



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪140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

二零一四年五月二十三日

云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2014)

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	2011/09/19~2018/09/19		
上次评级时间	2013/6/18		
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	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益(亿元)	52.29	44.59	70.88	71.75
总资产(亿元)	165.45	239.59	226.58	222.27
总债务(亿元)	104.22	168.29	142.40	140.68
营业总收入(亿元)	128.42	162.77	219.22	51.77
营业毛利率(%)	16.10	9.55	0.22	9.28
EBITDA(亿元)	13.71	8.37	-4.82	-
所有者权益收益率(%)	13.35	1.43	-18.86	4.75
资产负债率(%)	68.40	81.39	68.72	67.72
总债务/EBITDA(X)	7.60	20.10	-29.51	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.25	1.11	-0.72	-
云锡控股	2011	2012	2013	
所有者权益(亿元)	91.31	97.20	120.05	
总资产(亿元)	368.60	500.58	476.18	
总债务(亿元)	195.33	300.23	273.69	
营业总收入(亿元)	211.62	261.96	308.80	
营业毛利率(%)	18.18	13.63	6.20	
EBITDA(亿元)	21.80	15.47	4.33	
所有者权益收益率(%)	8.58	-3.17	-15.75	
资产负债率(%)	75.23	80.58	74.79	
总债务/EBITDA(X)	8.96	19.41	63.14	
EBITDA 利息倍数	2.78	1.26	0.31	

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2014年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

龚天球 tgong@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月23日

基本观点

2013年,云南锡业股份有限公司(以下简称“锡业股份”或“公司”)锡产品产销量稳步增长,且随着收购云锡控股采矿权及相关资产等非公开发行募投项目的完成,公司锡等有色金属资源储备进一步增加,其行业领先地位得到较好保持。与此同时,非公开发行募集资金的到位使得公司资本结构得到较大改善,当年公司经营活动净现金流明显增长,并保持了较强的财务弹性。不过,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到国内锡市场价格的低迷挤压了公司主要产品的盈利空间,在铅等有色金属市场供需环境恶化的影响下,公司铅冶炼业务亏损较为严重,以及公司短期债务占比持续较高等因素对其信用水平的影响。

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⁺,维持锡业股份主体信用等级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

- 有色金属资源储备进一步丰富。在收购云锡控股卡房分矿采矿权及其他相关资产等非公开发行募投项目完成的带动下,2013年公司锡、铜等有色金属储备明显增长。目前公司仍具有广阔的找矿前景,个旧矿区矿产资源勘查项目的推进为公司可持续发展提供了保障。
- 持续保持锡市场的领先地位。近年来公司锡产品产销量稳步增长,2013年,其锡产品在国际和国内市场的占有率分别达到19.7%和38.9%,同时公司的产业链涵盖了锡的采选、冶炼和深加工,完整的锡产业链使公司具备很强的抗风险能力。
- 自有资本实力得到增强,经营活动现金流持续改善。随着非公开发行募集资金的到位,2013年公司资本结构得到较大改善,截至2013年

12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别下降至68.72%和66.77%。另外，近年来公司经营活动净现金流持续增长，并具备充足的备用流动性。

关 注

- 国内锡金属价格低迷。目前公司锡金属自给率仍处于较低水平，经营业绩易受市场价格波动影响。2013年，在国内锡金属价格低迷的背景下，公司锡产品盈利空间明显收窄。
- 铅冶炼业务亏损严重。受到铅市场供需情况恶化及相关有色金属价格下跌的影响，2013年公司铅冶炼业务亏损较为严重，公司于8月底决定对铅业分公司进行停产，目前铅业分公司尚未复产。
- 短期债务占比较高。截至2013年12月31日，公司短期债务余额为125.80亿元，占总债务的比例为88.34%，长短期债务比达到7.57倍，公司日常运营对外部资金较为依赖。

重大事项说明

2013年5月，公司通过非公开发行股票¹募集资金39.97亿元，此次非公开发行募集资金投向主要包括10万吨铜冶炼项目建设、收购云锡控股卡房分矿采矿权及其他相关资产及个旧矿区矿产资源勘查项目。其中收购云锡控股卡房分矿采矿权将增加公司铜金属储量12.03万吨、增加三氧化钨金属保有量2.53万吨。此外，通过个旧矿区资源勘查项目，公司预计可获资源储量82.85万吨，包括锡24.48万吨、铜55.24万吨和钨3.13万吨，同时公司控股股东云南锡业集团有限责任公司对此次勘查项目成果出具承诺函，保证若此次勘查资源量低于42万吨则按差额比例计算金额予以现金补偿。

表 1：公司非公开发行股票募投项目情况

项目名称	投资总额	单位：亿元	
		使用募集资金金额	
10万吨铜冶炼项目	25.67	11.40	
卡房分矿采矿权及相关资产收购	11.80	11.35	
10万吨铅冶炼项目、10万吨铜冶炼项目配套土地使用权收购	1.77	1.70	
个旧矿区矿产资源勘查项目	8.39	8.35	
偿还银行贷款	8.00	7.17	
合计	55.63	39.97	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

