



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪116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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；下调本期债券信用等级至AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一五年五月二十二日

## 云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2015)

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	2014/5/18		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

### 概况数据

锡业股份	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益(亿元)	44.59	70.88	71.21	68.12
总资产(亿元)	239.59	226.58	225.83	226.03
总债务(亿元)	168.29	142.40	130.15	132.08
营业总收入(亿元)	162.77	219.22	261.34	49.12
营业毛利率(%)	9.55	0.22	6.11	3.01
EBITDA(亿元)	8.37	-4.82	14.46	-
所有者权益收益率(%)	1.43	-18.86	0.52	-4.51
资产负债率(%)	81.39	68.72	68.47	69.86
总债务/EBITDA(X)	20.10	-29.51	9.00	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.11	-0.72	1.72	-

云锡控股	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	97.20	120.05	134.44
总资产(亿元)	500.58	476.18	514.29
总债务(亿元)	300.23	273.69	274.34
营业总收入(亿元)	261.96	308.80	365.78
营业毛利率(%)	13.63	6.20	8.49
EBITDA(亿元)	15.47	4.33	12.02
所有者权益收益率(%)	-3.17	-15.75	-10.16
资产负债率(%)	80.58	74.79	73.86
总债务/EBITDA(X)	19.41	63.14	22.83
EBITDA 利息倍数	1.26	0.31	0.71

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2015年一季度所有者权益收益率指标未经年化处理。

### 分析师

陈晓晓 xxchen@ccxr.com.cn

龚天璇 tgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年5月22日

### 基本观点

2014年,云南锡业股份有限公司(以下简称“锡业股份”或“公司”)锡产品整体产销量稳步增长,且公司不断开展矿区矿产资源勘查,锡等有色金属资源储备进一步增加,原料自给率逐年上涨,行业领先地位得到较好保持。同时,公司经营活动净现金流维持持续净流入,备用流动性充裕,整体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持续低迷导致盈利能力出现弱化,公司短期债务占比持续较高,以及担保方云锡控股近年来持续亏损等因素对公司整体经营及本次债券信用水平的影响。

中诚信证评维持锡业股份主体信用等级AA,评级展望稳定;下调“云南锡业股份有限公司2011年公司债券”信用等级至AA。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

- 持续保持锡市场领先地位。公司锡产品业务涵盖锡的采选、冶炼和深加工,完整的产业链使得公司具备很强的抗风险能力,锡产品整体产销量持续增长,国内外市场地位进一步增强。
- 有色金属资源储备进一步丰富。公司在个旧矿区开展的矿产资源勘查效果明显,有色金属资源储备有所增长,自给率水平增长,且现有矿区找矿前景较好,持续推进矿产资源勘查为公司可持续发展提供了保障。
- 资产转让并购后的整体质量得到提升。公司将原持续亏损铅业务及相关存货在2014年对外转让,并以发行股份为对价,购买云南华联锌铟股份有限公司(以下简称“华联锌铟”),华联锌铟盈利表现较好,该系列操作完成后,公司盈利能力将得到增强。
- 经营活动现金流持续净流入,负债规模下降,资本结构稳健。公司经营活动现金流维持净流

入态势。同时，公司资本结构持续改善，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别下降至 68.47% 和 64.63%，且公司具备较充足的备用流动性，整体具有很强的偿债能力。

## 关 注

- 锡价格持续低迷，盈利压力加大。公司现有锡金属自给率水平仍较低，经营业绩易受市场价格波动影响。2015 年以来，锡价格跌幅加深，公司盈利空间大幅收窄。
- 短期债务占比较高。截至 2014 年 12 月 31 日，公司短期债务余额为 105.87 亿元，占总债务的比例为 81.35%，长短期债务比为 4.36 倍，公司日常运营资金较为依赖于短期债务。
- 担保方云锡控股近年来持续亏损。近年来受有色金属价格低迷的影响，云锡控股盈利能力下滑明显，2012~2014 年净利润分别为-3.08 亿元、-18.90 亿元和-13.66 亿元，其扭亏情况须持续关注。

## 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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

## 重大事项说明

### 重大资产重组

2014 年公司拟以发行股份为对价，购买云南华联锌铟股份有限公司（以下简称“华联锌铟”）2.12 亿股股份，占华联锌铟总股本的 75.74%，同时拟向华联锌铟股东云南锡业集团（控股）有限责任公司（以下简称“云锡控股”）、云南锡业集团有限责任公司（以下简称“云锡集团”）、博信优质（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）预计发行不超过 3.21 亿股股份，最终发行数量将以中国证监会核准的发行数量为准。截至 2014 年 5 月 31 日，华联锌铟净资产账面值为 155,360.63 万元，评估值为 499,848.06 万元，经交易各方协商一致，确认交易标的的交易价格为 378,584.92 万元。同时，云锡控股和云锡集团对此次资产重组出具承诺，保证华联锌铟 2015 年至 2017 年净利润分别为 49,727.74 万元、59,142.40 万元和 68,135.60 万元，差额部分通过股份形式在补偿期内逐年补偿。

