国际贸易形势、铝土矿产地局势等影响，有铝土矿资源的企业能够有效控制成本。氧化铝与电解铝各自的利润空间也随着定价模式的转变、供需的相对强弱而有所起伏。布局电力、预焙阳极等电解铝成本重要组成部分也有助于公司控制成本。因此，公司产业链越完整，其成本管控能力越强，在上下游产品价格波动中取得的盈利也越稳定。

产业链完整度和成本管控能力是铝行业信用资质分析的重点。基于对于铝产业链的分析，我们从经营和财务两个维度建立了铝行业产业债打分模型，对铝行业发债企业进行打分分析。经营维度，由于央企企业具有融资优势，抗风险能力更强，根据公司属性进行赋分，对核心子公司控制权较弱的适当扣分；资产规模越大，整体抗风险能力越强，予以更高的分值，根据产业链完整性、产能、产量、自给率等进行综合打分；综合企业分业务收入、毛利率判断盈利能力、成本管控能力为企业竞争能力赋分。财务维度，结合财务指标对企业盈利能力、负债结构、偿债能力打分。

图表38：铝行业产业债打分模型概览

打分维度	主要指标	指标说明	标准化打分规则	打分权重	
经营分析 60%	股东背景	公司属性 上市公司 集团控制权	民企/地方国企/央企 对于上市公司予以加分 控制权较弱的扣分	对于民企主体，赋值3分，地方国企主体，赋值4分，对于央企主体，赋值5分，并对上市公司适当加分。对核心子公司控制权较弱的适当扣分。	20%
	规模与产业链	规模 产业链	总资产规模 铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工储量、产能、产量、自给率 其他资源储量	对于发债主体总资产规模采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；根据产业链完整性、产能、产量、自给率等综合打分从低到高1-5分。其他资源储量丰富适当加分。	50%
	竞争能力	铝业务 第二业务 第三业务	收入、毛利率 收入、毛利率 收入、毛利率	铝业务为主，综合收入、过去三年毛利率判断盈利能力、成本管控能力等。收入、毛利率从低到高1-5分。	30%
财务分析 40%	盈利能力	EBITDA利润率 总资产报酬率	EBITDA/营业总收入 (营业总收入-营业总成本)/平均总资产	将发债主体的近三年EBITDA利润率、总资产报酬率按五分位数分组，由低到高赋值1-5分，近三年打分进行平均。	40%
	负债结构	资产负债率 总资本化比率 短期有息负债占总资产比	(总负债+永续债)/总资产 (带息债务+永续债)/(带息债务+所有者权益) 短期有息负债/总资产	对于发债主体资产负债率、总资本化比率、短期有息债务占总资产比这三项指标，均采用五分位数分组，由高到低分别赋值1-5分，再取平均值得到负债结构总分	20%
	偿债能力	现金短债比 经营活动现金流利息倍数 总债务与EBITDA比 特殊财务指标	货币资金/短期有息债务 经营活动净现金流/财务费用 (带息债务+永续债)/EBITDA 未使用银行授信余额/有息负债、货币资金受限和资产受限情况、对外担保 占净资产比例、大股东股权质押比例	对于现金短债比和经营活动现金流利息倍数，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；对于总债务与EBITDA比，采用五分位数分组，由高到低分别赋值1-5分；对于未使用银行授信余额/有息负债，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；对于其他特殊指标，采用五分位数分组，由高到低分别赋值1-5分。	40%

资料来源：华泰研究

根据打分模型，我们得到国内铝行业发债主体打分结果。我们选取了铝行业有存量债的发债主体5家，其中形成“铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工”完整产业链的中铝集团经营打分最高，山东宏桥财务打分最高。

