



信用等级通知书

信评委函字[2011]011号

云南锡业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“云南锡业股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一一年五月十七日

云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	云南锡业股份有限公司
申请规模	不超过人民币 12 亿元 (含 12 亿元)
债券期限	7 年
担保主体	云南锡业集团 (控股) 有限责任公司
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

锡业股份	2008	2009	2010	2011.Q1
所有者权益 (亿元)	24.49	25.69	46.37	48.23
总资产 (亿元)	68.72	74.02	113.31	128.62
总债务 (亿元)	39.19	44.45	61.18	70.45
营业总收入 (亿元)	91.64	71.55	92.67	31.96
营业毛利率 (%)	12.64	12.21	13.86	18.03
EBITDA (亿元)	3.81	4.75	7.87	-
所有者权益收益率 (%)	0.88	5.12	7.88	3.84
资产负债率 (%)	64.36	65.29	59.08	62.50
总债务/EBITDA (X)	10.29	9.35	7.77	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.66	2.50	3.55	-

锡业控股	2008	2009	2010
所有者权益 (亿元)	52.11	57.33	83.34
总资产 (亿元)	168.53	195.20	296.88
总债务 (亿元)	68.19	85.69	134.87
营业总收入 (亿元)	134.27	118.04	164.38
营业毛利率 (%)	14.23	20.90	15.28
EBITDA (亿元)	6.81	7.69	15.85
所有者权益收益率	0.98	4.18	6.02
资产负债率 (%)	69.08	70.63	71.93
总债务/EBITDA	10.01	11.14	8.51
EBITDA 利息倍数	2.21	3.15	3.72

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;

分析师

唐 雯 wtang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2011 年 5 月 17 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 评定“云南锡业股份有限公司 (以下简称“锡业股份”或“公司”) 2011 年公司债券”信用等级为 AA⁺, 该级别反映了本次债券的信用质量很高, 信用风险很低。本级别考虑了云南锡业集团 (控股) 有限责任公司 (以下简称“云锡控股”) 提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

中诚信证评评定锡业股份主体信用等级为 AA, 该级别反映了公司偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。中诚信证评肯定了公司世界领先的行业地位, 丰富的锡资源储量, 在冶炼及加工规模、技术、品牌和产业链等方面的优势以及有力的政府支持等有利的评级因素; 同时我们也关注到锡产品价格具周期性波动、公司拓展锡化工产业面临一定市场风险以及资本支出压力较大等因素对公司整体信用状况的影响。

正 面

- 稳固的行业领先地位。公司是世界锡行业的龙头企业, 2010 年, 其锡产品在国际和国内市场的占有率分别达到 16.75% 和 41.59%, 是全球最大的锡生产、出口基地和最大的锡化工基地。
- 丰富的锡矿资源储备。锡作为稀缺金属, 在地壳中含量极低, 截至 2010 年底公司保有锡资源储量 54.7 万吨, 约占中国储量的 18%, 世界储量的 6%。同时公司找矿成果显著, 每年新增加的资源储量均大于生产消耗的资源量, 为公司的可持续发展提供了资源保障。
- 完整的锡产业链。公司的产业链涵盖了锡的采选、冶炼和深加工, 是全球唯一一家具有完整锡产业链的公司。
- 多金属板块逐步形成。公司 10 万吨/年铅冶炼项目于 2011 年 3 月正式投产; 10 万吨/年铜冶炼项目也将于 2011 年下半年试生产, 公司将形成以锡、铅、铜为主的多金属板块的生产格局。

- 有力的政府支持。在资源获取方面，公司获得云南省政府和红河州政府的有力支持，目前云锡控股已获得云南省内约 74% 的锡资源；同时公司还享受收储、税收等方面的优惠政策和支持。

关 注

- 盈利能力受锡等有色金属价格波动影响较大。2008 年爆发全球性金融危机以来，随着国内外经济形势的反复，有色金属需求量变化较大，加之行业竞争加剧，有色金属价格波幅加大，行业企业的盈利能力受到较大影响。
- 产业链优势尚未充分体现，深加工产品盈利能力较低。公司锡材、锡化工产品品种多、批量小、单一产品市场容量有限，同时受出口下降及行业竞争激烈影响，市场开拓存在一定难度。
- 未来资本支出规模较大，债务压力有上升趋势。截至 2011 年 3 月底，公司资产负债率和总资本化比率分别为 62.50% 和 59.36%。随着未来资源开发力度的加大，公司资本性支出仍将增加，公司债务规模存在进一步攀升的可能。

概 况

发债主体概况

云南锡业股份有限公司成立于1998年11月，是经云南省人民政府批准，由云南锡业公司作为主要发起人，将其部分采矿、选矿、冶炼、深加工以及销售业务的主要生产经营性净资产作为国有法人股投入，与个旧锡资工业公司、个旧锡都有色金属加工厂、个旧聚源工矿公司、个旧银冠锡工艺美术厂等四家企业共同发起设立的股份有限公司。2000年2月，公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码：000960）。目前，公司控股股东为云南锡业集团有限责任公司（以下简称“云锡集团”），截至2010年底其持股比例为50.51%。公司发起人云南锡业公司于2006年改制为云南锡业集团（控股）有限责任公司（以下简称“云锡控股”），是云南省国有资产监督管理委员会的全资控股公司，为公司的实际控制人。截至2010年底，锡业股份共有下属分公司11家、全资子公司6家、控股子公司3家。

公司是目前国内锡行业唯一的上市公司，是全球最大的锡生产、加工、出口基地。公司主要经营有色金属锡的采矿、选矿、冶炼，锡化工，锡材深加工，铅冶炼，铜产品、贵金属材料的生产。主要产品有锡锭、铅锭、铟锭、银锭、铋锭、铜精矿、锡铅焊料及无铅焊料，锡材、锡基合金、有机锡及无机锡化工产品等40多个系列1,470多个品种。

截止2010年末，公司总资产113.31亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.37亿元；2010年公司实现营业总收入92.67亿元，归属于母公司股东的净利润3.66亿元，经营活动现金净流量1.44亿元。截止2011年1季末，公司总资产128.62亿元，所有者权益48.23亿元；2011年1季度公司实现营业总收入31.96亿元，归属于母公司股东的净利润1.85亿元，经营活动现金净流量5.47亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券
发行总额	不超过人民币 12 亿元（含 12 亿元）
债券期限	7 年
债券利率确定方式	本次债券票面利率由发行人和联合主承销商按照发行时网下询价结果共同协商确定，在债券存续期限前 5 年保持不变；如发行人行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在存续期限后 2 年的票面利率为债券存续期限前 5 年票面利率加上上调基点，在债券存续期限后 2 年固定不变
发行价格	按照票面金额平价发行
债券形式	实名制记账式公司债券
担保人及担保方式	云南锡业集团（控股）有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
募集资金用途	拟用 8 亿元偿还短期借款或一年内到期的长期借款，剩余资金补充公司营运资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

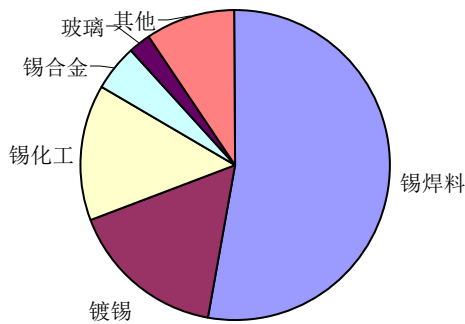
行业分析

行业概况

锡具有良好延展性，能与大多数金属形成合金，锡及其合金通过化学反应，可以生成特性相差很大的各种化合物。锡无毒，因此被称为“绿色金属”，从而广泛地应用于冶金、电子、包装、电器、化工、建材、机械、汽车、航天、军工等行业。

目前全球锡及锡产品主要应用于锡焊料（电子行业和工业）、镀锡板（马口铁）和锡化工。根据ITRI统计，2009年上述三个行业在国际锡消费市场所占的比例分别为47.40%、16.80%、13.30%。其中，锡焊料以锡铅合金为主，主要用于电器仪表工业中元件的焊接，以及汽车散热器、热交换器、食品和饮料容器的密封；镀锡板（俗称马口铁）是国际上通用的包装产品；锡化工产品分为无机锡和有机锡，近年来锡的无机化合物广泛用于锡合金电镀、陶瓷釉及颜料、催化剂、玻璃等工业生产；有机锡在化工塑料行业用作热稳定剂、催化剂，在农业、医药、纺织方面用作杀虫剂、杀菌剂，在林业和船舶方面用作防腐剂和涂料等。此外，锡工艺品也具有广阔的市场空间。

图1: 锡下游需求结构



资料来源: ITRI, 中诚信证评整理

锡行业是典型的需求引导行业,锡产品的市场需求与宏观经济和相关下游行业的发展状况紧密相关。2008 年第四季度爆发的全球范围的经济危机,使电子、化工、制造业等下游行业受到较大影响,锡消费量也随之减少。2009 年以来,在国家 4 万亿投资计划、收储以及《有色金属产业调整和振兴规划》等政策的刺激下,锡主要下游行业生产销售情况显著回升,并带动了焊料行业的全面复苏,锡行业的需求大幅增加。据世界金属统计局数据显示,2010 年全球锡需求量总计 36.3 万吨,已恢复到 2007 年的水平。

