

一文看懂金属冶炼（铜）行业信用质量

2024 年 9 月 9 日

要点

- 标普信评认为，部分样本发债铜企业规模优势明显，同时具备较好的矿山资源，产业链上下游能够形成协同效应，成本较低，竞争地位较突出。在铜金属方面，紫金矿业、中国有色和江西铜业具有更优的业务状况。
- 我们认为，样本发债铜企业财务风险存在差异，一方面是因为各企业非铜板块业务对杠杆率有一定影响，另外一方面是因为各企业债务负担和 EBITDA 利润率存在差异，其中紫金矿业和金川集团具有更优的财务状况。
- 我们预计，在新增产能受控的政策背景下，2024 年随着稳增长政策的持续发力，铜行业的下游需求持续回暖，产品价格上行，开采类企业利润空间改善，有利于企业应对周期波动；而冶炼企业的冶炼加工费将维持较低水平，面临较大的盈利压力。行业信用质量仍可维持稳定。

概述

在发债企业中，我们选取铜行业的 8 家代表性企业，利用标普信评相关分析方法，基于公开信息展开案头分析，得出了我们关于这些企业信用质量高低的初步看法。这 8 家企业的业务范围涵盖了目前本行业中大部分业态，且规模较大。样本企业名称及简称请参阅附录。

我们认为，受产品结构、规模、成本效率和外部支持等因素的影响，不同铜企业个体信用状况和主体信用质量存在差异，其中中国五矿、中国有色和江西铜业的潜在主体信用质量最强，新疆有色的潜在主体信用质量则在样本企业中稍弱。

本文对企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

庄秀权

北京

+86-10 6516 6050

xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

+86-10 6516 6039

di.jiao@spgchinaratings.cn

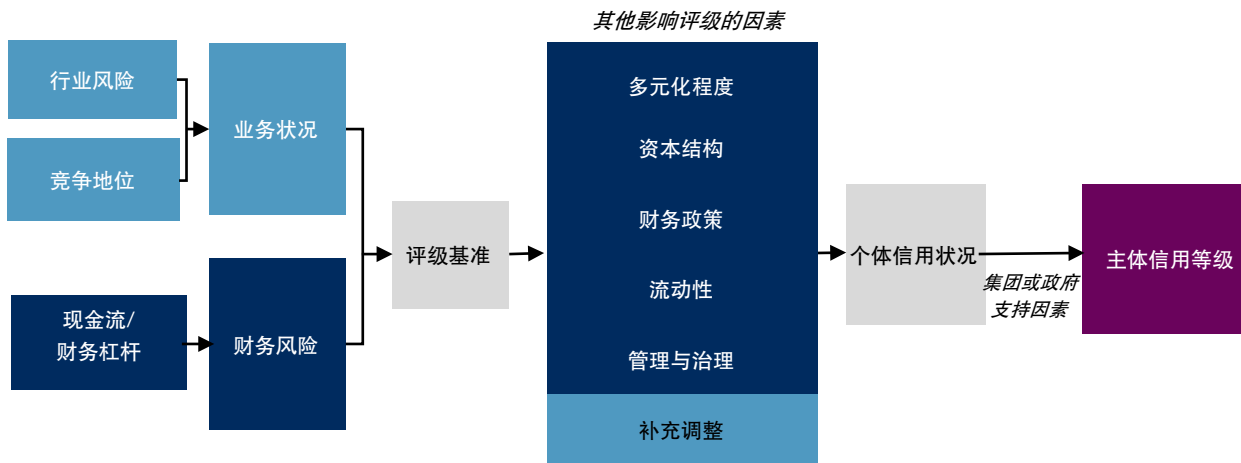
宋雪

北京

+86-10 6516 6035

xue.song@spgchinaratings.cn

图1



资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

一般情况下，我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。

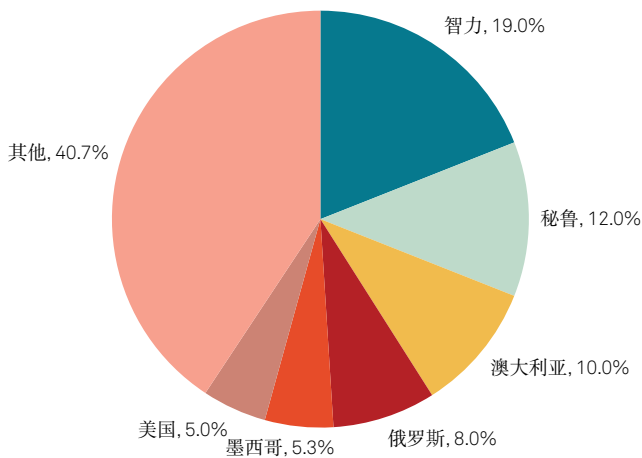
行业风险

我们认为金属冶炼（铜）的行业风险处于较高水平（行业风险评估得分为4），在我们六档行业打分中位居中等偏高水平。我们认为，中国金属冶炼（铜）行业有着周期性较强、国内铜矿资源较稀缺但冶炼产能很大、冶炼集中度尚可的特征。