华联锌铟主营锡矿、锌矿和铟矿的勘探、开采、选矿业务，主要产品包括锌精矿、锡精矿、铜精矿和铟精矿等。华联锌铟拥有铜曼矿区、金石破矿区采矿权和辣子寨-I 铅锌矿勘探、辣子寨铅锌矿（区块 II）地质勘探、老寨锡锌多金属矿勘探、水硐厂银铅锌多金属矿勘探四个探矿权，其中铜曼矿区为华联锌铟主力矿山，根据云南华联矿产勘探有限责任公司 2014 年 5 月 31 日出具的《云南省马关县都龙矿区铜街、曼家寨矿段锌锡矿资源储量核实报告》（2014），桐曼矿区工业矿保有资源储量情况为：矿石量 7,863.99 万吨，锌金属量 315.48 万吨，平均品位 4.28%；锡金属量 27.85 万吨，平均品位 0.57%；铜金属量 2.91 万吨，平均品位 1.11%；伴生矿中铟金属的储量为 5,692.947 吨，此外伴生镉、银、砷、铜、硫、磁铁矿等。华联锌铟在 2013 年、2014 年和 2015 年 1-3 月份的营业收入分别为 140,884.00 万元、218,331.12 万元和 55,222.28 万元，净利润分别为 26,830.26 万元、43,170.50 万元和 13,437.91 万元。

公司重组事项已于 2015 年 3 月 19 日经云南省国有资产监督管理委员会批准，目前已上报中国证监会等待批复。

### 出售资产

2014 年 9 月，公司通过关联交易方式将公司 10 万吨/年铅冶炼系统资产转让出售给云锡控股，转让价格为 139,143.45 万元。截至 2015 年 4 月 14 日，云锡控股已将本次资产转让价款分两次共计 161,214.57 万元（含留抵增值税进项税金）支付给公司，截至公司年度报告披露日（2015 年 4 月 27 日），上述两次交易涉及的资产交割已经办理完毕。

## 行业关注

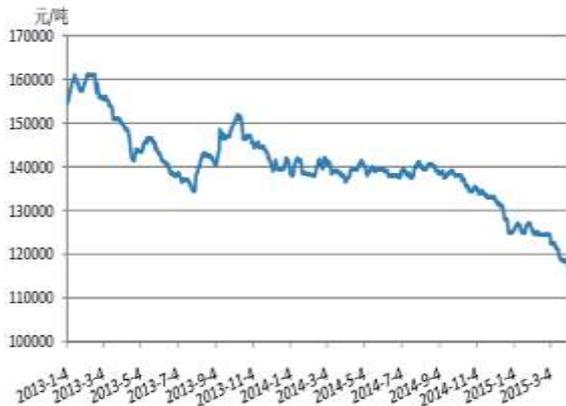
**全球经济增速继续放缓，2014 年国际锡市场价格下行趋势明显；国内锡价受下游主要市场表现清淡和流通货源充足影响，市场压力较大，价格延续下行趋势**

2014 年，全球经济增速继续放缓，伦锡价格始终缺乏较强的上涨动力，整体表现不佳。全年走势可分为两个阶段：上半年窄幅震荡运行，修正之前部分跌幅，均价为 22,846 美元/吨，环比上涨 3.4%，同比上涨 1.5%；下半年，受宏观环境的拖累和印尼供应量增加的影响，国际市场锡价出现了明显快速的下滑，表现十分疲弱，尤其在三季度锡价下行趋势明显，均价为 20,934 美元/吨，环比下跌 8.4%，同比下跌 5.2%。纵观全年，LME 三月期锡价格高点出现在 4 月 23 日，为 23,750 美元/吨；低点出现在 12 月 23 日，为 18,395 美元/吨。

2014 年，国内现货市场锡价继续遭遇内外市场双重压力。一方面，全球经济不稳定因素不断出现，主要西方经济体的增速都有所放缓，导致 LME 锡价接连下滑；另一方面，国内锡市场最大的下游行业-锡焊料行业的订单情况表现一般，大部分中小企业的订单出现明显减少，导致锡焊料市场需求未能改善，精锡成交相对清淡；加之市场流通货源较充足，导致锡市场压力很大，价格上涨动力不足。与以往国内锡价下滑速度快于国际锡价下滑速度的惯例不同，2014 年下半年受成本支撑的影响，大企业的报价相对坚挺，国内锡价下滑幅度并不明显。但由于全年的国内整体价格均在低位，因此 2014 年的均价仍出现较国际市场更大的跌幅。2014 年，国内现货市场锡平均价为 13.76 万元/吨，同比下跌 5.9%。全年价格高点出现在 2 月 27 日，为 14.2 万元/吨；低

点出现在12月25日，为12.5万元/吨。

图 1：2013~2015.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

2015年3月份，伦敦金属交易所现货锡及三月期锡月均价分别为17,422美元/吨和17,468美元/吨，环比分别下跌4.5%和4.4%，同比分别下跌24.3%和24.1%。当月，伦锡震荡运行，且波动幅度扩大，整体表现进一步疲弱，月底价格水平已降至2009年底以来低位。

2015年3月份国内现货锡价不断下调，到月底已跌至11.75万元/吨，为2009年底以来低点。锡市场整体成交维持清淡格局导致锡价延续下行趋势。目前国内多数上游厂家已开启跟随市场下调报价模式，仅部分品牌锡锭厂家坚持挺价惜售，下调幅度有限，贸易商则普遍积极降价出货。

**印尼锡出口政策更趋严格，国际市场供应量压缩，锡市场短缺量将逐步放大；在精锡原料支撑下，我国精锡产量水平一直处于高位，而主要市场采购不积极，造成精锡市场供应过剩加大**

锡精矿供应方面，2014年各主要锡精矿生产国中，除印尼和马来西亚有所减产外，其余国家或增加或与上年持平，均保持稳定生产状态。2014年全球锡精矿产量约为29.67万吨，同比增加5.9%。

精锡生产方面，2014年全球前五位精锡生产国依然是中国、印度尼西亚、马来西亚、秘鲁和泰国。中国精锡产量因原料增加而增幅明显，直接带动全球精锡产量的增加。印尼精锡产量也有明显恢复，但2014年印尼锡出口政策更加严格，导致该国锡出口进一步减少，从而牵制全球锡供应。印尼

