



云南锡业股份有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0258 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 5 月 24 日至 2024 年 10 月 8 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 24 日

本次跟踪主体	云南锡业股份有限公司
本次跟踪主体评级结果	AA ⁺ /稳定
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“24 锡 KY01”存续期内对公司进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。
评级观点	本次跟踪维持主体上次评级结论，主要基于云南锡业股份有限公司（以下简称“锡业股份”或“公司”）锡行业龙头地位显著、资源储量丰富、规模优势突出、杠杆水平随债务规模压降持续下行、债务期限结构大幅优化及融资渠道畅通等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到行业周期性波动对公司盈利水平影响较大、2023 年锡价及锌价下行使得经营性业务利润同比下降以及锡精深加工板块未来的生产经营情况及与公司主营业务的协同情况等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。
评级展望	中诚信国际认为，云南锡业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
调级因素	可能触发评级上调因素： 公司资本实力显著增强，资本结构大幅优化，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升等。 可能触发评级下调因素： 主要金属产品价格超预期持续下滑，大幅侵蚀利润水平；资本支出超预期，大幅推高债务水平导致偿债能力弱化，短期流动性承压等。
正面	
<ul style="list-style-type: none">■ 公司为全球锡行业龙头，资源储量领先，产能规模优势突出■ 杠杆水平随债务规模压降持续下行，债务期限结构大幅优化■ 融资渠道畅通	
关注	
<ul style="list-style-type: none">■ 行业周期性波动对公司盈利水平影响较大，2023年锡价及锌价下行使得经营性业务利润同比下降■ 锡精深加工板块未来的生产经营情况及与公司主营业务的协同情况有待持续关注	

项目负责人：陈田田 ttchen@ccxi.com.cn

项目组成员：任嘉琦 jqren@ccxi.com.cn

刘紫萱 zxliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

锡业股份（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	409.81	366.70	370.60	368.84
所有者权益合计（亿元）	171.23	173.22	188.10	191.50
负债合计（亿元）	238.59	193.48	182.50	177.34
总债务（亿元）	189.05	155.13	144.24	136.84
营业总收入（亿元）	538.44	519.98	423.59	83.99
净利润（亿元）	30.38	15.70	15.26	3.47
EBIT（亿元）	43.64	24.73	23.31	--
EBITDA（亿元）	58.12	39.34	40.81	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	29.15	50.48	21.93	10.69
营业毛利率(%)	11.97	9.63	9.15	11.20
总资产收益率(%)	10.65	6.37	6.32	--
EBIT 利润率(%)	8.11	4.76	5.50	--
资产负债率(%)	58.22	52.76	49.24	48.08
总资本化比率(%)	52.47	47.25	43.40	41.68
总债务/EBITDA(X)	3.25	3.94	3.53	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.77	6.16	8.53	--
FFO/总债务(X)	0.26	0.26	0.23	--

注：1、中诚信国际根据锡业股份提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2021~2022 年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年财务报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。3、中诚信国际将长期应付款中的分期支付融资租赁款计入长期债务。

同行业比较（2023 年数据，亿元）

公司名称	资源储量 (金属量, 万吨)	主要产品产量 (万吨)	营业 总收入	净利润	经营活动 净现金流	净资产	资产负债率 (%)
中金岭南	资源量： 锌：676 铅：312 铜：103	铅锌精矿：27.56 冶炼产品铅、锌及锌制品：44.10 铜冶炼产品：40.30	656.47	10.40	15.71	171.15	60.22
锡业股份	资源量： 锡：64.64 铜：116.72 锌：376.28 锑：4,945（吨）	锡原矿金属：3.20 锡产品含锡：8.00 阴极铜：12.93 锌产品：13.58 锑锭：102.00（吨）	423.59	15.26	21.93	188.10	49.24

中诚信国际认为，与同行业相比，锡业股份锡、锑资源储备丰富，行业龙头地位突出；公司保持了与可比企业类似的业务多元化程度，且均可依靠一定的上游资源优势 and 规模优势，有效降低综合成本。财务方面，锡业股份经营获现能力较优，杠杆比率均处于行业较为适中水平。

