

铝业行业信用风险研究报告

文/王静慧 黄骏

摘要:2014年在西部地区新增产能投产下,我国电解铝产量仍维持较快的增长。终端需求方面,建筑、电力、交运三大领域铝消费乏力。国内供大于求的矛盾依然难以有效化解。下游铝价尽管在三季度出现小幅反弹,但回升动力不足,总体仍呈现回落趋势。与此同时,上游铝土矿资源受到印尼政府出口禁令影响,进口均价上涨。在成本推动和产品价格双重压力下,2014年铝业企业经营困难情况,资产负债率高企,盈利持续恶化。

从债券市场来看,截至2014年末,铝业行业尚未发生违约事件。铝业企业发行利差基本与级别基本相符。2014年信用级别发生变动的是,评级公司上调对山东魏桥铝电有限公司、辽宁忠旺集团有限公司、湖南晟通科技集团有限公司的信用级别。但从信用利差来看,虽然新世纪对山东魏桥铝电有限公司从AA调升至AA+,但信用利差没有出现相应的下降,投资人仍然没有相应地降低对其信用风险的判断。市场对于民营企业信用风险的溢价补偿仍然较高。

2014年初以来,影响铝业行业信用的先导性指标LEM铝价、工业增加值、制造业PMI仍面临较大压力,预计短期内铝业信用水平仍将承压,2015年铝业是否具备整体

性触底回升的前景仍不明朗。但是随着行业竞争格局的加剧,各项关键指标维持弱势,产品结构较为单一、竞争优势不明显,由于前期产能扩张而导致财务杠杆高企,流动性压力加大的铝业企业可能会爆发出信用风险。

一、行业运行态势表现

在电力成本优势的驱使下,2014年国内电解铝新建产能主要集中在新疆、青海、甘肃、山东、内蒙古五个地区,产能规模创历史新高

近十年来,我国电解铝产业快速发展,产量年均增速达到14.54%。我国电解铝产量占全球总产量的比例从十年前的24.47%上升到45.96%,已成为全球最大的电解铝生产大国。2014年我国电解铝产量达2438.20万吨,同比增长10.60%,增速与上年基本持平,远高于全球6.70%的增速。

2014年我国氧化铝产量4777.30万吨,同比增长7.66%,增速较上年下降较快,主要由于氧化铝上游铝土矿进口量下降所致。但我国氧化铝产量增速仍远高于同期全球1.15%的增速。我国氧化铝产量占全球总产量的比例从十年前的13.16%上升到44.09%。



图 1 全球及我国电解铝产量及增速(2004-2014年)

资料来源:World Aluminium



图 2 全球及我国氧化铝产量及增速(2004-2014年)

资料来源:World Aluminium

2014年伴随着政府调控力度逐渐加大,国内新增电解铝产能较上一年有所下降。虽然从绝对增量水平来看,2014年中国电解铝产能增长规模仍处于近十年高位,但产能增速同比显著放缓。2014年国内电解铝新建产能为474万吨,主要集中在新疆、青海、甘肃、山东、内蒙古五个地区。2014年国内电解铝产能达到3584万吨,同比增长12.2%,增速回落7个百分点。

2014年上半年受到电解铝价格持续低迷影响,近200万吨的高成本产能被淘汰,但在西部地区新增产能投产下,全年电解铝产量依旧处于净增加状态。新增产能主要来自以西北为主的低成本区域,减产主要是西南,中部及东部。受益于新疆地区丰富的煤炭资

源,电解铝产能继续呈现出由东中部高成本地区向能源丰富的西部地区转移的趋势。电解铝是高耗能产业,基本上是工业品制造中对电力消耗最大的,平均而言生产一吨原铝大约需要1.4万度电,电力成本约占电解铝总成本的41%左右。而新疆地区煤炭资源丰富,储量约占全国39.6%。2013年全国电解铝冶炼平均电价0.43元/度,而同期新疆地区电解铝冶炼平均电价仅为0.21元/度,廉价电力成本推动铝业企业不断向西迁移。据新疆有色金属工业协会近期数据显示,2014年全年该地区已有电解铝产能535万吨,生产电解铝产量共计426.8万吨,同比增长73.3%。