行业关注

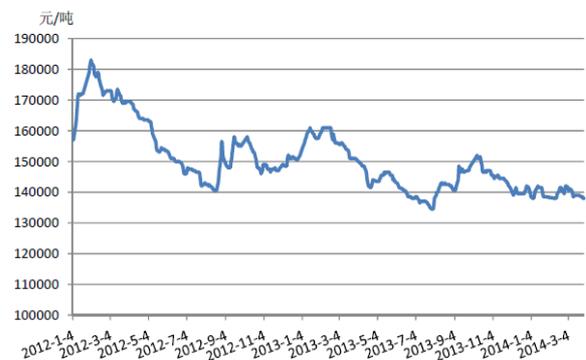
在全球经济复苏进程不及预期的影响下，2013年国际锡市场价格仅小幅上升；而国内锡价受需求持续低迷的影响，当年均价仍延续了去年的下跌趋势

2013年宏观经济和基本面共同对锡金属价格产生影响。受欧债危机反复、美国货币宽松政策悬而不决以及中国经济增长速度放缓的影响，全球经济发展遭遇一定瓶颈，锡价表现整体不及预期。从LME三月期锡价走势来看，当年前7个月锡价从年初的相对高位震荡下行，此后在印度尼西亚限制锡出口的影响下，全球锡供应的减少导致锡价快速上涨，并提升了全年锡价的平均水平。2013年LME三

¹ 2013年5月，公司非公开发行24,470万股人民币普通股，每股价格为16.66元，募集资金总额为407,670.20万元，扣除发行费用后募集资金净额为399,704.73万元。

月期锡价高点出现在1月18日，为25,025美元/吨；低点出现在7月5日，为18,850美元/吨；最终以22,350美元/吨结束全年走势。当年，LME锡现货和三月期货年均价分别为22,270美元/吨和22,294美元/吨，同比分别上涨5.6%和5.7%。2013年，国内现货市场整体跟随LME锡价走势，但国内市场持续低迷的需求使得国内价格表现明显弱于LME锡价。全年国内锡价高点出现在1月16日，为16.1万元/吨；低点出现在7月10日，为13.65万元/吨；最终以13.85万元/吨结束当年走势；2013年国内现货锡平均价格为14.61万元/吨，同比下降6.6%。

图 1：2012~2014.Q1 国内现货市场锡价走势



资料来源：安泰科，中诚信证评整理

2014年以来，受乌克兰及俄罗斯地缘政治不稳的影响，加之美国继续缩减量化宽松规模及中国一季度经济数据疲软，国内外锡均价呈下降趋势。2014年1-3月，LME三月期锡均价为22,413美元/吨，同比下降6.2%；国内现货锡平均价格为13.97万元/吨，同比下降10.8%。

短期内，宏观经济仍是影响锡价走势的重要因素，2014年欧元区经济继续呈现微弱复苏的态势，美国量化宽松政策的预期结束以及中国经济的温和增长将使锡价缓慢摆脱弱势格局，但其震荡运行的趋势不会改变，预计全年均价较上年将有所上升。

2013年印尼锡出口新规的实施使得全球锡市场供应明显减少，并推动了四季度锡价的回升；在年末锡价回升的带动下，国内锡生产商开工积极性有所提高，精锡进口量的回落在一定程度上缓解了国内市场供应过剩的格局

从全球锡市场来看，锡精矿供应方面，2013

年，各主要锡精矿生产国中除印尼和秘鲁出现减产外，其余各国锡产量均与上年持平或略有增长。当年全球锡精矿产量约为 27.75 万吨，同比增加 1.6%。精锡生产方面，2013 年大部分精锡生产国产量均出现不同程度下滑，其中印尼、秘鲁及马来西亚精锡产量下降明显。当年印尼实施锡出口新规，规定自 2013 年 7 月 1 日起，当地锡冶炼企业锡锭出口最低纯度要求由之前的 99.85% 上调至 99.9%；并同时规定自 2013 年 8 月 30 日起，当地所有用于出口的锡锭必须在 ICDX 交易后方可出口。受到锡出口新规的影响，2013 年印尼精锡产量下降较为明显，当年印尼共出口锡锭约 8.5 万吨，同比减少 13.9%。此外，在需求疲软及资源萎缩的影响下，秘鲁和马来西亚精锡产量亦有所减少。而不稳定的经济环境使得锡需求增长亦较为缓慢，2013 年全球精锡消费量约为 34.34 万吨，同比小幅增加 0.4%。整体而言，受到印尼锡出口新规的影响，2013 年全球锡市场供应下降明显，供应缺口有所增加。

表 2：2011~2013 年全球锡市场供求平衡表

单位：万吨			
项目	2011	2012	2013
产量	34.94	33.56	33.37
消费量	335.68	34.21	34.34
供需平衡	-0.74	-0.65	-0.97

