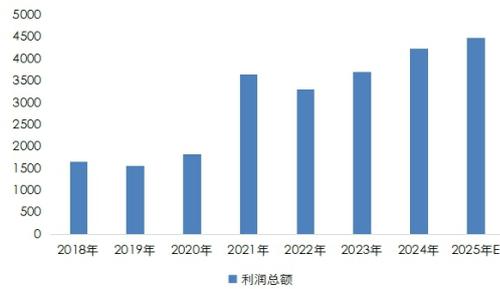


2025 年有色金属行业信用风险展望

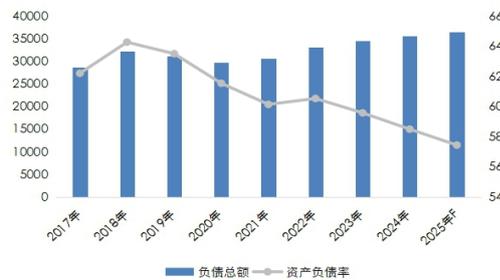
主要有色金属价格



有色金属行业盈利情况



有色金属行业债务负担情况



分析师：郭哲彪

- 预计 2025 年全球制造业边际改善，铜需求将保持增长，供需维持平衡，铜价中枢小幅上涨，加工费将有所下降；
- 受益于政策支持，预计 2025 年电解铝需求将保持增长，供需仍将维持净平衡态势，铝价仍将处于较高水平；
- 预计 2025 年铅锌原材料供给将小幅好转，但需求增长有限，供需格局仍维持趋紧态势，叠加利率水平下降，预计铅及锌价将小幅增长；
- 2025 年发达国家利率水平将继续下降，国际地缘风险仍存，叠加贸易争端对金融市场的影响，预计黄金投资及央行购金需求仍将支持黄金价格保持在较高水平；
- 2025 年主要有色金属价格重心将有所提高，行业整体盈利有所提高，整体债务负担水平将维持稳定，考虑到基准利率水平下降，行业信用风险将小幅下降，其中原材料自给率较低冶炼企业及产业链单一的加工企业信用风险水平仍较高。

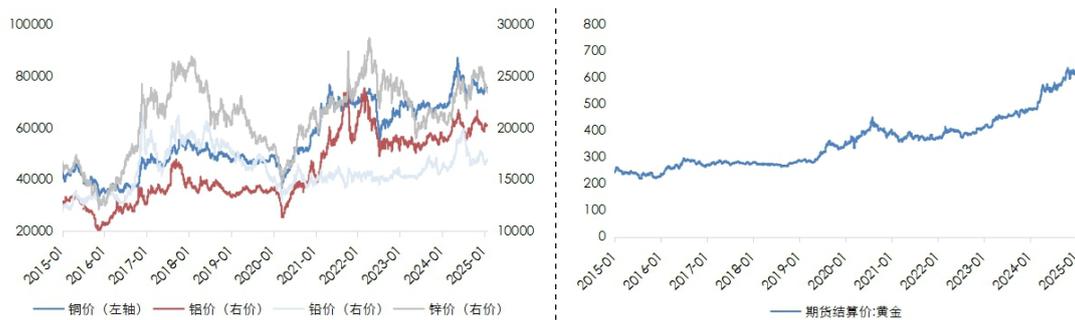
一、有色金属行业信用基本面

2024 年国内有色金属需求较好，海外需求边际改善，主要产品价格及行业盈利水平有所提高；2025 年“关税争端”或将扰动海外有色金属需求及国内产品出口，但受利率水平下降，海外有色金属需求将继续改善；受益于政策支持，国内有色金属需求仍将保持增长，叠加全球货币环境宽松，有色金属价格重心仍将处于高位

2018 年以来中美贸易摩擦以及美元指数走强，对工业金属价格形成了压制，导致有色金属价格回落。2019 年受全球贸易环境恶化、经济增速继续放缓及下游需求疲软影响，有色金属价格普遍下行。2020 年一季度受公共卫生事件影响有色金属价格快速下降，二季度以来国内复工复产，有色金属下游需求密集释放，但海外精矿供给结构性不足，叠加全球流动性宽松，有色金属价格快速反弹。受益于各国财政及货币政策推动，2021 年全球经济波动复苏，带动有色金属需求保持增长，有色金属价格延续上涨态势。2022 年受国内有色金属下游需求相对较弱，同时受美联储货币政策转向影响，有色金属价格整体有所下降。2023 年国内有色金属需求相对较好，对有色金属需求形成支撑，价格重心高位震荡。

2024 年国内有色金属需求整体较好，海外需求边际改善，叠加美欧降息及中国适度宽松货币环境，有色金属价格有所波动，价格重心整体有所提高。其中，铜、铝、铅锌及黄金价格保持增长，锂及镍价震荡下降。

图表 1 近年来主要有色金属价格变化（单位：元/吨、元/克）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2024 年四季度以来美国及欧洲主要国家制造业 PMI 指数持续改善；2025 年 1 月摩根大通全球制造业 PMI 为 50.1%，环比回升 0.5 个百分点，美国 ISM 制造业 PMI 时隔 10 个月重回扩张区间。2025 年欧美通胀将持续去化，利率水平将进一步降低，预计制造业景气度将继续边际改善。新兴国家方面，印度、越南等国家制造业 PMI 表现超出预期，在贸易争端的背景下，2025 年相关国家铜需求仍将维持增长，同时 2024 年以来美国新建住宅规模整体保持增长，预计随着利率水平下降，房地产市场景气度将继续提升，对有色金属需求将有所增加。受益于发达国家制造业景气度边际改善及新兴国家铜需求保持增长，预计 2025 年有色金属海外需求将小幅提高。