我国铝业行业上游铝土矿资源对外依存度高,由印尼禁止铝土矿出口产生的冲击预计将持续

我国优质铝土矿资源匮乏,多数为一水硬铝石,铝硅比低。截至2013年末,中国铝土矿资源总储量经重新勘探后为8.3亿吨,有所增长,但是占全球的比例仅为2.96%。矿石资源对外依存度上也在不断扩大。2008年-2014年我国铝土矿自给率平均不到50%。2005年至2013年,我国铝土矿进口量整体呈现连续快速增加之势。2010年进口规模为3036万吨,是2005年进口量的14.1倍,平均年增长率为53.4%。受金融危机影响,2009年铝土矿进口量有所下降,但2010年铝土矿进口量明显恢复,同比增长53.15%。2013年中国最大的铝土矿进口国印尼宣布自2014年起禁止铝土矿出口,2014年中国铝土矿进口量同比下滑48.3%,降至3628万吨左右,由印尼禁止铝土矿出口产生的冲击预计将持续。

铝业行业下游需求增长乏力,供需格局难以改善

我国铝业终端消费主要由建筑、电力、交通运输等领域构成，分别约占消费总量的30%、15%和15%。由于宏观经济调结构的影响，2014年我国房地产市场正在收缩，增速大幅减缓。2014年，全国房地产开发投资95036亿元，同比上年名义增长10.50%（扣除价格因素实际增长9.90%），比2013年回落9.30个百分点。2014年电力热力行业固定资产投资增速18.32%，同比上年有所回落。交通运输方面，从2010年以来年中国汽车产量呈不断增长态势，2013年产量相较于前一年涨幅更是达到15.9%。2014年汽车产量虽然持续增加，但是增长率已有所下降。据中商产业研究院数据库(AskCIData)最新数据显示，2014年中国汽车产量高达2389.33万辆，比去年同期仅增长了0.1%。下游需求的疲软导致铝业供需不平衡，呈现持续过剩局面。

全年铝价略有反弹，总体仍呈回落趋势

2014年一季度，电解铝价触及4年来的最低位，LME铝价达到1671美元/吨，上海期货交易所铝价低至12635元/吨。低迷的铝价使得国内外冶炼厂不得不减产，新投产计划放缓。二季度，海外经济持续向好，在供应端有所缩减的情况，海外需求缺口扩大，国内需求升温，从而使得国内外铝价开始反弹回升并在三季度初创出年内新高，伦铝达到2119.50美元/吨，沪铝达到15010元/吨。

高企的铝价使得新增和关停产能一度重返，进入四季度，沪铝在国内产能持续释放、下游消费不足的情况下，价格回落。截至2014年年末沪铝价格回落至13067元/吨的价格，LME铝价回落至1859美元/吨。总体来看，铝价下降趋势仍未发生根本性改变。铝价的持续低位使得铝冶炼企业经营业绩持续下滑。

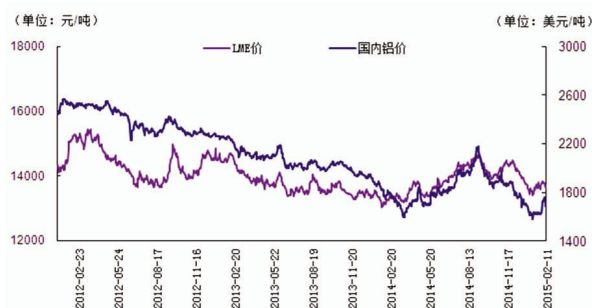


图3 沪铝与LME铝价格(2012.1.4–2015.2.11)