我们认为，铜行业是典型的周期性行业，供给与需求变化不同步的现象较明显，导致铜的价格呈现较大波动。供给方面，全球铜资源量分布不均衡，资源储量增量有限，成熟矿山品位下滑，叠加政策约束和极端天气扰动，铜矿供应增幅有限。国内方面，近年来国家对于铜冶炼行业的供给端把控严格，产能难以新增。全球铜矿储量以及产量分布不均衡，分布集中度较高，主要分布于美洲，其中智利储量最高，秘鲁和澳大利亚分别位列第二和第三，三者合计占全球铜矿储量的41%左右。较为集中的供给分布意味着生产扰动或贸易限制可能带来更高的潜在供给风险。1990年以来，全球新发现主要铜矿数量与规模皆呈现下降态势，据不完全统计近100多年来共发现228个铜矿，但过去十年仅发现12个，占发现铜矿资源量的5.2%。在铜矿企业勘探预算大幅抬升的背景下，新发现铜矿资源储量反而屡创新低，导致单位勘探成本成倍上升，中长期铜矿项目储备愈发堪忧。

图2

2023年世界各国铜资源储量占比



资料来源：Wind，标普信评。

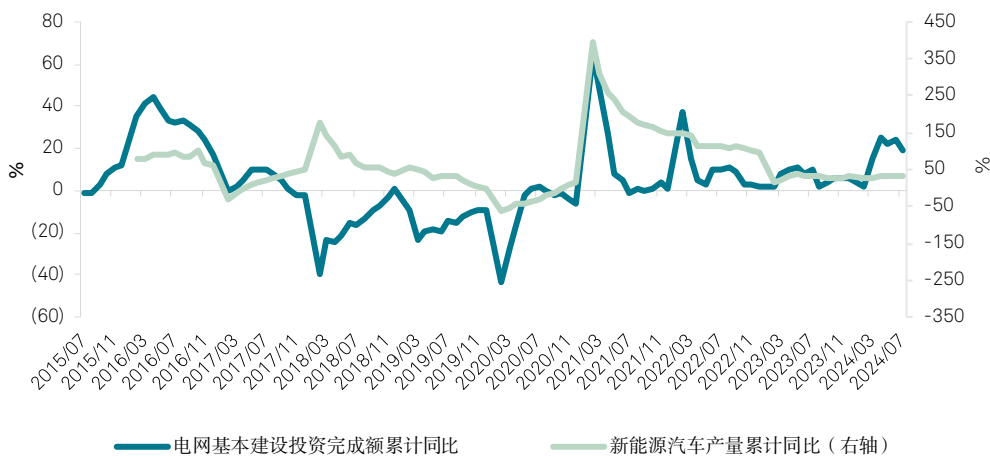
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于增量矿山的匮乏，全球铜矿品位下滑成为必然趋势。根据 S&P Global 统计，全球铜矿平均品位自 2015 年以来呈现持续下滑趋势，这意味着矿企需要投入更大的矿石处理量和原材料运输量以维持相同的铜矿供应，从而造成成本端的上升及供应量的减少，且更易出现矿山事故，对铜矿长期供应带来隐患。同时，极端天气致使智利、秘鲁等铜矿主产区出现交替旱涝，对铜矿生产造成较大扰动。根据美国地质勘查局（USGS）统计，近年来全球铜矿产量增速放缓，2016-2023 年全球铜矿产量从 2,010 万吨上升至 2,200 万吨，复合增速仅为 1.3%。国内冶炼方面，铜冶炼属于能耗较高的行业，产能新增受到控制，如 2024 年 5 月 23 日，国务院关于印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》（下称《节能降碳方案》）的通知，要求“从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能”。

需求方面，我们认为2024年房地产行业的低迷仍会拖累铜需求，但电网建设、新能源汽车、绿色能源需求的持续扩张将弥补由此带来部分缺口。铜是全球经济发展必不可少的基本金属，下游需求涉及行业众多。2023年，国内对铜的第一应用下游是电力行业，占比接近铜总需求的一半；此外，家电、交通运输、电子和建筑行业也是铜重要的应用领域。《节能降碳方案》提出“加快建设大型风电光伏基地外送通道，提升跨省跨区输电能力。加快配电网改造，提升分布式新能源承载力”。我们认为，在大型风光基地项目建设并网工作稳步推进的背景下，特高压及配套主网建设有望持续加速推进，这有利于铜需求的增长。2024年上半年家电行业在以旧换新政策拉动下需求释放，各地方政府因地制宜地推出补贴措施，由此推动的家电销量的提升也将带动铜需求的增长。新能源汽车对于铜的使用量相比于燃油汽车明显增加，而新能源汽车销量的大幅增长，同样有利于铜需求的提升。

图3

电网投资及新能源汽车销量增速



资料来源：Wind。标普信评。

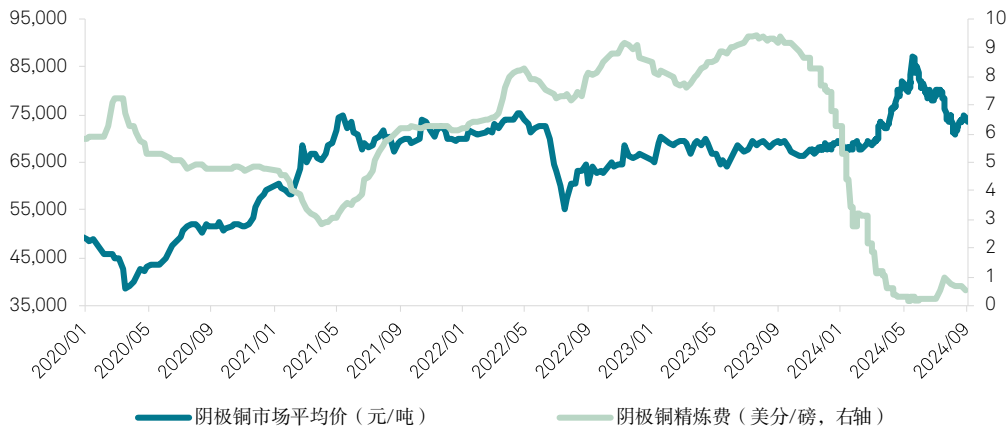
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