国内方面，2025 年是“十四五”规划的收官之年，但外部经贸环境变数加大，外需对经济增长的拉动力和贡献率会显著低于 2024 年，扩大内需具有较强的紧迫性。在中央经济工作会议部署的 2025 年九大重点任务中，“大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求”排在首位。预计 2025 年基础设施投资将小幅增长，“电力绿色转型”背景下电网

投资仍将保持高速增长，汽车及家电方面的有色金属需求将保持增长，国内有色需求有望持续提高。供给方面，2025年主要有色金属供给仍将保持增长，供需整体维持净平衡态势，产品价格将高位震荡。

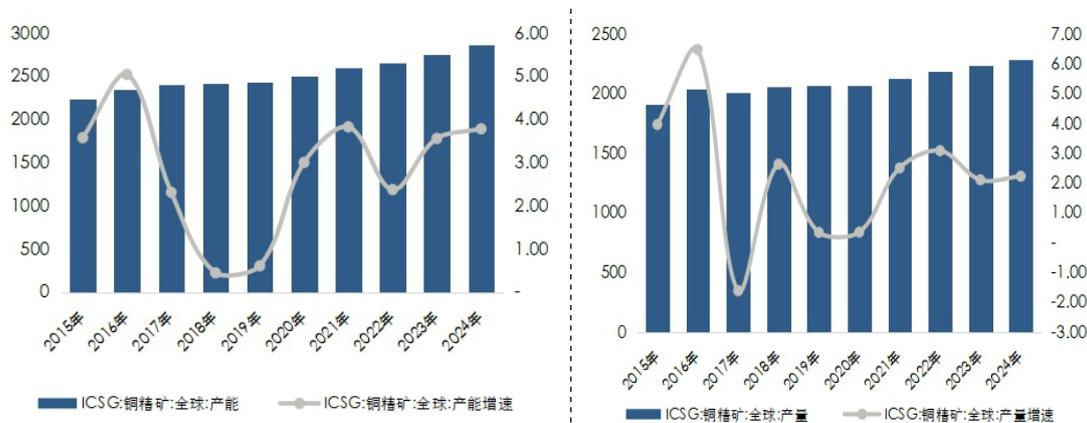
二、细分金属分析

1. 铜行业

2024年全球铜供需均保持增长，铜价中枢有所上涨，加工费大幅下降，预计2025年全球制造业边际改善，铜需求将保持增长，供需维持平衡，铜价中枢小幅上涨，加工费将有所下降

近年来铜价较高，海外矿山建设加快，同时也促使部分矿山复产，2024年全球铜精矿产能及产量继续保持增长。其中，铜精矿产能增长相对较快，但受部分矿山品位下降等因素影响，近年来铜精矿产量增速相对较低，2023年由于增长部分矿山操作事故，南美主要铜矿产区缺水及社区问题，铜精矿产量增长幅度较小，2024年相关矿山生产逐步恢复，同时受益于部分新建矿山投产及产能释放，铜精矿产量大幅增长。2024年，全球铜精矿产能同比增长3.8%，产量同比增长2.2%。受益于铜价水平较高，2020年以来，铜价整体处于上涨过程，大量的新建和扩建铜矿项目逐步投产，预计2025年全球铜矿产量仍将保持增长，预计铜矿产量增速在3%左右。

图表2 近年全球矿山铜产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：ICSG，东方金诚整理

2024年全球精炼铜产量保持增长。受能源价格较高等因素影响，海外铜冶炼厂生产受到一定负面影响。近年来国内精炼铜产能保持较快增长，国内精炼铜产量保持增长，2024年国内精炼铜产量为1364.40万吨，同比增长4.1%。受国内产量推动以及刚果（金）产量大幅增长，全球精炼铜产量2763.4万吨，同比增长4.27%。刚果（金）政府自2023年起逐步实施铜精矿出口限制，倒逼国际矿企投资本土冶炼设施，带动当地精炼铜产量保持增长。废铜方面，我国再生铜产量445万吨，同比增长8.54%，达到精炼铜产量的32.62%；随着海外废铜收集及运销产业链恢复，国内废铜进口政策调整国内废铜进口量为225.00万吨，同比增长12.14%。美国是最大的废铜进口来源，占比在20%左右，2025年我国对美国进口废铜征收25%关税，预计2025年国内废铜进口规模将有所下降。

2025年国内精炼铜产能约有60万吨/年的增长，在铜冶炼产能增加、铜精矿新增产能充足等共同作用下，预计2025年国内及全球精炼铜产量仍为增长趋势。

图表3 近年全球精炼铜产能产量及我国精炼铜产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：ICSG，同花顺，东方金诚整理