资料来源：安泰科，中诚信证评整理

从国内市场锡供应情况来看，尽管 2013 年上半年锡价的低迷导致采矿积极性不高，但四季度以来锡价的回暖使得国内矿山产量有所恢复，全年锡精矿产量仍保持了上年的水平，约为 9.5 万吨。近年来，我国一直依靠进口锡精矿缓解供应短缺的局面，2013 年我国进口锡精矿实物量达 9.5 万吨，折合金属量约为 1.2 万吨，分别同比增长 193% 和 43%，主要进口国包括缅甸及玻利维亚等。精锡供应方面，受下半年锡价回暖及停产减产的锡生产商产量恢复的影响，2013 年全国精锡产量为 15.75 万吨，同比小幅增长 3.0%。其中，云南省精锡产量历年来较为稳定，当年该省精锡产量约为 9.13 万吨，占全国的比重近 60%。不过，2013 年国内锡价持续低迷，进口精锡在价格上并不具备优势，且下游锡焊料行业需求不旺，导致当年国内锡生产企业的积极性一般，受以上因素影响，2013 年全年精锡进口量约为

1.32 万吨，同比大幅减少 56.1%。

国内锡消费方面，我国电子工业进入高速发展期后带动了锡消费的增长，近三年全国锡消费量均保持在 15 万吨以上水平，消费量占全球超过 40% 的份额，系全球最大锡消费市场。目前我国锡消费主要集中于焊料、锡化工、马口铁以及锡合金（黄铜及青铜）等领域。2013 年我国电子行业总体保持稳健的走势，锡焊料行业的消费也保持相对稳定；而镀锡板市场消费前景良好，当年该行业的用锡量约为 1.2 万吨，同比增长 5%。整体而言，受益于精锡进口量的回落，2013 年国内锡市场供应过剩现象有所缓解，全年小幅过剩约 0.85 万吨。

表 3：2011~2013 年中国锡市场供求平衡表

单位：万吨			
项目	2011	2012	2013
产量	16.0	15.3	15.75
净进口量	1.0	1.32	0.30
消费量	15.5	15.0	15.2
供需平衡	1.5	1.62	0.85

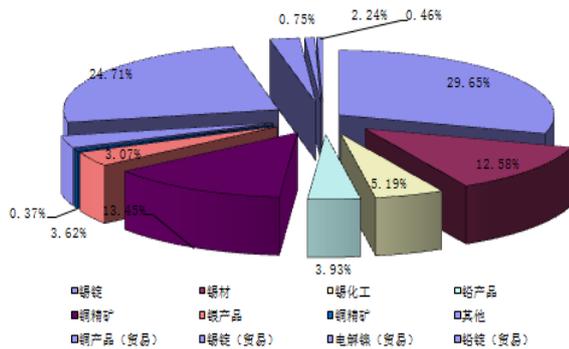
资料来源：安泰科，中诚信证评整理

业务运营

公司是中国最大的锡生产、出口基地，主要从事有色金属锡及其深加工产品的生产、销售业务，现已开展铅、铜冶炼业务。目前公司主要产品包括锡锭、铅锭、银锭、阴极铜、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 14 个系列 660 多个品种。自 2005 年起，公司锡金属产销量位居全球第一，2013 年公司主要锡产品国内市场占有率为 38.9%，国际市场占有率为 19.7%。目前，公司还在进行有色金属产品生产及销售业务的同时开展了铜、锡等有色金属贸易业务。

2013 年公司实现主营业务收入 217.06 亿元，其中有色金属生产销售业务收入 155.94 亿元，同比增长 19.34%，其中锡锭、锡材和锡化工产品实物销售收入在主营业务收入中的占比分别为 29.65%、12.58% 和 5.19%。

图 2：2013 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

2013 年非公开发行募投项目的进行使公司有色金属资源储备实现了一定增长，但现阶段公司较低的自给率水平仍使其经营业绩易受有色金属价格波动的影响

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。2013 年，公司通过非公开发行收购云锡控股采矿权及其他相关采选资产及个旧矿区矿产资源勘查项目积极增加有色金属资源储备，当年公司新增锡金属储量 13.91 万吨、铜金属储量 9.62 万吨、三氧化钨储量 2.22 万吨，公司资源储量得到一定程度提升。此外，公司计划 2014 年在云南个旧及湖南郴州进一步推进地质找矿和勘查工作，考虑到个旧地区具有良好的成矿条件，我们认为公司仍具有广阔的找矿前景。

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 30% 左右，2013 年自给率为 27%，与上年基本持平。铅精矿及铜精矿采购方面，目前公司铅精矿储备规模较小，其铅精矿基本依靠外部采购；2013 年公司 10 万吨/年铜冶炼项目正式投产，当年其资源自给率约为 25%。

总体来看，在非公开发行募投项目顺利进行的带动下，2013 年公司有色金属资源储量实现了一定提升，但其资源自给率仍处于较低水平，有色金属价格波动对其经营业绩具有较大影响。