价格方面，铜行业是典型的周期性行业，铜价随周期大幅波动，这会对企业盈利和现金流产生明显的影响。铜价受到多重因素的影响。2018年开始，中美贸易摩擦、美联储持续加息致美元指数走强以及中国国内金融去杠杆等导致市场对全球经济放缓的担忧加大，我国商品需求持续降低带动铜需求下滑，对铜价造成拖累，阴极铜价格于2020年3月触底。随后，各国为稳定经济民生采取了各项措施，经济逐渐复苏带动铜价V型反弹。自2022年以来，受经济复苏和宽松货币政策的影响，叠加持续的地缘政治风险和能源危机继续推高通胀水平，铜价在历史高位震荡。2024年，铜价突破历史高位，最高探至约87,000元/吨（阴极铜市场平均价）。

宏观层面，美联储降息预期升温，美元指数承压下行，这推动铜价上涨。基本面及市场面，原料端铜精矿供给相对刚性，电网建设、居民消费等传统领域需求持续恢复，风电、光伏等新能源领域需求稳步增长带动铜需求上升。国内外开年后经济数据回升，市场参与者对于后市一方面持有铜供应紧缺的担忧，另一方面对于铜市的需求有着充足的信心，随着投机行为的增加，拉动铜价冲向历史高点。同时我们也观察到，成熟矿山减产持续，新建矿山进度减缓，铜矿供应增幅有限，叠加矿山品位下滑及部分矿山停产，铜冶炼产能有所过剩，铜冶炼企业的冶炼加工费降幅较大。我们认为，铜冶炼产能过剩导致冶炼加工费过低的局面或暂难改变，主要参与铜冶炼环节的企业面临较大的盈利压力，而对矿山资源丰富的铜企业暂时影响较小。

图4

阴极铜价格预计将保持在较高水平，TC/RC费则处于低位



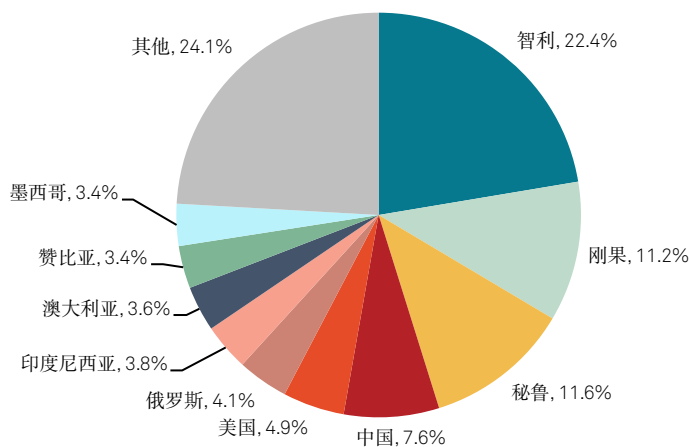
资料来源：Wind，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，铜行业的另一个突出特征是全球储量和产量分布不均衡，中国优质铜矿资源较稀缺，行业企业以冶炼为主，冶炼产能位居全球第一；国内铜冶炼行业集中度尚可，行业内中小企业间竞争较为激烈。从全球来看，铜矿产量主要集中在智利、刚果、秘鲁，中国产量位居第四，国内产量无法满足下游需求。近年来，国内铜矿山逐步扩张，但产出增量有限。2023年中国铜矿产量约为170万吨，约占全球的7.6%，进口铜矿石及精矿约2,200万吨，对进口依赖较大。但我们也观察到，中国依然是全球最大的冶炼铜生产国，2023年冶炼铜产量约1,106万吨，占全球的43.1%。

图5

2023年世界各国铜矿产量占比



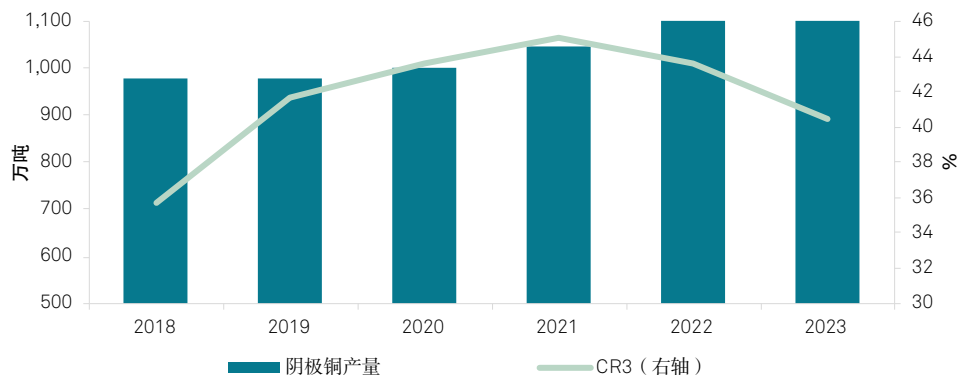
资料来源：美国地质勘探局（USGS）。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