图表39：铝行业产业债打分模型结果

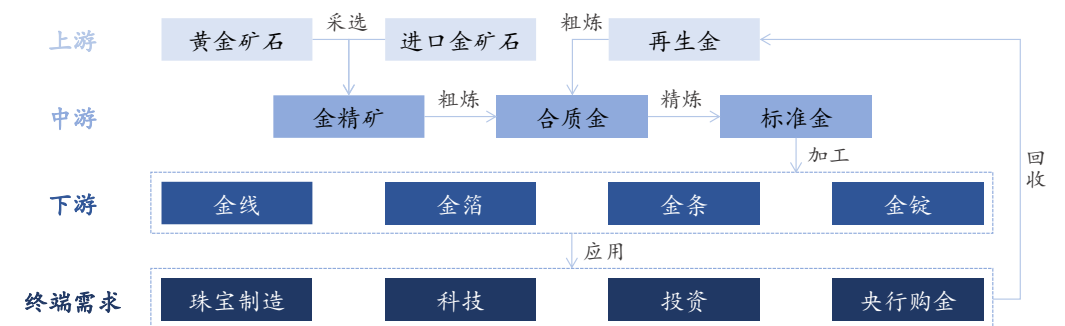
公司名称	经营打分	财务打分	总分	信用打分排序	公司属性	22年末总资产规模	22年资产负债率	22年EBITDA利润率	22年现金短债比
中国铝业集团有限公司	5.0	2.11	3.85	1	中央国有企业	6250	80.0%	10.7%	0.72
中国铝业股份有限公司	4.0	2.70	3.48	2	中央国有企业	2123	59.6%	10.7%	0.69
山东宏桥新型材料有限公司	3.0	3.63	3.25	3	民营企业	1862	46.7%	15.6%	0.66
山东魏桥铝电有限公司	2.0	2.94	2.38	4	外商独资企业	1492	46.9%	14.2%	0.58
南山集团有限公司	1.0	3.53	2.01	5	民营企业	1797	44.7%	15.6%	1.14

注：总资产规模单位为亿元
资料来源：Wind，华泰研究

金：金融属性突出，自有矿是核心

黄金是一种用途广泛的贵金属，产业链分为矿石采选、金矿冶炼、加工成材、终端需求等环节。金矿石是商业上能生产出黄金的天然或经加工的岩石、矿物或矿石聚集料。上游通过对自有或进口的金矿石进行采矿、选矿得到金精矿。中游通过对金精矿或回收所得的再生金进行初步冶炼得到合质金，并进一步精炼得到直接用于加工的标准金。下游将标准金加工成金线、金箔、金条、金锭等不同形状。终端需求方面，由于黄金具有光泽鲜亮、性质稳定、耐腐蚀等诸多优点，既是用于储备、避险和投资的特殊通货，又是珠宝制造和电子业、现代通讯、航天航空业等科技部门的重要原材料。

图表40：黄金产业链



资料来源：前瞻产业研究院，华泰研究

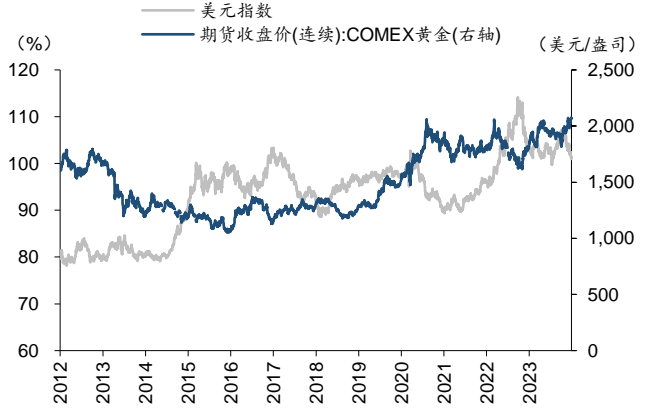
黄金兼具商品属性和较强的金融属性，其中金融属性主导金价。金融属性方面，黄金作为一类无息资产，实际利率代表了持有黄金的机会成本，因此价格的核心驱动因素为实际利率。以10年期美国国债实际收益率作为实际利率的参照，历史上黄金价格与美国国债实际收益率呈现明显的负相关关系。当实际利率上升时，持有黄金的机会成本上升，投资者会减少黄金资产配置，黄金价格随之下行；当实际利率下行或经济、政治风险事件引发避险情绪、保值需求快速升温时，投资者会增加黄金资产配置，黄金价格随之上升。此外，由于黄金是一般货币等价物且以美元作为基础定价工具，当美元处于弱势、被抛售时，黄金价格会相对上升。整体来看，2023年受美联储利率政策和地缘政治风险影响，黄金价格呈现震荡上行态势。商品属性方面，黄金主要用于珠宝制造、科技、投资及央行购金等。从供给端来看，近年来黄金供应维持低速增长。2023年全球黄金供应量合计4899吨，同比增长3%，其中矿产金（含生产商对冲）、再生金供应量分别为3661吨、1237吨，占比分别为75%、25%。从需求端来看，2022年以来，俄乌冲突、全球通胀高企叠加疫情反复，避险情绪促使全球央行加大黄金净买入力度，支撑实际需求。2023年全球黄金需求量合计4448吨，同比减少5%，其中珠宝制造、科技、投资分别为2168吨、298吨、945吨，分别同比减少1%、4%、15%，央行购金为1037吨，同比减少4%但仍位于历史第二高位。