在2013年陆续出台新规限制锡出口，但进入2014年，一些公司绕开规定，增加非锡锭形式的其他锡产品的出口，诸如锡合金或锡丝。这使得印尼政府修改锡出口规定，旨在封堵漏洞、阻止非法采矿并增强管控价格的能力。修订版本于2014年11月1日开始实施，对纯锡设定了最低纯度要求，分别为锡锭99.9%，其他形式99.93%；对焊锡以及其他锡产品则是设定了最高上限的纯度标准，分别为不得超过99.8%以及96%。2014年1-11月，印尼累计出口精锡65,607吨，较上年同期的78,051吨减少15.9%，印尼以往每年出口约10万吨锡，占全球供应的逾四分之一。马来西亚由于国内锡资源已较匮乏，精锡生产主要依靠进口印尼粗锡进行二次精炼，因此印尼出口新规的实施，将长期影响其原料供应。

全球锡消费主要集中在美国、中国、日本及西欧，这些国家经济的景气与否直接影响锡市场景气度。2013-2014年，全球不稳定的经济环境依旧困扰着锡消费，主要消费国家及地区中，欧洲实体经济的复苏步伐缓慢，对于锡消费贡献不大。锡消费大国中国，一方面受全球经济不稳的干扰，另一方面本国自身又面临经济复苏步伐放缓的考验，消费增速缓慢。

2014年，由于中国精锡产量的大幅增加，全球锡市场供应充足；而对锡需求则继续保持缓慢增长状态，没有明显改善，全球锡市场从严重供应短缺转为略微短缺。但在未来1-2年内，印尼的政策将会压缩国际市场供应量，而且在此期间内基本没有太多潜在新增供应量出现，锡供应量持续减少的局面将不可避免，锡市场短缺量将逐步放大。

表 1：2012~2014 年全球锡市场供求平衡表

单位：万吨			
项目	2012	2013	2014
产量	33.51	33.38	35.89
消费量	34.06	34.92	36.13
供需平衡	-0.55	-1.54	-0.24

资料来源：安泰科，中诚信证评整理

国内精锡矿供应方面，2014年中国锡精矿矿区产量基本保持稳定。上半年锡价相对平稳，产量稳中有升。下半年锡价出现了一定的下滑，但锡精矿的价格相对坚挺，大部分矿山生产正常。全年锡

精矿产量仍保持了上年的水平，约为 9.9 万吨。

2014 年中国进口锡精矿实物量约 16.3 万吨，折合金属量约 1.7 万吨，分别同比增加 68.8% 和 25.4%。整体来看，中国锡精矿进口依赖性较大，国内精矿紧缺情况加剧。根据中国海关数据统计，2014 年我国从缅甸进口锡精矿实物量高达 14.89 万吨，占进口总量的 97.2%，由于缅甸矿石的品位比较低，锡精矿实物量的增加更为迅速。

精锡生产方面，2014 年 1-11 月，中国的精锡产量为 167,795 吨，同比增加 20.9%。其中云南为 89,106 吨，同比增幅为 8.9%，产量较为稳定。2014 年内蒙古新锡资源勘探而释放精锡产量，同时进口大量转向缅甸，在精锡生产原料支撑下，我国精锡产量水平一直处于高位。

精锡进口方面，2014 年 1-11 月份中国进口精锡 6,648 吨，估计全年进口量约为 7,000 吨，同比减少 46.7%。在国内外价差影响下，2014 我国精锡进口量进一步减少，同时国内供应充足，前几年积累的库存较多，而市场需求一般，因此进口精锡的市场容量也进一步缩减。此外，印度尼西亚因出口新规的实施而造成锡出口减少，也一定程度影响我国进口。

国内锡消费方面，近年来中国电子工业进入高速发展期，同时带动锡消费增长。2014 年我国锡消费量约为 16.1 万吨，同比增幅为 3.2%，虽明显低于产量增速，但仍占全球约 46% 的份额，系全球最大锡消费市场。中国的锡消费主要集中在焊料、锡化工、镀锡板（马口铁）以及锡合金（黄铜及青铜）等领域。2014 年锡焊料消费占中国锡消费总量的 61% 左右，锡化工占比 16% 左右，镀锡板行业占比约为 11%。从消费结构来看，作为重要的电子材料，锡焊料消费直接影响中国锡消费，随着电子行业的快速发展，锡焊料市场同样增长迅速。进入 2014 年我国电子信息产业保持相对较快增速，但增速出现明显下降，对锡焊料的采购并不积极，致使精锡市场供应过剩加大。

表 2：2012~2014 年中国精锡市场供求平衡表

单位：万吨			
项目	2012	2013	2014
精锡产量	15.25	15.40	16.50
精锡净进口量	1.32	0.32	0.43
精锡消费量	14.85	15.60	16.10
供需平衡	1.72	0.12	0.83

资料来源：安泰科，中诚信证评整理

## 业务运营

公司主要从事有色金属锡及其深加工产品的生产、销售业务，是我国最大的锡生产、出口基地，并逐渐开展铜、锌等冶炼业务。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，同时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。2014 年公司实现主营业务收入 259.21 亿元，同比增长 19.42%，其中有色金属生产销售收入 156.42 亿元，同比增加 0.31%，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 21.89%、11.96% 和 4.72%。

### 公司持续开展现有矿区矿产资源勘查，有色金属资源储备有所增长，自给率水平上升，但依然处于较低水平，有色金属价格波动对公司经营的影响较大

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。公司近年来持续对矿区矿产资源开展勘查，积极推动有色金属资源储备量增长。2014 年，公司新增有色金属资源储量 20.75 万吨，其中锡 5.78 万吨、铜 13.82 万吨。公司计划 2015 年加大地质找矿的力度，考虑到个旧地区成矿条件良好，公司持续矿产勘查投入下的找矿前景较好。