注：“中金岭南”（000060.SZ）为“深圳市中金岭南有色金属股份有限公司”简称。

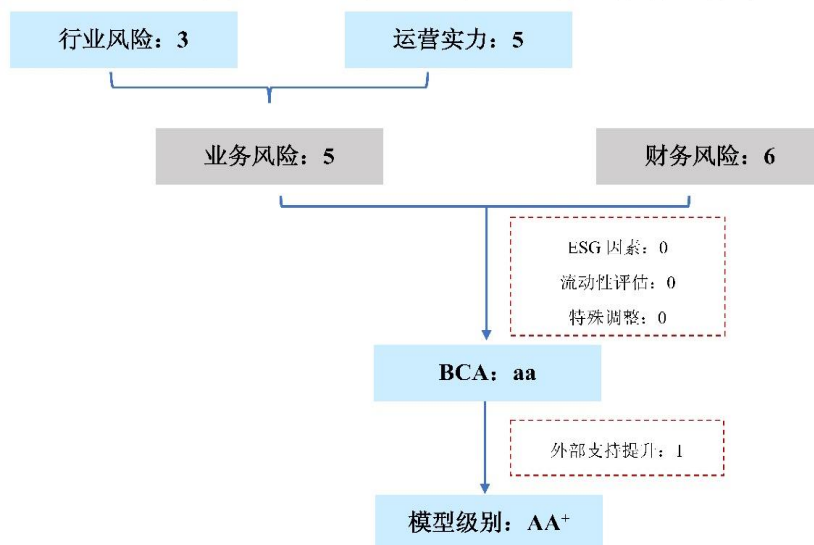
资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
锡业股份	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/10/8~2024/10/8

● 评级模型

云南锡业股份有限公司评级模型打分(C050000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司间接控股股东云南锡业集团（控股）有限责任公司（以下简称“云锡控股”）为云南省重要有色金属资源整合平台；作为其下属锡资源主要运营主体，公司在资源获取及战略发展等方面获得了股东及地方政府的支持，外部支持调升 1 个子级。

方法论: 中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，有色金属行业属于周期性行业，与全球宏观经济及流动性状况关系密切，整体波动较大，需持续关注产品价格变化情况对企业盈利能力及行业信用水平分化影响。

锡

2023 年初，国内外锡价在市场对全球经济复苏强预期影响下冲高至年内峰值，但随后欧美银行业风险事件发酵以及一季度经济数据弱于强复苏预期，锡价逐步回调。二季度以来，随着美联储暂停加息，宏观面压力持续缓解，叠加缅甸突发禁矿政策使得市场预期供应紧张对锡价形成支撑，锡价企稳回升。但受市场需求不及预期影响，三季度锡价持续回落。年末，消费电子等下游需求复苏推动锡价有所反弹。整体看，2023 年锡价呈波动态势，且价格重心有所下移，全年 LME 三月期货锡年均价为 25,815 美元/吨，同比下降 16.3%；SHFE 锡主力合约年均价为 21.24 万元/吨，同比下降 13.3%。受锡矿未来供给增量有限，且锡原料供应收缩预期亦逐步兑现影响，锡冶炼加工费全年维持偏低位运行。2024 年一季度，美联储降息预期不断修正使得美元指数反弹以及基本面改善预期增强等多空因素交织使得锡价波动较大，整体呈现冲高回落后高位偏强震荡的态势。2024 年 1~3 月 LME 三月期锡均价 26,401 美元/吨，同比上涨 0.2%；SHFE 锡主力合约均价为 21.72 万元/吨，同比上涨 3.8%；

图 1：近年来锡价情况



资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

图 2：近年来铜价情况



资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

铜

2023 年以来铜价呈弱势振荡走势，2023 年 LME 三月期铜均价为 8,524 美元/吨，同比下降 3.29%。行业企业营业总收入增速放缓，下游需求复苏进度不及预期，毛利率下降及投资收益减少等因素令整体利润空间收窄，行业盈利能力或将进一步分化。但不过度悲观的宏观经济预期、行业供给的扰动以及生产成本的上行等因素都将对未来一年铜价运行产生有效支撑；基于价格因素的考

量，铜行业整体信用基本面将保持稳定。2023 年，铜精矿加工费随着铜精矿的供应变化先升后降，但 2023 年年末以来供应宽松格局有所收窄，现货加工费快速下滑，冶炼企业经营承压。