图表41: 美债收益率和黄金价格走势



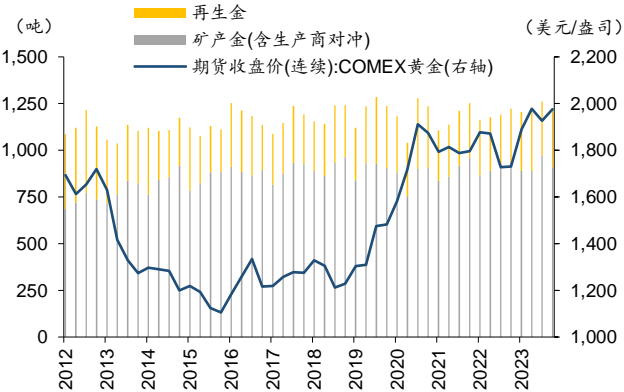
注: 统计范围为 2012.1.1-2023.12.31
 资料来源: Wind, 华泰研究

图表42: 美元指数和黄金价格走势



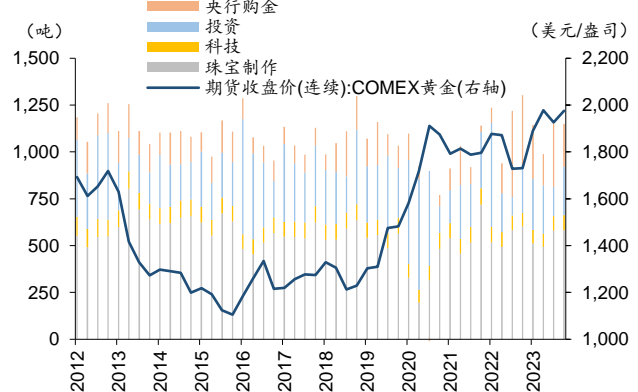
注: 统计范围为 2012.1.1-2023.12.31
 资料来源: Wind, 华泰研究