公司主要生产原料包括锡精矿和铜精矿等，公司虽不断开展矿产资源勘查，但锡资源较为稀缺，公司生产环节仍需大量采购锡精矿。2014 年，公司锡原料自给率为 31.7%，铜资源自给率为 24.8%，原料自给率偏低。公司铜矿勘查效果较为明显，后续自给率水平将增长。

总体来看，公司主要矿区成矿条件较好，持续开展矿产资源勘查使得有色金属储备增长，自给率水平升高，但现有自给率水平依然较低，有色金属价格波动对经营业绩具有较大影响。

## 近年来公司锡产品整体产量和销量呈增长态势，并在铅产品业务对外剥离后，资产经营绩效将得到改善，资产质量得到提升

公司产品以锡锭、锡材和锡化工为主，截至2014年末的产能分别为8万吨/年、3.8万吨/年和2.4万吨/年，其中锡锭和锡化工产能与以前年度基本持平，而锡材深加工因项目投产推动，产能出现了较大增长。产销方面，2014年公司锡锭、锡材和锡化工产品产量分别为3.98万吨、2.57万吨和2.02万吨，全年锡锭销售量为4.61万吨，同比减少7.86%，锡材销售量为2.62万吨，同比增长16.22%，锡化工2.02万吨，同比增长16.65%。当年公司锡产品整体产量和销量分别为8.57万吨和9.25万吨，同比分别增长1.78%和2.89%，锡产品整体产量销量增长。2014年公司实现锡锭、锡材和锡化工收入56.74亿元、31.00亿元和12.24亿元，其中锡锭销售收入同比下降11.84%，锡材和锡化工销售收入分别同比上涨13.55%和8.65%。

表3：2013~2014年公司主要产品产销量

产品	2013		2014	
	产量	销量	产量	销量
锡锭（万吨）	4.39	5.00	3.98	4.61
锡材（万吨）	2.28	2.25	2.57	2.62
锡化工（万吨）	1.75	1.74	2.02	2.02
银锭（吨）	165	101	42	84
阴极铜（万吨）	6.90	6.58	7.31	7.84

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在铅产品方面，受铅价格持续低迷和市场环境持续恶化的影响，公司铅产品生产业务的获利空间受到较大挤压，业务持续亏损。2014年9月，公司将铅冶炼业务及相关存货对外转让以及铅冶炼系统一直处于停产状态，全年铅产品产销量因此出现大幅下降。2014年，公司铅产品销售收入3.91亿元，同比减少54.08%。铅冶炼业务因原料自给率低、抗风险能力弱，在铅价格大幅下跌背景下亏损严重，相关资产对外剥离后，公司经营业绩将得到改善，资产质量得到提升。

铜产品方面，公司10万吨/年铜冶炼项目在2013年正式投产，2014年分别实现阴极铜产量及销量7.31万吨和7.84万吨，全年实现销售收入32.81亿元，同比增长4.90%。因铜冶炼项目在2014年生产不连续，导致实际产量未达到设计产能，产能释放情况一般。

2014年，公司进一步加大有色金属贸易业务的开展力度，贸易品种以铜产品、锡锭和电解镍为主。当年，公司实现贸易业务收入102.80亿元，同比增长68.22%，其中铜产品贸易业务收入99.08亿元，同比增长84.72%。当年，有色金属贸易业务的毛利率为0.07%，初始获利空间较上一年度基本持平。

在建工程方面，公司现有在建工程以技术改造和园区建设项目为主，其中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。按计划，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，预计项目总投资在35.4亿元左右，资金来源为自筹、借款和政府补助。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2014年末，项目仍处于前期工作开展阶段，后续的投资需求较大，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。

总体来看，2014年有色金属价格仍呈走弱趋势，但公司锡产品整体产量和销量仍有所增长，且在铅产品业务对外剥离后，经营业绩得到改善，年内实现扭亏；同时考虑到公司在锡产品领域显著的竞争优势、购入优质资产及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

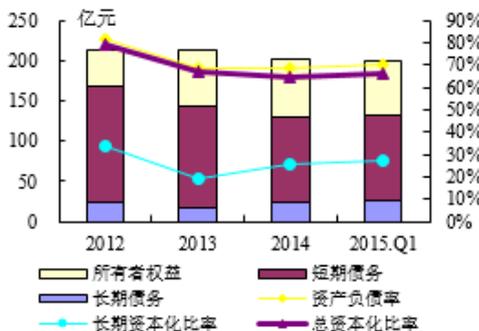
以下财务分析系基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计的2012~2013年合并审计报告、经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的2014年合并审计报告以及未经审计

的 2015 年一季度财务报表，所有财务数据均为合并口径。

### 资本结构

2014 年，公司虽对外出售铅冶炼业务及相关存货，但仍保持一定规模的技术改造投入，总资产同比仅小幅减少，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产规模为 225.82 亿元。从资产构成情况来看，目前公司资产主要由固定资产、存货、其他应收款及货币资金构成，2014 年末上述四个资产类别占总资产的比重分别为 42.63%、25.99%、5.90% 和 5.35%。固定资产方面，铅冶炼业务对外转让影响下，固定资产规模出现小幅下降。存货方面，公司加大对结存产品的销售力度和原料采购控制力度，在产量销售均持续增长的情况下，存货规模与上年度基本持平。受铝业分公司整体资产处置款尚未到位影响，公司当年其他应收款规模出现较大增长，其占总资产的比重由上年的 2.13% 上升至 5.90%，主要对象位于云南当地，坏账准备计提比例为 5.26%。