详见《中国铜行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10958?type=1>

中诚信国际认为，锡业股份锡主业突出，资源储量领先，产品市场占有率高，锡行业龙头地位稳固，铜、锌、铟采选冶业务亦对收入利润形成补充。受益于上游资源优势以及下游产品的规模效应，整体综合成本控制能力较好；但需持续关注锡精深加工板块剥离后的生产经营情况以及贸易业务和套期保值业务风险管控情况。

2023 年以来公司产权结构无较大变化，当期完成董事会换届工作，高级管理人员职位有变动；公司战略方向较为明确，2023 年，为强化锡原料供应商的战略定位，公司剥离锡精深加工业务，需对锡精深加工板块未来的生产经营情况及与公司主营业务的协同情况保持关注。

截至 2024 年 3 月末，云南锡业集团有限责任公司（以下简称“云锡集团”）直接持有公司 32.97% 股份，为公司控股股东；云南锡业集团（控股）有限责任公司（以下简称“云锡控股”）直接持有公司 10.81% 股份，为云锡集团的控股股东，云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）为公司实际控制人，上述股份不存在质押、标记或冻结情况。

公司战略方向明确，作为对锡、铟等国家战略性稀缺矿产资源具有全球重要影响力的省属企业，公司未来将更加聚焦做强作为“价值创造中心”的有色金属原材料战略单元的战略定位，进一步做实资源拓展、现代矿山、原材料制造，以深化矿山管理提升专项行动增强矿山专业化管理能力，以“内找外拓”深入落实新一轮找矿突破战略行动，强化资源保护性开发利用，夯实矿山和资源“压舱石”，重点推进智能矿山和智能冶炼，打造行业的数字化标杆，将公司打造成为世界一流有色金属关键原料提供商。

为强化公司作为锡原材料供应商的战略定位，公司于 2023 年 4 月将由云南锡业新材料有限公司（以下简称“新材料公司”）运营的锡精深加工业务剥离至云锡控股²，云锡控股成为新材料公司的控股股东，公司作为参股方持有新材料公司 49% 股权。锡精深加工业务的独立运营将有利于其专业化发展，同时仍可与公司锡中上游业务形成协同。本次剥离不会对公司收入、利润产生重大影响，且公司作为参股方仍可享受新材料公司产生的部分收益，中诚信国际将持续关注锡深加工板块的生产经营情况以及与公司主营业务的协同情况。另外，为推动公司锌板块产业延链、强链发展，打造新的业绩增长点，2023 年公司投资设立云锡文山锌合金有限公司³。

作为全球锡行业龙头，公司锡、铟资源储量位居全球前列，为可持续发展提供有力保障；锡产品规模优势突出，市场占有率高，品牌效应显著；2023 年，公司主要冶炼产品产能利用率保持高位，产销量较为稳定。

¹ 2023 年 2 月 3 日公司董事会换届，陈雄军被选举为第九届董事会董事、副总经理，李德宁被选举为第九届董事会董事，于定明被选举为第九届董事会独立董事。另外，2023 年 4 月 24 日公司召开 2022 年度股东大会，吴红星被选举为第九届董事会董事。

² 2023 年 4 月，公司与云锡控股共同对公司全资子公司云南锡业锡材有限公司，现已更名为云南锡业新材料有限公司进行增资扩股。其中，公司以持有的云南锡业锡化工材料有限责任公司（以下简称“锡化工公司”）100% 股权、云南锡业锡材（昆山）有限公司 100% 股权、云锡（苏州）电子材料有限公司 51% 股权对新材料公司增资；云锡控股以其持有的云锡控股公司研发中心专利资产、软件及机器设备和现金对新材料公司增资。本次增资完成后，云锡控股持有新材料公司 51% 股权，锡业股份持有新材料公司 49% 股权，云锡控股成为新材料公司的控股股东，新材料公司自 2023 年 5 月起不再纳入公司合并范围。截至目前，增资及工商变更相关手续已完成。新材料公司拥有锡材产能 4.3 万吨/年、锡化工产能 2.71 万吨/年。

