



信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪034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已发行的“云南锡业股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年五月十八日

云南锡业股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

| | | | |
|--------|----------------------|-----------------|---------|
| 发行主体 | 云南锡业股份有限公司 | | |
| 担保主体 | 云南锡业集团（控股）有限责任公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 12 亿元 | | |
| 存续期限 | 2011/09/19~2018/9/19 | | |
| 上次评级时间 | 2011/5/17 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 | AA ⁺ | 评级展望：稳定 |
| | 主体级别 | AA | |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 | AA ⁺ | 评级展望：稳定 |
| | 主体级别 | AA | |

概况数据

| 锡业股份 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益（亿元） | 25.69 | 46.37 | 52.59 | 53.00 |
| 总资产（亿元） | 74.02 | 113.31 | 165.45 | 172.85 |
| 总债务（亿元） | 44.45 | 61.18 | 104.22 | 109.99 |
| 营业总收入（亿元） | 71.55 | 92.67 | 128.42 | 27.95 |
| 营业毛利率（%） | 12.21 | 13.86 | 16.15 | 13.32 |
| EBITDA（亿元） | 4.75 | 7.87 | 13.78 | 2.40 |
| 所有者权益收益率（%） | 5.12 | 7.88 | 13.38 | 3.07 |
| 资产负债率（%） | 65.29 | 59.08 | 68.22 | 69.34 |
| 总债务/EBITDA（X） | 9.35 | 7.77 | 7.56 | 11.43 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.50 | 3.55 | 3.26 | 2.14 |
| 云锡控股 | 2009 | 2010 | 2011 | |
| 所有者权益（亿元） | 57.33 | 83.34 | 91.69 | |
| 总资产（亿元） | 195.20 | 296.88 | 368.66 | |
| 总债务（亿元） | 85.69 | 134.87 | 195.33 | |
| 营业总收入（亿元） | 118.04 | 164.38 | 211.62 | |
| 营业毛利率（%） | 20.90 | 15.28 | 18.42 | |
| EBITDA（亿元） | 7.69 | 15.85 | 22.23 | |
| 所有者权益收益率（%） | 4.18 | 6.02 | 8.93 | |
| 资产负债率（%） | 70.63 | 71.93 | 75.13 | |
| 总债务/EBITDA（X） | 11.14 | 8.51 | 8.79 | |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.15 | 3.72 | 2.84 | |

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润含少数股东损益；
2、锡业股份2012年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA指标经年化处理。

分析师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012年5月18日

基本观点

2011年，在锡产品平均价格上升的带动下，云南锡业股份有限公司（以下简称“锡业股份”或“公司”）盈利水平有所上升，实现了较好的经营业绩，随着铅、铜冶炼项目的投产和建成，公司多金属板块生产格局逐渐形成，为公司经营业绩的稳定和增长提供了有利支撑。同时中诚信证券评估公司（以下简称“中诚信证评”）关注到，锡价波动风险、公司杠杆比率上升幅度较大和存货水平较高等因素将在一定程度上影响公司的信用水平。

中诚信证评维持“云南锡业股份有限公司2011年公司债券”信用等级为AA⁺，维持云南锡业主体信用等级AA，评级展望稳定。该债项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”）为本次债券本息的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

正面

- 稳固的行业领先地位及完整的锡产业链。公司是世界锡行业的龙头企业，2011年，其锡产品在国际和国内市场的占有率分别达到15.95%和37.57%，同时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。
- 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2011年底，公司保有锡资源储量为54.3万吨，约占中国储量的18%，世界储量的6%。同时公司具有广阔的找矿前景以及地区资源整合潜力，为公司的可持续发展提供了资源保障。
- 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2012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。

关 注

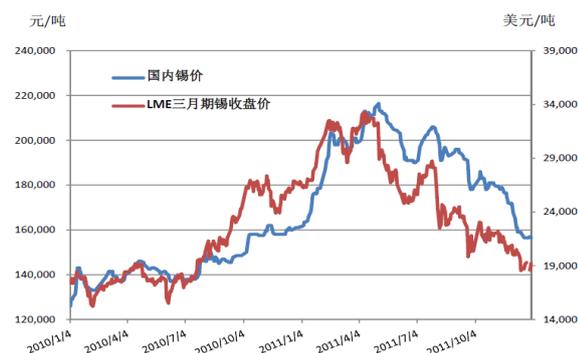
- 有色金属价格波动风险。公司盈利能力受有色金属价格波动影响较大，2012 年一季度锡价的下跌对公司盈利水平造成一定不利影响。未来我们将持续关注锡等有色金属价格波动对公司盈利水平的影响。
- 公司杠杆比率上升，债务期限结构具有较大改善空间。公司运营规模的扩大使得负债水平上升，同时对营运资金的需求导致其短期债务规模进一步扩大，截至 2011 年 12 月 31 日，公司短期/长期债务比例上升至 4.31 倍。
- 存货规模较大，影响经营性现金流水平。截至 2011 年 12 月 31 日，公司存货为 52.66 亿元，锡、铅等有色金属价格的波动可能会带来一定存货跌价损失，另外存货规模的上升也导致公司经营性现金流处于较低水平。