行业集中度方面，近年来国内铜行业集中度略有下降，但CR3仍超过40%。铜行业中，产量50万吨以下的中小企业数量较多，由于成本优势不明显，竞争较为激烈。除头部几家铜企业外，中小企业缺乏原材料的自给能力，这对企业的成本控制形成较为明显的掣肘。2023年，行业内前三大企业的产量占全国总产量的40.5%。其中，江西铜业和铜陵有色产量占比较高，分别为16.2%和13.7%。

图6

2018-2023年中国阴极铜产量及行业CR3



注：铜陵有色暂未披露年度产量，产量数据采用半年度产量年化后数据；CR3为全国前三大电解铜企业产量占全国产量的比重。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各地产业政策和资源禀赋不同，铜材产量分布并不均衡。中国铜材产量分布不均衡，生产企业主要分布在靠近原料地、消费地以及东部沿海一带。2023年，中国铜材产量为2,217万吨，同比增长4.9%，其中排名前三的分别为江西、江苏、广东，三省份产量合计为1,129万吨，占国内总产量的比重为50.9%。

表1

2023年前十省份铜材产量及占比

排名	省份	铜材产量 (万吨)	全国占比 (%)
1	江西	485	21.9
2	江苏	366	16.5
3	广东	279	12.6
4	浙江	282	12.7
5	安徽	177	8.0
6	河南	81	3.6
7	湖北	79	3.6
8	甘肃	70	3.2
9	四川	47	2.1
10	山东	44	2.0
	全国	2,217	100.0

数据来源：Wind，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

竞争地位

我们通常从竞争优势、业务规模、范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位。对于铜企业，由于产品同质化水平较高，我们通常更关注业务规模和经营效率方面。部分铜企业规模优势明显，同时具备较好的矿山资源，产业链上下游能够形成协同效应，成本较低，竞争地位较突出。我们认为，在铜金属方面，紫金矿业、中国有色和江西铜业具有更优的竞争地位。

竞争优势

我们认为，铜企业的竞争优势主要体现在矿山资源、产业和资源整合能力、产品附加值水平等方面。

我们认为，大多数铜企业是行业价格的接受者，竞争优势处于行业平均水平。个别企业在某些领域凭借产品较好的质量与性能，能够获得较好的知名度和议价能力，或者具有很强的整合能力，在产业链上拥有更强的话语权，竞争优势明显。如江西铜业是我国最大的铜生产商之一，具备较好的矿山资源，资源整合能力很强，是我国铜资源自给率较高的铜业企业，原材料成本较低，竞争优势明显。紫金矿业重点聚焦于铜、金品种，实施矿产资源“逆周期”并购策略，先后收购了卡莫阿铜矿、博尔铜矿、佩吉铜金矿、武里蒂卡金矿、西藏巨龙铜矿等优质项目，铜金矿山资源和储量持续扩大，竞争优势得到持续巩固。

中国铜企业的产品同质化较强，样本企业也多为铜生产企业。常见的铜产品主要有阴极铜、阳极铜、铜线、铜条、铜管、铜带、铜箔等，这些产品在价格上的差异主要来自成本和供需格局上的差别。通常情况下，同种产品之间的差异化程度并不明显，独特的性能或品牌附加值带来的贡献较少。

规模、范围和多样性

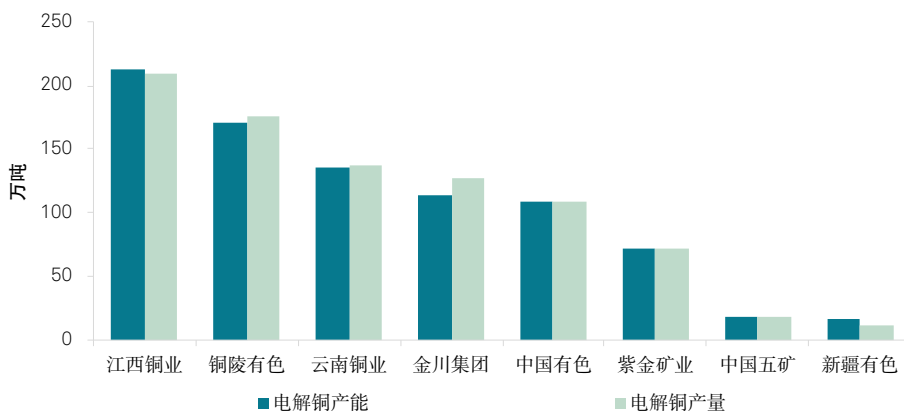
在考量铜企业的规模、范围和多样性时，我们主要关注企业的产能产量、生产和销售区域的位置和分散性、产品多样性以及产业链的丰富程度、伴生金属对利润贡献等。

我们认为，扩大规模有利于企业发挥规模效应，降低单位能耗、折旧和成本，同时也有助于提升对上下游的议价能力。扩大规模、增加产品种类是企业竞争时常采取的手段之一，铜企业通过不断扩大规模和提升产能来抢占市场份额，从而提升自己的市场地位。供给侧改革以后，铜企业新增产能受限，且近年来产能利用效率已处于较高水平，我们预计未来铜企业或将更多依靠收购矿山资源或者拓展其他金属种类来提升规模。