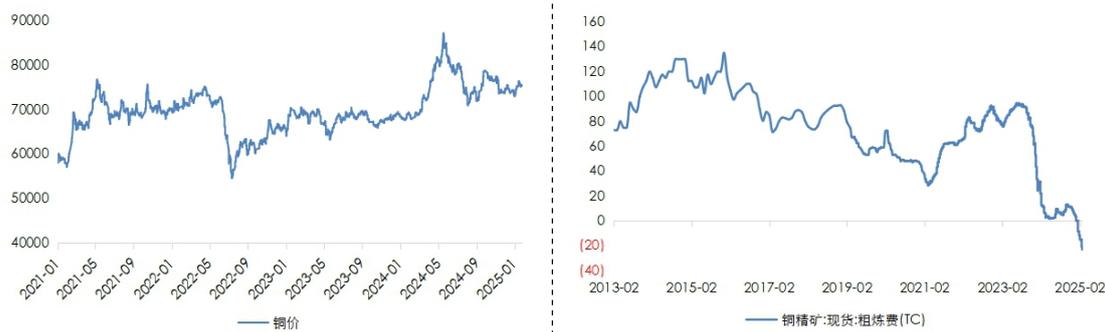
中国是全球第一大铜消费国，铜消费量约占全球总消费量的一半左右。铜的需求下游主要包括电力行业、建筑业、汽车、家电等。2024年国内基建、电源及电网投资等大幅增长，用铜需求有所增长，其中2024年基建投资累计同比增长4.40%，电网投资同比增长15.30%，电源投资同比增长12.10%。同期房地产景气度较弱，2024年房屋新开工面积和竣工面积同比分别下降23.00%和27.70%，地产用铜需求大幅下降。受益于国家消费政策支持以及出口拉动，2024年家电产量大幅增长，汽车产量小幅增加3.70%，新能源汽车渗透率大幅提高，家电及汽车行业用铜需求有所增长。整体来看，2024年基建、电力投资、汽车及家电等方面对铜需求仍保持增长，带动国内铜需求保持增长。

2025年，全球制造业将持续改善，铜需求增速将有所提高，行业供需格局维持平衡。预计受益于利率水平及能源价格下降，2025年海外制造业景气度将继续边际改善，用铜需求将有所提高。国内方面，“更加积极”的财政政策将继续推动基础设施投资，但考虑到“提高投资收益”的要求，预计国内基建投资增速或将小幅下降。受国内能源结构转型等要求，预计2025年电网投资仍将大幅增长；风电投资仍将保持在较高水平，受分布式光伏发电管理办法、新能源上网电价市场化改革等政策影响，预计国内光伏新增容量将有所下降。房地产支持政策加码及低基数效应下，房地产投资降幅会有所收窄。受益于国家消费补贴政策影响，2025年汽车及家电用铜需求仍将保持增长。整体来看，2025年国内需求仍将保持增长，增速将有所下降，供需格局仍将处于净平衡态势。

2024年铜价高位震荡，受国内部分铜冶炼厂检修以及美联储降息等因素影响，三月中旬至五月下旬，铜价快速上涨；五月下旬至九月上旬，国内经济景气度下降，铜价震荡回调；9月下旬以来国内一揽子增量政策陆续推出，铜价震荡上行，铜价重心有所上涨。

铜加工费方面，2024年铜加工费整体大幅下降，年初现货铜精矿TC/RC为62.40美元/吨和6.24美分/磅，年末下降至6.75美元/吨和0.675美分/磅。2024年12月国内大型铜冶炼厂与国外铜矿山敲定的2025年铜精矿长单加工费Benchmark为21.25美元/吨与2.125美分/磅，同比下降75%左右，且一季度现货加工费已为负值，预计2025年铜加工费整体有所下降。

图表4 近年铜价格及加工费变化情况（单位：元/吨、美元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

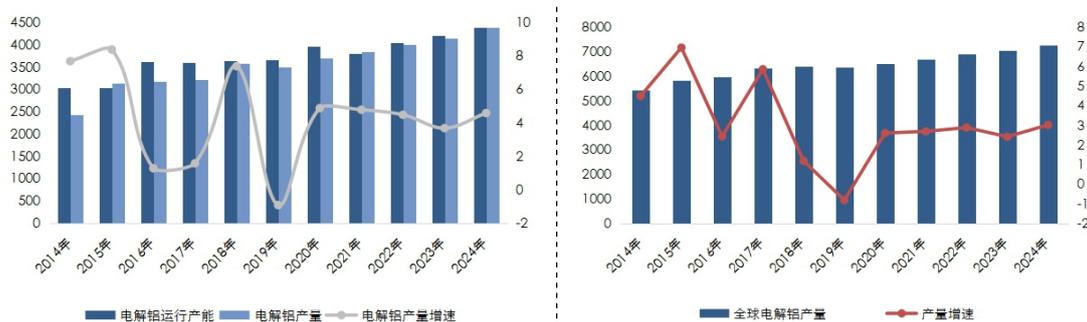
2. 铝行业

2024年铝下游消费需求保持增长，整体供需格局紧平衡，但因氧化铝价格上涨，铝价中枢有所下降，受益于政策支持，预计2025年电解铝需求将保持增长，供需仍将维持净平衡态势，铝价仍将处于较高水平

中国是世界第一大电解铝生产国和消费国。受益于电解铝转移产能陆续投产，近年国内电解铝产能整体保持增长，2024年末电解铝建成产能4510万吨，在产产能4386.4万吨，较2023年末增长182.4万吨。受益于电解铝产能释放，2024年国内电解铝产量为4400万吨，同比增长4.60%。同时能源价格下降，欧洲电解铝产量恢复增长，以及中东、东南亚地区的电解铝产能释放，2024年全球电解铝产量为7286.3万吨，同比增长3.03%，产量增长主要来源于中国。

2025年电解铝供给仍将保持增长，一是国内外新建电解铝产能释放，二是随着能源价格下降，海外铝冶炼厂产量将逐步恢复。但是，在国内电解铝产能净增量有限、欧洲复产仍缓慢的情况下，预计2025年电解铝供应增速仍将处于较低水平。