资料来源:Wind,远东资信整理

从行业整体发展趋势来看，行业盈利能力未能出现改善的情况下，即使财务杠杆扩张速度下降，流动性仍然承压

近年来铝业行业在产能持续增加，需求乏力的背景下，财务表现上显示出以下几个特征：其一、行业整体财务杠杆不断上升，至2014年末行业平均资产负债率达到66.76%。于此同时，产能的增加也在资本固定化比率上有所反应，2014年末行业平均资本固定化比率从上年末的364.15%上升至472.28%。其二、产销速度降低使得行业整体流动性下降，自2008年以来流动比率呈下降趋势，仅2010年有明显上升（由于个别企业当年流动比率、速动比率过高导致）。其三、供需结构的不平衡，产品价格的下降下，行业体盈利能力呈下滑趋势。其中销售毛利率从2007年的21.97%下降至2014年的87.73%，净资产收益率从2007年的22.72%下降至2014年的-5.76%，2014年较上年大幅下降10.02个百分点（主要由于个别企业巨额亏损所致）。其四、盈利能力和流动性的下降，反应到偿债能力上，铝业行业自2008年以来经营性现金净流入与流动负债的比率整体处于缓慢下降趋势，虽然企业整体对现金流的管理较为重视，但仍从2008年的25.94%下降至2014年的19.41%。其五、从行

业整体发展趋势来看,行业盈利能力未能出现改善的情况下,即使财务杠杆扩张速度下降,流动性仍然承压。

二、行业最新政策

围绕铝业的政策主要在两方面,淘汰落后产能、调整出口政策。2010年来我国出台了一系列政策限制提高行业准入门槛,加大淘汰落后产能的力度,促进行业兼并重组,淘汰落后产能,严格限制新增产能,化解产能过剩。但在政府陆续颁布一系列政策的同时,我国电解铝产能却仍然大规模扩张。政策的执行力度有待商榷。深究行业产能过剩的原因,与地方GDP冲动对应的是部门和行业利益分割,生产要素不能自由流动和组合,是电解铝产能过剩和重复建设的重要原因。目前,电解铝企业在追求规模效益的同时,不得不向上游电厂和煤矿发展;煤炭企业为了追求利益最大化,在向发电和电解铝下游扩展;而电力企业则向电解铝和煤矿两头发展。煤、电、铝三方的利益分割,使得各自朝“煤-电-铝”全产业链发展,由此造成的重复建设、资源浪费。

从行业策略环境来看,仍然是在“淘汰”、“化解”、“优化”三条主线下进行。不断从细化方法、环保、融资等环节推动产业结构优化。2014年政策重点仍然是落后产能,优化产业结构。2014年1月发改委、国土、环保、质检总局各部委员出台影响铝业行业融资政、核准等方面的政策,力在淘汰落后产能,优化产业结构。年末及2015年年初出台的政策则涉及到推动产业向中西部资源丰富、低成本地区转移。

以国内外经验来看,政策是基础原材料行业去产能的主导推动力;虽然2014年政府仍然着力推动淘汰落后产能,但仅淘汰小型高成本铝业企业,对整体行业产能不明显。远东资信认为未来政策变化仍然是影响铝业行业整体运行的关键因素,需继续关注未来行业政府去产能化的执行力度。

三、行业发债情况

(一)行业发债情况

发行债券期限趋短,发行利差基本与级别基本相符

2014年铝业行业存续期内发债企业共有21家,存续债券总量72只。从债券类型来看,以短期融资券、中期票据、私募债为主,其中中期票据数量居首为19只,短期融资券和私募债次之,分别为17只和16只,超级短期融资券4只,企业债和公司债合计16只。从债券发行期限来看,1年期的短融,及5年期的中票私募债占比最高。1年的短融发行用途以补充流动资金为主,5年期的中票发行用途以项目技改为主。

2014年铝业行业16家企业发行债券71只。从债券类型来看,以私募债、短期融资券、超级短期融资券、为主,其中私募发行数量居首21只,短期融资券和超级短期融资券次之,分别为20只和16只,中期票据6只,企业债和公司债合计7只。从债券发行期限来看,1年期的短融和私募债,及270天的超级短期融资券占比最高,发行期限趋短。