³ 云锡文山锌合金有限公司注册资本为 2,000 万元。

公司锡、铜资源储量均位居全球第一，双龙头产业地位稳固。跟踪期内，公司持续推进周边资源勘探，2023 年共投入勘探支出 0.85 亿元，全年新增有色金属资源量 4.1 万吨，其中锡 1.4 万吨、铜 2.7 万吨，当期资源消耗与地质找矿新增资源储量相对动态平衡。公司整体资源储备丰富，为可持续发展提供有力保障。

表 1: 近年来公司资源储量情况（金属量）

资源品种	2022	2023
锡（万吨）	66.70	64.64
铜（万吨）	119.36	116.72
锌（万吨）	383.71	376.28
锑（吨）	5,082	4,945
铅（万吨）	9.69	9.54
银（吨）	2,548	2,491

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年，受资源品位下降、限电等因素影响，锡、铜原矿产量有所下降，但公司通过统筹矿产资源调配，优化采矿方法、采场布局和资源配置等措施，实现了锡、铜选矿回收率的提升，锡原材料自给率保持在较好水平。此外，公司冶炼装备及工艺技术水平领先，整体看，受益于上游资源优势以及下游产品的规模效应，公司综合成本控制能力较强。

表 2: 近年来公司主要矿山产品产量情况（万吨）

	2021	2022	2023
锡原矿金属	3.50	3.44	3.20
铜原矿金属	3.55	3.16	3.06
锌原矿金属	9.90	10.52	12.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3: 近年来公司精矿自给率情况(%)

	2021	2022	2023
锡精矿	30	31	31
铜精矿	21	19	18
锌精矿	70	69	76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司规模优势突出，截至 2023 年末，具备锡冶炼产能 8 万吨/年，产能利用率保持高位。2023 年，锡产品含锡产量同比有所增长，产品结构随锡精深加工板块的剥离有所调整。销售方面，公司产品品牌效应显著⁴，近年来锡产销量持续位居全球第一，2023 年国内锡市场占有率为 47.92%，全球锡市场占有率为 22.29%⁵。同时，公司国内外销售网络健全，近年来公司充分利用政策优势提升产品出口量；2023 年，尽管海外需求下滑导致销售难度增加，但公司当期出口量仍然实现同比增长。

表 4: 近年来公司主要锡产品产销量情况（万吨）

	2021	2022	2023	
锡锭	产量	4.70	4.61	6.57
	销量	4.67	4.53	6.55
锡材	产量	3.04	2.66	1.12
	销量	3.11	2.67	1.23
锡化工	产量	2.04	2.17	0.66

⁴ “YT”牌锡锭于 1992 年在伦敦金属交易所注册，“云锡”牌锡锭在 2015 年成为上海期货交易所首批交割品牌。

⁵ 数据来源为公司 2023 年年度报告。

销量	2.04	2.22	0.78
锡产品含锡产量	8.22	7.67	8.00

注：锡锭、锡材及锡化工数据系按照最终产品口径进行统计；锡材、锡化工产品销量、产量相关数据为新材料公司及锡化工公司 2023 年 1-4 月数据及委托加工业务数据；2023 年锡锭的销售量、生产量未考虑自 2023 年 5 月起公司与新材料公司及其下属子公司顺流交易对销售量、生产量的影响。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他金属方面，目前公司已具备年产阴极铜 12.5 万吨、锌锭 10 万吨、压铸锌合金 3 万吨以及钢锭 60 吨的生产能力。2023 年，铜、锌产品产量保持稳定，产能利用率及产销率均处于高位。钢锭销量随产品价格变化波动较大，当期钢价稳步上涨，公司加大了钢产品销售力度，产销量同比大幅提升。2024 年以来，公司充分把握市场机遇，着力强化精益生产，第一季度生产有色金属总产量 9.07 万吨。

表 5：近年来公司铜、锌、钢产品产销量情况

		2021	2022	2023
阴极铜（万吨）	产量	12.49	12.58	12.93
	销量	12.15	12.98	12.93
锌产品（万吨）	产量	12.46	13.64	13.58
	销量	12.46	13.55	13.62
钢锭（吨）	产量	65.00	73.00	102.00
	销量	44.00	50.00	137.00