图 2：2012~2015.Q1 公司资本结构分析



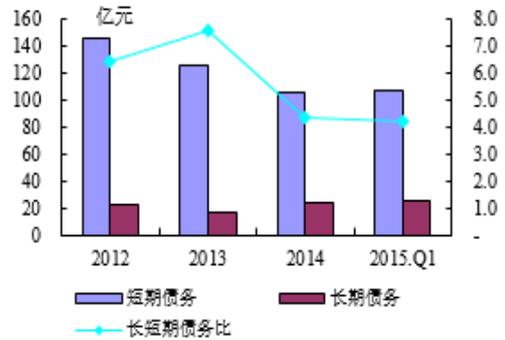
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债规模方面，在较充裕的资金储备的影响下，公司偿还少部分短期借款，负债总量相应减少。截至 2014 年 12 月 31 日，公司负债总额为 154.61 亿元，同比减少 6.37%。公司负债规模下降幅度小，财务杠杆比率变动不明显，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.47% 和 64.63%，同比分别下降了 0.25 个百分点和 2.14 个百分点。截至 2015 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 69.86% 和 65.97%。

债务期限结构方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务为 130.15 亿元，其中短期债务和长期债

务分别为 105.87 亿元和 24.27 亿元，同期长短期债务比（短期债务/长期债务）为 4.36 倍，债务仍以短期债务为主。截至 2015 年 3 月 31 日，公司长短期债务比降低至 4.23 倍，仍处于较高水平。

图 3：2012~2015.Q1 公司债务结构分析



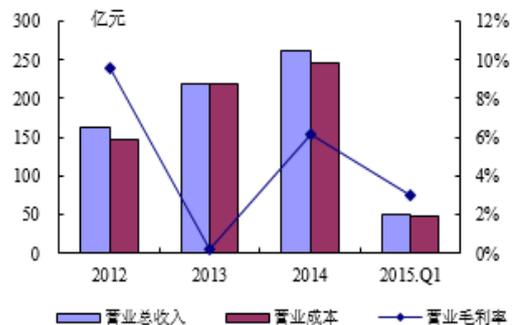
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司偿还部分到期短期借款，负债规模下降，资本结构稳健性有所增强，但目前公司债务规模仍较大，且以短期债务为主，公司仍面临一定短期偿债压力。

### 盈利能力

2014 年，公司锡产品整体销量虽持续增长，但在锡价格下调影响下，锡产品收入与上年度基本持平；当年在贸易业务开展力度不断加大背景下，公司铜产品贸易量大幅增加，全年有色金属业务收入呈现明显增长。当年，公司实现营业收入 261.34 亿元，同比增长 19.21%。

图 4：2012~2015.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

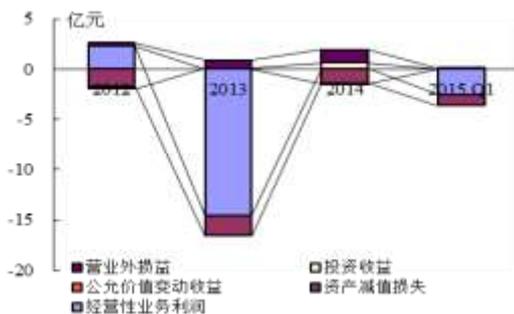
毛利方面，公司在 2013 年出现经营亏损后实行一系列措施以实现业务扭亏，且在 2014 年剥离持续亏损的铅冶炼业务，年内毛利率水平显著升高，当年公司营业毛利率为 6.11%，同比上升 5.89 个百分点。2015 年初以来，锡价格跌幅加深，挤压了锡产品业务空间，当年 1~3 月公司毛利率为

3.01%，毛利率出现回落。

期间费用方面，2014 年公司期间费用总额为 15.56 亿元，占营业总收入的比重为 5.95%，较上年下降 0.79 个百分点。在持续开展矿产勘查等影响下，公司管理费用规模依然较大，且受益于营业收入规模增长，期间费用占比有所下降，期间费用占比仍处较低水平。

利润总额方面，在初始获利空间提升影响下，2014 年经营性业务实现扭亏。当年，公司经营性业务盈利 0.03 亿元，全年确认资产减值损失 1.42 亿元，取得投资收益和营业外收益 0.59 亿元和 1.32 亿元，当年利润总额为 0.50 亿元，净利润为 0.37 亿元。2015 年以来，受毛利率下降的影响，公司出现亏损，1~3 月利润总额亏损为 3.57 亿元，净利润亏损为 3.07 亿元。

图 5：2012~2015.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，得益于经营扭亏，2014 年公司 EBITDA 为 14.46 亿元。同时，公司存货和应收账款等主要流动资产的周转速度较快，经营活动的现金流入较为充裕，当年公司经营活动净现金流为 17.31 亿元，经营性现金流维持净流入态势。

总体来看，公司在一系列针对业务扭亏的措施下，2014 年业务实现盈利，经营业绩明显改善，且经营性现金流维持净流入。

## 偿债能力

从偿债指标来看，2014 年公司债务有所下降，在扭亏并实现盈利后 EBITDA 对公司债务及利息支出的保障力度升高，当年公司 EBITDA 利息倍数为 1.72 倍，总债务/EBITDA 为 9.00 倍。公司经营性现金流维持净流入，经营性现金流对债务本息的保障力度加强，2014 年经营活动净现金/利息支出为 2.06 倍。