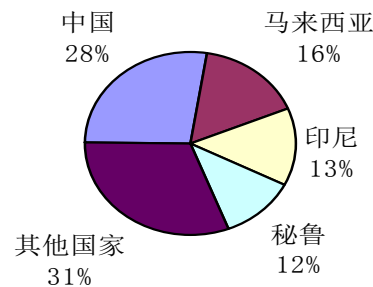
电子行业是锡行业至关重要的下游行业。就我国而言,主要用于电子行业的锡焊料占锡消费总量的70%左右,近年我国电子行业工业产品产值年增长率均在50%以上,电子产品出口额一直保持强劲的上升趋势,可以预见,我国未来几年电子行业用锡量将保持强劲增长。

另外,日益提高的环保要求将推动锡的消费。日本已从2003年起全面禁止有铅焊料;欧洲从2006年7月起在制造的电子设备中禁止使用4种重金属(铅、镉、汞、六价铬);美国则在2008年全面使用无铅产品。中国信息产业部也提议国家重点监管目录内的电子信息产品不能含铅,若全面实行,目前锡铅焊料中锡含量60~63%将升至无铅化后的95-98%。仅此一项就将使锡消费每年增加约6万吨。环保要求的不断提高是世界经济发展不可逆转的趋势,作为绿色资源,并凭借其可替代多种材料的特点,锡需求量将不断提高。

矿产分布

锡作为稀缺金属,在地壳中含量仅为0.0002%左右。从全球锡资源的分布来看,中国占比最大为28%,其余依次为印度尼西亚、秘鲁、巴西和马来西亚等国。从矿产量的分布来看,中国占比为37.46%,印度尼西亚为32.57%,秘鲁为12.38%,前三大生产国合计占比82%,集中度非常高。

图2: 世界锡资源分布情况

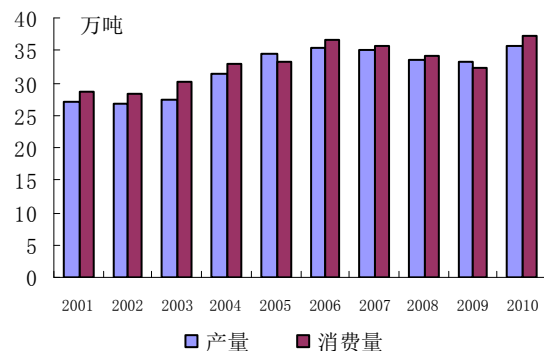


资料来源: cru, 中诚信证评整理

从全球锡矿资源来看,近几年全球范围尚未发现新的大型矿山,锡的新矿山发现速度低于开采速度,全球储量逐步下降。由于锡的多项理化特性,目前尚未找到与其性能完全相同的替代品。另外,锡在焊料、镀层中的应用导致回收比较困难,尽管目前尝试了多种回收方法,但工艺复杂、成本较高,不利于大规模工业生产。现在90%的锡锭都由锡精矿生产,替代品的缺乏和较低的回收率进一步加剧了锡资源的紧张。

全球锡行业生产高度集中,已经逐渐形成了寡头垄断格局,目前前十大锡生产企业产量约占全球产量的73%。全球锡消费量有上升趋势,但由于近年来锡行业总体呈现供略小于求的局面,库存量及产量持续下降,根据世界金属统计局数据显示,2010 年全球精炼锡供应短缺 1.2 万吨。

图3: 2001~2010 全球锡产量与消费量

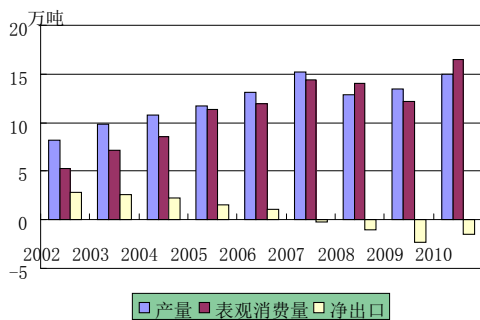


资料来源: 世界金属统计局, 中诚信证评整理

中国的锡矿资源主要分布在云南、广西、湖南三省，而云南个旧和广西南丹大厂两个特大型锡矿区是中国最重要的锡矿资源集中地。我国锡行业国内总产量的 85% 由占企业总数量 20% 的大型企业生产。锡行业属资源消耗型行业，受国家资源保护政策管制，不允许外资独资开采经营，存在较高的行业政策壁垒；同时，对锡矿产资源严重依赖，存在资源产地的制约障碍；此外，锡行业属资金和技术密集型行业，进入成本很高。

我国是锡产品的最大生产国，精锡产量和锡精矿产量自 1993 年以来连续居世界第一。2008 年我国锡产量约 12.95 万吨，较上年减少 13.12%，占全球产量的 39.24%。由于国家配额政策的导向，出口关税的增加和人民币升值，我国锡出口量由 2007 年的 2.35 万吨减少到 2008 年的 517 吨。2010 年，伴随锡价格的复苏，冶炼企业生产热情回温，我国锡产量增长至 14.94 万吨，显示国内锡消费形势较强劲。自 2007 年以来，中国已由全球最大的精锡出口国转变为净进口国，这种转换不仅仅由于中国消费的快速增加，同时也受原料短缺的影响。预计未来 3~5 年，中国精锡供应增速将小于消费增速，进口锡成为重要补充，锡产品净进口国地位将愈加明显。

图 4：2002~2010 年国内锡市场供求情况



数据来源：安泰科，中诚信证评整理

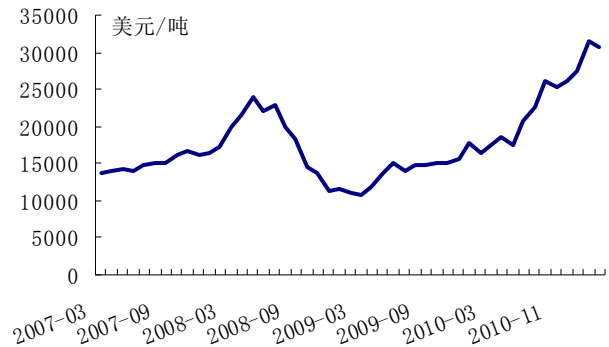
锡资源的稀缺性、生产的高度集中以及废锡回收难度较高决定了未来锡的全球供应量不会大幅度增加，未来一段时期内锡的供应将呈偏紧状态。

价格走势

2008 年下半年受全球经济危机导致的需求下降影响，锡产品价格大幅下跌，由 2008 年 8 月的 25,000 美元/吨左右下降到 2009 年初的 10,000 美元/

吨左右，促使锡生产企业纷纷停产或减产。2009 年初由于我国有色金属振兴计划通过和云南省对公司收储 6,000 吨锡的实施以及供应的减少，我国锡价格小幅上升，并带动世界锡价格的回升。

图 5：2007.3~2011.2 LME 锡价格走势



数据来源：聚源资讯，中诚信证评整理

2010 年以来，由于主要生产国印尼控制资源开采同时受雨季延长导致锡减产、刚果几个锡的主产省禁止开采以及中国大部分冶炼企业就节能减排问题、环保问题等展开了大规模的减产、限产和停产措施等因素影响，部分生产商产量下降。同时随着下游需求的逐步回升，市场供应开始趋紧，全球锡库存持续下降。供应的减少和需求的回升为锡价格的上升提供了强劲支持，锡价持续攀升并不断创历史新高。2011 年 2 月 LME 三个月锡价格为 26,119 美元/吨，较 2010 年初上涨了 47.50%，国内锡价格也达到 199,800 元/吨。未来一段时期，供应趋紧和下游需求稳定上升的趋势将持续对锡价格提供有力支撑。

行业关注

环保及行业准入政策

为对矿产资源开发进行整合，2006 年国务院办公厅发布了《国务院办公厅转发国土资源部等部门对矿产资源开发进行整合意见的通知》（国办发〔2006〕108 号），其主要精神为：除继续暂停颁发钨、锡、锑、稀土矿产的采矿许可证外，还将对钨、锡、锑、稀土矿产的开采实行总量控制，通过资源整合，切实解决重点矿区、重点矿种存在的秩序混乱问题。另外，锡作为中国重要的优势矿产资源，国家发改委还颁布了《锡行业准入条件》（2006 年第 94 号公告），作为各有关部门对锡生产企业进行