近年来公司锡产品产量稳步提升，但锡价的下跌对其毛利率空间造成挤压；此外，受铅

等有色金属价格低迷的影响，2013 年公司铅冶炼业务亏损较为严重，同时资产减值准备的计提进一步扩大了其全年的亏损面

锡锭、锡材和锡化工是公司的主要产品，截至 2013 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，在锡材深加工项目分批投产的带动下，当年公司锡材深加工产能增加至 3.6 万吨/年。产销量方面，2013 年公司锡锭、锡材及锡化工产品产量分别为 4.39 万吨、2.28 万吨和 1.75 万吨，全年共销售锡锭 5.00 万吨、锡材 2.25 万吨、锡化工产品 1.74 万吨，销量与上年基本持平或有所增长。不过，受国内锡价低迷的影响，2013 年公司主要锡产品销售收入同比均呈下降趋势，当年公司实现锡锭、锡材及锡化工收入 59.56 亿元、24.56 亿元和 10.07 亿元，同比分别下降 12.53%、4.62% 和 2.96%。

表 4：2012~2013 年公司主要产品产销量

产品	2012		2013	
	产量	销量	产量	销量
锡锭（万吨）	3.98	3.99	4.39	5.00
锡材（万吨）	1.96	2.01	2.28	2.25
锡化工（万吨）	1.74	1.75	1.75	1.74
铅锭（万吨）	9.02	8.92	5.54	6.90
银锭（吨）	186	169	165	101
阴极铜（万吨）	-	-	6.90	6.58

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

其他产品方面，2013 年上半年受铅、银、铜等有色金属价格持续低迷的影响，公司对相关金属原料、在产品及产品计提了跌价损失。同时，由于铅、银产品和原料的价差不能弥补成本及回收损失，公司铅冶炼业务亏损较为严重，为了避免铅市场环境持续恶化为其带来更大损失，公司于 2013 年 8 月底开始对铅业公司进行停产。受此影响，2013 年全年公司铅锭产量下降较为明显，当年铅锭产量为 5.54 万吨，同比减少 38.58%。不过，2013 年下半年以来，为了减少亏损面及实现扭亏，公司采取了一系列措施，并加强了去库存的力度，因此当年公司铅锭销量所售影响有限，公司全年铅锭销量为 6.90 万吨，同比下降 22.65%。

随着公司 10 万吨/年铜冶炼项目的正式投产，2013 年公司分别实现阴极铜产品产量及销量 6.90

万吨和 6.58 万吨，全年实现销售收入 29.19 亿元，但受加工费空间有限及铜价波动的影响，当年公司阴极铜产品并未实现盈利。

另外，2013 年公司继续加大了有色金属贸易业务的开展力度，目前其贸易业务品种仍以铜产品、锡锭、电解镍及铅锭为主。当年，公司实现贸易业务收入 61.11 亿元，同比大幅增长 105.41%，其中铜产品、锡锭、电解镍、铅锭的贸易业务收入分别为 53.64 亿元、4.86 亿元、1.62 亿元和 1.00 亿元，全年贸易业务毛利率为 0.01%，初始获利空间较上年出现较大收窄。

在建工程方面，随着 10 万吨/年铜冶炼项目的投产及相应在建工程转为固定资产，目前公司在建工程多为工艺和技术改造项目，资本支出需求不大。不过，随着个旧市城市化建设的不断推进，为配合国家产业政策的要求，公司将在“退二进三”政策的支持下，逐步进行锡冶炼异地搬迁升级改造项目。根据计划，公司下属锡冶炼分公司将从个旧市区搬迁至蒙自国家级经济技术开发区冶金园区，预计项目总投资可控制在 20 亿元内，资金来源为政府税费减免及土地开发收益，不足部分由公司自筹。该项目规划建设周期为 3~5 年，具体建设周期将结合国家产业政策和公司的实际情况予以调整，在项目启动的同时，公司原有厂区将照常开展生产经营，截至 2013 年末，公司已投入该项目的累计金额为 5 亿元，中诚信证评将对此项目的建设进展及资本支出情况保持关注。

总体看，2013 年受有色金属价格持续低迷及部分产品供需格局恶化的影响，公司盈利水平出现较大幅度下滑，但随着扭亏措施效用的显现，2014 年一季度公司经营业绩已逐步改善，同时考虑到公司在锡产品领域显著的竞争优势及其资源储备进一步增长的潜力，中诚信证评认为公司仍具有很强的抗风险能力。

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（特殊普通合伙）审计的 2011~2013 年合并审计报告以及未经审计的 2014 年一季度财务报表，其中 2012 年数据为 2013 年初重述数，所