行业关注

2011年上半年锡价延续了去年的上涨势头，实现快速大幅上涨，但下半年在欧债危机等宏观经济因素的影响下，锡价持续下跌，短期内仍将保持弱势震荡格局

在全球经济预期好转的影响下，2011年一季度国际锡价整体延续了2010年下半年以来的上涨势头，受锡市场供不应求等基本面因素的支撑，锡价不断上升并于4月初创下33400美元/吨新高。但进入下半年后，基本面因素对伦敦锡的影响逐渐减弱，欧洲债务危机等宏观经济因素成为影响2011年下半年锡价走势的主要因素，在欧债问题的解决缺乏实质性进展以及全球经济低迷的影响下，锡价持续震荡下行，并在年末跌至18525美元/吨，比4月初的高点回落44.5%。但从整体来看，受益于年初锡价的大幅上涨，2011年LME三月期锡平均价格为25994美元/吨，同比仍上涨27.2%。2011年国内现货市场与国际市场锡价走势基本保持一致，在经历了上半年迅速上涨并于4月中旬创下21.8万元/吨的历史高点后，随着国际锡价的持续下跌，从2011年6月开始，国内现货锡价开始在震荡中不断回落，年底已回落至2010年末水平，2011年国内现货锡平均价格为19万元/吨，较上年仍上升30.5%。

图 1：2010~2011 年 LME 三月期和国内现货锡价走势



资料来源：安泰科，中诚信证评整理

2012年以来，受行业基本面的支撑，一月份伦敦锡库存连续下降，带动国内现货锡价上涨，但二月份以来在市场需求不佳的影响下，锡价持续下跌，截至2012年一季度末，国内现货锡价为170375元/吨，较年初上涨7.32%。短期内，全球经济仍较为低迷，锡需求得不到有效支撑，锡价将继续保持

弱势震荡，但下半年随着全球经济政策预计的放宽，加之传统消费旺季的到来，锡价将逐步回稳并缓慢上升。

随着终端电子行业增速的放缓，锡消费进入平稳时期，锡市场供应小幅过剩；另外，锡矿资源税率的上升将挤压有色金属企业的盈利空间

从全球锡市场来看，锡精矿供应方面，2011年全球锡精矿产量为27.98万吨，同比小幅减少0.6%。主要生产国锡精矿产量增减不一，其中产量增加主要来自中国，而秘鲁、印度尼西亚和民主刚果等主要锡精矿生产国产量均有不同程度的下降。但中国产量的增长仍难以弥补其他各国的产量下降，且由于缺乏新资源的勘探开发，锡精矿产量难以得到增长，全球冶炼厂面临原材料供应紧张的局面。精锡生产方面，2011年，全球精锡产量约为34.79万吨，同比小幅增加0.9%。产量增加与锡精矿一样主要来自中国稳定的生产，主要精锡生产国中，秘鲁减产较多，另外印度尼西亚产量也出现小幅下降，其他各国生产稳定。锡金属需求方面，2011年全球锡消费量为35.83万吨，同比减少1%。主要消费国家及地区中，在经历了2010年的高速反弹之后，日本、欧洲、美国均出现小幅下滑，仅中国保持了小幅增长。由于锡对铅的替代、其他新应用领域的开发等锡消费稳定增加的基础仍然存在，未来在宏观经济环境好转之后，锡消费仍将保持平稳温和增长。

从国内锡市场来看，原材料供应方面，2011年我国锡精矿产量为10.3万吨，同比增加10.5%，为金融危机后增幅最大的一年；2011年前11个月我国锡精矿累计进口2.42吨（实物量），根据进口单价进行折算后，锡精矿进口量（金属量）约为3500吨，同比下降30%，锡精矿进口量的下降主要由于国内锡精矿产量的增加以及国际市场原材料竞争的日益激烈。精锡生产方面，2011年前11个月我国精锡产量为147061吨，同比增加8.9%，连续三年保持增长趋势；2011年前11个月，我国累计进口精锡18791吨，同比增加24%，出口精锡1001吨，同比增加97%，目前进出口情况主要由国际锡

价和国内现货市场锡价价差决定。锡金属需求方面，目前我国 70% 的精锡用于焊料生产，而其终端电子电器类产品 60% 依赖出口，2011 年国际经济低迷且国内经济增速放缓，电子电器产品出口、内销均不容乐观。在经历了 2010 年的强劲复苏之后，2011 年我国精锡消费总体进入平稳时期，估计全年锡消费同比增长 4.16%，达到 15.5 万吨。整体来看，2011 年我国锡市场仍呈现供大于求的状况，全年锡供应过剩约 7000 吨。