投资管理、土地供应、环保审批、信贷融资等工作的依据。这将提高锡行业的准入门槛，有利于大企业进行资源整合，进一步提高综合竞争力。

出口政策

国家正在加强对高耗能、资源性产品出口的控制，近年针对锡产品的出口税率屡次进行调整。2005年底国家发改委发布《关于控制部分高耗能、高污染、资源性产品出口有关措施的通知》，从2006年1月1日起，将9个税则号下所有锡及其制品、锡废碎料的出口退税率下调到5%；根据发改委下发的《关于调整部分商品出口退税率和增补加工贸易禁止类商品目录的通知》，从2006年9月14日起，锡锭、铅锭及焊锡条等产品的出口退税被取消。2008年1月1日起，中国调高了锡产品出口关税，锡矿砂及精矿为20%，非合金锡10%，锡废碎料10%。2011年锡精矿收20%的暂定出口关税，非合金锡收取10%的关税。同时，我国锡及锡制品出口配额总量（金属量）也持续下降，由2003年的6.5万吨降至2011年的1.89万吨，是出口配额连续下降且下降幅度最大的工业品。

竞争优势

公司是世界锡工业的龙头企业，最大的锡生产、出口基地和最大的锡化工基地，在资源、规模、生产技术和市场份额等方面均处于世界锡行业领先地位。

资源及规模优势

公司的核心基地位于云南省红河州个旧地区，拥有良好的成矿条件，享有“锡都”之誉，是我国锡储量最丰富的地区，锡资源占全国总量三分之一以上，是我国最重要的锡工业基地。除此以外，该区域还蕴藏丰富的铜、铅、银等多种有色金属、稀有金属矿产，目前已探明各种有色金属资源储量1,000多万吨。个旧矿区有良好的成矿条件，目前地质勘查的地域仅15%左右，其余85%的地域仍有较好的成矿条件，进一步找矿的前景广阔。此外，个旧地区锡矿经过上百年采选形成了大量的尾矿，回收技术若能得到突破，按现有加工能力测算，已堆积的尾矿可继续供应公司生产约20年以上。

为了进一步扩大资源优势，公司还加大对省外资源的整合。公司已进入锡资源丰富的湖南郴州地区，并将在该地区建成公司第二大锡生产基地，该地区拥有以锡为主的多金属有色金属矿产约10万吨。

总体看来，公司找矿成果显著，每年新增加的资源储量均大于生产消耗的资源量，为公司的可持续发展提供了资源保障。公司目前拥有的锡、铜、铅等有色金属的储量分别为：锡54.7万吨、铜77.9万吨、铅14.2万吨，其中锡储量约占中国储量的18%，世界储量的6%。

在国内市场上，除锡业股份以外，较大的几家精锡生产企业包括：云南乘风有色金属股份有限公司、柳州华锡集团、个旧自立矿冶有限公司。相比之下，公司具有资源储量丰富、规模大和产品品种多的优势，目前公司锡锭产品的国内售价一般高出同类产品约1,000~2,000元/吨。2010年公司锡产品国内市场占有率约在41.59%。

在美国和南美洲市场，与公司竞争比较激烈的对手是秘鲁的Minsur，其主要产品为低铅锡，Minsur采取低价策略抢占市场份额，具有较强的竞争力。在亚洲、欧洲市场，公司的主要竞争对手包括马来西亚的MSC Group和印尼的PT Timah。这两家企业的产品在价格上对公司产品构成了一定的压力，但在质量及产品结构方面公司具有较强优势。2010年公司锡产品国际市场占有率为16.75%。

表 2：2010 年全球主要锡生产商精锡产量

主要生产商	单位：吨	
	2009年	2010年
锡业股份	55,898	59,180
PT Timah (印尼)	45,086	40,413
MSC Group (马来西亚)	36,407	38,737
Minsur (秘鲁)	33,920	36,052
Thaisarco (泰国)	19,300	23,505
柳州华锡集团	10,500	14,300
云南乘风有色金属股份有限公司	14,947	14,155
EM Vinto (玻利维亚)	11,805	11,520
Metallo chimique (比利时)	8,690	9,945
个旧自立矿冶有限公司	5,600	9,000
Koba (印尼)	7,455	6,644
江西南山	3,000	6,000

资料来源：ITRI，中诚信证评整理

政府支持

公司得到云南省政府和红河州政府的大力支持。2004年云南省政府批复了《云南省锡行业整合总体方案》，确定对行业内企业整合，将锡资源向公司母公司云锡集团集中。2005年9月，云南省国土资源厅出台《云南省矿产资源开发整合总体方案》，并开始对锡、铜等6种重点矿产资源的开发秩序进行整顿。同时红河州政府也对公司在资源整合方面给予有力支持。目前云南省已完成了对金、锡、钨3个矿种的整合，其中在已探明的保有资源储量中，省内约74%的锡资源已集中到云锡控股。目前云锡控股已完成对个旧矿区以及云南省内梁河锡矿、文山都龙的锡资源整合。

2009年初云南省政府向公司收储锡产品6,000吨，一定程度上缓解了公司的流动性压力；同时根据《国务院关于实施企业所得税过渡优惠政策的通知》、《财政部、国家税务总局、海关总署关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》中规定的西部大开发企业所得税优惠政策，公司在2008年至2010年期间享受西部大开发企业的所得税优惠政策，执行15%的企业所得税税率。根据《财政部、国家税务总局关于再生资源增值税政策的通知》，公司经营再生资源回收与利用符合相关规定的，2009年销售再生资源实现增值税按70%的比例退回，2010年按50%退回。所得税和增值税税收优惠政策减少了公司的税收支出，降低了公司的税务负担。

技术和品牌优势

公司在锡地质找矿、测量、采矿、重选、浮选、磁选、湿法冶炼、火法冶炼中总结出了较为丰富的经验，并形成世界先进的锡火法精炼技术，使得公司的锡熔炼技术位于国际领先地位。此外，公司还通过引进新工艺、新技术、新设备改善锡产品生产条件，大幅提高了产品质量和市场竞争能力。

在技术研发方面，云锡控股下属昆明贵金属研究所是我国唯一从事贵金属多学科领域综合性研究开发的科研院所，是世界知名的贵金属研究所之一。雄厚的技术研发实力为公司保持较高的技术水平提供了有力的支持。截至2010年底，公司拥有有效专利14项，其中，2010年在有色金属采、选、冶及

有色金属新材料等领域申请专利13项，获批2项。公司分别于2010年8月、2010年9月被伦敦金属交易所指定为“锡品牌测试工厂”和“铅品牌测试工厂”。在有色金属再生利用节能减排方面，公司2010年累计购入二次原料占购入原料总量的17.7%，产品结构和技术水平不断提升。

在品牌建设方面，公司先进的工艺技术水平为产品质量提供了较好保障，公司生产的精锡精度达到99.999%，高于其它同类生产企业，产品具有较好的市场竞争优势。由于产品质量可靠，公司在1992年获准英国伦敦金属交易所的注册商标云锡牌“YT”，已经成为行业内知名品牌，这也为公司产品销售提供了保障。

产业链优势

公司的产业链涵盖了锡的采选、冶炼和深加工，是世界上唯一一家具有完整锡产业链的公司。而公司主要的竞争对手，秘鲁Minsur、马来西亚的MSC Group和印尼的PT Timah都是从事单纯的锡采选和冶炼。

完整的产业链有助于公司产品结构的优化，获得更高的产业附加值，并能更好地抵御锡价波动的市场风险。

业务运营

公司是中国最大的锡生产、加工基地，目前以精锡、锡铅焊料、锡材以及锡加工系列产品为主，辅以铜、铅等产品。2008~2010年公司营业总收入分别为91.64亿元、71.55亿元和92.67亿元。2011年1~3月公司实现营业总收入31.96亿元。

原材料供应

公司主要原材料包括锡精矿、铜精矿以及铅精矿。

公司锡精矿生产集中于大屯锡矿、老厂矿区、卡房矿区和湖南郴州裕丰矿区等四地。

鉴于锡资源的稀缺性，为进一步增强资源控制力，满足可持续生产和长期发展的需要，公司在拥有丰富资源储备的同时，仍大量外购锡精矿。近年来公司锡精矿的自给率基本保持在30%~40%左右，其中2009年和2010年分别为28%和37%。由于我

国锡精矿供应商规模较小、相对分散且大部分为民营企业，目前与公司合作的供应商较多。

公司的铅精矿生产主要集中于老厂矿区。2010年公司进行10万吨/年铅冶炼技改扩建项目，现阶段铅精矿的储备全部系国外进口。由于价差的存在，未来铅精矿计划调整为以国内采购为主。