表 4：2012~2015.Q1 公司部分偿债指标

	2012	2013	2014	2015.Q1
总债务(亿元)	168.29	142.40	130.15	132.08
长期债务(亿元)	22.60	16.61	24.27	25.24
EBITDA(亿元)	8.37	-4.82	14.46	-
总资本化比率(%)	79.05	66.77	64.63	65.97
资产负债率(%)	81.39	68.72	68.47	69.86
EBITDA 利息倍数(X)	1.11	-0.72	1.72	-
经营活动净现金/利息支出(X)	0.37	0.86	2.06	-
总债务/EBITDA(X)	20.10	-29.51	9.00	-

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 2014 年 12 月 31 日，公司担保余额为 19.70 亿元，期末担保余额占公司所有者权益的比例为 28.92%。公司均为下属子公司提供担保，因对外担保引致的或有负债风险较小。

银行授信方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司共获得中国银行、工商银行、农业银行等金融机构授信总额度 249.10 亿元，未使用授信额度为 131.04 亿元，备用流动性较充分。

总体来看，公司在 2014 年扭亏，偿债指标明显好转，但短期债务规模较大，即期偿债压力仍较高。考虑到公司现金流充足，资本结构稳健，加之备用流动性充分，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全额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，控股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，2014年云锡控股实现有色金属销售收入 250.99 亿元，有色金属产销量及相关金属贸易业务增长；此外，随着云锡控股房地产项目的结转，其房地产业务投入不断增大，收入亦出现一定增长。

从财务表现来看，盈利能力方面，2014 年云锡控股实现营业收入 365.78 亿元，较上年增长 18.45%。2014 年云锡控股营业毛利率为 8.49%，较上年度升高 2.29 个百分点，但财务费用大幅增长，且有色金属价格低迷导致存货跌价损失增长，对盈利能力造成不利影响。2014 年云锡控股利润总额亏损 13.09 亿元，净利润亏损 13.66 亿元。同时，2012 和 2013 年，云锡控股净利润分别为-3.08 亿元和 -18.90 亿元，在近年有色金属价格低迷的现状下，云锡控股经营已连续多年亏损。

财务结构方面，随着云锡控股房地产领域投资规模的上涨，资产和负债规模均有小幅增长，2014 年 12 月 31 日，其总资产和负债合计分别为 514.29 亿元和 379.85 亿元，分别增长了 6.00% 和 3.75%。同时，云锡控股财务杠杆比率有所下降，截至 2014 年 12 月 31 日，其资产负债率和总资本化比率分别为 73.86% 和 67.11%。偿债能力方面，2014 年云锡控股 EBITDA 水平有所升高，当年 EBITDA 利息倍数增加至 0.71 倍。考虑到云锡控股经营性现金流状况较好，其仍可对债务本息偿付提供一定程度的保障。

**表 5：2012~2014 年云锡控股部分财务指标**

项目	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	97.20	120.05	134.44
总资产（亿元）	500.58	476.18	514.29
长期债务（亿元）	60.10	40.91	69.27
总债务（亿元）	300.23	273.69	274.34
营业总收入（亿元）	261.96	308.80	365.78
营业毛利率（%）	13.63	6.20	8.49
资产负债率（%）	80.58	74.79	73.86
总资本化比率（%）	75.54	69.51	67.11
EBITDA 利息倍数（X）	1.26	0.31	0.71
总债务/EBITDA（X）	19.41	63.14	22.83
经营净现金流/总债务（X）	0.00	0.04	0.02

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 2015 年 3 月末，云锡控股对外担保余额为 44.5 亿元，担保余额占所有者权

益的比例为 34.85%。云锡控股担保对象为云南冶金集团股份有限公司和云南雅迪塑料制品有限公司，其中为云南冶金集团股份有限公司担保 44.5 亿元，该公司是云南省国资委控股的国有大型企业，运营正常；担保对象云南雅迪塑料制品有限公司目前已倒闭，但由于担保金额较小（279 万元），不会影响公司正常生产经营。

2013 年 2 月，云锡控股为对参股子公司昆明西山土地房屋开发经营（集团）有限公司（以下简称“西房公司”）向中航信托申请的 8 亿元信托贷款提供不可撤销的债权连带受让责任。由于西房公司项目销售出现困难，无法按预期实现回款，影响了信托贷款及时足额兑付，截至 2015 年 3 月底，云锡控股已对其第一期 2 亿元和第二期 6 亿元信托贷款代偿了本息。代偿后云锡控股将取得西房公司约 255 亩土地使用权抵押权，同时昆明林海云霄房地产开发有限公司（简称“林海云霄”）持有的西房公司 49% 股权在项目合作时质押给云锡控股下属房地产公司，此外西房公司将与云锡控股代偿对应价值的在建工程抵押权转移给云锡控股。