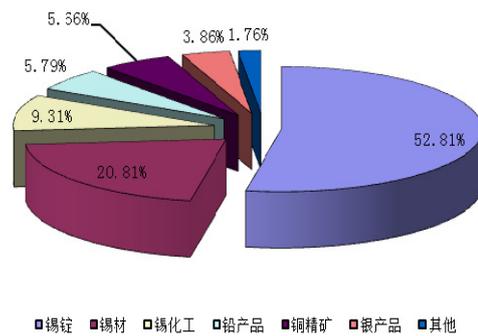
从锡加工产业链来看，2011 年情况相对较好的细分行业主要为锡粉、锡膏等深加工产品行业。凭借平板电脑、智能手机等高端产品销量大幅增加，与此相关的锡深加工市场状况明显优于锡条、锡丝等传统行业。另外镀锡板行业虽然面临产能过剩等问题，但依然保持健康发展，需求稳定；锡化工行业凭借最近两年来建筑业的快速发展，用于 PVC 热稳定剂的有机锡系列产品用于水泥行业的硫酸亚锡等无机锡产品均有一定发展。

行业政策方面，《财政部、国家税务总局关于调整锡矿石等资源税适用税率标准的通知》中规定，自 2012 年 2 月 1 日起上调铁矿、锡矿、钨矿、菱镁矿、滑石和硼矿的税率，其中锡矿石资源税适用税率标准调整为：一等矿每吨 20 元；二等矿每吨 18 元；三等矿每吨 16 元；四等矿每吨 14 元；五等矿每吨 12 元。而之前资源税目中锡矿石资源税从一到五等矿山的税率分别为 1 元、0.9 元、0.8 元、0.7 元和 0.6 元，此次调整中锡矿石的资源税率提高幅度最大，较原先提高了 20 倍。中诚信证评认为，此次资源税政策的出台有利于锡资源的合理开采，从长期来看将规范整体锡产业的发展。

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。2011 年，公司实现营业总收入 128.42 亿元，其中主营业务收入 126.21 亿元，锡锭、锡材和锡化工产品收入在公司主营业务收入中的占比分别为 52.81%、20.81% 和 9.31%。

图 2：2011 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

目前公司精矿自给率较低，经营业绩易受有色金属价格波动影响，但公司资源储备较为丰富，随着资源勘探开发及地区资源的推进，自给率有望提升

公司核心基地所处的云南省红河州个旧地区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。截止 2011 年 12 月 31 日，公司拥有锡、铜、铅等有色金属的储量约 151 万吨，其中锡 54.3 万吨、铜 77.5 万吨、铅 14.2 万吨。个旧地区具有良好的成矿条件，目前地质勘探区域仅为个旧矿区的 15%，进一步找矿的前景广阔。

公司生产所需的主要原材料包括锡精矿、铜精矿及铅精矿。鉴于锡资源的稀缺性，为满足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，近年来公司锡精矿自给率基本保持在 35% 左右，2011 年自给率约为 33%。铅精矿采购方面，公司铅精矿供给主要依靠外部采购，2011 年铅精矿自给率为 10%；由于 2011 年公司 10 万吨/年铜冶炼项目仍在建设过程中，现阶段不具备铜冶炼能力，因此生产的铜精矿全部对外销售。总体来看，公司目前锡、铅精矿自给率偏低，相当一部分原材料缺口需要通过外购来弥补，锡等有色金属价格的波动将对公司产品生产和盈利水平产生一定影响，但从长期来看，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。

在锡价上升的带动下，2011 年公司取得了较好的经营业绩，铅、铜冶炼项目的投产和建成将使公司逐渐形成多金属板块的经营格局

锡锭、锡材和锡化工是公司的主要产品，截至 2011 年 12 月 31 日，公司锡冶炼和锡化工产能与上年持平，分别为 8 万吨/年和 2.4 万吨/年；由于郴州锡材深加工项目一期工程于 2011 年投产，公司当年锡材深加工产能增加至 2.9 万吨/年。产销量方面，2011 年公司完成产品锡 5.61 万吨，锡化工产品 1.42 万吨，锡材产品 1.80 万吨；公司全年销售锡锭 4.21 万吨，锡材 1.80 万吨，同比分别增长 1.05% 和 6.25%，销售锡化工产品 1.38 万吨，同比减少 10.78%。受益于锡价的上涨，2011 年锡锭、锡材和锡化工分别实现营业收入 66.65 亿元、26.27 亿元和 11.75 亿元，同比分别增长 25.68%、34.19% 和 12.44%。

其他产品方面，随着公司 10 万吨/年铅冶炼项目的投产，2011 年公司铅产品产量和销量均大幅增加，分别为 7.19 万吨和 6.32 万吨，实现收入 7.31 亿元，但由于铅冶炼项目尚处于投产初期，加之 2011 年下半年铅价下跌，当年铅冶炼项目未达到预计效益。铜精矿产品方面，2011 年公司铜精矿产量 1.46 万吨，同比增长 7.69%，在铜平均价格上涨的带动下，当年铜精矿实现营业收入 7.14 亿元，同比增长 27.71%。

销售方面，公司产品有 40 多个系列 1470 多个品种，2011 年公司主导锡产品的国内市场占有率达到 37.57%，国际市场占有率达到 15.95%，稳居行业领先地位。产品出口方面，由于锡及锡制品出口配额总量逐年降低，公司锡产品出口收入占比呈下降趋势，2011 年公司国内销售收入占比为 87.65%，较 2010 年占比有所上升。客户方面，由于公司锡产品品种多，单一产品市场容量有限，公司下游客户较为分散，2011 年前五大销售客户销售金额占总收入的比重为 18.32%，客户集中度较上年有所提高。