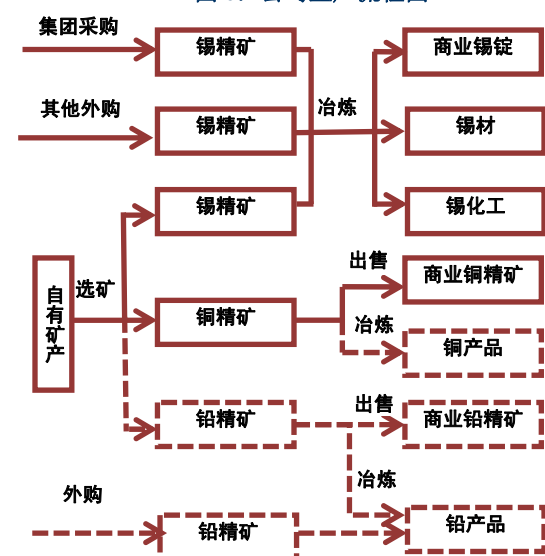
铜精矿生产主要集中于老厂矿区和卡房矿区。公司现阶段并无铜冶炼能力，因此生产的铜精矿全部直接对外销售。目前公司正在进行10万吨/年铜冶炼项目的建设，项目将于2011年下半年试生产，届时公司的铜产品将趋于丰富。公司同样面临铜精矿自给率不高的境遇，短期内铜精矿将主要通过外购获得。

在付款方式上，公司主要采用货到并完成验收后付款的方式，以支票或电汇结算为主，有效规避了采购风险，保证原料采购资金的安全使用。

总体看，公司的经营规模较大，现阶段公司锡、铅精矿自给率偏低，相当一部分的原材料缺口需要通过外购来弥补，且锡精矿供应商较为分散，锡价格大幅波动时，不利于原材料供应的稳定性。长期看，公司资源储量较为丰富，未来随着资源勘探和开发力度的加大，原料生产基地和选矿基地的建设及地区资源整合，锡、铅精矿自给率将有望得到提升。

冶炼和加工

图 6：公司生产流程图



注：——表示 2010 年已有的业务
- - -表示 2010 年未发生的业务
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司目前主要产品为锡锭、锡材、锡化工以及铅、铜等产品。

锡冶炼方面，公司锡冶炼的主要设备为 1999 年投资 1.7 亿元从澳大利亚引进的当时最先进的澳斯麦特冶炼系统，并进行了全面改造。改造后的澳斯麦特炉熔炼工艺和多项指标均优于该技术的原始持有方，处于世界业内领先水平。目前公司的锡冶炼产能达到 7 万吨/年，加上郴州云湘冶炼厂现有 1 万吨/年产能，公司可实现年 8 万吨/年的锡冶炼产能，继续保持行业内领先的规模优势。

锡化工方面，目前公司是国内最大的锡无机、有机化工生产基地，锡化工产能达 2.4 万吨/年。公司拥有的锡化合物高压合技术、真空技术等居世界一流水平，同时公司是我国唯一实现丁基锡中间体规模生产的企业。针对锡化工产业结构单一发展的状况，2010 年公司投入约 1,800 万元科研经费，进行锡化工丁基、辛基系列产品关键技术研究，积极推进个性化甲基锡系列产品、丁基氯化锡、四丁基锡、高纯单丁基三氯化锡和逆酯型甲基锡等新产品的产业化，大力开发有机锡个性化新产品，拓展发展空间。

锡材深加工方面，2008 年公司在昆明经开区建成了中国最大的锡材加工中心，年产能为 2.5 万吨，锡材加工技术装备水平得到新的提升，具有世界先进的锡粉、拉丝、挤压、锡球设备。目前公司下属郴州云湘矿冶有限责任公司正在建设 5,000 吨/年的锡材深加工项目，计划分两期开建，其中 2,000 吨/年的第一期项目将于 2011 年 6 月底建成。待该项目全部投产后公司在郴州地区将形成完整的锡产业链，公司锡材产能可达到 3 万吨/年。

2008 年后期由于产品价格大幅下降，库存上升，公司根据锡价变化及锡产品销售量变化，在四季度适时采取阶段性停产及减产措施。2009 年二季度起产量开始逐步平稳回升，2009 年公司生产锡材产品 1.44 万吨，锡化工产品 1.05 万吨。2010 年继续保持增长势头，2010 年公司生产锡材产品 1.69 万吨，锡化工产品 1.53 万吨。

铅、铜产品方面，公司 10 万吨/年铅冶炼技改扩建项目已于 2010 年 9 月投入试生产，2011 年 3 月正式投产。达产后，公司可形成年产电铅 9.87 万

吨、硫酸 8.60 万吨的生产能力。公司首创具有世界领先水平的“云锡一步炼铅”新技术、新工艺，实现了熔炼、还原、烟化三段工艺在一炉内完成，在冶炼技术和能源消耗指标方面均居行业一流水平。

2010 年 3 月，公司 10 万吨/年铜冶炼项目开工，项目采用世界先进的澳斯麦特炼铜技术及艾萨法铜精炼技术进行生产，生产工艺、技术、综合利用水平在世界处于领先地位。铜冶炼项目计划于 2011 年下半年竣工并试生产。铅、铜冶炼项目投产后公司多金属板块的生产格局将逐步形成。

在节能减排方面，公司围绕地质找矿-开采-选矿-冶炼-深加工-二次原料回收六个环节的大循环，以及采、选、冶、深加工各工艺环节、产品的小循环，推进发展循环经济。公司制定实施了《循环经济试点工作实施方案》，成为国家第二批循环经济试点企业，并被确定为有色金属行业的节能标杆企业和云南省的节能标杆企业。

整体看，公司在生产设备、技术、规模方面均保持行业领先地位，具有完善的产业链，产品品种丰富，多金属板块逐步形成。同时我们也关注到，目前锡化工等深加工产品存在品种多、批量小、单一产品市场容量小的问题；铅、铜板块规模偏小，自给率偏低，公司生产经营受行业波动影响较大。但长期看，产业链的延伸、产品附加值的提升和多金属经营有助于提高公司竞争能力和抗风险能力，未来公司铅、铜冶炼项目达产后也将成为公司新的利润增长点。

销 售

公司锡产品有 40 多个系列 1,470 多个品种，目前比较成熟稳定的产品主要包括锡锭、锡材、锡化工等，其他有色金属产品主要有铜精矿、铅矿等。公司主导产品“云锡牌”精锡、锡铅焊料为出口免检产品，精锡在伦敦金属交易所注册了“YT”商标。2010 年公司主要锡产品国内和国际市场占有率分别为 41.59% 和 16.75%，稳居锡行业龙头地位。

由于锡产品品种多，单一产品市场容量有限，公司下游客户共有 600 多家。针对客户分散的状况，公司建立了独立完整的营销和分销体系，将国内外营销网络细分为“两大市场、两大区域、六大板块”——即内外贸两大市场，国内南北两大区域，亚太、

欧洲、拉美、珠三角、长三角、环渤海经济区六大板块。针对国内市场，公司在北京、上海、苏州、武汉、成都、深圳、南海等国内大中城市均设立了分支机构；针对国际市场，公司在美国建立了云南锡业资源（美国）有限公司，在德国建立了云南锡业资源（德国）有限公司，负责产品在美国及欧洲市场的销售管理，营销网络逐步完善。

在出口方面，2008 年以来锡锭出口退税的取消、其他锡产品出口退税率的下调以及锡出口配额的减少等政策，使公司的产品出口和盈利水平受到一定负面影响。针对税收政策的变化，公司相应调整了出口产品结构，目前出口产品主要包括锡材和锡化工产品。2008~2010 年公司锡产品出口收入分别为 25.61 亿元、8.12 亿元和 13.65 亿元，占营业总收入比重分别为 27.94%、11.35% 和 14.73%。未来随着锡及锡制品出口配额总量的逐年降低，公司出口产品收入占比将呈下降趋势，公司未来将主要致力于高附加值产品的国际市场的开拓。

在收款方式上，公司销售锡产品采取现款和银行承兑汇票两种方式，其中现金收款占比 60%~70%，银行承兑汇票占比 30%~40%。公司回款率较高，近年均维持在 94% 以上。

总体看，公司锡产品品牌优势明显，销售网络较为完善，行业地位稳固，但客户比较分散，对公司进一步拓宽市场提出考验。此外，锡材、锡化工产品的市场开拓对公司产品结构调整的战略目标能否顺利实施和盈利能力的提升起到重要影响。

管 理

公司按照上市公司法人治理结构的要求，设立了股东会、董事会、监事会。公司下设 13 个职能管理部门，11 家直属分公司、7 家国内子公司、2 家国外子公司和 1 家国外孙公司。

在财务和资金管理方面，公司建立全面预算管理体系，所属分公司、子公司的成本费用预算制定后，报公司审验，由公司财务部统一平衡后，下达各项成本、费用、利润考核指标。公司各职能部门配合财务部门编制、落实考核指标，检查、分析预算执行情况。公司对各项成本费用实行二级核算、三级管理的原则，所属分公司制定本单位和费

用管理细则，报公司财务部备案。

在对外投资管理方面，由公司董事会制订公司整体投资计划，编制当期投资计划和投资方案，报股东大会审议批准。公司项目开发部负责制订具体的投资操作计划，报公司总经理办公会或董事会、股东大会批准。但随着投资地域范围的不断扩大，公司也面临一定的投资和管理风险，公司在印尼和新加坡所投资的三家公司由于外方股东的原因已存在经营风险，其中在新加坡投资的新加坡锡业（私人）有限公司目前已停止运营，公司已对全部投资提取坏账准备，但与该公司相关的或有负债风险仍然存在。另外，公司投资的印尼云南第一矿物公司和印尼邦加勿里洞锡业公司尚未注册，投资款被合作方借用，目前已由长期股权投资转入其他应收款，并全额计提坏账准备。未来海外资源并购已成为资源类企业发展的必然趋势，跨地区的矿山开发和海外分公司的运营均将对公司管理提出更高要求，我们也将对公司未来的资源并购及海外投资情况予以关注。