图表5 近年我国电解铝生产情况及全球电解铝生产情况（单位：万吨/年、万吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

铝下游需求主要为房地产建筑业、电力电子、交通运输、机械设备和耐用消费品等，消费需求占比分别约为21%、22%、24%、8%和10%。2024年，电解铝市场需求保持增长，基础设施建设、电力电网投资及汽车等方面铝需求保持增长。同期房地产景气度较弱，20房屋竣工面积同比下降27.70%，其中建筑工程和安装工程同比分别下降10.30%和17.20%，地产用铝需求有所下降；此外，铝材出口量大幅提高17.40%。整体来看，2024年

基建投资及电网投资保持增长，同时受益于政策支持，汽车产销量保持增长，铝材出口量大幅增长，电解铝需求大幅增长。

预计2024年新能源车、电网投资及新能源等领域为铝下游需求形成支撑，海外需求边际改善，铝及铝材出口将有所提高，电解铝需求整体将有所改善。

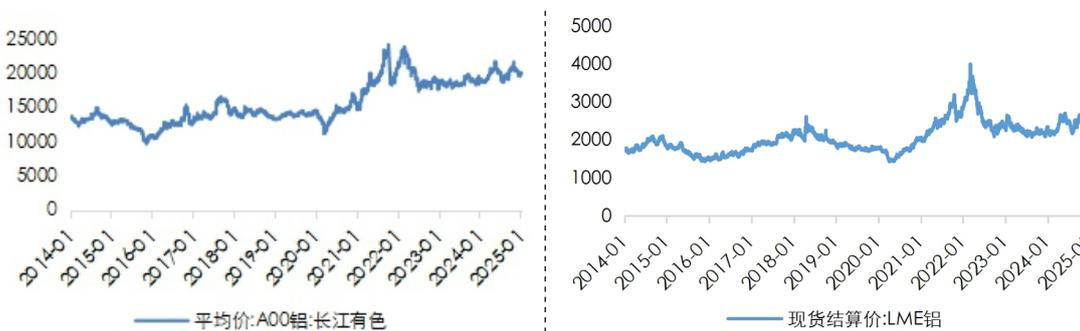
图表6 近年我国电解铝表观消费量和下游消费情况（单位：万吨、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2024年受需求提高以及氧化铝价格支撑等因素影响，铝价格重心同比大幅增长7%左右，全年价格呈现出“M型”走势。受益于国内政策支持2025年电解铝需求仍将保持增长，电解铝供需格局仍将维持紧平衡态势，电解铝价格仍将维持高位。

图表7 近年国内外电解铝价格走势（单位：美元/吨、元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

近年来受国内铝企完善产业链，增加对上游氧化铝产能的投资等因素影响，国内氧化铝产能保持增长，截至2024年末氧化铝建成总产能和在产产能分别为10520.00万吨和8920.00万吨，高于国内电解铝产能可消耗量。近年来受益于产能释放，国内氧化铝产量保持增长，但氧化铝产量增速低于国内电解铝产量增速，氧化铝供需格局有所改善，2024年国内氧化铝产量同比增长8552.20万吨，同比增长3.90%。

国内铝土矿对外依存度较高，2024年国内铝土矿依存度超过70%，其中几内亚铝土矿进口量占比为70%左右。2024年10月份，阿联酋全球铝业公司（EGA）宣布其子公司几内亚氧化铝公司（GAC）的铝土矿出口被几内亚海关暂停，导致全球铝土矿价格快速上涨，同时受澳大利亚及印度氧化铝事故影响，导致全球氧化铝价格大幅提高。受此影响，电解铝生产成本大幅提高，铝冶炼端利润有所下降，但生产稳定的氧化铝及铝土矿企业其利润空间整体有所上涨。

图表8 近年我国氧化铝生产情况及价格变化（单位：万吨/年、万吨、元/吨）



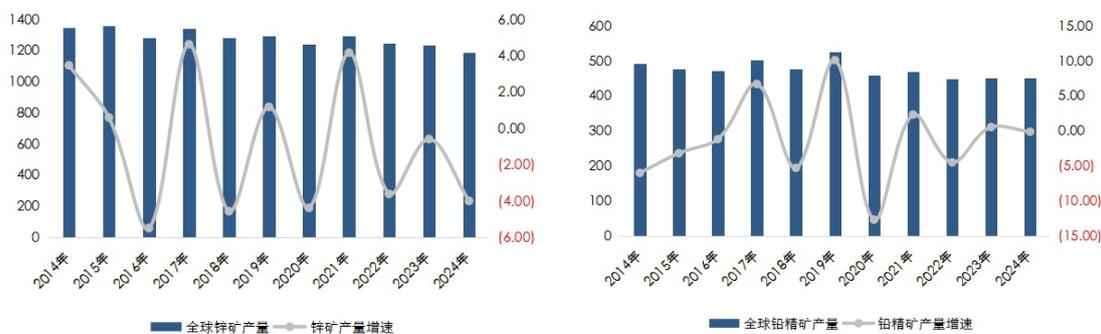
资料来源：同花顺，东方金诚整理

3. 铅锌行业

2024年全球铅、锌精矿产量进一步下降，精炼铅锌供需双弱，精炼铅供需小幅增长，精炼锌供需有所下降；预计2025年铅锌原材料供给将小幅好转，但需求增长较小，供需格局仍维持趋紧态势，叠加利率水平下降，预计铅及锌价仍保持增长