资本支出方面，2011 年 12 月 31 日公司正在建设的主要项目包括郴州锡材深加工项目二期和 10 万吨/年铜冶炼项目，其中 10 万吨/年铜冶炼项目投资总额 25.67 亿元，目前建设已基本完成，预计将于 2012 年下半年进入试生产阶段。同时，10 万吨/

年铜冶炼项目是公司非公开发行股票募集资金投向项目之一，公司股东大会于 2011 年 8 月通过非公开发行股票预案，计划募集资金 40.8 亿元，目前处于证监会审理阶段。除 10 万吨/年铜冶炼项目外，本次非公开发行股票募集资金投向还包括云锡控股卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目以及个旧矿区矿产资源勘查等项目，其中卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目预计募集资金 11.35 亿元，若该项目顺利实施将增加铜金属储量 12.02 万吨以及钨金属储量 2.53 万吨。

总体看，2011 年公司生产经营顺畅，受益于锡金属价格的上涨，公司实现了较好的经营业绩。但是我们关注到，目前公司精矿自给率水平较低，锡等有色金属价格的波动将对公司盈利水平产生一定影响。长期来看，随着非公开发行募投项目的进行，公司资源储量将进一步增加，在带动资源自给率的上升的同时，逐渐形成以锡、铅、铜为主的多金属板块。

财务分析

以下财务分析系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 2009~2011 年合并审计报告以及未经审计的 2012 年一季度合并财务报表。其中，2009 年、2011 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¹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。该仲裁事项已由新加坡国际仲裁中心于 2012 年 2 月 13 日裁决，苏格兰皇家银行新加坡分行提出不超过 7,178,873.80 美元赔偿申请，按 1:6.31 汇率折合为人民币 45,298,693.68 元。公司已于 2012 年 4 月 16 日提交对赔偿金额的提案。基于谨慎性原则，公司在 2011 年报告期内确认“备用承购合同”索赔预

¹ 现为苏格兰皇家银行新加坡分行

计损失 45,298,693.68 元，计入“营业外支出”同时确认为预计负债，并将相关诉讼费用计入“管理费用”。

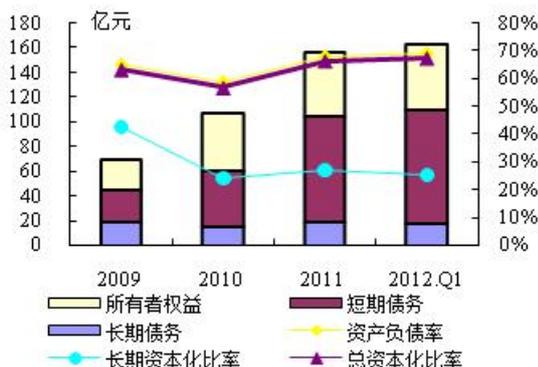
资本结构

从资产规模来看，为完善产业链布局以及构建多金属板块，近年来公司投资规模逐渐加大，公司总资产相应增加，截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产规模为 165.45 亿元，同比增加 46.02%，其中存货、固定资产和在建工程比重较大，分别为 52.66 亿元、52.66 亿元和 21.56 亿元。截至 2012 年 3 月 31 日，公司总资产规模为 172.85 亿元，较年初进一步增长 4.47%。我们关注到，目前公司存货水平较高，2011 年末公司存货为 52.66 亿元，较 2010 年末上升 56.84%，主要由于 2011 年 10 万吨/年铅冶炼等项目投产导致公司产业及生产周转的库存增加。

负债规模方面，截至 2011 年 12 月 31 日，公司负债总额为 112.86 亿元，同比增长 68.61%。为了满足业务规模扩大的资金需求，公司 2011 年新增短期借款 32.22 亿元，另外公司于 2011 年 8 月成功发行本期公司债 12 亿元，以上两方面原因导致公司 2011 年负债总额出现较大幅度上升。截至 2012 年 3 月 31 日，公司负债总额为 119.85 亿元，较年初上升 6.19%。

从杠杆比率来看，随着 2011 年短期借款的增加和公司债的发行，公司杠杆比率有所上升，截至 2012 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.34%和 67.48%，较 2010 年末分别上升 10.26 和 10.59 个百分点。2011 年 8 月公司股东大会已通过公司非公开发行业股票的预案，若此次非公开发行顺利进行，公司资本结构将得到较大改善。