图表43: 全球黄金供给走势



注: 统计范围为 2012Q1-2023Q4
 资料来源: 世界黄金协会, 华泰研究

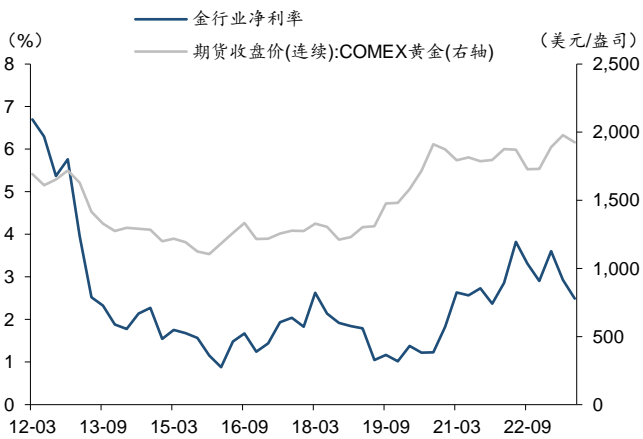
图表44: 全球黄金需求走势



注: 统计范围为 2012Q1-2023Q4
 资料来源: 世界黄金协会, 华泰研究

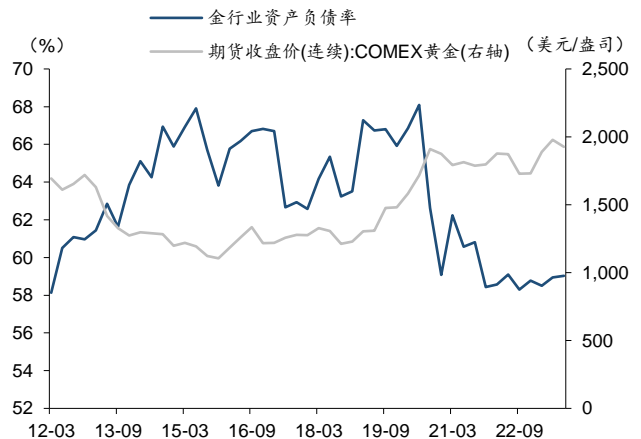
受益于金价上行, 2020 年以来国内黄金行业盈利能力有所提升、资产负债表整体修复。黄金行业发债主体的盈利能力、负债情况与金价走势具有明显的相关性。20 年以来, 疫情反复、俄乌战争等事件推动全球避险情绪高涨、黄金需求快速增长, 叠加美联储多次加息, 金价呈现快速、震荡上行态势。2020 年一季度至 2023 年三季度, 国内黄金行业发债主体净利率中位数由 1.4% 波动增长至 2.5%, 其中 2022 年二季度达到 3.8%, 为 2014 年以来最高值。盈利能力提升的同时, 行业资产负债率逐步下降, 截至 2023 年三季度, 发债主体资产负债率中位数已下降至 59.0%, 负债压力不断减弱。整体来看, 近三年国内黄金行业发债主体财务表现有所改善。