在安全生产和环保方面，2010年8月，国家环保部办公厅指出公司下属有色金属采选和冶炼存在的环保问题，公司已对相关生产设备及废气废水排放问题进行了全面整改，云南省环保厅、湖南省环保厅已分别就整改情况向国家环保部出具意见函，认可公司的整改工作。我们将对公司后续环保生产情况保持关注。

总体看，公司管理体系规范，管理制度较完善。但我们也关注到公司产业链环节较多、人员负担相对较重，随着生产链和生产地域的不断延伸，公司管理跨度和协调难度不断加大。未来我们将对公司国内外资源整合、并购以及环保等事项保持关注。

战略规划

在资源开发方面，公司规划继续突出个旧东部核心地位，推进深部及外围地质勘探，加速区域性现代化矿山建设，用3至5年时间建成六大坑下生产基地和三大选矿基地，实现新增有色资源储量200万吨目标，采选规模达1,000万吨/年；在云南省、红河州、个旧市政府的支持下，快速推进个旧西区、红河州及滇西、滇东南地区锡、铅、铜资源

拓展和原料生产基地建设；加强以湖南、新疆、内蒙等省区为重点的资源调研和开发工作；加大对东南亚、中亚、南美洲、澳大利亚等国家和地区的矿产资源、原料市场信息收集和研发，积极探索利用国外锡精矿、含锡物料的途径，促进资源保障水平大幅提升，最终实现原料自给率达50%以上。

在生产规模方面，公司计划至2015年生产产品锡10万吨，其中，深加工产品7万吨，实现销售收入166.2亿元；生产铅产品10万吨，深加工产品达2万吨，实现销售收入30.8亿元；生产铜产品10万吨，实现销售收入76.8亿元。

主要建设项目方面，公司7万吨/年锡冶炼技改工程和有色金属回收基地回转窑系统已投入运行；云湘矿冶1万吨/年锡冶炼技改项目精炼等系统已投入生产；郴州屋场坪1,500吨/日采选工程加强试生产组织管理，技术改造及技术攻关工作积极推进；公司10万吨/年铅技改扩建项目总投资12.63亿元，已于2010年9月投入试生产，2011年3月正式投产；10万吨/年铜冶炼项目前期工作基本完成。项目采用整体外包方式，总承包方于2010年3月开工建设，计划于2011年下半年试生产。

从公司的战略发展规划来看，我们认为其定位合理，主营业务明晰，通过充分利用资源优势和产业链的进一步延伸，提升产品附加值，多金属板块的逐步成熟也将提高公司的整体抗风险能力。同时，我们也关注到，矿山开采项目投资较大，建设周期较长，深加工产品的市场开拓和推广需要较长时间和较大资金的投入，且存在一定市场风险。此外，未来进行的资源勘探、收购等也将进一步加大资本支出，公司面临一定资金压力。

财务分析

以下财务分析是基于公司提供的经信永中和会计师事务所有限公司审计的2008~2010年合并审计报告以及未经审计的2011年一季度合并财务报表。其中，2008年、2009年审计报告系标准无保留意见，2010年审计报告为带强调事项段的无保留意见。其强调事项为：2009年11月5日公司收到新加坡国际仲裁中心当日签发并送达的《对云锡股份有限公司关于2007年10月2日云锡股份有限公

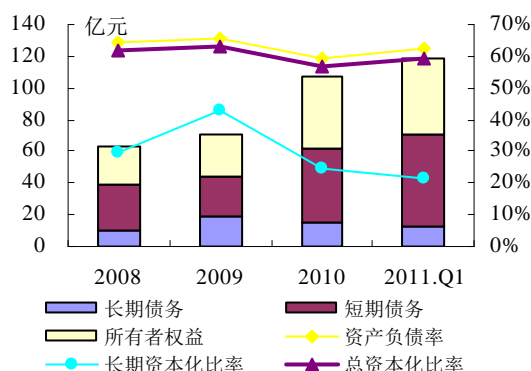
司、新加坡锡业（私人）有限公司以及荷兰银行新加坡分行签署的备用承购合同的索赔仲裁通知》，该仲裁涉及的荷兰银行新加坡分行向公司提出 23,209,698.60 美元加上 7% 消费税和 13,871.86 美元的含铅物料销毁补偿款或经鉴定的其他损失。目前该仲裁事项尚在审理之中，其结果具有不确定性，故暂无法判断该事项对公司造成的确切影响。

资本结构

为完善产业链布局以及构建多金属板块，近年公司的投资规模逐步加大，公司总资产规模相应增加，2008~2010 年分别为 68.72 亿元、74.02 亿元以及 113.31 亿元，三年复合增长率为 28.41%。公司所有者权益（含少数股东权益）2008~2010 年分别为 24.49 亿元、25.69 亿元以及 46.37 亿元，三年复合增长率为 37.59%。公司所有者权益的增加除历年利润累积之外，2010 年 1 月公司进行配股融资以及可转债的转股，也有效充实了公司自有资本实力。

从资本结构看，随着近年来对外投资和固定资产投资增加，公司总债务由 2008 年末的 39.19 亿元上升到 2009 年末的 44.45 亿元，资产负债率和总资本化比率也由 2008 年末的 64.36% 和 61.54% 上升至 2009 年末的 65.29% 和 63.37%。2010 年以来，公司铅、铜等在建项目先后进入投资高峰期，2010 年末公司总债务增加至 61.18 亿元，但同期因完成配股融资及可转换公司债券持有人选择转股使得公司自有资本增幅也较大，在上述因素的综合作用下，截至 2011 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别略降至 62.50% 和 59.36%。资本结构有所优化。

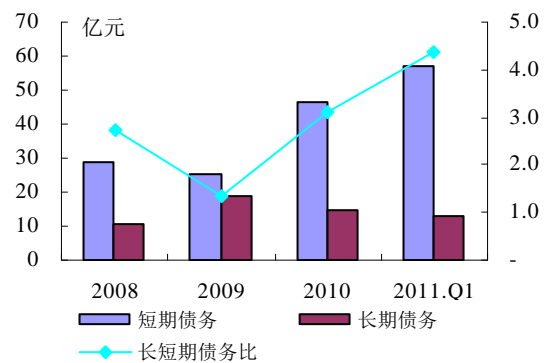
图 7：2008~2011.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构看，公司的短期债务压力一直较大。2008 年公司短期债务占总债务比重为 73.33%，短期/长期债务为 2.75 倍，由于 2009 年业务规模一度萎缩，该两项指标分别降至 57.08% 和 1.33 倍，但 2010 年以来公司业务规模逐步恢复并扩大，加大了流动资金需求，短期债务大幅上升，短期债务比重和短期/长期债务分别上升至 75.61% 和 3.10 倍，至 2011 年 3 月末更是达到了 81.38% 和 4.37 倍，短期债务压力上升趋势明显。为改善这一状况，公司除及时进行配股融资外，另拟发行 7 亿元 5 年期的中期票据。此外，若本次债券成功发行，也可进一步改善公司长短期债务结构，并增强较长建设周期中公司资金的稳定性。

图 8：2008~2011.Q1 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

根据公司规划，未来三年公司仍将保持一定投资规模，且铅、铜项目达产后对流动资金需求将大幅增加，预计公司未来长短期债务规模仍有增加趋势，资产负债率和总资本化率可能还会有所上升。但长期看，基于锡产业未来良好的发展前景、公司作为全世界最大规模的锡生产企业具有的优势以及多金属业务板块的发展，预计未来公司整体抗风险能力和综合实力将会有较大提升，同时作为 A 股上市公司，公司可利用股权融资方式筹集资金，资产负债率和总资本化比率也将在可控范围内。

盈利能力

近年，公司收入和盈利能力受行业波动影响较大。2008~2010 年，公司营业总收入分别为 91.64 元、71.55 亿元和 92.67 亿元。其中，2009 年，受金融危机影响，公司主要产品销售价格出现了大幅下跌，其中国内锡锭、锡材、锡化工、铜精矿销售

均价分别下降了 26.95%、25.71%、10.78%、34.43%。出口锡材、锡化工销售均价也出现了不同程度的下跌。由此，2009 年公司营业总收入较上年减少 21.92%。同期，因价格原因，公司盈利能力有所下降，2008~2010 年公司营业毛利率分别为 12.64%、12.21% 和 13.86%。2010 年以来锡等有色金属产品下游需求和价格均大幅回升，公司盈利能力明显好转，当年公司营业总收入同比增加 29.52%，营业毛利率较上年提升 1.65 个百分点。2011 年，锡价继续呈上升态势，1~3 月公司实现营业总收入 31.96 亿元，较上年同期增加 57.07%，营业毛利率进一步上升至 18.03%。