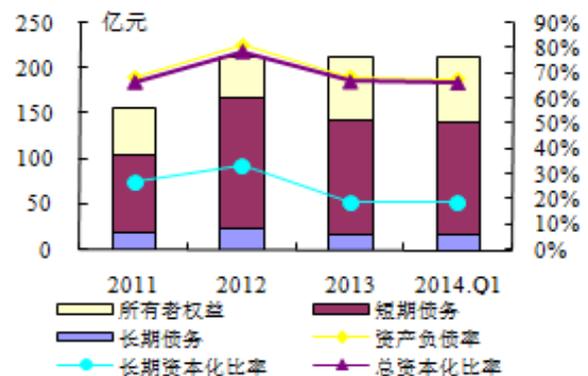
有财务数据均为合并口径。

资本结构

2013 年，随着铅冶炼及铜冶炼项目资本投入的基本完成，公司总资产同比保持稳定。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产规模为 226.58 亿元，较上年同期小幅减少 5.43%。从资产构成情况来看，目前公司资产主要由固定资产、存货及货币资金构成，2013 年末三者占总资产的比重分别为 46.47%、26.70% 和 10.11%。当年，由于 10 万吨/年铜冶炼项目达到预定使用状态，并由在建工程转入固定资产，使得年末公司固定资产明显增长。存货方面，为减少存货对资金的占用，公司加大了前期结存产品的销售力度并同时控制原料采购，加上当年计提的存货跌价准备，2013 年末公司存货水平同比出现较大幅度下降，其占总资产的比重由上年的 39.62% 下降至 26.70%。而当年公司非公开发行股票募集资金尚未使用完毕使其 2013 年末货币资金大幅增长，期末余额为 22.89 亿元，公司货币资金较为充裕。

负债规模方面，随着非公开发行募集资金的到位，2013 年公司对部分长、短期借款进行了偿还，负债总额相应减少。截至 2013 年 12 月 31 日，公司负债总额为 155.69 亿元，同比减少 20.16%。受此影响，公司杠杆比率明显下降，截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.72% 和 66.77%，同比分别下降 12.67 个和 12.29 个百分点。另截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产和负债规模基本保持稳定，资产负债率和总资本化比率分别为 67.72% 和 66.23%。

图 3：2011~2014.Q1 公司资本结构分析

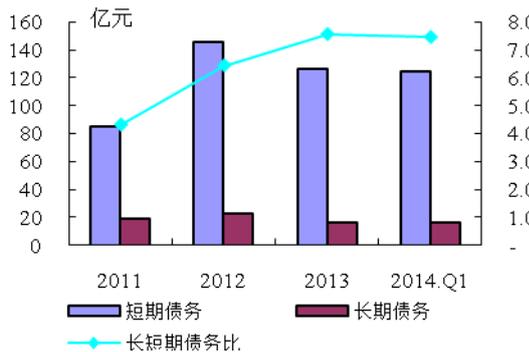


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，尽管自有资本的充实使公

司负债规模有所下降，但其以短期债务为主的债务期限结构仍未改变。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务为 142.40 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 125.80 亿元和 16.61 亿元，同期短期/长期债务的比例进一步上升 1.13 倍至 7.57 倍。另截至 2014 年 3 月 31 日，公司短期/长期债务比例小幅降低至 7.47 倍，仍处于较高水平。

图 4：2011~2014.Q1 公司债务结构分析



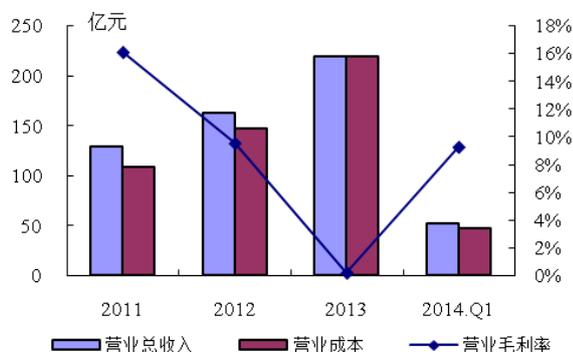
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，非公开发行募集资金的到位使公司自有资本实力得到增强，杠杆比率明显下降，但公司以短期债务为主的债务期限结构仍使其面临一定短期偿债压力。

盈利能力

2013 年，在公司锡产品产销量提升、加快铅等产品存货周转及大力发展贸易业务的影响下，其有色金属生产销售及贸易业务收入均呈现明显增长，当年公司共实现营业收入 219.22 亿元，同比增长 34.68%。

图 5：2011~2014.Q1 公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

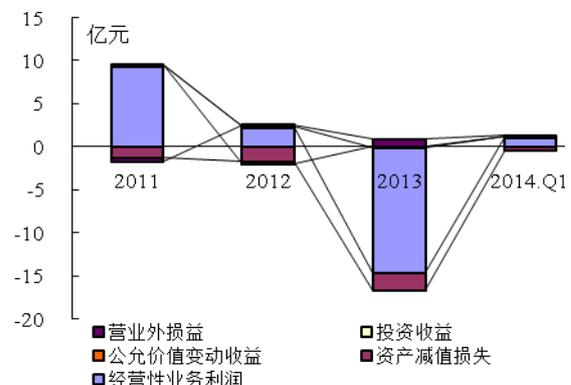
毛利率方面，受锡金属价格下跌、铅及铜冶炼业务亏损及贸易业务盈利空间收窄的影响，2013 年公司毛利率显著降低，当年公司营业毛利率仅为 0.22%，同比下降 9.33 个百分点。自出现经营亏损