2024年受矿石品位下降、资源接续压力、环保监管以及事故停产等因素影响，铅精矿及锌精矿产量下降。其中锌精矿产量为1189.53万吨，同比下降3.98%，铅精矿产量为415.59万吨，同比下降0.08%。2025年部分新增产能投产及项目复工，预计铅锌精矿产量小幅增长。

图表9 近年全球铅锌产量情况（单位：万吨、%）

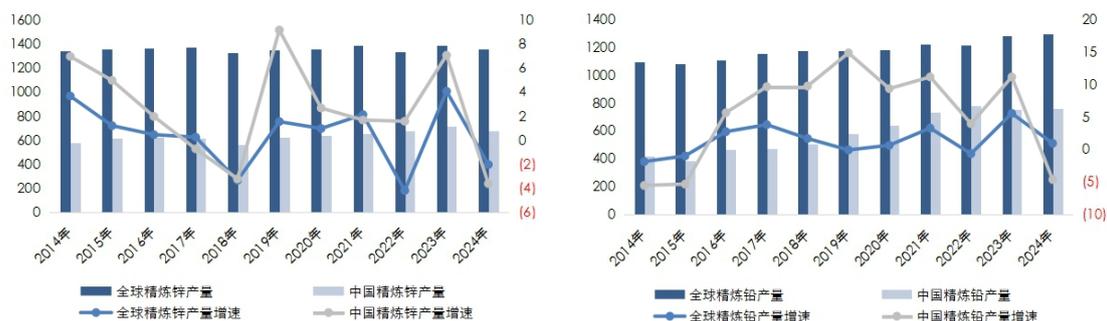


资料来源：公开资料，东方金诚整理

冶炼方面，受精矿供给不足等因素影响，2024年精炼锌及精炼铅供给相对较弱。其中，原料供应紧缺，锌精矿冶炼费用大幅下降，叠加国内环保及碳排放要求，2024年国内精炼锌产量下降，并带动全球精炼锌产量下降。2024年全球及国内精炼锌产量分别为1360.20万吨和683.70万吨，同比分别下降2.01%和3.60%。2024年受海外冶炼厂复产推动，全球精炼铅产量小幅增长0.98%，受铅精矿和废电池供给紧张，国内铅冶炼厂检修等因素，精炼铅产量同比下降4.60%。

预计2025年精矿供给恢复、冶炼费用提高，叠加能源价格下跌，海外铅锌冶炼厂生产逐步恢复，国内铅锌冶炼厂生产维持稳定，铅锌供给将有所增长。

图表 10 近年全球精炼铅锌及国内精炼铅锌产量情况（单位：万吨、%）



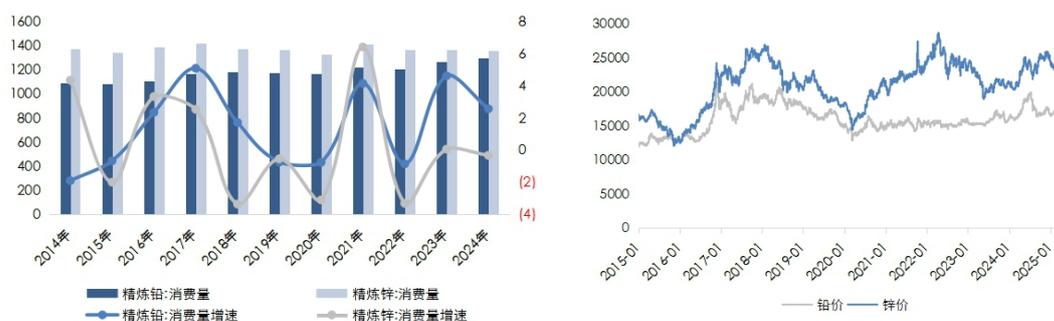
资料来源：公开资料，东方金诚整理

我国铅锌消费占全球比重均接近 50%，是主要的铅锌消费国。国内约 70%的锌用于加工镀锌板，主要作为建材应用于建筑、地产和交通运输等终端领域；铅约 86%用于生产铅酸蓄电池，最终用于电动车及汽车制造。

2024 年国内锌需求较弱，并带动全球锌需求小幅下降。2024 年受房地产新开工施工面积同比下降 23%的影响，国内锌需求有所下降，并带动全球锌需求下降。2024 年海外铅需求有所改善，带动全球铅需求小幅增长，但国内汽车产量和铅酸蓄电池出口量同比增长 4.80%和 19.30%，增速有所下滑，电动自行车产量下降 10%左右，精炼铅出口量同比大幅下降 88.32%，同时由于锂价较低，锂电池对铅酸蓄电池的替代提高，国内铅需求有所下降。

2025 年海外制造业景气度将继续边际改善；同时受益于国内基础设施建设及消费政策支持，锌需求将有所增长，但考虑房地产景区的仍较低，锌需求增速较低。铅需求方面，2025 年国内汽车产销量仍将保持增长，汽车行业用铅需求仍将有所增长，但随着技术进步和成本下降，锂电池在启动电池中的应用预计会进一步扩大，汽车行业用铅需求增速将进一步下降；电动自行车方面，2024 年商务部等 5 部门发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》，组织合规电动自行车生产企业的合格产品参加消费品以旧换新活动，此次政策对于将老旧锂离子蓄电池电动自行车换购成铅酸蓄电池自行车的消费者，会适当加大补贴力度；2025 年新版《电动自行车安全技术规范》，将使用铅电池的整车重量限值由 55kg 放宽至 63kg，预计电动自行车对铅需求将有所增长，国内铅需求将小幅增长。铅海外需求方面，海外部分国家燃油车禁售时间放缓，新兴国家对于两轮电动车需求将有所提高，铅需求整体将有所增长。