分产品来看，锡锭仍是公司利润的主要来源。2009 年，公司在不利的市场环境下，积极改变营销策略，加大销售力度，使锡锭销售收入较上年增长 17.87%。2010 年锡锭销售规模继续稳步扩大，收入较上年大幅增长 35.63%。2011 年以来，锡锭的销售规模和售价持续攀升，作为锡锭原材料的锡精矿的自给率也由 2010 年的 37.80% 升至 44.04%，大幅提升了锡锭的盈利空间，2010 年 1 季度锡锭销售收入为 19.09 亿元，毛利率也显著提升。2009 年公司锡材产品受出口量和销售价格下降以及市场竞争激烈影响，收入和盈利能力均大幅降低，但进入 2010 年后，随着市场的回暖，锡材的盈利状况大为改善；锡化工的表现基本与宏观市场同步。

近年来公司一直在调整产品结构，加大了锡材、锡化工产品的市场开拓力度。长期看，公司产品结构调整符合国家鼓励高附加值产品出口的政策导向，公司锡深加工产品目前不受出口退税的影响，随着世界锡产品需求结构的调整，深加工产品将成为公司未来收入和利润的重要来源。

其他有色金属方面，公司的铜精矿均为自产，成本优势明显，且近年国际铜价高位运行，铜精矿得以保持较高的毛利率水平。铅产品方面，公司自产铅精矿为硫化铅和氧化铅混合精矿，公司不具备处理硫化铅精矿的冶炼能力，只能出售自产铅精矿，购进氧化铅精矿来满足铅冶炼生产需要，因此铅产品毛利率一直较低，2007、2008 年出现亏损。公司改建 10 万吨/年铅冶炼工程于 2011 年 3 月份正式投产，未来公司铅业务的盈利将有所提升。

表 3: 2008~2011.Q1 年公司营业收入分产品收入及占比情况

单位: 亿元、%

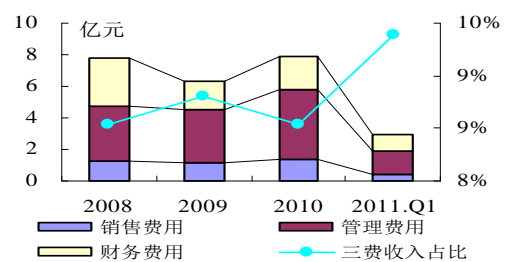
主要产品	2008		2009		2010		2011.Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
锡锭	33.17	36.20	39.10	54.65	53.03	57.23	19.09	59.74
锡材	31.86	34.77	13.43	18.78	19.57	21.12	6.54	20.48
锡化工	8.66	9.45	7.58	10.59	10.45	11.27	2.74	8.58
铅产品	2.65	2.89	2.44	3.41	-	-	0.50	1.55
铜精矿	6.38	6.96	4.10	5.73	5.59	6.04	1.81	5.67
其他	8.91	9.73	4.89	6.84	4.93	4.34	1.27	3.97
合计	91.64	100.00	71.55	100.00	92.67	100.00	31.96	100.00

注：以上收入为主营业务收入

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2008~2010 年，公司期间费用在收入中占比分别为 8.54%、8.81% 和 8.53%，比重较为稳定。分项来看，公司销售费用和管理费用控制情况良好。财务费用方面，由于 2009 年银行借款利率和票据贴现利率下调，公司利息支出大幅减少，导致 2009 年财务费用较上年下降 41.70%，但随着公司债务规模的持续增加和利率的上调，2010 年以来公司财务费用明显增加，2010 年度为 2.10 亿元，较 2009 年增长 15.51%，2011 年 1 季度财务费用已达到 1.08 亿元。随着公司资金需求的增加和资金成本的上升，预计财务费用仍有增加趋势。

图 9: 2008~2011.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

其他盈利能力指标方面，2008 年第四季度锡、铜等有色金属产品价格暴跌，使公司盈利能力明显下降，同时 2008 年公司计提存货跌价损失和海外投资坏账准备金，使当期资产减值损失达 3.48 亿元，也对盈利能力产生较大影响。2008 年公司利润总额由上年的 6.77 亿元减少到 -0.10 亿元。2009 年公司盈利能力逐步回升，同时加强成本和费用的控制，此外，政府补助也增加至 0.23 亿元，公司实现利润总额 1.58 亿元。2010 年行业逐步复苏，公司实现利润总额 4.16 亿元。

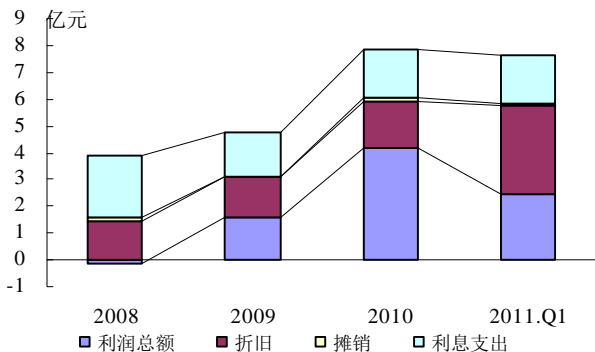
总体来看，锡产品是公司主要收入来源，公司

盈利能力受锡产品价格波动影响较大。2008 年受锡产品下游需求回落以及有色金属价格波动影响，公司盈利能力有所下降，但随着宏观面的好转，各产品的盈利能力也逐步提升，长期来看，随着锡作为稀缺资源的价值逐步体现、资源自给率的提升以及铅、铜冶炼项目实现达产，未来公司整体收入规模将显著增大，盈利能力有进一步上升的趋势。

偿债能力

近年来公司投资需求较为旺盛，债务规模随之持续扩大，2008~2010 年总债务规模分别为 39.19 亿元、44.45 亿元和 61.18 亿元，2011 年 3 月末进一步增加到 70.45 亿元，日常营运对外部融资的依赖程度增大。由于现有资金尚不能满足公司的资金需求，公司的融资规模有进一步增加的趋势。若公司本次拟发行的 12 亿元公司债券成功发行，按照公司 2011 年 3 月末的财务数据进行静态保守测算，本次债券发行后公司资产负债率将提高至 63.63%，债务压力仍处于可控范围。

图 10：2008~2011.Q1 公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

就获现能力和偿债能力而言，随着公司业务规模的扩大和盈利能力的提升，EBITDA 呈逐年上升态势，2008~2010 年 EBITDA 分别为 3.81 亿元、4.75 亿元和 7.87 亿元。近三年的总债务/EBITDA 分别为 10.29 倍、9.35 倍和 7.77 倍，EBITDA 对债务的覆盖能力有所提升。但因存货储备增加等原因公司 2010 年度的经营性现金净流入降至 1.44 亿元，总债务/经营活动净现金流大幅增至 42.43 倍，当期实际的现金流入对债务的覆盖能力较弱。

表 4：2008~2011.3 公司长期偿债能力指标

项目	2008	2009	2010	2011.3
长期债务(亿元)	10.46	19.09	14.93	13.12
总债务(亿元)	39.19	44.45	61.18	70.45
EBITDA(亿元)	3.81	4.75	7.87	7.64
资产负债率(%)	64.36	65.29	59.08	62.50
长期资本化率(%)	29.92	42.63	24.35	21.38
总资本化率(%)	61.54	63.37	56.89	59.36
总债务/EBITDA(X)	10.29	9.35	7.77	9.22
EBITDA 利息倍数(X)	1.66	2.50	3.55	4.26

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从目前总体情况看，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务的覆盖能力较弱，公司有一定的债务压力。但长期看，随着全球范围锡产品需求结构的调整，公司锡化工等产品的盈利能力将会有所提升，同时随着铜、铅等项目的投产，公司整体抗风险能力和偿债能力均会有所提升。

在对外担保方面，截至 2011 年 3 月底，公司担保余额 5.95 亿元，均为对下属子公司的担保，未清担保余额占其归属于母公司的所有者权益的比例为 12.34%，或有负债风险较小。

截至 2011 年 3 月底，公司获得多家银行综合授信额度 127 亿元，其中未使用额度为 59.28 亿元，备用流动性较为充裕。

综合而言，锡业股份在世界锡行业拥有领先的资源、规模和技术优势。公司拥有全球唯一的完整的锡产业链，同时丰富的资源储备为公司的未来发展提供有力支持，未来铅、铜板块的逐步成熟也将提高公司的抗风险能力和综合实力。我们也关注到，目前公司资源自给率偏低使盈利能力受材料价格波动影响较大、铜冶炼项目全面进入开工建设期带动资本支出增加、营运资金压力较大等因素对公司信用状况的影响。