图表45：黄金行业净利率和价格走势



注：统计范围为 2012Q1-2023Q3；净利率按照主要发债主体中位数计算
 资料来源：Wind，华泰研究

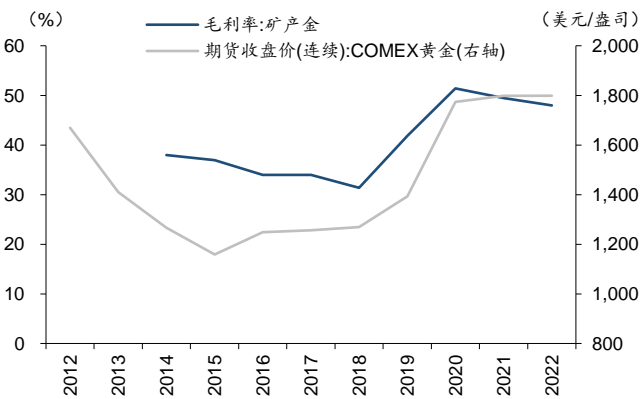
图表46：黄金行业资产负债率和价格走势



注：统计范围为 2012Q1-2023Q3；资产负债率按照主要发债主体中位数计算
 资料来源：Wind，华泰研究

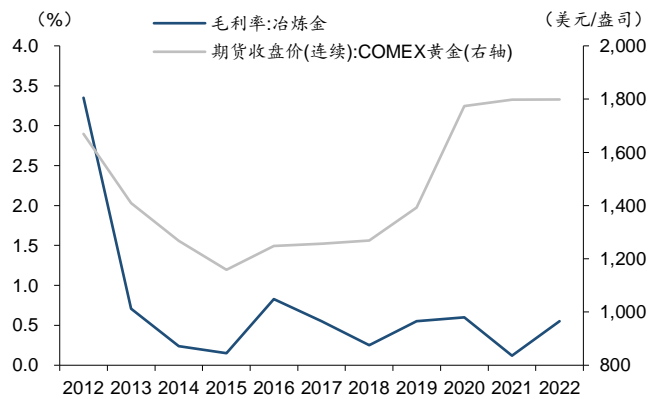
金矿是黄金的主要原材料，自有金矿构成黄金企业的核心竞争力。受限于金矿资源的稀缺，上游金矿采选环节在黄金产业链中占据最重要的地位，是黄金产业链利润分布的主要环节。因此，自有金矿是金企的核心竞争力所在，金矿自给率越高的企业相对具有更高的盈利能力。同时，金矿采选企业对下游冶炼企业有较大议价权，由于金矿整体供不应求，金冶炼加工费呈现不断压降态势，导致金企的冶炼毛利率整体不高。以紫金矿业为例，矿产金和冶炼金的毛利率差异较大，矿产金的毛利率近年来在 40%-50% 波动，主要受金价变化影响，而冶炼金毛利率水平较低，近年来压降至 0.5% 左右，主要受冶炼费变动影响。

图表47：紫金矿业矿产金毛利率变动



注：黄金价格为年度均值；2012-2013 年矿产金毛利率数据未披露
 资料来源：Wind，华泰研究

图表48：紫金矿业冶炼金毛利率变动



注：黄金价格为年度均值
 资料来源：Wind，华泰研究

我们根据金企的经营和财务表现，搭建黄金行业发债主体打分模型。对于经营表现而言，主要关注股东背景、企业规模、业务结构三个维度；对于财务表现而言，主要关注盈利能力、负债结构、偿债能力三个维度。经营表现关注：股东背景方面，国内金企主要是央、国企，根据不同层次进行相应加分。同时，若主体为上市公司，考虑其融资渠道更为通畅也予以加分。企业规模方面，采用总资产和营业总收入作为衡量指标，规模越大的公司，抗风险能力更强，给予相应加分。业务结构方面，分别考察产业链、资源禀赋、黄金业务和贸易业务。有色产业链越齐全的公司，给予相应加分。金矿资源储备、金矿自给率是关注的核心，在近年来冶炼费持续下行的背景下，金矿储量高、自给率高的主体越能受益于金价上行，利于资质改善。此外，由于贸易业务受宏观环境、进出口政策影响较大，对于贸易收入占比过高的主体，给予相应扣分。财务维度，结合财务指标对企业盈利能力、负债结构、偿债能力打分。

图表49：黄金行业产业债打分模型概览

打分维度	主要指标	指标说明	标准化打分规则	打分权重	
经营分析 60%	股东背景	公司属性 上市公司	央企/省级国企/市级国企/县级国企 对于上市公司予以加分	对于央企主体，赋值4分，对于省级国企主体，赋值3分，对于市级国企主体，赋值2分，对于县级国企主体，赋值1分，上市公司加1分。	10%
	企业规模	总资产 营业总收入	最近一期总资产规模 最近一年营业总收入	对于总资产规模和营业总收入，采用五分位数分组，由低到高赋值1-5分，再取总资产占比15%、营业总收入占比25%加权打分。	40%
	产业链和多元化	金矿规模 矿种多样性 产品多样性 产业链完整度	对于金矿规模，根据黄金储量，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分。 对于矿种多样性，根据其他有色金属矿种、储量，由低到高赋值1-5分。 对于产品多样性，根据黄金和其他有色金属产品收入、占比，由低到高赋值1-5分。 对于产业链完整度，根据上游资源优势，中游冶炼，下游销售和产业链延伸情况，由单一到全面赋值1-5分。 对于四项指标，依次按40%、20%、20%、20%加权汇总得到产业链和多元化总分。		
	业务结构	资源禀赋	黄金储量 矿产金产量 自给率:矿产金产量/黄金总产量	均采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分。黄金储量反映资源储备丰富性。矿产金产量高，毛利率较高，利润空间较大。自给率高，有利于控制成本。 对于三项指标，依次按40%、40%、20%加权汇总得到资源禀赋总分。	50%
		黄金业务	黄金业务收入、占比、毛利率 矿产金收入占比	对于黄金业务的收入、占比、毛利率，均采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分，再按35%、30%、35%权重加权汇总。 对于矿产金收入占比，按矿产金收入占比/30%加分。	
	贸易业务	贸易收入、占比、毛利率	贸易收入占比在25%-50%的，扣0.5分，占比超过50%的，扣1分。		
财务分析 40%	盈利能力	EBITDA利润率 总资产报酬率	EBITDA/营业总收入 (营业总收入-营业总成本)/平均总资产	将发债主体的近三年EBITDA利润率、总资产报酬率按五分位数分组，由低到高赋值1-5分，近三年打分进行平均。	40%
	负债结构	资产负债率 总资本化比率 短期有息负债占总资产比	(总负债+永续债)/总资产 (带息债务+永续债)/(带息债务+所有者权益) 短期有息负债/总资产 短期有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+交易性金融负债+短期融资券(其他流动负债)，长期有息负债=长期借款+应付债券+租赁负债	对于发债主体资产负债率、总资本化比率、短期有息债务占总资产比这三项指标，均采用五分位数分组，由高到低分别赋值1-5分，再取平均值得到负债结构总分。	20%
	偿债能力	现金短债比 经营活动现金流利息倍数 总债务与EBITDA比 特殊财务指标	货币资金/短期有息债务 经营活动净现金流/财务费用 (带息债务+永续债)/EBITDA 未使用银行授信余额/有息负债、货币资金受限和资产受限情况、对外担保净净资产比例、大股东股权质押比例	对于现金短债比和经营活动现金流利息倍数，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；对于总债务与EBITDA比，采用五分位数分组，由高到低分别赋值1-5分；对于未使用银行授信余额/有息负债，采用五分位数分组，由低到高分别赋值1-5分；对于其他特殊指标，采用五分位数分组，由高到低分别赋值1-5分。	40%