样本铜企业间的规模差异较大，头部企业具备较好的规模效应。2023年，江西铜业、铜陵有色、云南铜业的产量分别为210万吨、176万吨和138万吨，排在行业头部，具有较好的规模优势。产能方面，除总产能外，我们认为设备单体规模也很重要。若企业的产能是由多个小型设备组成，也不利于提升效率和降低成本，同时还可能会面临环保和能耗方面的约束，设备有被淘汰的风险。

图7

2023年样本铜企业电解铜产能和产量



注：云南铜业和中国五矿产能为2022年数据；中国有色无2023年产量数据，产量按产能估算；紫金矿业无2023年产能数据，产能按产量估算；新疆有色产能产量均为2022年数据。

资料来源：公开资料，标普信评。

版权2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，资源储备区域分布、原材料成本高低、运输费用及便利性、区域下游需求旺盛程度等因素都会影响铜生产企业产能布局。中国铜产量分布不均衡，靠近原料地或者消费地以及沿海的铜冶炼和加工企业优势更加显著，如江西、安徽、山东三省，铜储量约占全国的40%。其中，江西德兴铜矿是我国最大的铜矿山，探明储量超1,000万吨，而江西铜业的主要生产基地则聚集于此；铜陵有色依托安徽较为丰富的铜矿资源，阴极铜产量排名全国第二。

我们认为，多样的产品种类和规格有利于分散下游不同行业的需求风险。铜行业的下游需求较为广泛，包括建筑、电力、光伏、家电、汽车、机械等，并对应不同的铜产品需求。部分样本铜企业拥有多种产品种类，同时伴生金属种类丰富，有利于抵御单一金属价格波动风险，少部分企业产品种类较为单一，可能会使企业面临行业集中带来的潜在需求波动风险。除此以外，对于同一类产品，通过不断增加新的型号或规格，以满足客户多样化的需求，也有利于增加客户粘性。如金川集团自有矿山矿石中伴生金属有21种，其中包括钼、铀、钒、铯、铂、钯等高附加值的贵金属元素；江西铜业、紫金矿业除生产阴极铜外，同时生产黄金、白银以及铅锌等金属，这有利于抵御行业风险并增厚企业利润。

经营效率

在考量铜企业的经营效率时，我们通常更多地关注原材料、能源和人力所组成的成本结构，以及产能利用率、生产技术工艺和生产的灵活性等。

我们认为，成本优势对于同质化较高的铜企业在经历行业低谷时显得尤为重要。铜企业的成本主要包括铜原辅材料费、燃料和动力费、人工成本、制造成本和其他费用组成。较高的原材料和能源自给率、冶炼产能及显著的技术优势等有助于缓解原材料价格波动风险。

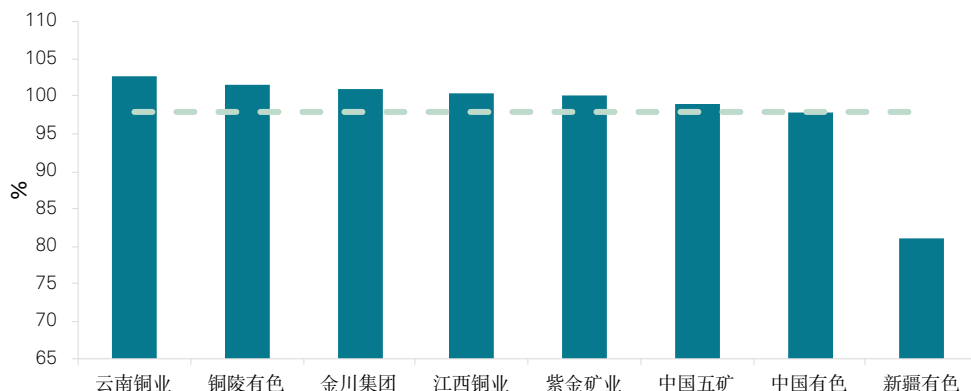
铜产业链主要包括采选、冶炼、加工和终端消费四个环节。对于拥有矿山资源的铜企业，其矿产铜业务一般毛利率较高，且较高的原材料自给率可以降低其综合成本。对于无矿山资源的铜冶炼加工企业，其生产成本主要包括原材料（铜精矿）、辅助材料、燃料动力、人工等，由于原材料和售价挂钩，企业利润空间为冶炼加工费收入与生产成本之差，通常这类企业毛利率较低。当铜矿供给紧张时，铜冶炼加工费波动很大，冶炼企业处于弱势地位，盈利能力较为脆弱。铜冶炼企业原材料采购定价方式是以铜的期货价格为基础减去TC/RC（粗炼/精炼加工费），且国内企业多以长单采购为主，同时采购原材料与销售产成品均以期货价格为参照，这就意味着企业在采购到销售的整个过程中，利润空间几乎是由TC/RC决定的，可以说TC/RC就是企业的生命线。不同企业间成本之所以差异较大，主要是由于铜矿自给率、冶炼产能及技术的不同，较高的原材料自给率和先进的制造工艺可以降低成本，提高生产效率。