担保实力

云锡控股为本次债券提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

云锡控股前身是 1883 年清政府成立的个旧厂务招商局。1940 年 9 月，由云南锡矿工程处、个旧锡务公司、云南炼锡公司联合组建成立云南锡业股

份有限公司。1950年3月，云南锡业股份有限公司收归国有，更名为云南锡业公司。2000年，国务院进行有色金属行业管理体制变革，云南锡业公司自2000年7月1日起由中央所属有色金属企业划归云南省管理。2006年根据《云南省国资委关于云南锡业公司改制为云南锡业集团（控股）有限责任公司的批复》（云国资规划〔2006〕202号），云南锡业公司改制为云南锡业集团（控股）有限责任公司，法人治理结构进一步健全。云锡控股系国有独资公司，股东为云南省国有资产管理委员会。

云锡控股主要业务范围为有色金属锡的采矿、选矿、冶炼，锡化工，锡材深加工，砷化工，有色金属新材料、贵金属材料的生产。

云锡控股旗下共有40多家控股子公司以及2家研究所，包括2家国内A股上市公司和1家境外上市公司：分别为锡业股份、贵研铂业股份有限公司（以下简称“贵研铂业”）和在澳大利亚上市的YTC资源有限公司。

业务运营

云锡控股的主要业务分为三大板块，一是以锡及其深加工材料为主的有色金属板块；二是以房地产开发为龙头的建筑、建材板块；三是为以工矿配套为主的机械制造板块。其中有色金属板块是其主导板块，其他两大板块实际上均系为有色金属板块进行配套开发建设发展而来。

表 5：2009~2010 年云锡控股主要产品收入

单位：亿元、%

业务板块	2009		2010	
	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属	74.38	12.80	115.36	14.33
建筑安装及房地产	11.62	11.49	16.88	14.15
贵金属	10.82	11.70	18.77	7.66
其他	8.64	27.38	8.78	28.78
合计	105.46	13.74	159.79	14.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

有色金属板块

云锡控股拥有各类资源储量476.88万吨，其中资源锡的储量为101.3万吨。

云锡控股的锡、铜等基本有色金属产品的生产运营主体是锡业股份，贵金属产品的生产运营主体是贵研铂业。锡业股份是云锡控股旗下的核心企

业，近年其锡产品的销售收入均占云锡控股总收入的50%以上。

贵研铂业是从事贵金属系列功能材料研究、开发和生产经营的专业企业。企业产品涉及贵金属高纯材料、特种功能材料、信息功能材料、环境及催化功能材料四大产业领域，主要产品有：汽车尾气净化催化剂、精细化工用催化剂；贵金属铂、钯、铑、钌、铱、金、银各系列化合物等；贵金属焊接功能材料、测温材料、复合材料、贵金属涂层及薄膜等，涉及300多个品种、4,000余种规格，属国家产业政策重点支持的高技术特种功能材料行业，主要项目和产品在《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》、《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》之列，产品用户涵盖电子信息、航空、航天、船舶、汽车、生物医药、化学化工、建材、矿产冶金、环保能源等行业。贵研铂业系云南省科技厅认定的高新技术企业，通过了国军标GJB9001A-2001质量体系认证，并拥有“国家二级保密资格单位证书”。

作为国内贵金属功能材料生产开发的领先企业，贵研铂业集中了我国贵金属冶金、材料、化学、化工、加工、分析检测和经营管理等多学科各类专才，拥有一支以中国工程院院士为首的稳定的科研生产队伍，其中高级工程师以上的技术人员占公司总人数30%以上。目前贵研铂业掌握着一系列贵金属功能材料的核心技术，拥有发明专利25项、专利申请权17项和非专利技术15项、非专利技术独占实施许可权164项，覆盖了公司主营业务的各个领域。

从发展战略来看，贵研铂业将坚持以贵金属高纯材料及贵金属功能材料为主业，积极向上下游延伸，稳步朝纵横向发展的经营战略，“建设三大基地，提升四种能力”，即形成国内最大的汽车尾气催化剂生产销售基地，建成国家级高技术新材料基地，建成具有领先技术的贵金属冶金化工基地；提升公司产业运营能力，资源控制能力，技术创新能力，资本运作能力。同时借助贵研铂业在贵金属精炼提纯及贵金属新材料深加工方面的技术优势，积极向贵金属资源综合利用和金属材料有关产品深加工和元器件方向延伸，实施纵向一

体化战略；利用丰富的新材料制备加工核心共性技术，有选择地进入除贵金属以外的其他有色金属新材料领域及相关行业，实施相关多元化战略，努力形成资源优化配置、资本快速扩张和高科技产业跨越式发展的格局。

建筑、建材板块

云锡控股建筑、建材板块的生产运营主体主要为云南锡业建设集团有限公司。其前身是成立于1953年的云南锡业建筑安装总公司，于2004年完成改制。该企业集建筑施工、设计、路桥施工、建材生产、非标制作、设备安装于一体，拥有国家房屋建筑工程施工总承包一级资质，拥有冶炼、矿山、机电安装工程施工总承包、钢结构、建筑装饰装饰、管道工程专业承包二级资质，具备有工程材料类、专项检测类综合实验室，是“云南省建筑业百强企业”。

机械制造板块

云锡控股机械制造的生产运营主体是云南锡业机械制造有限公司，始建于1942年，1999年改制为有限责任公司。企业下辖6个制造分厂和一个分公司，集设计、制造、安装和维修为一体，拥有全套设备，具备较强的产品研发能力和制造能力，是云南省重矿机械行业的重点企业。公司生产的主要产品有：球磨机、破碎机、螺旋分级机、浮选机、摇床、单双梁桥式起重机、电热结晶机、连续浇铸机、阳极铸型机、烘干机、天井钻机、給料机、洗矿机、压力容器等十余大类产品。产品涉及有色和黑色金属采、选、冶金过程。

未来，云锡控股以构建“主业超强、相关多元、多业支撑”的产业发展格局为框架，制定其发展目标，除围绕主业继续做大做强各板块外，在未来产品种类和结构方面，计划建成一个基地四大中心，即建设世界最大的锡生产、加工基地，最大的锡材加工中心、锡化工中心、砷化工中心以及世界级的稀贵金属研发中心。

财务实力

从资本结构来看，近年随着主营业务的发展和投资规模的增加，云锡控股的资产总额和所有者权益均实现一定增长，截至2010年底，其总资产和

所有者权益分别为296.88亿元和83.34亿元，分别较年初增长52.09%和45.37%。同期，由于大量资本性投入使得其债务规模增长较快，资产负债率有所上升，截至2010年末云锡控股资产负债率达到71.93%，且未来其仍将加大对旗下主要板块的投资，云锡控股短期内的债务规模仍有增长趋势。

从盈利能力来看，2008~2010年，云锡控股营业总收入分别为134.27亿元、118.04亿元和164.38亿元。其中，2009年受金融危机影响，主要产品销售价格出现了大幅下跌，导致其当期收入规模下跌12.09%；2010年由于宏观经济企稳回升，下游需求回暖，企业各产品价格持续上涨，收入规模大幅增加，同比增长39.26%。毛利方面，2008~2010年云锡控股的综合毛利率分别为14.23%、20.90%和15.28%。云锡控股主营业务获利能力相对稳定，2010年由于股权投资其取得投资收益近7亿元，进一步增强了其当期的获利水平，2010年云锡控股实现净利润5.02亿元，同比年增加109.70%。总体看来，未来随着业务规模不断扩张，云锡控股整体盈利能力和行业抗风险能力均会有所增强。

从偿债能力来看，虽然近年云锡控股债务规模有所增加，偿债压力有所增大，但由于盈利能力增强，偿债指标有所改善，2008~2010年云锡控股的总债务/EBITDA指标分别为8.75、11.14和8.51，EBITDA利息倍数分别为1.92、3.15和3.72倍，盈利对债务利息的覆盖能力有所增强。

表6：2008~2010年云锡控股部分财务指标

项目	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	52.11	57.33	83.34
总资产(亿元)	168.53	195.20	296.88
长期债务(亿元)	21.63	30.37	58.03
总债务(亿元)	68.19	85.69	134.87
营业总收入(亿元)	134.27	118.04	164.38
营业毛利率(%)	14.23	20.90	15.28
资产负债率(%)	69.08	70.63	71.93
总资本化比率(%)	56.68	59.92	61.81
EBITDA利息倍数(X)	1.92	3.15	3.72
总债务/EBITDA(X)	8.75	11.14	8.51
经营净现金流/总债务(X)	0.06	0.06	0.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2011年3月底，云锡控股为7家企业提供担保余额为21.56亿元，未清担

保余额占其归属于母公司的所有者权益的比例为 59.04%。其中对云锡（香港）源兴有限公司等子公司（孙子公司）的担保额为 2.41 亿元；对红河国有资产（持股）经营有限公司、红河州红元投资建设开发有限责任公司、红河州投资开发有限公司以及云南冶金集团这四家国有企业的担保额为 19.15 亿元，考虑到被保企业均为子公司（孙子公司）和国有企业，经营状况正常，其或有风险可控。