资料来源：Wind，华泰研究

根据打分模型，结合关键经营、财务指标进行评价，我们得到国内黄金行业发债主体打分结果。我们选取了金行业有存量债的发债主体7家，按照信用打分排序，依次为紫金矿业集团股份有限公司、山东黄金集团有限公司、中国黄金集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、招金矿业股份有限公司、山东恒邦冶炼股份有限公司、山东招金集团有限公司。整体来看，紫金矿业、山东黄金等国企资源优势、规模优势明显，黄金发债主体整体负债率不高，盈利能力有分化。

图表50：黄金行业产业债打分模型结果

公司简称	经营打分	财务打分	总分	信用打分 排序	公司属性	22年末总资产 产规模	22年末资产 负债率	22年末EBITDA 利润率	22年末现金 短债比
紫金矿业集团股份有限公司	5.0	5.0	5.0	1	地方国有企业	3060	59.3%	15.6%	0.6
山东黄金集团有限公司	5.0	1.0	3.4	2	地方国有企业	1535	63.9%	7.1%	0.9
中国黄金集团有限公司	3.0	4.0	3.4	2	中央国有企业	1132	58.0%	9.5%	0.9
山东黄金矿业股份有限公司	4.0	2.0	3.2	4	地方国有企业	907	59.6%	12.4%	1.3
招金矿业股份有限公司	1.0	5.0	2.6	5	地方国有企业	458	56.4%	25.6%	0.4
山东恒邦冶炼股份有限公司	1.0	3.0	1.8	6	地方国有企业	199	58.8%	2.8%	0.6
山东招金集团有限公司	2.0	1.0	1.6	7	地方国有企业	723	69.8%	5.3%	0.2

注：总资产规模单位为亿元

资料来源：Wind，华泰研究

24年有色债投资展望

基本面展望

第一量子扰动或致24年铜供需格局改善，供需紧平衡下铜价短期或震荡偏强。根据华泰有色2023年12月8日发布的报告《第一量子扰动或致24年铜供需改善》测算：1) 需求端，新能源、国内电力用铜为精炼铜需求主要驱动力，预计23-25年全球精炼铜需求增速+4.9%/+4.1%/+4.9%；2) 供给端，根据全球主要矿山产量指引，矿山铜供给24年新增达峰，25年新增回落；3) 供需对比来看，在第一量子旗下Cobre Panama铜矿24年按原先指引的50%生产、25年恢复正常的中性假设下，23-25年铜供需格局分别过剩12/4/3万吨，即+0.5%/+0.1%/+0.1%。预计24H1受扰动影响，铜价或呈现震荡或偏强的走势；24H2美国若进入降息周期，或经历风险释放的过程，铜价或再下探，或在7000美元/吨附近完成调整。