样本铜企业中，部分企业矿山资源丰富，原材料自给率较高且铜冶炼产能及技术优势显著，其成本优势较为明显。例如，江西铜业主力矿山德兴铜矿是我国最大的露天开采铜矿山，单位现金成本低于行业平均水平，矿山资源优势保证了原材料自给水平。同时，该公司铜冶炼规模和技术优势突出，其所属贵溪冶炼厂为全球最大的单体冶炼厂，综合回收率、冶炼综合能耗等均处于世界领先水平，较大程度上提升公司的生产效率。铜陵有色受益于米拉多铜矿产能释放，铜精矿自给率提升，其冶炼使用的“闪速熔炼、闪速吹炼”工艺大幅降低铜精矿冶炼及烟气制酸成本，使其铜冶炼成本处于行业较低水平。

我们认为，更高的产能利用率可以更好地发挥企业的规模效益，降低单位成本。近年来，铜价处于景气周期，铜企业普遍保持较高的产能利用率，部分企业甚至接近满负荷运行。我们认为，这有助于铜企业发挥规模效益，摊薄固定成本，但部分企业产能利用率波动较大，对收入和毛利率产生影响。样本企业中，云南铜业、铜陵有色、金川集团、江西铜业、紫金矿业、中国五矿三年平均产能利用率高于样本企业平均水平，新疆有色受下属矿山停产整改及伊犁公司发生事故影响，2020-2022年（暂未公布2023年产能产量数据）产能利用率波动很大，对收入和毛利率的稳定性产生了影响。

图8

样本铜企业2021-2023三年平均阴极铜产能利用率



注：云南铜业和中国五矿产能为2022年数据；中国有色无2023年产量数据，假设满产；紫金矿业无2023年产能数据，假设满产；新疆有色产能产量均为2022年数据；虚线为样本铜企业平均水平。

资料来源：Wind，公开资料，标普信评整理。

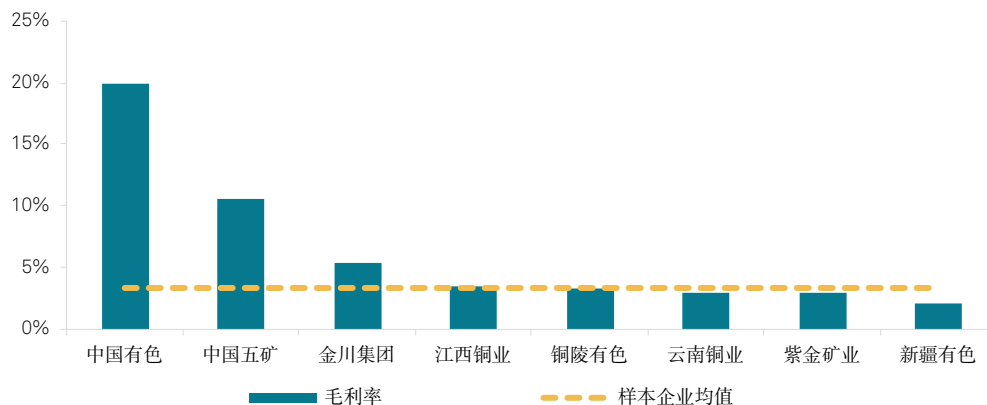
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，工艺方面的差异对成本也有比较明显的影响。火法炼铜由于其适应性强、能耗低、生产效率高的特点，始终占据铜生产的主要地位，该工艺生产的铜占到全球铜产量的80%。如江西铜业采用火法中的艾萨法，该工艺开发是为了寻求平直的、垂直度好的阴极，从而消除极片弯曲给产品质量带来的影响；铜陵有色火法冶炼工艺流程简短、适应性强，铜的回收率可达95%；金川集团采用的永久不锈钢阴极电解等技术为处于行业先进水平。

由于上述原因，不同铜企业的毛利率水平呈现一定差异。样本企业中，金川集团和江西铜业因丰富的资源储备和规模优势，铜板块具备较强成本优势，铜冶炼业务毛利率高于样本企业平均水平。截至2023年末，金川集团白家嘴子镍铜矿保有铜金属量215.1万吨，境外已控制资源量含铜625.7万吨，未来随着穆松尼铜钴矿等项目逐步建成投产，公司铜等矿产品产量均将进一步增长，自给率将有所提升。此外，金川集团通过与上游原料供应企业签订长期原材料供货合同，向外部大型跨国矿业集团和贸易商等供应商采购原材料，多种渠道保证上游原材料供应的稳定性。新疆有色主要因为近年来产能利用率低于行业平均水平，其冶炼业务毛利率在样本企业中排名靠后。

图9

2021-2023年样本企业铜业务三年平均毛利率



注：中国有色使用有色采选与冶炼业务毛利率，中国五矿使用金属材料（含阴极铜）毛利率，这与铜冶炼毛利率差异较大，代表性较弱；铜陵有色使用2020-2022年三年平均数据；样本企业均值未包括中国有色和中国五矿数据。