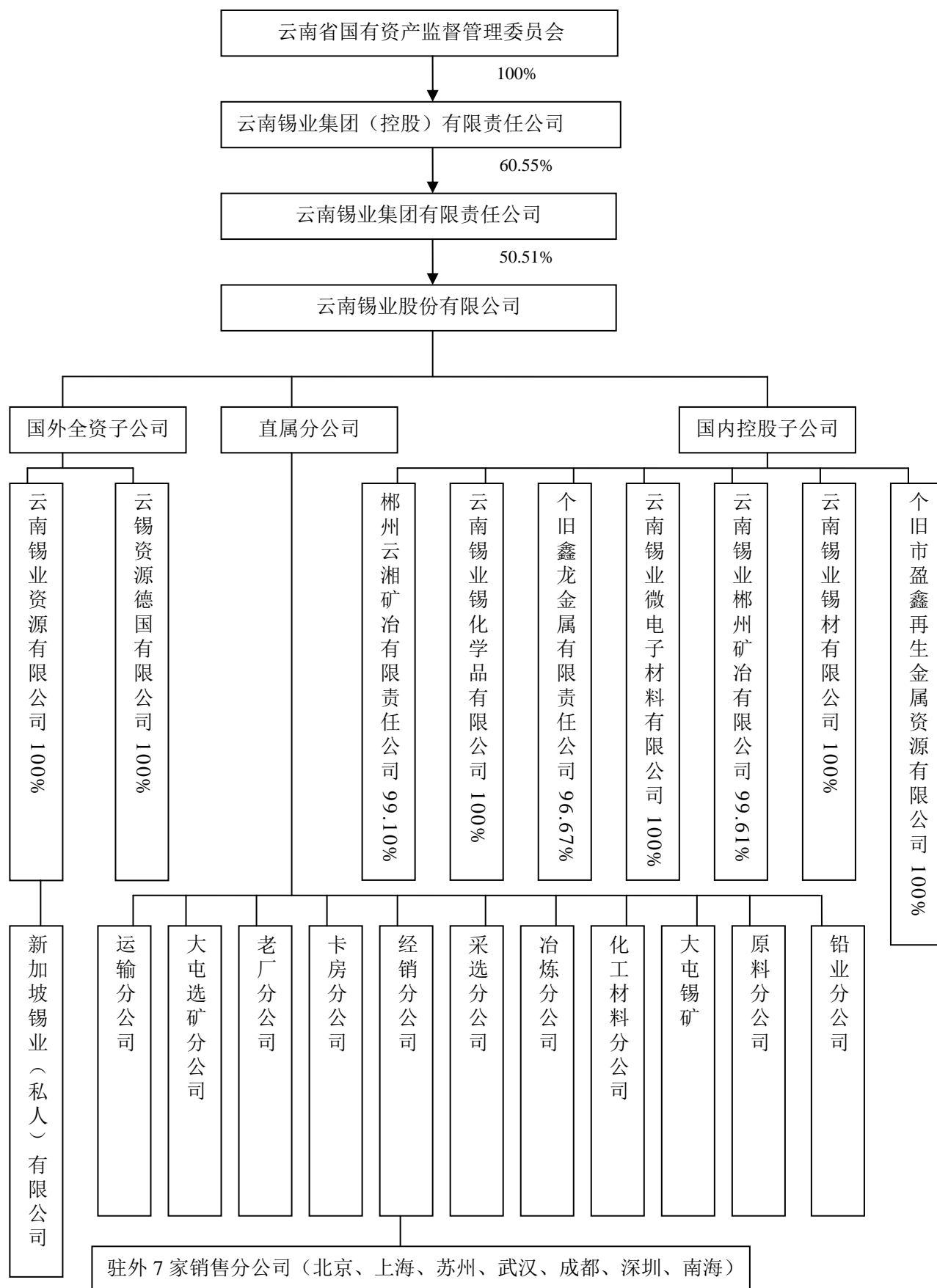
融资渠道方面，云锡控股拥有良好的银企关系，截至 2011 年 3 月底，其本部在多家银行获得综合授信额度为 57.41 亿元，其中未使用余额为 10.50 亿元；另外，云锡控股拥有两家上市公司，直接融资渠道畅通，具有较好的财务弹性。

总体来看，云锡控股发展战略清晰，具备完整的产业链布局，紧紧围绕具备资源优势的主业进行多元化发展，考虑到其良好的业务运营能力及其在云南省的重要地位和，中诚信证评认为云锡控股具有较强的综合实力，能够为本次债券的本息偿还提供有力的保障。

结 论

综上，中诚信证评认为本次债券的信用质量很高，信用风险很低，评级展望稳定。

附一：云南锡业股份有限公司组织架构图



附二：云南锡业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010	2011.Q1
货币资金	33,868.91	26,812.15	76,436.12	110,216.70
应收账款净额	31,676.94	31,541.18	35,898.24	67,260.09
存货净额	209,093.49	177,599.65	335,781.24	328,830.48
流动资产	316,456.84	298,504.72	562,196.78	693,570.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	315,579.42	388,274.81	518,723.42	541,009.46
总资产	687,239.52	740,152.26	1,133,112.14	1,286,202.17
短期债务	287,280.63	253,528.40	462,544.34	573,323.63
长期债务	104,572.21	190,934.41	149,300.00	131,180.00
总债务（短期债务+长期债务）	391,852.84	444,462.81	611,844.34	704,503.63
总负债	442,295.81	483,237.18	669,395.37	803,893.79
所有者权益（含少数股东权益）	244,943.72	256,915.08	463,716.77	482,308.38
营业总收入	916,398.28	715,493.52	926,695.53	319,562.99
三费前利润	111,270.38	83,110.78	122,843.10	55,279.77
投资收益	494.60	-247.88	-791.29	-786.71
净利润	2,152.80	13,144.19	36,563.09	18,523.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	38,073.60	47,544.77	78,748.24	-
经营活动产生现金净流量	100,877.68	45,348.17	14,418.62	54,695.60
投资活动产生现金净流量	-94,214.12	-64,200.98	-146,521.73	-45,250.22
筹资活动产生现金净流量	-22,199.13	11,826.31	182,123.22	24,429.40
现金及现金等价物净增加额	-15,902.49	-7,056.75	49,623.97	33,780.58
财务指标	2008	2009	2010	2011.Q1
营业毛利率（%）	12.64	12.21	13.86	18.03
所有者权益收益率（%）	0.88	5.12	7.88	3.84
EBITDA/营业总收入（%）	4.15	6.65	8.50	-
速动比率（X）	0.32	0.42	0.44	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.26	0.10	0.02	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.35	0.18	0.03	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	4.39	2.38	0.65	3.05
EBITDA 利息倍数（X）	1.66	2.50	3.55	-
总债务/EBITDA（X）	10.29	9.35	7.77	-
资产负债率（%）	64.36	65.29	59.08	62.50
总债务/总资本（%）	61.54	63.37	56.89	59.36
长期资本化比率（%）	29.92	42.63	24.35	21.38

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：云南锡业集团（控股）有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	103,045.49	164,759.97	247,013.06
应收账款净额	69,010.77	89,401.42	139,462.32
存货净额	436,089.98	413,800.27	682,410.94
流动资产	831,255.42	987,524.10	1,434,790.37
长期投资	54,374.70	62,613.38	82,564.28
固定资产合计	668,563.99	766,768.55	1,021,167.00
总资产	1,685,271.05	1,951,957.04	2,968,812.25
短期债务	465,667.98	553,174.42	768,427.23
长期债务	216,275.00	303,728.35	580,266.43
总债务（短期债务+长期债务）	681,942.98	856,902.78	1,348,693.66
总负债	1,164,125.97	1,378,696.71	2,135,371.64
所有者权益（含少数股东权益）	521,145.09	573,260.34	833,440.61
营业总收入	1,342,705.55	1,180,369.36	1,643,841.36
三费前利润	177,359.28	231,266.79	231,250.93
投资收益	24,505.30	3,992.05	70,092.29
净利润	5,100.44	23,936.06	50,195.07
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	77,937.21	76,902.79	158,470.10
经营活动产生现金净流量	38,878.75	53,132.32	11,127.24
投资活动产生现金净流量	-92,719.79	-135,543.63	-256,667.64
筹资活动产生现金净流量	42,592.87	142,168.36	327,831.88
现金及现金等价物净增加额	-13,503.58	61,714.48	82,253.09
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	14.23	20.90	15.28
所有者权益收益率（%）	0.98	4.18	6.02
EBITDA/营业总收入（%）	5.80	6.52	9.64
速动比率（X）	0.42	0.54	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.06	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	0.10	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	0.96	2.18	0.26
EBITDA 利息倍数（X）	1.92	3.15	3.72
总债务/EBITDA（X）	8.75	11.14	8.51
资产负债率（%）	69.08	70.63	71.93
总债务/总资本（%）	56.68	59.92	61.81
长期资本化比率（%）	29.33	34.63	41.05

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

关于云南锡业股份有限公司 2011年公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等要素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。