图表 11 近年全球铅锌需求量级及价格情况（单位：万吨、%、元/吨）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2024年受原料供应紧缺，锌精矿冶炼费用大幅下降，叠加国内环保及碳排放要求，精炼铅和精炼锌供给相对不足，供需结构趋紧，铅价及锌价有所增长。2025年铅锌原材料供给将小幅好转，但需求增长较小，供需格局仍维持趋紧态势，叠加利率水平下降，预计铅及锌价仍保持增长。

图表 12 近年铅锌精矿加工费情况（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

加工费方面，受精矿供给不足，2024年铅精矿和锌精矿加工费将有所下降。预计2025年铅精矿和锌精矿供给将有所增长，加工费或将边际改善。

4. 锂行业

2024年新能源汽车产销量继续保持快速增长，锂市场需求保持高速增长，锂供给仍呈增长趋势，供需格局宽松态势进一步扩大，锂价整体震荡走弱，预计2025年全球新能源汽车销量和储能需求仍将维持较高水平的增速，并带动锂需求保持增长，但边际增速或下滑，澳洲锂矿、南美盐湖等仍是供给主力，预计2025年锂供给保持增长，供需格局仍处于宽松态势，锂价进入磨底区域。具体内容详见《2025年锂行业信用风险展望》。

5. 黄金行业

受地缘政治风险、发达国家利率下降等影响，2024年黄金投资需求增长，带动黄金需求及价格保持增长；2025年发达国家利率水平将继续下降，国际地缘风险仍存，叠加贸易争端对金融市场的影响，预计黄金投资及央行购金需求仍将支持黄金价格保持在较高水平

黄金需求主要来源于黄金饰品和投资需求，分别占消费量的45%和25%左右，央行和其他机构购金及工业用金占比分别为20%和7%左右。2024年全球金饰消费额大幅增长，但由于黄金价格大幅提升金饰销售量同比下降8.56%。黄金投资需求主要指对金条和金币投资，以及黄金交易所交易基金（ETFs）投资。受地缘政治风险、发达国家利率下降等因素影响，2024年黄金投资需求大幅提高24.75%。由于发达国家债务规模持续增长，其主权货币信任风险大幅提升，同时为减少对美元体系的依赖以及丰富外汇储备结构，2024年央行净购金量为1044.6吨，小幅下降0.59%，但仍处于较高水平。受投资需求提高，2024年全球黄金需求小幅提高1.35%。

图表 13 近年黄金需求及黄金投资与金价变动情况价（单位：吨、美元/盎司、%）



资料来源：世界黄金协会，东方金诚整理

全球黄金供给主要来自矿产金和回收金。中国是全球最大的矿产金生产国，约占全球产量的10%。2024年矿产金产量小幅增长1%。回收金约占黄金产量的四分之一，得益于2024年黄金价格较高，全球回收金供给量同比提高10.98%，并推动全球黄金产量同比增长0.58%。2025年黄金价格处于相对高位，预计会推动矿产金产量增加，但考虑到全球黄金储量增速保持低位以及现阶段全球环保要求越发严格，2024年矿产金产量增长将有限，黄金供给整体保持低速增长。

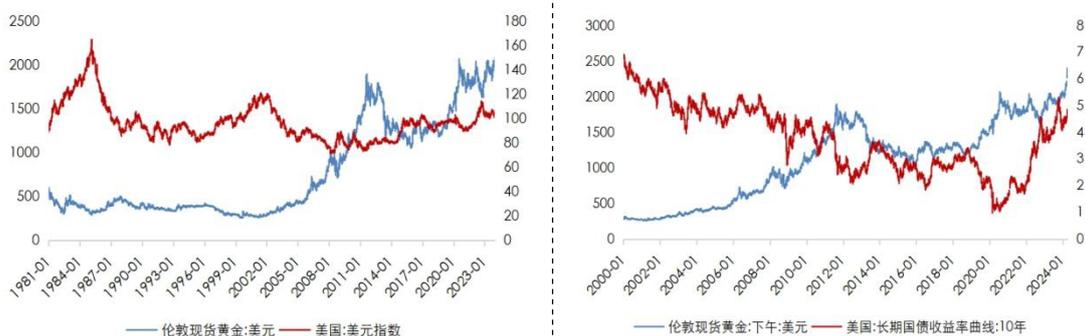
图表 14 近年全球矿产金及回收金供给情况（单位：吨、美元/盎司、%）



资料来源：世界黄金协会，东方金诚整理

黄金价格受投资需求影响较大。同时，黄金通常以美元计价，黄金价格与美元指数以及利率水平具有较强的负相关性。短期来看，在金饰需求以及供给较弱的背景下，黄金投资的避险需求对价格的影响较为明显，风险事件会推动黄金价格上涨，但随着风险事件逐步被消化，黄金价格将有所回调。2024年以来受地缘冲突、美国利率下调等因素，黄金价格呈现单边上涨态势，全年平均价格同比上涨22.97%。