注：锌产品包含锌锭以及压铸锌合金产品。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年，贸易收入有所压降，需对后续贸易业务规模调整、套期保值业务的开展及相关风险管控情况保持关注。

公司贸易业务经营品种包括锡、铜、锌和白银等；结算方式以现款现货为主，单一时点赊销业务规模小，且需有不动产抵押或投保，整体来看风险相对可控。2023 年，公司贸易业务规模延续下降态势，其收入占比降至 36.57%，盈利能力仍较弱，需对公司未来收入结构调整以及贸易业务规模变化情况保持关注。此外，公司通过套期保值规避原材料价格波动风险，以现货需求为依据，严格进行套期保值交易，禁止投机交易，风险管控制度及头寸管理较为严格。

表 6：近年来公司供应链业务收入构成情况（亿元）

	2021	2022	2023
锡锭	20.00	23.95	8.46
铜产品	171.13	162.99	84.76
其他	64.02	18.45	61.69
合计	255.15	205.40	154.92

注：部分小数点后差异系四舍五入所致。2023 年其他收入主要为银产品收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目计划总投资规模较高，但后续投资规模不大，整体资本支出压力尚可。

公司目前在建项目主要系尾矿库扩容及安全环保改造提升项目等。其中，南加排土场为华联锌铜街-曼家寨矿段 360 万吨/年采矿扩建工程的配套子项目，可有效解决限制华联锌铜生产发展的采选生产平衡、排土库容扩容及矿山可持续发展等问题。整体来看，在建项目总投资规模较高，但后续投资规模不大，资本支出压力尚可。

表 7：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目总投入	截至 2023 年末已投资
花坟尾矿库续用工程	1.89	1.72
危废渣场建设项目	0.64	0.51
铜街、曼家寨露天采场东帮地质灾害应急治理工程	4.52	2.05
铜街-曼家寨采场西帮边坡（87#-109#勘探线）应急抢险工程	1.45	1.16
南加排土场建设项目	14.93	8.86
总计	23.43	14.30

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。由于部分项目含多个在建子项目，项目建设完成时间暂无统计。

资料来源：公司提供

财务风险

中诚信国际认为，2023 年，公司剥离锡精深加工板块以及压缩贸易业务使得当期营业收入有所下降，锡价及锌价下行使得经营性业务利润同比下降，但减值损失对利润影响有所减弱，公司盈利能力保持稳定。受益于良好的经营性现金回流，公司持续压降债务规模，杠杆水平进一步优化。公司经营获现能力较好且融资渠道较为畅通，可实现到期债务接续，整体偿债能力保持在较好水平。

盈利能力

2023 年，公司压缩贸易业务规模，剥离锡精深加工业务，叠加锡、锌等产品销售均价下行等因素共同使得当期营业总收入同比降幅较大。产品价格下行令各类锡产品及锌产品毛利率同比亦有所下降，带动当期营业毛利率下行，全年经营性业务利润同比减少，但当期减值损失对利润影响减弱，利润总额同比基本持平，总资产收益率指标保持稳定。2024 年 1~3 月，受锡精深加工业务剥离影响，营业收入同比降幅较大，但当期锡价上涨推升毛利率水平，利润总额同比增长明显，需对全年锡价变动对利润产生的影响保持关注。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
锡锭	89.58	28.53	99.20	12.48	109.79	11.73	--	--
锡材	56.71	20.53	57.17	13.04	21.18	8.98	--	--
锡化工	18.59	28.33	23.83	20.55	6.88	19.53	--	--
铜产品	71.56	4.86	78.46	3.30	78.45	3.62	--	--
锌产品	24.28	38.33	29.67	46.75	25.87	35.43	--	--
供应链业务	255.15	0.28	205.40	0.39	154.92	1.06	--	--
其他产品	22.58	37.61	26.24	30.69	25.04	32.37	--	--
营业总收入/营业毛利率	538.44	11.97	519.98	9.63	423.59	9.15	83.99	11.20

注：其他主要包括铅、钨、铋、硫酸等产品。2023 年锡材、锡化工相关数据为原子公司云南锡业锡材有限公司及云南锡业锡化工材料有限责任公司 2023 年 1~4 月数据，自 2023 年 5 月起不再纳入公司合并范围。部分小数点后差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