以来，公司采取了一系列措施以实现扭亏，2014 年一季度，公司继续对产品生产、销售结构进行调整，1~3 月公司毛利率已明显回升至 9.28%。

期间费用方面，2013 年公司期间费用总额为 14.77 亿元，占营业总收入的比重为 6.74%，该比例较上年下降 1.11 个百分点。当年，铝业分公司停产损失及铜冶炼项目试车转固使公司管理费用有所增长，同时受业务规模及融资成本增长的影响，2013 年公司销售费用及财务费用亦出现一定上升。不过，受益于营业收入规模的增长，公司期间费用占比仍处于较低水平。

利润总额方面，受初始获利空间大幅缩小的影响，2013 年公司经营性业务利润呈较大规模亏损状态，加上公司对存货计提的跌价准备，当年公司利润总额亏损额进一步扩大。2013 年公司经营性业务亏损 14.57 亿元，全年确认资产减值损失 2.02 亿元，当年利润总额亏损总额为 15.71 亿元。2014 年以来，受毛利率回升的影响，公司已实现扭亏，1~3 月共取得利润总额 1.02 亿元。

图 6：2011~2014.Q1 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金获取能力方面，受到经营大幅亏损的影响，2013 年公司 EBITDA 呈现负值，为 -4.83 亿元。不过，受益于公司采取的加快存货周转等现金回收措施，2013 年公司经营活动现金流仍保持了增长，当年其经营活动净现金流为 21.84 亿元，同比大幅上升 689.75%。

总体看，2013 年公司经营出现较大幅度亏损，但随着其改善经营业绩措施的实施，目前公司经营业绩已出现明显改善，同时其经营活动现金流亦较为充裕。

偿债能力

从偿债指标来看，2013 年公司债务及利息支出规模均有所下降，但经营大幅亏损使 EBITDA 对公司债务及利息支出的保障力度不足，2013 年公司 EBITDA 对总债务及利息支出的比例均为负值。但在经营活动净现金流持续改善的影响下，公司现金流对债务本息的保障力度有所加强，2013 年经营活动现金流利息保障倍数为 0.86 倍，同比上升 0.49 倍。

表 5：2011~2014.Q1 公司部分偿债指标

	2011	2012	2013	2014.Q1
总债务(亿元)	104.22	168.29	142.40	140.68
长期债务(亿元)	19.63	22.60	16.61	16.62
EBITDA(亿元)	13.71	8.37	-4.82	-
总资本化比率(%)	66.59	79.05	66.77	66.23
资产负债率(%)	68.40	81.39	68.72	67.72
EBITDA 利息倍数(X)	3.25	1.11	-0.72	-
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	0.45	0.37	0.86	-
总债务/EBITDA(X)	7.60	20.10	-29.51	-

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 2013 年 12 月 31 日，公司担保余额 8.72 亿元，期末担保余额占公司所有者权益的比例为 12.36%。由于公司担保均为对下属子公司的担保，因此其基本不存在或有负债风险。

银行授信方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司共获得中国银行、工商银行、建设银行等金融机构授信总额度 265.33 亿元人民币，未使用授信额度为 134.92 亿元人民币，备用流动性较为充分。

总体来看，2013 年公司经营亏损使其部分偿债指标弱化，同时较大规模的短期债务亦导致公司短期偿债压力持续。不过，考虑到公司资本结构实现优化，且经营业绩已出现明显改善，再加上其拥有充足的备用流动性，中诚信证评认为锡业股份仍具有很强的偿债能力。

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；二是以铂、钯为主的贵金属板块；三是以房地产开发为龙头的建筑、建材板块。目前，锡等有色金属销售收入仍为云锡控股收入的主要来源，2013 年在各有色金属产销量及相关金属贸易业务上升的带动下，云锡控股有色金属板块业务收入有所增长，但该板块经营业绩大幅下滑；此外，随着云锡控股房地产项目的结转，其房地产业务收入亦出现一定增长。

从财务表现来看，盈利能力方面，2013 年云锡控股实现营业收入 308.80 亿元，较上年增长 17.88%。受到有色金属价格下降及冶炼加工费空间收窄的影响，2013 年云锡控股有色金属业务毛利率显著下滑，并对其整体初始获利空间造成挤压，2013 年云锡控股营业毛利率为 6.20%。此外，财务费用及存货跌价损失的增长亦对其盈利能力造成不利影响，2013 年云锡控股利润总额亏损 19.91 亿元，净利润亏损 18.90 亿元。

财务结构方面，随着主要在建项目的建成投产，近年来公司资产规模较为稳定，同时在锡业股份非公开发行募集资金到位的影响下，云锡控股资产和负债规模均有所下降，截至 2013 年 12 月 31 日，其总资产和负债合计分别为 476.18 亿元和 356.13 元，同比分别减少 4.87% 和 11.71%。与此同时，云锡控股杠杆比率也呈下降趋势，截至 2013 年 12 月 31 日，其资产负债率和总资本化比率分别为 74.79% 和 69.51%。偿债能力方面，受到盈利水平下降的影响，2013 年云锡控股 EBITDA 水平亦有所降低，当年 EBITDA 利息倍数减少至 0.31 倍。不过，2013 年云锡控股经营活动现金流仍得到一定改善，经营活动净现金流对债务的保障程度有所提升。