图表 15 近年黄金价格变化情况（单位美元/盎司、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2025年美国及欧洲利率水平仍将有所下降，对黄金价格形成一定支撑。央行购金方面，美日及部分欧洲国家债务负担较重，在去美元化等背景下，央行对黄金储备的重视程度仍较高。同时国际地缘风险仍存，美国与他国的“关税”争端也会进一步提高地缘政治风险，预计2025年黄金价格仍将保持在较高水平，或将小幅增长。

三、有色金属企业信用表现

1. 盈利

2025年有色金属企业产量仍将保持增长，叠加产品价格提高，收入规模将保持增长，利润规模或将小幅增长，原材料自给率较高企业盈利表现较好

2024年，有色金属产品价格有所分化，产品价格整体有所提高。受益于产能释放，有色金属企业产量及销量整体有所增长，并带动有色金属行业收入规模和利润总额增长。其中锂行业、稀土行业及产业链完整程度较差的冶炼企业盈利有所下降。2024年之前，锂企业对于锂精矿的采购模式，通常采用上个季度或上个月的价格作为结算价格的基础，在锂价下降的背景下降，导致2024年锂企业盈利大幅下降，随着锂行业交易规模扩大，锂精矿采购模式逐步优化。此外，2024年由于新能源汽车产业链竞争加剧，部分铜、铝加工企业盈利水平下降。

图表 16 近年有色金属企业营业收入及利润总额情况（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

预计2025年有色金属价格仍将有所增长，叠加产能释放、产销量提高，营业收入、毛

利率及利润总额保持增长。受益于锂精矿采购结算模式改善，预计锂企业盈利将有所改善。2025年工业金属及黄金企业盈利仍将有所增长，矿山端利润仍将保持增长，其中铜矿冶炼费有所下降，铜冶炼端利润将有所下降，铅锌冶炼企业盈利将有所改善。

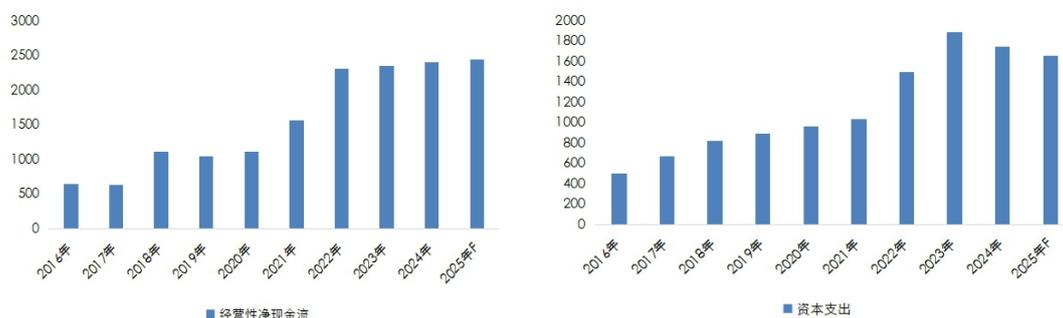
2. 现金流

受益于行业利润规模增长，2025年有色金属行业经营性净现金流将有所增长，行业资本支出规模仍较大，但投资压力相对较小

2024年有色金属采选企业、冶炼企业对下游企业仍保持较强的议价能力，受益于盈利水平提高，2024年经营性净现金流有所提高。但由于金属价格上涨，部分铜冶炼企业经营性净现金流有所下降；部分铜加工企业受行业竞争激烈，账期较长，经营性净现金流有所下降。锂企由于盈利下降，经营性净现金流有所下降。分产业链来看，上游采选现金流较好，中游冶炼企业一般，下游加工企业市场竞争较为激烈，现金流情况较差。

资本支出方面，2024年有色金属行业仍维持较大规模的资本支出，其中资本支出主要包括新建项目的建设支出以及生产项目的“智能化”和“绿色化”改造。随着国内有色金属企业经营积累及对资源重视程度的提高，2024年有色金属企业对于矿山项目的投资保持在较高水平，同时为实现提高生产安全、降低生产成本以及低碳发展等目标，国内有色金属企业逐步对生产线的“智能化”和“绿色化”改造进行投资。

图表 17 近年有色金属样本企业现金流及资本支出情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

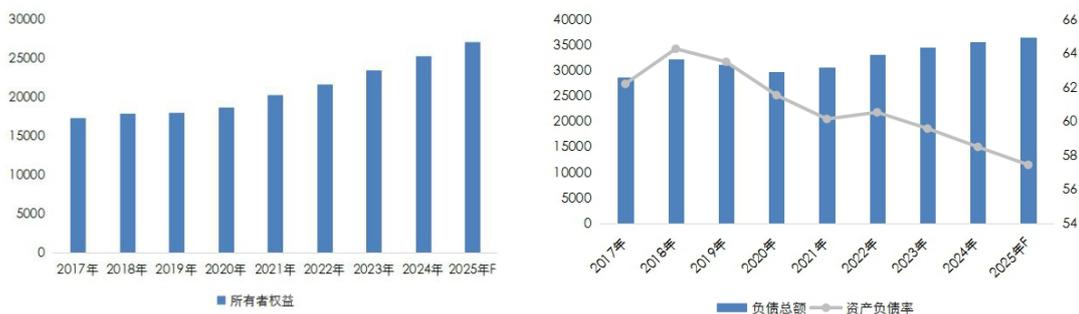
受益于产品价格上涨，2025年有色金属企业盈利整体将有所上涨，且运营占款将有所增长，考虑价格上涨幅度有限，运营占款增加有限，行业经营性现金流净流入规模将小幅上涨。资本支出方面，2025年有色金属行业资本支出仍将维持在较高水平，其中上游采矿项目投资增速较快，但相对于经营性净现金流规模，整体投资增长幅度相对审慎。