从债项级别的分布来看,短融融资券级别分布均为A-1,其余债项分布中AA占比最高¹;从主体级别的分布来看,同样是以

¹ 2014年发债企业统计公布债项级别的有33只,公布主体级别39只。

AA级为主。从发行利差来看,债项 AAA 的 14 中铝业 MTN002、14 中铝业 MTN001 的发行利差在 3% 以下, 债项 AA 的 14 神火 MTN002、14 宏桥债 02 等发行利差基本在 3% 以上,信用级别高的债发行利差较低。其中债项 AA+ 的 14 忠旺债发行利差低于债项 AAA 的 14 中铝业 MTN002, 与中诚信 2014 年中上调辽宁忠旺级别相符。



图 4 2014 年部分铝业企业发行利差

资料来源:Wind 资讯,远东资信整理

(二)行业信用风险揭示

在上调魏桥铝电信用级别的同时,市场对民营企业信用风险溢价补偿仍然较高

从 2014 年铝业行业存续期间企业债项级别的分布来看,短融融资券级别分布均为 A-1, 其余债项分布中 AA+ 占比最高。2014 年存续期内债券未发生债项级别降低的情况,基本维持上年债项级别。级别上调的是中诚信对辽宁忠旺集团有限公司的债项级别从 2013 年的 AA 上调至 AA+ 之外,调级理由主要是,中诚信认为 2014 年该公司工业型材和铝型材深加工生产线项目的陆续投放使得公司高附加值产品占比不断提高,整体竞争实力和抗风险能力有望进一步增强。新世纪对山东魏桥铝电有限公司债项级别从 2014 年中跟踪评级报告的 AA 上调至年报的 AA+, 调级该企业电力能源自给率较高,因规模扩张形成了较强的成本优势。

从主体级别的分布来看,同样是以 AA+

级为主。2014 年主体级别未发生级别调降情况,多以维持上年主体级别为主,中诚信对辽宁忠旺集团有限公司的主体级别从 2013 年的 AA 上调至 AA+,。新世纪对山东魏桥铝电有限公司主体级别从 2014 年中跟踪评级报告的 AA 上调至年报的 AA+, 联合资信对湖南晟通科技集团有限公司的主体级别从 2013 年的 A+ 上调至 AA-。湖南晟通科技集团有限公司 07 年发行的“07 晟通债”由中国建设银行股份有限公司提供不可撤销连带责任担保,因此其债项级别为 AAA, 而主体级别较低。联合资信认为该公司在产能释放的同时,不断调整其产品结构,深加工产品向全铝运输车发展,综合实力和抗风险能力将进一步提高。

对 2014 年存续期间铝业发债企业信用利差进行分析,选择主体级别 AAA 的 10 中铝 MTN1, 主体级别 AA+ 的 13 魏桥铝电 MTN1 和 11 桂投资 MTN1, 主体级别 AA 的 12 云铝 MTN2 和 10 神火 MTN1 分析债券信用级别与市场收益率的关系。以债券交易日结算到期收益率与同期限国债到期收益率的差为信用利差。10 中铝 MTN1(AAA)2014 年全年信用利差为 0.2% 到 2% 之间, 平均值为 1.11%, 呈现前低后高的趋势。10 中铝 MTN1 (AAA)2014 年全年信用利差为 0.2% 到 2% 之间, 平均值为 1.11%, 呈现前低后高的趋势。13 魏桥铝电 MTN1(AA+) 与 11 桂投资 MTN1(AA+) 全年信用利差则出现较大的差异。13 魏桥铝电 MTN1 信用利差保持在 3% 到 4.5% 之间, 平均利差为 3.85%; 而 11 桂投资 MTN1 信用利差保持在 0.5% 到 3% 之间, 平均为 1.75%。12 云铝 MTN2(AA) 全年信用利差分别为 1.5% 到 2.7% 之间, 平均值为 2.02%; 10 神火 MTN1(AA) 全年信用利差