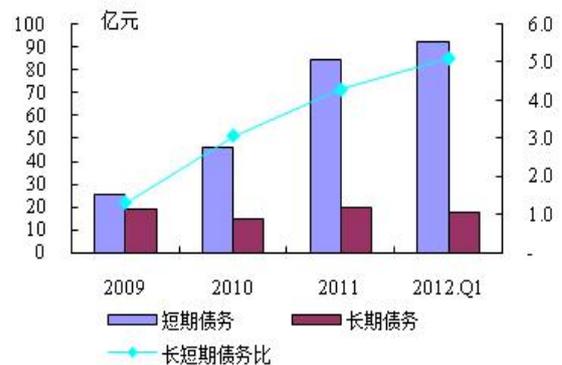
图 3：2009~2012.Q1 年资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2011 年 10 万吨/年铅冶炼等项目的投产以及业务规模的扩大导致公司对流动资金需求增加，短期借款规模呈现较大幅度上升，尽管当年公司成功发行 12 亿元公司债，但公司仍面临较大短期偿债压力，截至 2011 年 12 月 31 日公司短期债务占总债务的比重为 81.16%，短期/长期债务为 4.31 倍，2012 年 3 月 31 日，该两项指标进一步增加至 83.69%和 5.13 倍。

图 4：2009~2012.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

总体看，随着公司经营规模的扩大以及铅、铜冶炼等项目投资的增加，2011 年公司债务规模和杠杆比率逐步上升，且由于短期债务上升幅度较大，公司仍面临一定短期偿债压力，债务期限结构并未得到改善。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，同时随着公司在股权融资方面积极尝试的推进，其自有资本实力将得到加强，资产负债率和资本化比率也将控制在合理范围内。

盈利能力

2011 年受益于锡平均价格的上升，公司实现营业收入 128.42 亿元，较上年同期增长 38.57%，其中，锡锭、锡材和锡化工产品是公司收入的主要来源。营业毛利率方面，2011 年除铅产品由于 10 万吨/年铅冶炼项目处于投产初期尚未实现盈利外，其他产品毛利率均在锡、铜等有色金属平均价格上升的带动下较上年有所增长，2011 年公司主营业务毛利率为 16.36%，同比增长 2.23 个百分点。2012 年一季度，受锡价下滑影响，公司实现营业总收入 27.95 亿元，同比减少 12.54%，营业毛利率也下滑

至 13.32%。

表 1: 2010~2011 年公司主营业务收入、毛利分析

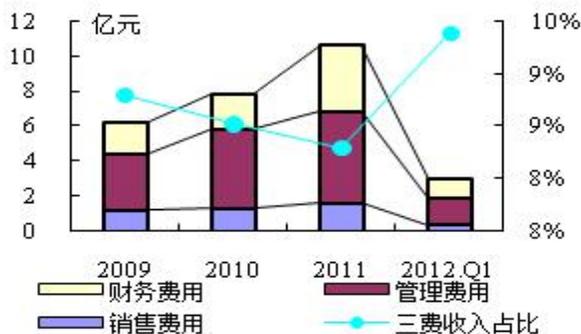
单位: 亿元、%

| 产品 | 2011 | | 2010 | |
|-----|--------|--------|-------|-------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 锡锭 | 66.65 | 15.32 | 53.03 | 11.46 |
| 锡材 | 26.27 | 21.64 | 19.57 | 17.00 |
| 锡化工 | 11.75 | 16.21 | 10.45 | 7.21 |
| 铅产品 | 7.31 | -25.16 | - | - |
| 铜精矿 | 7.14 | 38.24 | 5.59 | 36.00 |
| 银产品 | 4.88 | 20.80 | - | - |
| 其他 | 2.22 | 42.33 | 1.51 | 37.77 |
| 合计 | 126.21 | 16.36 | 90.15 | 14.13 |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2011 年公司期间费用总额为 10.66 亿元, 占营业总收入的比重为 8.30%, 该比例较上年下降 0.23 个百分点。2011 年由于银行借款利率、票据贴现率上调以及公司借款规模同比大幅增加导致公司借款利息、票据贴现支出增加, 当年公司财务费用同比上升 79.25%至 3.76 亿元。2012 年一季度公司期间费用合计 3.00 亿元, 由于营业收入的下降, 期间费用占营业总收入的比重上升至 10.79%。

图 5: 2009~2012.Q1 年公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产减值损失方面, 2011 年公司资产减值损失 1.24 亿元, 同比上升 113.31%, 其中主要为存货跌价损失。由于 2011 年铅价呈现较大跌幅, 公司对铅精矿、铅锭以及银锭等原材料和库存商品计提 1.21 亿元存货跌价准备, 较上年上升 0.96 亿元。

净利润方面, 公司 2011 年实现净利润 (含少数股东损益) 7.04 亿元, 同比大幅增加 91.88%。但由于 2012 年一季度锡等有色金属价格下跌及公司产销量较上年同期减少, 2012 年一季度公司实现净利润 0.41 亿元, 同比降低 78.01%。

总体看, 2011 年, 在锡、铜等有色金属平均价格上升的影响下, 公司营业收入和盈利水平有所提高, 实现了较好的经营业绩。但有色金属价格的波动对公司盈利水平具有较大影响, 未来公司盈利能力的提升取决于公司资源自给率的提高和有色金属价格的上升。

偿债能力

从偿债指标来看, 由于 2011 年公司债务规模上升幅度较大, 利息支出相应增加, 当年公司偿债指标有所弱化, 利息保障倍数分和经营净现金流利息保障倍数分别为 3.26 倍和 0.45 倍, 总体看公司盈利对债务本息的覆盖能力较弱, 公司有一定的债务压力。但随着公司在股权融资方面积极尝试的推进以及铜、铅等项目的投产, 公司整体抗风险能力将有所提升, 偿债压力也将有一定缓解。