图表51：2020-2025E 全球精炼铜需求预测及供需差

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球精炼铜消费（万吨）	2,495	2,522	2,584	2,711	2,823	2,960
yoy	2.6%	1.1%	2.5%	4.9%	4.1%	4.9%
原生精炼铜全球产量（万吨）	2,083	2,081	2,124	2,275	2,356	2,469
增量（万吨）				151	80	113
再生精炼铜全球产量（万吨）	384	415	415	449	471	494
增量（万吨）				33	22	24
全球精炼铜产量（万吨）	2,467	2,496	2,540	2,724	2,827	2,963
增量（万吨）	51	29	44	184	103	137
yoy	2.1%	1.2%	1.8%	7.3%	3.8%	4.8%
供需缺口（供给-需求）（万吨）	-28	-26	-44	12	4	3
供需缺口/需求（%）	-1.1%	-1.0%	-1.7%	0.5%	0.1%	0.1%

资料来源：ICSG，各公司公告，SMM，华泰研究预测

2024年铝小幅过剩可能仍存，供给约束效果显现，重点关注需求变化方向及幅度。根据华泰有色2023年11月3日发布的报告《变化不息，应对为主》分析与测算：1) 需求端，新能源需求增长有望对冲地产用铝需求下滑，铝需求有望维持增长，但增速或有下行压力；2) 供给端，供给侧改革划定电解铝约4500万吨产能天花板，产能增速明显放缓，产能过剩缓解，再生铝形成产量补充；3) 供需对比来看，24年国内铝仍存在小幅过剩可能，主要关注竣工领域用铝需求是否会出现下滑、新能源领域高增速能否维持、及海外高利率环境下铝需求情况。

黄金价格短期或延续高位震荡，待强降息预期形成后，有望实现进一步上涨。根据华泰有色2023年12月8日发布的报告《待强降息预期形成，金价或突破上涨》复盘经验及预测，我们对金价走势进行展望。美联储加息结束至降息，黄金价格波动大致可以分为三个阶段：1) 宏观数据趋弱，货币收紧接近尾声，金价会有一轮幅度相对有限的上涨周期；2) 加息结束和降息强预期形成前，金价高位震荡，但区间高点或难以超越加息期间形成的高点；3) 宏观趋势下行，降息强预期正式形成，金价突破震荡区间再次上涨。我们认为目前黄金价格已经走完第一阶段，预计短期将延续1900-2100美元/盎司区间的高位震荡态势，等待强降息预期进一步积累。若新一轮降息+美国经济走弱条件形成，金价高度或超2300美元/盎司。

图表52：金价短期或延续高位震荡



资料来源：Wind，华泰研究

投资建议

24年有色基本面或略有分化，金或好于铜铝，但整体较稳定。可优选矿产资源丰富、自给率高、财务表现稳健的发债主体进行投资，关注永续、私募等机会。铜铝方面，供给偏紧，需求方面主要关注新能源能否对冲地产相关需求下行的压力，整体来看24年或小幅过剩，但价格整体上或在历史较高位置震荡。中期关注新能源等需求进一步提振铜铝消费。金方面，短期来看，金价或延续高位震荡，中长期来看，随着美国经济走弱+降息强预期正式形成，金价有望实现突破上涨。整体来看，2024年有色行业经营情况或保持平稳。目前有色债利差已整体压降至15年以来历史低位，建议以标配为主；资源禀赋较好、财务经营状况健康的主体能更明显地受益于行业基本面改善，且抗风险能力也更强，建议参考模型打分结果，优选矿产丰富、产业链完整的中高等级国企进行投资，关注私募、永续等相对高票息品种。