分别为 1.0%到 3.8%之间, 平均值为 2.68%, 与呈现前低后高的趋势。以上三类债券的全年信用利差均显现前低后高的走势, 与 2014 年投资人对整体债券违约风险预期上升相关。随着 2013 年私募债的违约风险暴露, 以及 2014 年逐步出现的公募债偿还延期, 市场对债券的风险溢价抬高, 对于债券的信用风险的补偿溢价上升。同样, 高级别债 (AAA) 的信用利差低于稍低级别债 (AA+ 与 AA) 的信用利差。然而, 虽然新世纪对山东魏桥铝电有限公司从 AA 调升至 AA+, 但信用利差没有出现相应的下降, 投资人仍然没有相应地降低对其信用风险的判断。并且 13 魏桥铝电 MTN1 年度平均信用利差 3.85% 远高于主体级别为 AA 的 12 云铝 MTN2 的 2.02%, 及 10 神火 MTN1 的 2.68%。远东资信认为, 市场对于民营企业信用风险的溢价补偿仍然较高。



图 5 2014 年部分铝业企业信用利差

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

远东资信对存续期间发债企业主体级别进行评级结果显示, 2014 年铝业发债企业信用水平基本维持在 2013 年信用水平。与此同时, 评级公司对发债企业调级, 新世纪、中诚信分别上调山东魏桥铝电和辽宁忠旺的主体级别。但从被调级企业山东魏桥铝电信用利差的变化也显示, 市场对其信用风险的判断仍然没有下调, 整个铝业行业企稳回升的趋势仍然不明显。

四、行业信用风险趋势展望

铝的周期性与宏观经济周期性高度相关, 铝价与行业信用水平间存在一致性相关, 且制造业 PMI、工业增加值增速两项指标对铝业存在周期性先导指标特征。铝业的下游主要为建筑、电力和交通运输, 均与宏观经济高度相关。当宏观经济处于上升期时, 下游行业增长迅速, 对铝的需求增加, 产品价格上升, 行业整体盈利水平提高, 偿债能力增强; 当宏观经济处于下降期时, 下游行业增速放缓甚至出现负增长, 铝产品需求萎缩, 价格下跌, 行业整体盈利水平下降, 偿债能力降低。铝价一定程度上反映了行业的总体景气水平, 因此下面着重分析铝价的周期性影响因素, 以指导行业周期性分析。根据 2003 年以来, LME 铝月度均价与我国工业增加值增速、我国制造业 PMI 指数的时间序列分析表明, 铝价与上述两者存在显著联系, 而且, 工业增加值增速、制造业 PMI 指标存在领先铝价变动 1-5 月的特征, 即上述两指标对铝价存在一定程度的先行预示作用。例如, 2008 年 11 月制造业 PMI 见底 (38.8%), 2008 年 11 月工业增加值增速见底 (5.4%), 而铝价见底时间为 2009 年 3 月 (1373.95 美元/吨), 滞后 PMI 和工业增加值增速 4 个月。



图 6 影响铝业的周期性
先导性指标-铝价与工业增加值

资料来源: Wind, 远东资信整理

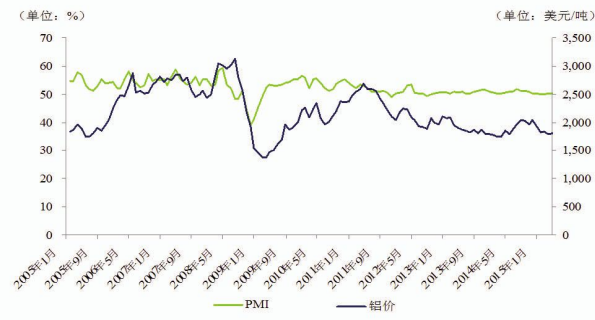


图 7 影响铝业的周期性
先导性指标-铝价与制造业 PMI

资料来源:Wind,远东资信整理

2014年初以来,上述几个指标仍面临较大压力,其中2014年工业增加值增速

7.0%,增速较上年的7.6%继续下降;2014年制造业PMI平均为50.70%,仅稍稍高于荣枯分界线,而LME铝价则持续低迷。因此,预计短期内铝业信用水平仍将承压,或将进一步有所下滑,2015年铝业是否具备整体性触底回升的前景仍不明朗。截至2014年末,铝业行业尚未发生违约事件。但是随着行业竞争格局的加剧,各项关键指标维持弱势,产品结构较为单一、竞争优势不明显,由于前期产能扩张而导致财务杠杆高企,流动性压力加大的铝业企业可能会爆发出信用风险。