表 2: 2009~2012.Q1 部分偿债指标

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.Q1 |
|-------------------|-------|-------|--------|---------|
| 总债务(亿元) | 44.45 | 61.18 | 104.22 | 109.99 |
| 长期债务(亿元) | 19.09 | 14.93 | 19.63 | 17.94 |
| EBITDA(亿元) | 4.75 | 7.87 | 13.78 | 2.40 |
| 总资本化比率(%) | 63.37 | 56.89 | 66.46 | 67.48 |
| 资产负债率(%) | 65.29 | 59.08 | 68.22 | 69.34 |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.50 | 3.55 | 3.26 | 2.14 |
| 经营活动净现金流利息保障倍数(X) | 2.38 | 0.65 | 0.45 | 1.48 |
| 总债务/EBITDA(X) | 9.35 | 7.77 | 7.56 | 11.43 |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

对外担保方面, 截至 2011 年 12 月 31 日, 公司担保余额 11.97 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 13.87%, 或有负债风险较小。

银行授信方面, 截至到 2011 年 12 月底, 公司共获得中国银行、工商银行、交通银行等金融机构授信总额度 173.5 亿元人民币, 未使用授信额度为 81.23 亿元人民币。

总体来看, 公司完整的锡产业链以及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有色金属价格波动影响较大、铅、铜冶炼项目的建成及投产带动资本支出增加、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。

云锡控股前身是 1883 年清政府成立的个旧厂务招商局，经过多次改制和重组，于 2006 年改制为云南锡业集团（控股）有限责任公司。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。

业务运营方面，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。2011 年，有色金属和贵金属板块在产品平均价格上涨的带动下，实现了良好的经营效益；而房地产市场调控政策对建筑安装及房地产板块产生一定不利影响，营业收入出现一定下滑；另外，受下游需求减弱的影响，机械制造板块业务运营也出现一定波动。

表 3：2010~2011 年云锡控股主要产品收入

单位：亿元、%

| 业务板块 | 2010 | | 2011 | |
|----------|--------|-------|--------|-------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 有色金属 | 115.36 | 14.33 | 149.75 | 18.75 |
| 建筑安装及房地产 | 18.62 | 18.09 | 14.38 | 11.04 |
| 贵金属 | 12.48 | 3.97 | 30.90 | 7.00 |
| 其他 | 17.92 | 26.37 | 16.59 | 43.08 |
| 合计 | 164.38 | 15.28 | 211.62 | 18.42 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从财务表现来看，盈利能力方面，2011 年云锡控股实现营业收入 211.62 亿元，较上年增长 28.74%。由于主要有色金属产品价格上涨，2011 年云锡控股营业毛利率为 18.42%，较上年增长 3.14 个百分点。2011 年，有色金属及贵金属业务板块营

业收入和盈利水平的大幅增长提升了云锡控股的收益水平，当年云锡控股实现利润总额 10.10 亿元，同比增长 80.25%；净利润 8.19 亿元，同比增长 63.12%。

财务结构方面，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 2011 年 12 月 31 日，云锡控股资产总额和所有者权益分别为 368.66 亿元和 91.69 亿元，同比分别增长 24.18% 和 10.02%。同时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 2011 年 12 月 31 日，云锡控股资产负债率为 75.13%，同比上升 3.20 个百分点。从偿债能力看，2011 年云锡控股偿债指标有所弱化，EBITDA 利息倍数下降至 2.84 倍，债务规模的较快提升使云锡控股获现对债务的覆盖能力有所减弱。

表 4：2009~2011 年云锡控股部分财务指标

| 项目 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 所有者权益（亿元） | 57.33 | 83.34 | 91.69 |
| 总资产（亿元） | 195.20 | 296.88 | 368.66 |
| 长期债务（亿元） | 30.37 | 58.03 | 65.36 |
| 总债务（亿元） | 85.69 | 134.87 | 195.33 |
| 营业总收入（亿元） | 118.04 | 164.38 | 211.62 |
| 营业毛利率（%） | 20.90 | 15.28 | 18.42 |
| 资产负债率（%） | 70.63 | 71.93 | 75.13 |
| 总资本化比率（%） | 59.92 | 61.81 | 68.05 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.15 | 3.72 | 2.84 |
| 总债务/EBITDA（X） | 11.14 | 8.51 | 8.79 |
| 经营净现金流/总债务（X） | 0.06 | 0.01 | 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 12 月 31 日，云锡控股合计担保余额 18.25 亿元，担保余额占归属于母公司的所有者权益的比例为 46.30%，其中对红河国有资产（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和云南冶金集团的担保额为 17.83 亿元，考虑到被担保企业大部分为国有企业，经营情况正常，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 12 月 31 日，其本部在多家银行获得综合授信额度为 325.81 亿元，其中未使用余额为 123.13 亿元；另外，云锡控股拥有多家上市公司，直接融资渠道畅通，具有较好的财务弹性。