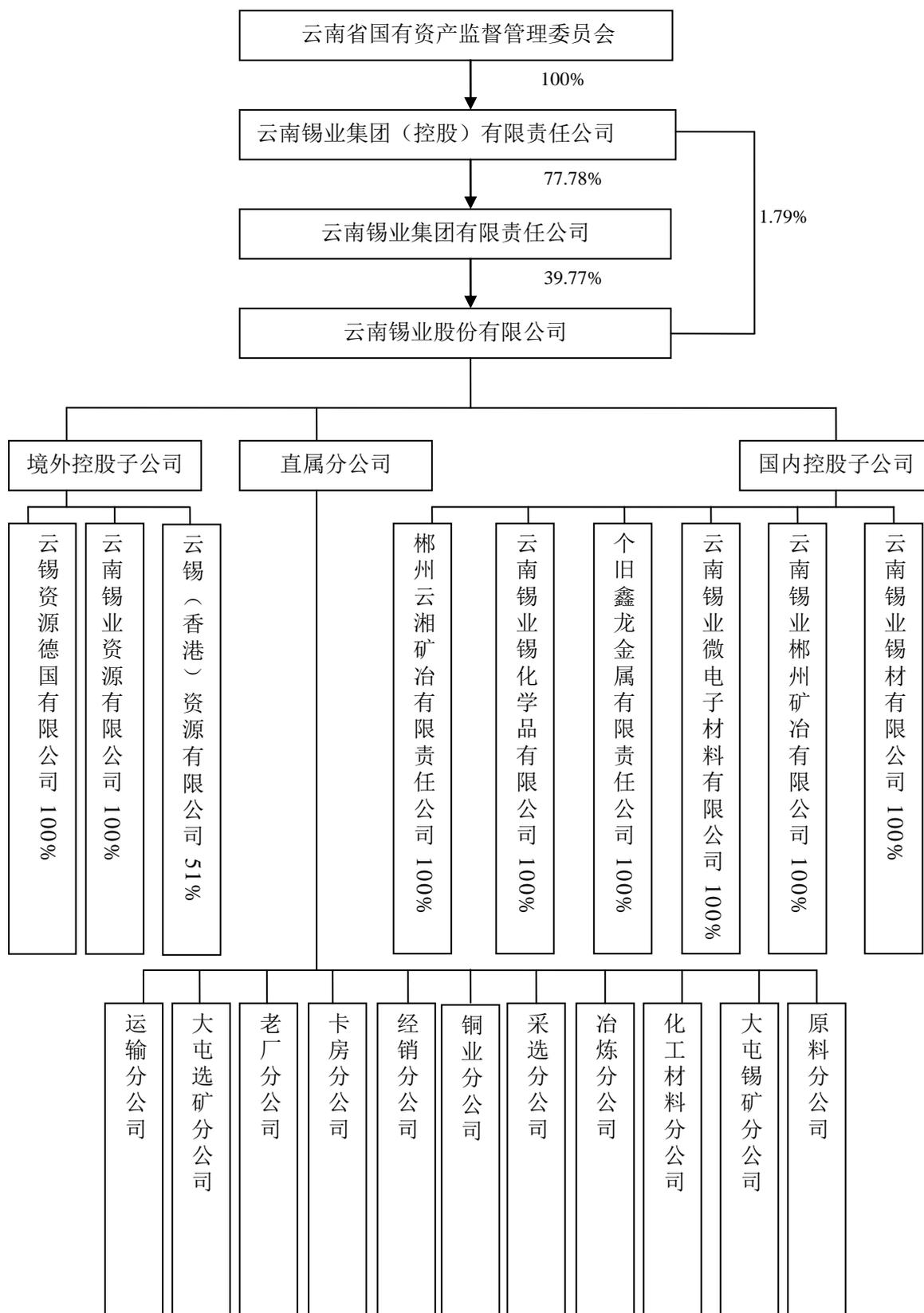
融资渠道方面，云锡控股拥有较好的银企关系，截至 2014 年 12 月 31 日其在多家银行共有综合授信额度 406.76 亿元，未使用余额为 167.90 亿元；另外，云锡控股拥有多家上市公司，直接融资渠道畅通，具有较好的财务弹性。

总体来看，云锡控股具备完整的产业链布局，业务运营能力较好，且在云南省具备重要地位，但在有色金属行业价格低迷现状下，云锡控股经营持续亏损，其提供的保证担保对本次债券的保障程度减弱，后续经营情况及担保实力须持续关注。