资料来源：Wind，公开信息，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

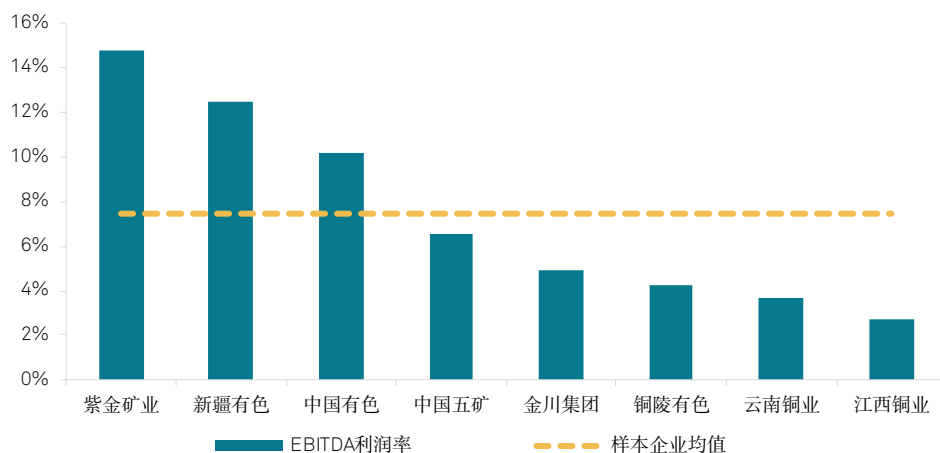
盈利能力

盈利能力是分析竞争地位时较为综合的指标，较高的产品附加值、较强的议价能力、出色的成本控制和费用控制能力，都有利于提升盈利能力。我们在评估铜企业的盈利能力时考量的主要指标包括 EBITDA 利润率和资本回报率（ROC），同时我们也会考虑企业中长期盈利水平的波动情况。

我们认为，EBITDA 利润率同时体现了铜企业产品附加值和溢价情况，以及企业的成本管理能力。资本回报率在评估重资产企业的盈利能力时也具有较好的指示作用。样本企业由于涉及不同的产业环节，盈利水平存在较明显差异。得益于上游采矿环节利润率较高和较好的成本管控能力，紫金矿业保持了良好的盈利能力；新疆有色受益于镍较高的行业景气度，近几年盈利明显改善，但波动较为明显；铜陵有色、云南铜业和江西铜业整体以冶炼加工赚取 TC/RC 为主，产业环节特性导致利润率较低。

图10

2021-2023年样本铜企业平均EBITDA利润率



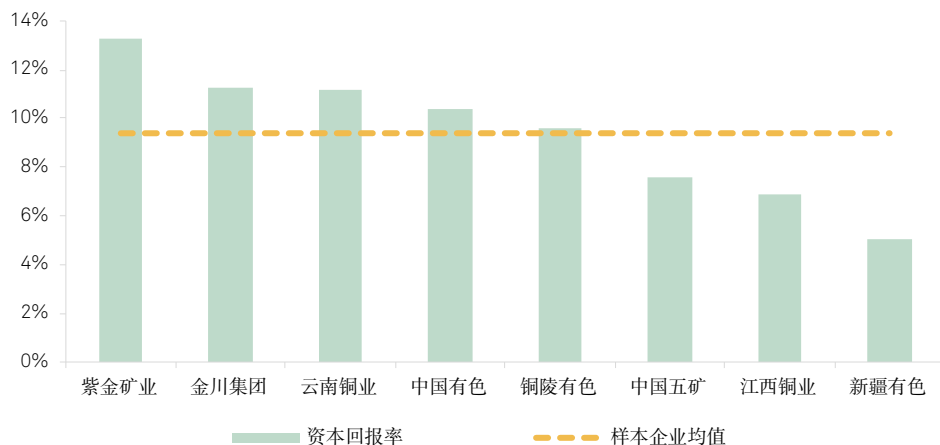
注：此处为样本铜企业的综合EBITDA利润率，非铜板块对于企业利润率亦有影响。

资料来源：Wind，公开信息，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图11

2021-2023年样本铜企业平均资本回报率



注：此处为样本铜企业的平均资本回报率，非铜板块对于企业资本回报率亦有影响。

资料来源：Wind，公开信息，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，由于铜行业周期性强、盈利波动明显，除利润率的绝对水平以外，利润的波动情况也能体现企业的盈利质量。我们认为，能够在周期轮动中持续保持较高且相对稳定利润率的企业，盈利质量更高。综合上述因素，我们认为，紫金矿业、中国有色和江西铜业在样本企业中具有更强的竞争地位，而新疆有色的业务状况相对偏弱。