资产质量

2023 年末，公司总资产规模保持稳定，其中，非流动资产占比较高，新材料公司纳入长期股权投资核算令期末非流动资产规模小幅增加。流动资产方面，受公司偿还债务影响，2023 年末货币资金规模有所下降，其中受限比例为 16.24%，主要为信用证保证金。

公司持续压降债务规模使得 2023 年末及 2024 年 3 月末负债总额进一步下降。经营性负债主要系以应付货款及工程款为主的应付账款，2023 年末应付账款规模保持稳定。利润积累推升所有

者权益规模，杠杆比率持续优化。分红方面，2023 年公司向全体股东每 10 股派发现金股利 1.20 元（含税），合计分配现金股利 1.97 亿元。

现金流及偿债情况

2023 年，受主要产品销售价格下行影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金降幅较大，且存货的增加亦对资金形成一定占用，当期经营活动净现金流有所下降；随着部分项目建设接近尾声，投资活动现金净流出规模较上年有所收窄；公司持续压降债务规模，且现金分红以及偿付利息支付的现金亦维持在一定水平，筹资活动现金持续净流出。2024 年 1~3 月，盈利能力增强使得经营获现水平有所提升。

偿债能力方面，受经营活动净现金流下降影响，2023 年经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所弱化；受益于债务规模的下降，EBITDA 对债务本息的保障能力有所增强。但整体来看，公司经营状况良好，经营活动净现金流可有效覆盖利息，且为债务本息偿付提供一定流动性支持。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，凭借较强的外部融资能力可实现债务的到期续接，公司整体偿债能力较好。

截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 337.16 亿元，其中尚未使用额度为 198.79 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司总部统筹跟踪下属子公司资金流向，并通过内部结算中心对子公司的资金进行归集，资金归集比例很高。

表 9：近年来公司主要财务情况相关指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	538.44	519.98	423.59	83.99
营业毛利率(%)	11.97	9.63	9.15	11.20
经营性业务利润	38.10	28.20	17.81	4.32
资产减值损失	-0.28	-9.87	0.17	-0.01
信用减值损失	-0.96	-0.92	-0.74	0.05
利润总额	35.13	18.21	17.45	4.33
资产总额	409.81	366.70	370.60	368.84
总资产收益率	10.65	6.37	6.32	--
总债务	189.05	155.13	144.24	136.84
总负债	238.59	193.48	182.50	177.34
未分配利润	49.82	60.77	72.49	75.75
所有者权益合计	171.23	173.22	188.10	191.50
资产负债率	58.22	52.76	49.24	48.08
总资本化比率	52.47	47.25	43.40	41.68
经营活动净现金流	29.15	50.48	21.93	10.69
投资活动净现金流	-19.89	-14.38	-6.13	-1.54
筹资活动净现金流	-9.97	-57.50	-19.34	-5.46
总债务/EBITDA	3.25	3.94	3.53	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	3.89	7.90	4.58	--
FFO/总债务	0.26	0.26	0.23	--

注：对于资产减值损失及信用减值损失，损失以“-”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 4.27 亿元，占当期末总资产的 1.15%，主要为受限的货币

资金，整体资产受限程度可控。同期末，公司无对外担保，存在部分未决诉讼，但合计涉案金额较小，且公司均为原告，整体来看或有风险有限。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁶

假设

——2024 年，锡业股份生产运营平稳，锡、铜、锌等主要产品产量同比变化不大。

——2024 年，锡业股份在建项目投资规模预计同比略有下降。

——2024 年，锡业股份融资需求保持稳定。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	47.25	43.40	42.27~43.40
总债务/EBITDA(X)	3.94	3.53	3.53~3.74

资料来源：中诚信国际

调整项

ESG⁷表现方面，锡业股份注重可持续发展和安全管理，不断完善环境管理体系建设，成立专门管理机构领导，将生态环境保护工作纳入发展规划中，确保绿色永续发展；公司不断完善公司法人治理结构，建立了股东大会、董事会、监事会、党委会及管理层的“四会一层”决策体系，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，锡业股份公司经营获现能力尚可，现金及等价物储备较为充足，未使用授信额度充足，同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，且债务融资工具发行顺畅，财务弹性较好。公司资金流出主要用于维持企业日常经营的运转、债务还本付息及在建项目建设。整体看，公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