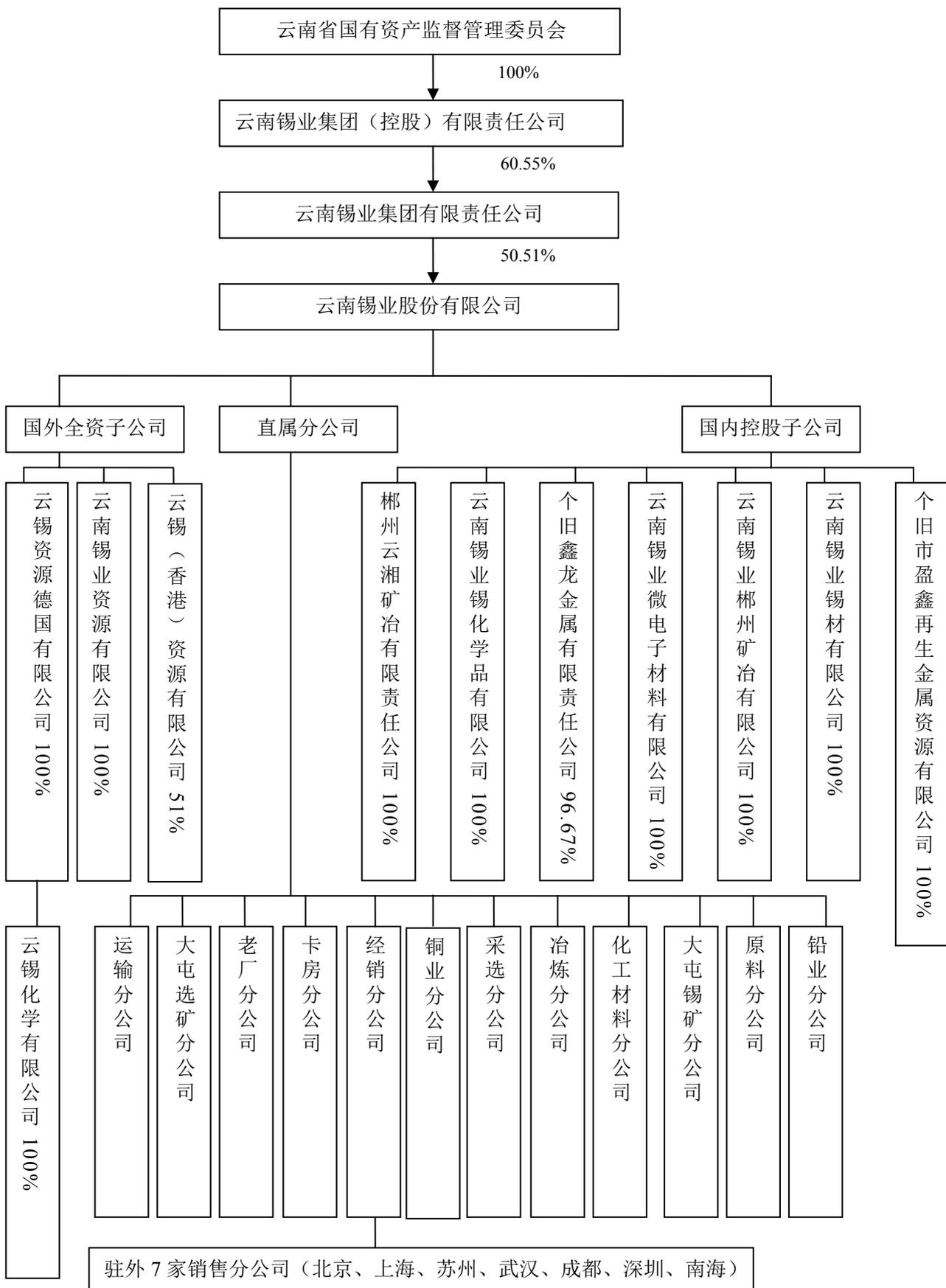
总体来看，云锡控股发展战略清晰，具备完整

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很强的综合实力，能够为本次债券的本息偿还提供有力的保障。

结 论

综上，中诚信证评维持“云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券”的信用等级为 **AA⁺**，维持公司主体信用等级 **AA**，评级展望稳定。