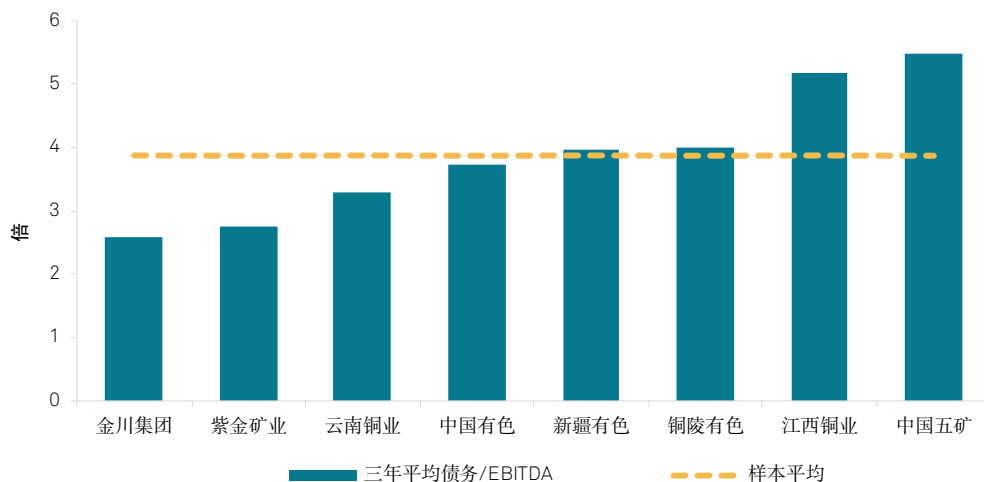
财务风险

我们认为，2024年铜行业持续景气运行，较高的铜价使行业利润整体处在相对高位，行业财务杠杆将保持稳定。2024年随着稳增长政策的持续发力，铜行业的下游需求持续回暖，产品价格有所上行，行业内企业的利润空间有望小幅改善，整体财务杠杆将保持稳定。而业态较为单一的冶炼企业在TC/RC收窄的背景下财务杠杆将上升。

我们认为，铜企业间的杠杆水平仍存在着较大的差异，一方面是各企业非铜板块业务对杠杆率有一定影响，另外一方面各企业债务负担和EBITDA利润率存在差异。如中国五矿和江西铜业等企业的财务杠杆明显高于其他样本企业，主要原因为中国五矿业务中冶金建设和贸易物流业务占比较高，在建项目较多，较大的资本开支对企业杠杆率有一定拖累。江西铜业有息债务在总负债中占比较高，由于原材料采购、商品贸易及期货业务等资金需求增加以及在建项目持续投入，同时融资成本下行的背景下公司融资意愿较强，公司总债务及总负债规模持续扩大。而金川集团债务主要以新增长期银行信贷为主，债务期限结构持续优化，同时公司加快应付款项结算，经营性负债有所下降，带动总负债规模下降。

图12

2021-2023年样本铜企业三年平均债务/EBITDA



资料来源：Wind，公司财务报告，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

个体信用状况及外部支持

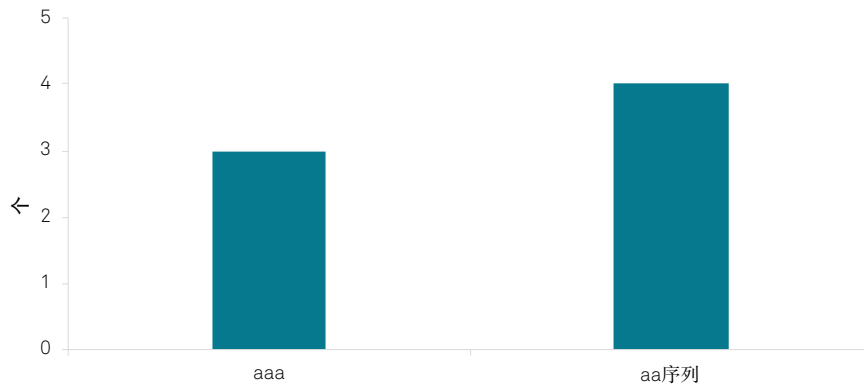
通常情况下，业务状况和财务风险形成我们评估企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性等企业自身的其他因素，得出我们对企业个体信用状况的观点。我们认为，由于在业务状况和财务风险方面均表现较优，紫金矿业的个体信用状况在样本企业中更强，而新疆有色的个体信用状况在样本企业中较弱。

在得出企业的个体信用状况后，我们还会考虑政府或集团支持对企业信用状况的影响。在国内主要的铜企业中，国有企业占比较大。通常情况下，我们认为中央或者地方政府对于铜企业支持力度较高，这主要是由于铜行业往往是支撑地方经济发展的重要基础工业之一，同时地方政府一般不同时拥有多家铜企业。

对于样本铜企业中的中央或地方国企，我们通常认为它们能够获得“高”的中央或地方政府支持。在我们的分析中，政府支持反映了政府支持能力和政府支持意愿这两个方面。我们认为，由于中央、各地经济、财政、债务等因素的不同，中央或地方政府的支持能力存在一定差异，这构成了影响样本企业潜在主体信用质量的重要因素之一。另一方面，我们认为，中央或地方政府对于铜企业的支持意愿差异不大，因为国有铜企业通常有较强的区域垄断性，比如中国五矿、中国有色、江西铜业等。但是，我们对支持意愿的分析也会参考中央和地方政府对于国有企业的支持历史，比如对国有企业债务问题的处理方式等。综合来看，我们认为中国五矿、中国有色和江西铜业的潜在主体信用质量最强，新疆有色的潜在主体信用质量则在样本企业中稍弱。

附录

部分样本企业信用评估结果分布



资料来源：标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

样本铜企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	金川集团股份有限公司	金川集团	地方国有企业
2	紫金矿业集团股份有限公司	紫金矿业	地方国有企业
3	云南铜业股份有限公司	云南铜业	中央国有企业
4	中国有色矿业集团有限公司	中国有色	中央国有企业
5	新疆有色金属工业（集团）有限责任公司	新疆有色	地方国有企业
6	铜陵有色金属集团控股有限公司	铜陵有色	地方国有企业
7	江西铜业集团有限公司	江西铜业	地方国有企业
8	中国五矿集团有限公司	中国五矿	中央国有企业

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。