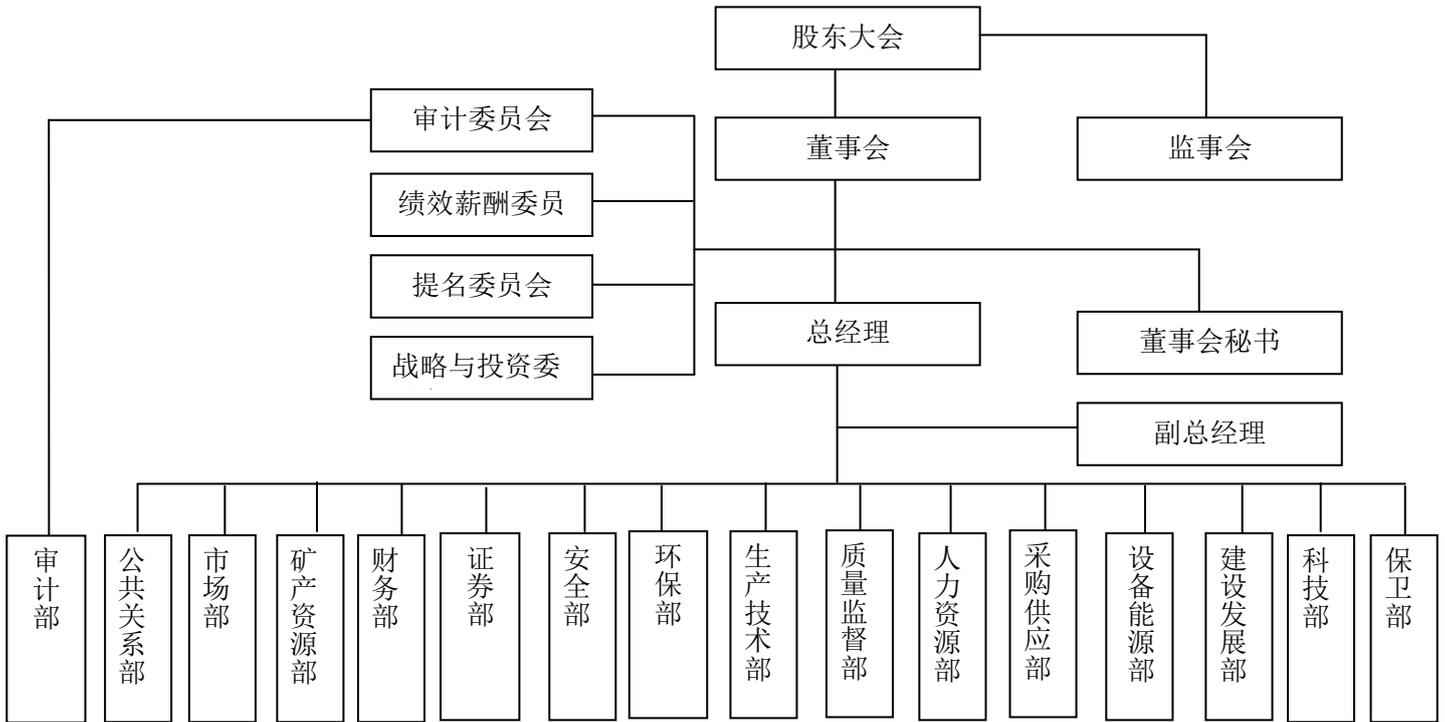
## 结 论

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

附一：云南锡业股份有限公司股权结构（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：云南锡业股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



## 附三：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)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	140,713.60	228,960.78	120,860.19	118,069.83
应收账款净额	36,578.68	34,800.49	37,885.57	91,541.99
存货净额	949,343.08	604,881.41	586,949.84	536,125.29
流动资产	1,324,627.81	1,021,564.78	1,003,960.21	988,721.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	1,007,240.47	1,139,508.41	1,055,744.67	1,068,172.40
总资产	2,395,902.45	2,265,756.54	2,258,173.16	2,260,345.48
短期债务	1,456,885.73	1,257,951.55	1,058,737.27	1,068,454.29
长期债务	226,008.78	166,097.96	242,734.70	252,370.05
总债务(短期债务+长期债务)	1,682,894.50	1,424,049.51	1,301,471.97	1,320,824.80
总负债	1,949,970.78	1,556,923.65	1,546,071.32	1,579,134.58
所有者权益(含少数股东权益)	445,931.67	708,832.89	712,101.84	681,210.90
营业总收入	1,627,714.94	2,192,176.98	2,613,364.99	491,241.15
三费前利润	1,973.45	46,962.34	155,870.66	14,097.80
投资收益	-2,460.21	422.29	5,870.07	0.00
净利润	6,383.09	-133,679.51	3,736.19	-30,696.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	83,707.38	-48,248.92	144,594.27	-
经营活动产生现金净流量	27,655.46	218,409.16	173,078.41	14,056.82
投资活动产生现金净流量	-459,668.14	-245,794.70	-77,674.34	-12,996.08
筹资活动产生现金净流量	435,648.99	116,451.12	-203,546.37	-3,059.08
现金及现金等价物净增加额	3,247.95	88,247.18	-108,100.59	-2,790.36
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	9.55	0.22	6.11	3.10
所有者权益收益率(%)	1.43	-18.86	0.52	-4.51
EBITDA/营业总收入(%)	5.14	-2.20	5.53	-
速动比率(X)	0.22	0.31	0.34	0.36
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.04	0.13	0.04
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	0.17	0.16	0.05
经营活动净现金/利息支出(X)	0.37	0.86	2.06	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.11	-0.72	1.72	-
总债务/EBITDA(X)	20.10	-29.51	9.00	-
资产负债率(%)	81.39	68.72	68.47	69.86
总资本化比率(%)	79.05	66.77	64.63	65.97
长期资本化比率(%)	33.64	18.98	25.42	27.03

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、2015年一季度经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理，所有者权益收益率未经年化处理。

**附四：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)	2012	2013	2014
货币资金	425,954.59	533,562.65	312,063.81
应收账款净额	127,699.03	103,924.63	108,968.53
存货净额	1,503,369.38	1,081,936.83	1,102,240.41
流动资产	2,669,505.13	2,162,218.54	2,015,769.95
长期投资	114,387.97	145,724.73	189,567.14
固定资产合计	1,664,942.71	1,812,723.54	1,873,918.88
总资产	5,005,753.50	4,761,802.67	5,142,874.82
短期债务	2,401,289.64	2,327,787.49	2,050,674.73
长期债务	601,006.26	409,086.70	692,718.80
总债务（短期债务+长期债务）	3,002,295.90	2,736,874.19	2,743,393.53
总负债	4,033,720.50	3,561,293.67	3,798,492.68
所有者权益（含少数股东权益）	972,033.00	1,200,509.00	1,344,381.14
营业总收入	2,619,564.34	3,087,954.49	3,657,769.18
三费前利润	325,565.35	172,501.70	298,394.52
投资收益	217.10	11,506.26	21,320.70
净利润	-30,829.90	-189,046.64	-136,636.89
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	154,703.82	43,348.84	120,151.51
经营活动产生现金净流量	-535.46	99,069.50	47,606.56
投资活动产生现金净流量	-580,710.72	-262,267.92	-257,880.90
筹资活动产生现金净流量	665,741.66	271,892.74	-11,309.65
现金及现金等价物净增加额	84,105.38	107,608.06	-221,498.85
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	13.63	6.20	8.49
所有者权益收益率（%）	-3.17	-15.75	-10.16
EBITDA/营业总收入（%）	5.91	1.40	3.28
速动比率（X）	0.35	0.36	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.04	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.01	0.04	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	0.25	0.79	0.28
EBITDA 利息倍数（X）	1.26	0.31	0.71
总债务/EBITDA（X）	19.41	63.14	22.83
资产负债率（%）	80.58	74.79	73.86
总资本化比率（%）	75.54	69.51	67.11
长期资本化比率（%）	38.21	25.42	34.01

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。

**附五：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+长期应付款（应付融资租赁款）

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）

## 附六：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。