附一：云南锡业股份有限公司股权结构（截至 2011 年 12 月 31 日）



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) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.Q1 |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 26,812.15 | 76,436.12 | 137,465.65 | 141,440.98 |
| 应收账款净额 | 31,541.18 | 35,898.24 | 26,822.17 | 46,802.97 |
| 存货净额 | 177,599.65 | 335,781.24 | 526,633.28 | 564,195.24 |
| 流动资产 | 298,504.72 | 562,196.78 | 857,843.74 | 916,017.34 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产合计 | 388,274.81 | 518,723.42 | 742,299.79 | 758,524.25 |
| 总资产 | 740,152.26 | 1,133,112.14 | 1,654,526.70 | 1,728,489.23 |
| 短期债务 | 253,528.40 | 462,544.34 | 845,880.76 | 920,496.75 |
| 长期债务 | 190,934.41 | 149,300.00 | 196,304.01 | 179,353.91 |
| 总债务(短期债务+长期债务) | 444,462.81 | 611,844.34 | 1,042,184.77 | 1,099,850.66 |
| 总负债 | 483,237.18 | 669,395.37 | 1,128,642.16 | 1,198,464.13 |
| 所有者权益(含少数股东权益) | 256,915.08 | 463,716.77 | 525,884.55 | 530,025.10 |
| 营业总收入 | 715,493.52 | 926,695.53 | 1,284,160.50 | 279,478.70 |
| 三费前利润 | 83,110.78 | 122,843.10 | 202,352.13 | 35,970.23 |
| 投资收益 | -247.88 | -791.29 | 710.52 | -218.83 |
| 净利润 | 13,144.19 | 36,563.09 | 70,357.68 | 4,074.07 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 47,544.77 | 78,748.24 | 137,804.47 | 24,046.19 |
| 经营活动产生现金净流量 | 45,348.17 | 14,418.62 | 18,833.63 | 16,657.61 |
| 投资活动产生现金净流量 | -64,200.98 | -146,521.73 | -142,538.85 | -25,100.28 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 11,826.31 | 182,123.22 | 185,174.04 | 12,447.88 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -7,056.75 | 49,623.97 | 61,029.53 | 3,975.33 |
| 财务指标 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.Q1 |
| 营业毛利率(%) | 12.21 | 13.86 | 16.15 | 13.32 |
| 所有者权益收益率(%) | 5.12 | 7.88 | 13.38 | 3.07 |
| EBITDA/营业总收入(%) | 6.65 | 8.50 | 10.73 | 8.60 |
| 速动比率(X) | 0.42 | 0.44 | 0.36 | 0.35 |
| 经营活动净现金/总债务(X) | 0.10 | 0.02 | 0.02 | 0.06 |
| 经营活动净现金/短期债务(X) | 0.18 | 0.03 | 0.02 | 0.07 |
| 经营活动净现金/利息支出(X) | 2.38 | 0.65 | 0.45 | 1.48 |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.50 | 3.55 | 3.26 | 2.14 |
| 总债务/EBITDA(X) | 9.35 | 7.77 | 7.56 | 45.75 |
| 资产负债率(%) | 65.29 | 59.08 | 68.22 | 69.34 |
| 总债务/总资本(%) | 63.37 | 56.89 | 69.21 | 67.48 |
| 长期资本化比率(%) | 42.63 | 24.35 | 29.74 | 25.28 |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2012年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA指标均经年化处理。

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) | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 164,759.97 | 247,013.06 | 339,503.90 |
| 应收账款净额 | 89,401.42 | 139,462.32 | 116,018.06 |
| 存货净额 | 413,800.27 | 682,410.94 | 835,719.91 |
| 流动资产 | 987,524.10 | 1,434,790.37 | 1,813,342.13 |
| 长期投资 | 62,613.38 | 82,564.28 | 133,456.33 |
| 固定资产合计 | 766,768.55 | 1,021,167.00 | 1,283,860.03 |
| 总资产 | 1,951,957.04 | 2,968,812.25 | 3,686,629.22 |
| 短期债务 | 553,174.42 | 768,427.23 | 1,299,762.59 |
| 长期债务 | 303,728.35 | 580,266.43 | 653,579.30 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 856,902.78 | 1,348,693.66 | 1,953,341.90 |
| 总负债 | 1,378,696.71 | 2,135,371.64 | 2,769,718.80 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 573,260.34 | 833,440.61 | 916,910.41 |
| 营业总收入 | 1,180,369.36 | 1,643,841.36 | 2,116,237.47 |
| 三费前利润 | 231,266.79 | 231,250.93 | 370,252.56 |
| 投资收益 | 3,992.05 | 70,092.29 | 3,965.55 |
| 净利润 | 23,936.06 | 50,195.07 | 81,878.33 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 76,902.79 | 158,470.10 | 222,283.52 |
| 经营活动产生现金净流量 | 53,132.32 | 11,127.24 | 11,241.18 |
| 投资活动产生现金净流量 | -135,543.63 | -256,667.64 | -325,840.54 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 142,168.36 | 327,831.88 | 407,890.72 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 61,714.48 | 82,253.09 | 92,490.85 |
| 财务指标 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 营业毛利率（%） | 20.90 | 15.28 | 18.42 |
| 所有者权益收益率（%） | 4.18 | 6.02 | 8.93 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 6.52 | 9.64 | 10.50 |
| 速动比率（X） | 0.54 | 0.51 | 0.51 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.06 | 0.01 | 0.01 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.10 | 0.01 | 0.01 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 2.18 | 0.26 | 0.14 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.15 | 3.72 | 2.84 |
| 总债务/EBITDA（X） | 11.14 | 8.51 | 8.79 |
| 资产负债率（%） | 70.63 | 71.93 | 75.13 |
| 总资本化比率（%） | 59.92 | 61.81 | 68.05 |
| 长期资本化比率（%） | 34.63 | 41.05 | 41.62 |

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。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+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

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

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

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。

| | |
|----|-----------------|
| 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 |