图表53：铜主体利差跟踪一览（2024/02/26）

发行人简称	省份	公司属性	债券余额 (亿元)	一般公募利差 (BP, 最新交易日)			私募利差 (BP, 最新交易日)			永续债利差 (BP, 最新交易日)				平均利差 (BP, 最新交易日)
				总额	平均	0.25-1Y	1-2Y	2-3Y	平均	0.25-1Y	1-2Y	2-3Y		
中国铜业	云南省	央企	10	64.13			64.13							64.13
江铜集团	江西省	国企	94	46.51			46.51				54.07		54.07	50.29
江西铜业	江西省	国企	20	41.20			41.20							41.20
五矿股份	北京	央企	45	49.26			49.26							49.26
金川	甘肃省	国企	20	69.84	70.21		69.47							69.84
中国有色集团	北京	央企	170	51.87			51.87				55.53	68.08	55.33	51.98
洛阳铜业	河南省	民企	31.5	79.99	81.79		76.39				146.15		146.15	96.53
金川	甘肃省	国企	30	56.17			59.15	53.19						56.17
铜陵有色	安徽省	国企	3.9						334.03	334.03				334.03
西矿集团	青海省	民企	30	365.41			365.41							365.41
海亮集团	浙江省	国企	20						399.46	404.43	394.48			399.46
云南锡业集团	云南省	民企	15	374.59	374.59									374.59

资料来源：Wind，华泰研究

图表54：铝主体利差跟踪一览（2024/02/26）

发行人简称	省份	公司属性	债券余额 (亿元)	一般公募利差 (BP, 最新交易日)				永续债利差 (BP, 最新交易日)			平均利差 (BP, 最新交易日)
				总额	平均	0.25-1Y	1-2Y	5Y以上	平均	0.25-1Y	
中铝集团	北京	央企	374.0	55.59	57.37	48.98	56.36	57.00		57.00	54.03
中国铝业	北京	央企	104.0	57.13	57.09	57.83	56.60	63.44	70.14	56.75	58.71
山东宏桥	山东省	民企	173.4	118.31	90.29	158.34					118.31
魏桥铝电	山东省	外商独资	20.0								
南山集团	山东省	民企	36.4	219.25	219.25						219.25

资料来源：Wind，华泰研究

图表55：金主体利差跟踪一览（2024/02/26）

发行人简称	省份	公司属性	债券余额 (亿元)	一般公募利差 (BP, 最新交易日)						永续债利差 (BP, 最新交易日)				平均利差 (BP, 最新交易日)
				总额	平均	0.25-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	5Y以上	平均	0.25-1Y	1-2Y	
紫金矿业	福建省	国企	277.5	48.77	58.40	49.31	40.61	40.97	52.10					48.77
山东黄金集团	山东省	国企	240	53.55	56.95	50.07		43.47		66.54	68.80	66.74	59.39	62.21
中国黄金集团	北京	央企	130	38.05		38.05				58.78		63.56	49.21	50.49
山东黄金	山东省	国企	40							44.71			44.71	44.71
招金矿业	山东省	国企	130	52.21	59.53	44.67	45.13			59.32	70.41	55.50	59.71	54.95
恒邦股份	山东省	国企	10	67.84		67.84								67.84
招金	山东省	国企	88	50.70	56.91		38.26			64.73	69.11	64.30	56.38	58.71

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 海外风险不确定性：**23-24 年欧美高利率情况下，倘若发生衰退，可能对各金属品种需求造成不同程度的冲击。
- 政策实施不确定性：**国内经济刺激等政策落地时间存在一定不确定性，若效果显现慢于预期，对基本金属价格的正面影响或慢于预期。
- 供给释放的不确定性：**针对铜，考虑到历史上生产扰动较多、入选品位的不可预判性、偶发性时间频发的特征，我们认为矿山铜的供给量释放具有一定不确定性，或对铜供需格局及铜价造成正/负面影响；针对铝，电解铝运行产能波动或铝供需格局及铝价造成正/负面影响。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、文晨昕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、文晨昕本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司