表 6: 2011~2013 年云锡控股部分财务指标

项目	2011	2012	2013
所有者权益 (亿元)	91.31	97.20	120.05
总资产 (亿元)	368.60	500.58	476.18
长期债务 (亿元)	65.36	60.10	40.91
总债务 (亿元)	195.33	300.23	273.69
营业总收入 (亿元)	211.62	261.96	308.80
营业毛利率 (%)	18.18	13.63	6.20
资产负债率 (%)	75.23	80.58	74.79
总资本化比率 (%)	68.14	75.54	69.51
EBITDA 利息倍数 (X)	2.78	1.26	0.31
总债务/EBITDA (X)	8.96	19.41	63.14
经营净现金流/总债务 (X)	0.01	0.00	0.04

资料来源: 云锡控股提供, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 云锡控股合计对外担保余额 30.03 亿元, 担保余额占所有者权益的比例为 25.01%, 被担保对象主要为云南冶金集团、昆明西山土地房屋开发经营(集团)有限公司等, 被担保对象中除云南雅迪塑料公司²处于清理整顿且贷款已逾期外, 其余被担保单位均处于正常经营状态, 云锡控股整体或有负债风险可控。

融资渠道方面, 云锡控股拥有良好的银企关系, 截至 2013 年 12 月 31 日, 其在多家银行获得综合授信额度为 451.8 亿元, 其中未使用余额为 178.5 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。

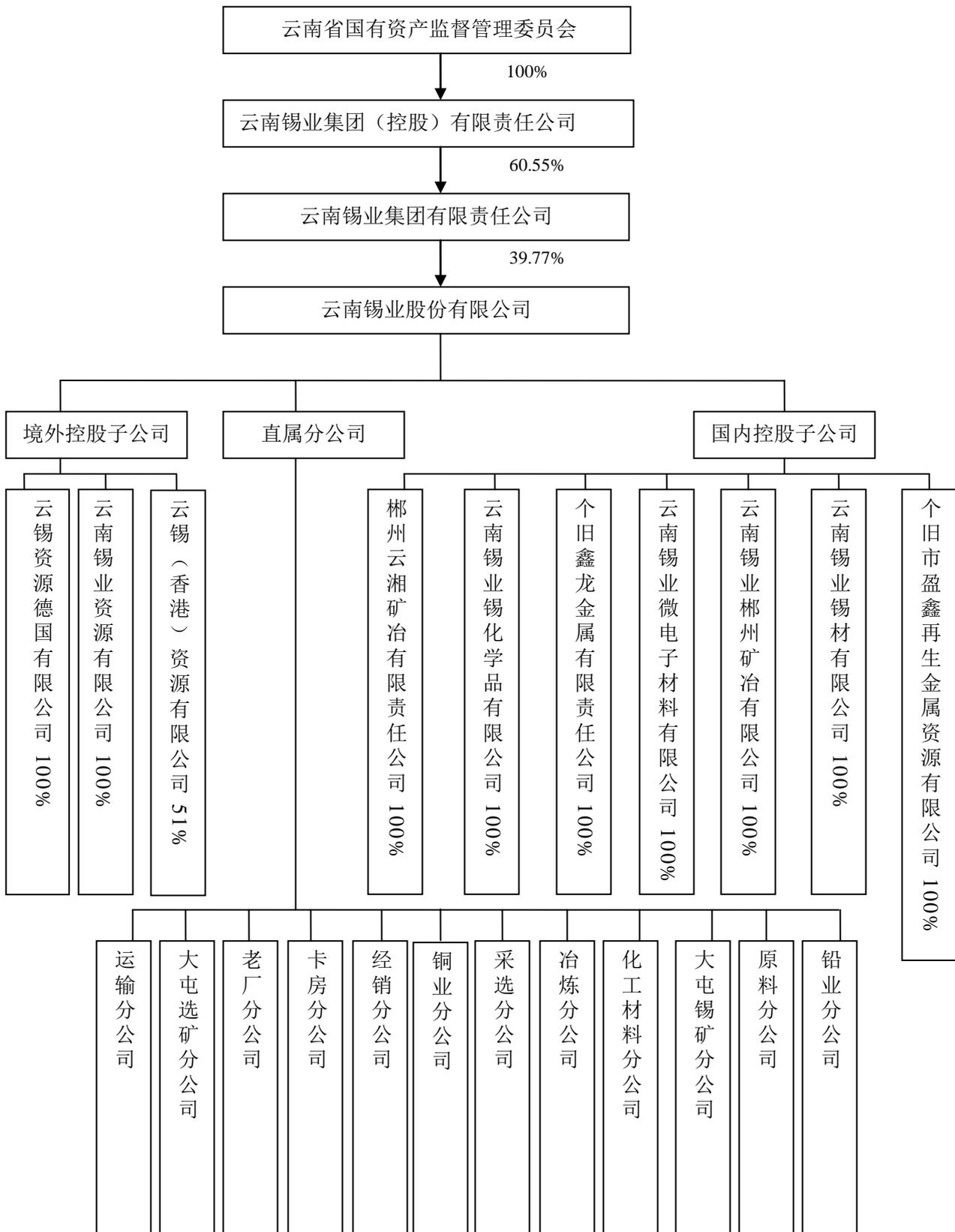
总体来看, 尽管受有色金属市场波动的影响, 云锡控股经营业绩出现下滑, 但考虑到其完整的产业链布局、良好的业务运营能力及在云南省的重要地位, 中诚信证评认为云锡控股仍具有很强的综合实力, 能够为本次债券的本息偿还提供有力的保障。