云锡控股为云南省重要有色金属资源整合平台，公司战略定位重要，其对公司支持能力及支持意愿很强。

公司间接控股股东云锡控股为云南省重要有色金属资源整合平台，在资源整合方面得到了云南省政府和红河州政府的大力支持，在省内已探明的保有资源储量中，云锡控股控制了云南省内大部分锡金属资源。公司为云锡控股锡资源业务主要运营主体，在资源获取、战略发展及管理提效等

⁶ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

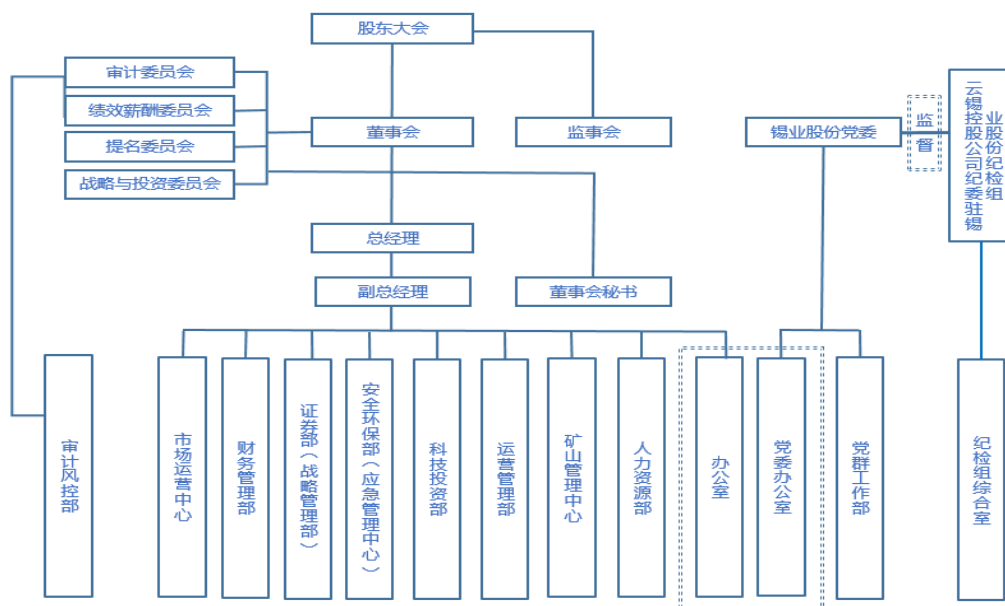
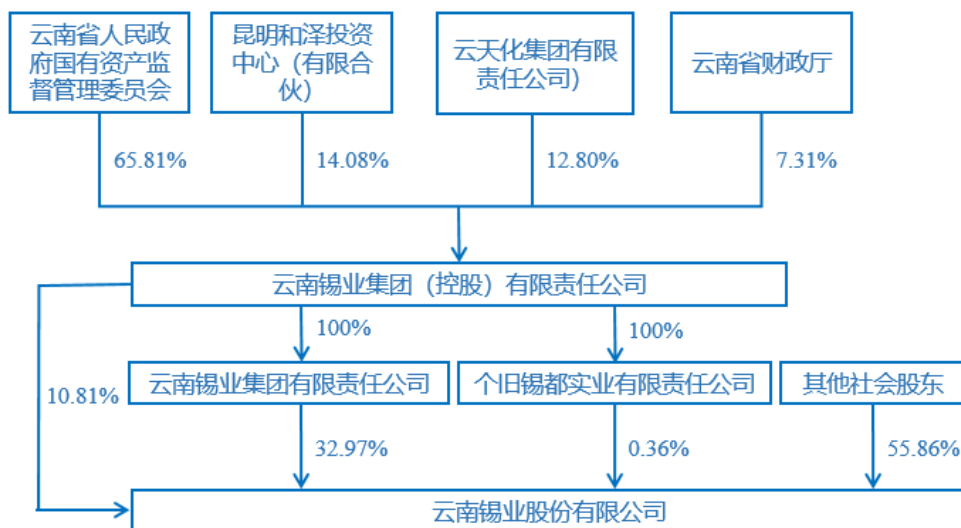
⁷ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