3. 资本结构及债务负担水平

2024年有色金属行业负债规模有所增长，资产负债率小幅下降，预计2025年行业负债规模将保持增长，但受益于经营积累，行业债务负担及信用风险将维持稳定

2024年有色金属行业整体负债规模保持增长，主要系大型有色金属企业资本支出、对外收并购所致。其中，债务主要增长主要来源于行业内大型企业，分行业来看主要是铜、贵金属及锂行业负债规模增长较快。但2024年有色金属行业景气度较高，有色金属企业整体盈利仍较好，有色金属行业净资产规模大幅增长，行业整体资产负债率小幅下降。

图表 18 近年有色金属企业资产负债率情况（单位：%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

近年有色金属行业景气度较高，一定程度上推动行业内企业进行资本支出，且有色金属矿山项目投资韧性较足，短期价格波动对项目投资影响有限。近年来有色金属行业资本支出规模持续保持增长，预计 2025 年有色金属行业资本支出规模仍将保持较高水平。受此影响，预计行业负债及债务规模将保持上涨。考虑到行业景气度较高，预计 2025 年行业盈利较好，行业债务负担将维持稳定，考虑到基准利率水平下降，融资成本降低，行业信用风险将小幅下降。

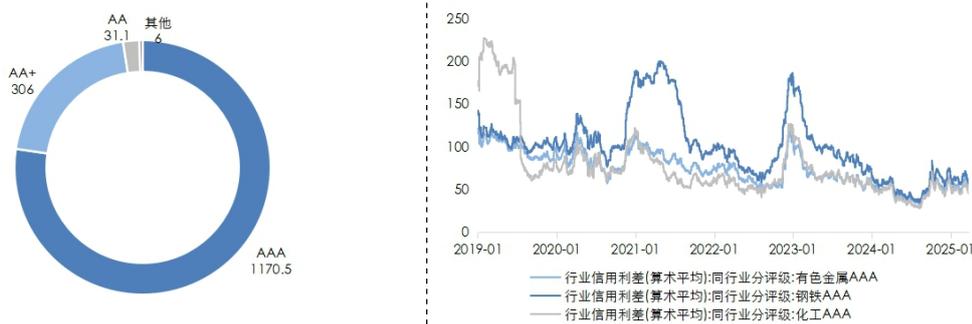
四、有色金属行业债市表现

受益于行业景气度上行，近年来有色金属企业盈利水平较高，行业债券市场融资规模呈下降趋势，发债主体以高信用等级企业为主

债券市场是制造业企业直接融资的主要渠道之一。2019 年~2024 年，有色金属行业发债规模分别为 2438 亿元、2057 亿元、1818 亿元、1744 亿元和 1514 亿元，呈现明显下降趋势。从 2020 年起，上市有色金属企业开始发行可转债进行融资，但整体规模有限。2021 年有色金属行业发债规模大幅下降，主要系 2020 年一季度债券融资市场利率较低，大型有色金属发行大量短融及超短融债券，2021 年利率水平提高，有色金属企业短融及超短融债券融资规模下降所致。2022 年以来有色金属行业景气度较高，行业的大型企业盈利水平仍较高，大型企业融资需求较弱，债券融资规模有所下降。

2024 年发债主体仍主要以 AAA 及 AA+ 企业为主，AAA 级别及 AA+ 级别企业发债金额占全年有色金属行业新发行规模的比例分别为 77.33% 和 20.22%。受供给侧改革以来，国内有色金属行业集中度持续提高，部分中小型企业退出发债市场。利差方面，受益于行业景气度较好及基准利率水平下降，2024 年有色金属行业利差水平整体有所下降，相较于其他周期性行业，有色金属行业利差水平低于钢铁，略高于化工行业，且行业之间利差差额持续下降。

图表 19 有色金属行业 2024 年债券发行级别结构和近年来利差情况（单位：亿元、BP）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

以 2024 年底数据为基础，2024 年有色金属行业债券到期规模约为 1394 亿元，略高于 2023 年水平，2025 年有色金属行业资本支出规模一般，预计 2024 年有色金属行业债券发行规模将小幅下降。

五、结论

2025 年主要有色金属价格重心将有所提高，行业整体盈利有所提高，整体债务负担水平将维持稳定，考虑到基准利率水平下降，行业信用风险将小幅下降，其中原材料自给率较低冶炼企业及产业链单一的加工企业信用风险水平仍较高

2025 年海外发达国家有色金属需求将继续改善，叠加国内有色金属需求较好，预计主要有色金属价格将呈上行态势，有色金属企业盈利能力有所提高。考虑到在建项目投入及并购持续，预计行业负债及债务规模将有所提高，但整体债务负担水平将维持稳定，叠加基准利率水平下降，行业融资成本降低，行业信用风险总体将小幅下降。其中，大型国有有色金属企业依托于较强的市场地位、资源优势及业务多元化，信用风险相对稳定。考虑到铜加工费用下降，细分行业中原材料自给率较低铜冶炼企业及产业链单一的加工企业可能受行业竞争加剧等因素影响，风险水平或将有所提高。铅锌冶炼费用有所提高，但整体仍处于较低水平，铅锌冶炼企业信用风险仍较高。

声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。