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。

² 截至 2013 年 12 月 31 日, 云锡控股对云南雅迪塑料有限公司的担保余额为 279 万元。

附一：云南锡业股份有限公司股权结构（截至 2013 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)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	137,465.65	140,713.60	228,960.78	199,253.05
应收账款净额	26,822.17	36,578.68	34,800.49	70,187.55
存货净额	526,633.28	949,343.08	604,881.41	530,593.43
流动资产	857,843.74	1,324,627.81	1,021,564.78	969,586.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	742,299.79	1,007,240.47	1,139,508.41	1,100,905.52
总资产	1,654,526.70	2,395,902.45	2,265,756.54	2,222,744.62
短期债务	845,880.76	1,456,885.73	1,257,951.55	1,240,635.59
长期债务	196,304.01	226,008.78	166,097.96	166,155.13
总债务(短期债务+长期债务)	1,042,184.77	1,682,894.50	1,424,049.51	1,406,790.72
总负债	1,131,664.17	1,949,970.78	1,556,923.65	1,505,279.90
所有者权益(含少数股东权益)	522,862.53	445,931.67	708,832.89	717,464.72
营业总收入	1,284,160.50	1,627,714.94	2,192,176.98	517,745.68
三费前利润	150,677.20	1,973.45	46,962.34	46,962.34
投资收益	710.52	-2,460.21	422.29	1,232.89
净利润	69,777.27	6,383.09	-133,679.51	8,523.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	137,121.63	83,707.38	-48,248.92	0.00
经营活动产生现金净流量	18,833.63	27,655.46	218,409.16	57,883.00
投资活动产生现金净流量	-142,538.85	-459,668.14	-245,794.70	-33,348.35
筹资活动产生现金净流量	185,174.04	435,648.99	116,451.12	-54,463.10
现金及现金等价物净增加额	61,029.53	3,247.95	88,247.18	-29,758.78
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	16.10	9.55	0.22	9.28
所有者权益收益率(%)	13.35	1.43	-18.86	4.75
EBITDA/营业总收入(%)	10.68	5.14	-2.20	-
速动比率(X)	0.36	0.22	0.31	0.34
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.02	0.04	0.16
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	0.02	0.17	0.19
经营活动净现金/利息支出(X)	0.45	0.37	0.86	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.25	1.11	-0.72	-
总债务/EBITDA(X)	7.60	20.10	-29.51	-
资产负债率(%)	68.40	81.39	68.72	67.72
总债务/总资本(%)	66.59	79.05	66.77	66.23
长期资本化比率(%)	27.30	33.64	18.98	18.80

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、2014年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理。

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)	2011	2012	2013
货币资金	247,013.06	425,954.59	533,562.65
应收账款净额	139,462.32	127,699.03	103,924.63
存货净额	682,410.94	1,503,369.38	1,081,936.83
流动资产	1,434,790.37	2,669,505.13	2,162,218.54
长期投资	82,564.28	114,387.97	145,724.73
固定资产合计	1,021,167.00	1,664,942.71	1,812,723.54
总资产	2,968,812.25	5,005,753.50	4,761,802.67
短期债务	768,427.23	2,401,289.64	2,327,787.49
长期债务	580,266.43	601,006.26	409,086.70
总债务（短期债务+长期债务）	1,348,693.66	3,002,295.90	2,736,874.19
总负债	2,135,371.64	4,033,720.50	3,561,293.67
所有者权益（含少数股东权益）	833,440.61	972,033.00	1,200,509.00
营业总收入	1,643,841.36	2,619,564.34	3,087,954.49
三费前利润	231,250.93	325,565.35	172,501.70
投资收益	70,092.29	217.10	11,506.26
净利润	50,195.07	-30,829.90	-189,046.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	158,470.10	154,703.82	43,348.84
经营活动产生现金净流量	11,127.24	-535.46	99,069.50
投资活动产生现金净流量	-256,667.64	-580,710.72	-262,267.92
筹资活动产生现金净流量	327,831.88	665,741.66	271,892.74
现金及现金等价物净增加额	82,253.09	84,105.38	107,608.06
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	15.28	13.63	6.20
所有者权益收益率（%）	6.02	-3.17	-15.75
EBITDA/营业总收入（%）	9.64	5.91	1.40
速动比率（X）	0.51	0.35	0.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.00	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.01	0.00	0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	0.26	0.00	0.70
EBITDA 利息倍数（X）	3.72	1.26	0.31
总债务/EBITDA（X）	8.51	19.41	63.14
资产负债率（%）	71.93	80.58	74.79
总资本化比率（%）	61.81	75.54	69.51
长期资本化比率（%）	41.05	38.21	25.42

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