方面获得了股东及地方政府的支持。2023 年，云锡控股与公司共同对公司原全资子公司新材料公司进行增资扩股，云锡控股对下游深加工板块的资源整合使得新材料公司资本实力进一步增强，未来公司享受新材料公司带来的收益或将有所提升。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持云南锡业股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

附一：云南锡业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



截至 2023 年末重要子公司列表

主要子公司名称	持股比例	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
云南华联锌铟股份有限公司	90.52%	28.16	10.22

资料来源：公司提供

附二：云南锡业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	459,749.27	239,753.76	208,407.59	246,379.48
应收账款	78,089.42	62,379.25	50,205.88	65,040.37
其他应收款	38,264.93	68,027.78	62,406.82	66,362.92
存货	718,377.21	593,727.44	646,835.96	608,281.08
长期投资	53,470.40	45,967.83	130,935.43	132,350.75
固定资产	1,659,244.41	1,756,259.54	1,709,236.61	1,682,042.81
在建工程	249,298.02	152,299.83	69,499.06	75,869.74
无形资产	356,021.60	347,282.40	337,095.52	332,309.40
资产总计	4,098,147.41	3,667,021.79	3,706,049.29	3,688,436.25
其他应付款	80,918.09	41,157.75	44,891.64	54,678.48
短期债务	1,037,364.33	703,222.96	522,521.83	550,328.42
长期债务	853,104.82	848,084.43	919,925.29	818,116.64
总债务	1,890,469.15	1,551,307.39	1,442,447.12	1,368,445.06
净债务	1,468,177.08	1,342,024.09	1,267,892.56	1,122,065.58
负债合计	2,385,850.05	1,934,831.76	1,825,041.79	1,773,423.36
所有者权益合计	1,712,297.36	1,732,190.03	1,881,007.49	1,915,012.89
利息支出	74,842.75	63,909.37	47,866.92	--
营业总收入	5,384,432.41	5,199,784.41	4,235,925.65	839,944.21
经营性业务利润	381,019.03	282,047.28	178,101.65	43,161.66
投资收益	-7,159.19	10,740.53	12,183.02	86.41
净利润	303,826.91	157,015.58	152,642.93	34,676.49
EBIT	436,445.03	247,338.67	233,062.70	--
EBITDA	581,240.94	393,409.30	408,125.73	--
经营活动产生的现金流量净额	291,497.05	504,778.65	219,305.38	106,872.67
投资活动产生的现金流量净额	-198,871.52	-143,801.19	-61,302.71	-15,417.03
筹资活动产生的现金流量净额	-99,692.47	-574,959.17	-193,366.93	-54,603.79
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	11.97	9.63	9.15	11.20
期间费用率(%)	4.55	3.86	4.25	5.28
EBIT 利润率(%)	8.11	4.76	5.50	--
总资产收益率(%)	10.65	6.37	6.32	--
流动比率(X)	1.09	1.15	1.39	1.34
速动比率(X)	0.58	0.54	0.56	0.61
存货周转率(X)	6.60	7.16	6.20	4.75*
应收账款周转率(X)	68.95	74.03	75.25	58.31*
资产负债率(%)	58.22	52.76	49.24	48.08
总资本化比率(%)	52.47	47.25	43.40	41.68
短期债务/总债务(%)	54.87	45.33	36.22	40.22
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.11	0.28	0.12	0.31*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.21	0.63	0.33	0.78*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.89	7.90	4.58	--
总债务/EBITDA(X)	3.25	3.94	3.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.56	0.56	0.78	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.77	6.16	8.53	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.83	3.87	4.87	--
FFO/总债务(X)	0.26	0.26	0.23	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将计入长期应付款的分期支付融资租赁款计入长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
现金流	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
偿债能力	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象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。
a	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 受评对象不能偿还债务。

注: 除 aaa 级, ccc 级及以下等级外, 每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调, 表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调, 表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
AA	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
A	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
BBB	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
BB	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调, 表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券, 还本付息风险很小, 安全性很高。
A-2	还本付息能力较强, 安全性较高。
A-3	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低, 违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注: 每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn