



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪481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，维持公司主体信用等级AA，评级展望为稳定；维持“云南锡业股份有限公司2011年公司债券”信用等级AA。特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十三日

云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2017）

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	2016/5/27		
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	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	107.31	86.87	89.61	92.04
总资产（亿元）	290.35	275.78	284.25	281.86
总债务（亿元）	144.90	155.24	159.61	156.96
营业总收入（亿元）	277.71	310.79	334.29	76.60
营业毛利率（%）	8.29	3.41	7.04	10.37
EBITDA（亿元）	19.91	2.38	19.32	-
所有者权益收益率（%）	1.79	-20.43	2.71	8.97
资产负债率（%）	63.04	68.50	68.47	67.35
总债务/EBITDA（X）	7.28	65.19	8.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.04	0.29	2.70	-
云锡控股	2014	2015	2016	
所有者权益（亿元）	133.97	90.40	111.45	
总资产（亿元）	513.93	525.79	530.54	
总债务（亿元）	272.80	307.38	317.78	
营业总收入（亿元）	365.78	418.79	471.62	
营业毛利率（%）	8.49	4.05	6.62	
EBITDA（亿元）	11.93	3.14	13.69	
所有者权益收益率（%）	-10.20	-35.93	-18.58	
资产负债率（%）	73.93	82.81	78.99	
总债务/EBITDA（X）	22.86	98.02	23.21	
EBITDA 利息倍数（X）	0.65	0.13	0.59	

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、2017年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2016年，受益于有色金属价格回暖，云南锡业股份有限公司（以下简称“锡业股份”或“公司”）业务规模进一步增长，盈利能力提升。公司不断开展矿区矿产资源勘查，有色金属资源储备进一步增加，行业领先地位得到保持。同时，公司持续的经营活动净现金流入亦对其偿债能力形成支撑。然而，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司短期债务持续高企，以及担保方云南锡业集团（控股）有限责任公司（以下简称“云锡控股”）近年来持续亏损等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

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

- 新增有色金属资源储备为可持续发展提供了资源保障。公司持续开展现有矿区矿产资源勘查，2016年新增有色金属资源储量 27.99 万吨，有色金属资源储备量增加为可持续发展提供了资源保障。
- 持续保持锡行业领先地位。公司拥有锡采选-冶炼-深加工完整产业链，是世界最长、最完整的锡产业链，2016 年锡金属国内市场占有率 46.86%，全球市场占有率 22.64%，自 2005 年以来，锡产销量一直稳居全球第一，行业地位持续领先。
- 经营活动现金流持续净流入。2016 年，公司经营活动现金流维持净流入态势，近三年经营活动净现金/利息支出呈逐年上升趋势，2014~2016 年经营活动净现金/利息支出分别为 2.22 倍、2.46 倍和 2.51 倍，经营性现金流对债务利息保障程度不断加强。

分 析 师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn曾永健 yjzeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 23 日

关 注

- 短期债务持续高企。2016 年本债券投资者行使回售选择权，回售金额为 5.53 亿元，使其年末长期债务减少至 24.73 亿元，同期短期债务余额为 134.88 亿元，长短期债务比由上年 3.88 倍上升至 5.45 倍，债务仍以短期债务为主，短期偿债压力上升。
- 担保方云锡控股持续亏损。担保方云锡控股经营持续亏损，2014~2016 年净利润分别为-13.66 亿元、-32.48 亿元和-20.71 亿元，尽管 2016 年锡等主要有色金属价格回暖使得其亏损规模减小，但目前亏损规模依然较大，后续经营情况须持续关注。
- 担保方云锡控股或有负债风险增加，或影响对本债券的担保效力。云锡控股为云南冶金集团股份有限公司担保 44.50 亿元，2016 年云南冶金集团股份有限公司净亏损 45.71 亿元，资产负债率为 75.97%，经营亏损情况严重，且负债规模较高。未来云南冶金集团股份有限公司一旦出现经营困难或财务状况恶化，云锡控股经营也将受到较大影响，并有可能影响对本债券的担保效力。

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委托方构成委托关系外，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 and 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

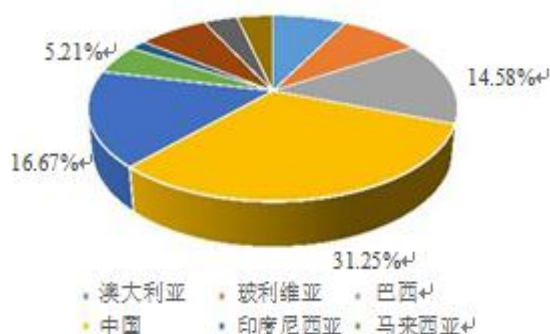
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

全球锡资源集中度较高，主要锡生产国锡精矿和精锡产量陆续出现低速增长或者逐年下滑情况，锡供给量呈下降趋势

锡作为稀缺金属，在地壳中含量仅在0.004%左右，据美国地质勘探局（MCS）统计，2016年全球探明储量约500万吨。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，同时锡在焊料、镀层中应用导致回收比较困难，较低回收率加剧了锡资源的紧张。从全球锡资源分布来看，锡资源主要集中在中国、马来西亚和印尼等少数国家，产量上中国、印尼和缅甸是最大精矿生产国。其中，中国锡资源主要用于自身消费，印尼和缅甸是全球主要锡资源出口国。印尼出口量随着政策趋于更加严格、锡砂品位下降严重，导致成本提升，产量逐年下降。目前缅甸在采锡矿以露天开采为主，缅甸年产约3.3万吨锡精矿。缅甸表层5%以上富锡矿已经接近消耗殆尽，目前主力在采矿山品位下降至3.00%左右，预计未来锡产量会进一步下滑。

图1：世界锡资源分布情况



资料来源：MCS，中诚信证评整理

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70.00%。从全球精锡产量分布来看，中国、印尼、马来西亚、秘鲁、泰国、玻利维亚和巴西精锡产量分别约占到全球产量的50%、20%、10%、5%、3%、3%和3%，为世界主要精锡生产国。2016年，全球精锡产量为34.14万吨，同比增加2.51%，主要精锡生产国为中国、印度尼西亚、马来西亚、玻利维亚和秘鲁等，其中产量出现小幅增加的国家

有中国、印度尼西亚和玻利维亚。近几年，主要锡资源国家都不同程度的存在品味下降，个别国家甚至面临资源枯竭的问题，锡精矿和精锡产量陆续出现低速增长或者逐年下滑情况，锡供给量呈下降趋势。

表1：2011~2016年全球及前5个国家精锡产量

单位：万吨

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中国	16.00	15.20	15.81	17.50	15.90	16.50
印度尼西亚	6.04	5.23	5.48	6.98	6.54	6.69
马来西亚	4.03	3.78	3.27	3.50	3.03	2.68
秘鲁	3.02	2.48	2.41	2.42	2.02	1.96
玻利维亚	1.45	1.43	1.49	1.54	1.55	1.70
全球	35.58	33.47	34.05	36.91	33.30	34.14

资料来源：MCS，中诚信证评整理

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。我国锡矿资源储量相对较为丰富，是世界上锡矿探明储量最多的国家。我国锡矿在地区分布上极不均衡，主要集中在云南、广西、湖南和广东等省份，而云南个旧和广西南丹大厂两个特大型锡矿区是我国最重要锡矿资源集中地。目前国内大部分矿山都是开采多年的矿山，而且小矿山居多。我国锡行业国内总产量的85%由占企业总量20%的大型企业生产，低端锡产品的竞争程度高。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，存在行业政策壁垒。同时，锡行业对锡矿资源严重依赖，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，进入成本高，一定程度上限制行业发展。

进出口方面，我国曾经是全球最大锡精矿出口国，后又转为精锡矿主要进口国，2007年以后由于消费的快速增加，同时受锡精矿原料短缺影响，我国转变为精锡净进口国。2014年，由于国外锡价持续高于国内锡价，进口精锡不具备成本优势，同时国内锡需求并未明显复苏，前几年积累库存较多，使得我国进口精锡量进一步回落。2015年，我国精锡进口量出现回升，很大一部分原因来自印尼的进口量有所恢复。根据中国海关统计，2016年我国累

计进口精锡0.95万吨，同比减少0.34%。精锡进口主要来自玻利维亚、印度尼西亚、马来西亚和泰国。

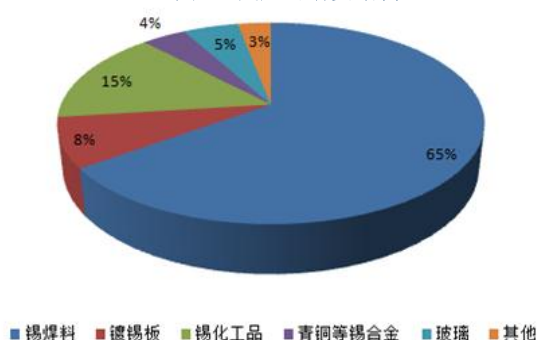
综上所述，预计未来锡资源的稀缺性、生产的高度集中以及废锡回收难度较高决定了锡的全球供应量不会大幅度增加，未来一段时期内锡的供应将呈偏紧状态。

锡产品市场用途广泛，2016 年随着市场需求增加，锡消费量回升，从长远来看锡消费将持续保持温和增长

锡具有良好的延展性，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、航天和军工等行业，并且其用途在不断扩展。

全球精锡消费主要集中在美国、中国和日本等国家。2016年，全球经济缓慢增长，锡产品市场需求略有好转。2016年，全球精锡消费量为35.27万吨，同比增长2.02%，其中，中国、美国和日本消费量占比分别为44.74%、8.45%和7.04%。消费领域方面，2016年锡的消费主要以锡焊料、锡化工制品和镀锡板为主，以上三个领域锡消费量约占总量的90%。

图2：我国锡消费结构



资料来源：产业信息网，中诚信证评整理

我国是全球最大锡消费国和生产国，消费量约占全球销量的一半。目前锡焊料消费占我国锡消费总量的65%左右，锡化工占比15%左右，马口铁（镀锡板）行业占比约为8%。我国锡消费主要集中在焊料、锡化工、马口铁以及锡合金（黄铜及青铜）等领域。过去10多年，中国电子工业进入高速发展期，其他消费行业产能产量也快速增加，带动了锡

消费快速增长。2012~2014年我国锡消费量分别为15.00万吨、15.60万吨和16.10万吨。2015年以来，国内外经济增速放缓制约了市场对锡的需求，导致全年我国锡需求量同比下降4.30%至15.40万吨。2016年在国内外经济弱势企稳后锡产品市场需求增加，当年我国精锡消费量为15.78万吨，同比增加4.78%。

整体来看，2016年我国锡消费市场有所好转，长远来看，由于锡消费的衰退并非来自锡市场自身，伴随着国内外经济缓慢复苏，锡消费稳定增加基础仍然存在，未来锡消费将保持平稳温和增长。

2015 年国际及国内锡价均呈现持续下行趋势；2016 年以来，锡价因减产等因素得到支撑，全年价格有所回升

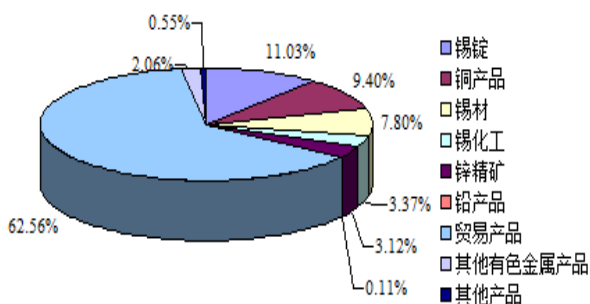
2015年全球经济疲弱态势依旧，整体增长格局分化的态势延续，其中主要发达经济体增速缓慢上升，新兴市场和发展中经济体整体增速继续下滑。同时，2015年国际贸易增速表现不佳，大宗商品价格持续低迷，主要经济体货币政策变动引起全球资本流动加剧。锡价在此期间亦表现疲软，价格水平不断向下调整。国内现货市场锡价2015年的高点出现在1月8日，约为127,000元/吨，低点出现在12月3日，约为84,000元/吨，年平均价为108,244元/吨，同比下跌21.30%。受中国环保检查、印尼政策以及缅甸锡矿开采变化影响，2016年全球锡价震荡上行。2016年锡价一路上扬，年初国内现货锡报价为94,325元/吨，年末报价148,325元/吨，年涨幅高达57.25%。年内最高价出现在12月15日，报价为150,325元/吨，与2013年10月现货锡价格150,778元/吨基本持平，较近5年价格低位84,450元/吨（2015年12月3日报价）涨幅为78.00%。

2016年，现货锡行情一路上扬，12月中旬虽略有向下波动，但总体高位维稳。目前我国原料锡精矿国内供应偏紧，进口量增，而锡需求不减，预计2017年供需面出现质变是小概率事件。2017年现货锡价格大幅回落概率较低，在目前5年中高位价格态势中震荡波动为主。

业务运营

公司主要从事有色金属锡及其深加工产品生产、销售业务，是我国最大锡生产、出口基地。公司产业链涵盖了锡的采选、冶炼和深加工，是世界上唯一具有完整锡产业链的企业。2005 年以来，公司锡金属产销量一直稳居全球第一。根据公司年报披露，其 2016 年锡金属国内市场占有率 46.86%，全球市场占有率 22.64%，行业地位稳固。近年来公司在立足主业基础上，逐步开展铜、锌等有色金属冶炼业务及铜、锡等有色金属贸易业务。2016 年公司实现营业收入 334.29 亿元，同比增长 7.56%，其中锡锭、铜产品、锡材、锡化工、锌精矿和贸易产品在营业收入中占比分别为 11.03%、9.40%、7.80%、3.37%、3.12%和 62.56%。

图 3：2016 年公司各类产品业务收入占比



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司持续开展现有矿区矿产资源勘查，有色金属资源储备量有所增长，但自给率水平较低，有色金属价格波动对经营影响较大

公司核心矿区位于我国锡储量最丰富的云南省红河州个旧地区，该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。2016 年，公司强化地质综合研究，积极推进个旧矿区、马关都龙矿区等地找矿及勘察工作，全年新增有色金属资源储量 27.99 万吨，其中锡 7.17 万吨、铜 14.23 万吨、铅 0.70 万吨、锌 4.35 万吨和钨 1.34 万吨，有色金属资源储备量增加为可持续发展提供了资源保障。截至 2016 年 12 月末公司保有资源储量为：锡 79.00 万吨、铜 120.00 万吨、铅 8.00 万吨、锌 422.00 万吨和钨 0.63 万吨，与上年基本持平。2017 年公司计划加大地质找矿力度，考虑到个旧地区、

红河阿扒和马关都龙成矿条件良好，持续矿产勘查投入下的找矿前景较好，有利于提升有色金属资源储备量。

公司生产所需主要原材料包括锡精矿、铜精矿和锌精矿。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维持在 40% 左右，自给率水平仍较低，外部采购锡精矿规模较大，有色金属价格波动对经营业绩具有较大影响。

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，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。

近年公司主要产品产销情况稳定，2016 年在锡等有色金属价格回升带动下，公司主要产品收入实现增长，毛利水平有所提升

公司产品以锡锭、锡材、锡化工和阴极铜为主，近两年产能基本未变，截至 2016 年末四类产品产能分别为 8.00 万吨/年、3.84 万吨/年、2.39 万吨/年和 10 万吨/年。产销方面，2016 年公司四类产品产量分别为 3.74 万吨、2.58 万吨、2.06 万吨和 10.00 万吨。当年公司锡锭销售量为 3.71 万吨，锡材销售量为 2.58 万吨，锡化工产品销售量为 2.03 万吨，阴极铜销售量为 9.85 万吨，产销衔接情况较好。

表 2：2014~2016 年公司主要产品产销量情况

产品	2014		2015		2016	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
锡锭（万吨）	3.97	3.67	3.61	3.98	3.74	3.71
锡材（万吨）	2.57	2.62	2.45	2.53	2.58	2.58
锡化工（万吨）	2.02	2.02	2.01	1.98	2.06	2.03
阴极铜（万吨）	7.31	7.84	8.91	8.27	10.00	9.85

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年受锡矿供给量减少影响，锡等有色金属价格大幅回升，公司主要产品毛利率回升。当年公司锡锭产品实现营业收入 36.87 亿元，同比减少 1.38%，毛利率为 15.76%，较上年增加 9.33 个百分点；锡材产品实现营业收入 26.09 亿元，同比增加 22.21%，毛利率为 17.69%，较上年增加 15.08 个百分点；铜产品实现营业收入 31.41 亿元，同比减少

2.18%，毛利率为 6.85%，较上年增加 4.57 个百分点。

表 3：2016 年公司主要产品收入结构与毛利率情况

产品	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入较上 年同期增 减 (%)	毛利率 较上年同期增 减 (百分点)
锡锭	36.87	15.76	-1.38	9.33
锡材	26.09	17.69	22.21	15.08
铜产品	31.41	6.85	-2.18	4.57
贸易产品	209.15	0.32	8.34	0.21

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

贸易业务方面，公司贸易品种以铜产品和锡锭为主，该部分业务规模近年来保持在较高水平。2016 年，公司实现贸易业务收入 209.15 亿元，同比增长 0.21%，在营业收入中占比为 62.56%。当年公司受有色金属价格上涨影响，贸易业务毛利率由上年的 0.11% 上涨至 0.32%。

在建工程方面，公司现有在建项目以技术改造和园区建设项目为主，为配合国家产业政策要求，逐步进行锡冶炼异地搬迁升级改造。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 35.40 亿元，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。此外，公司主要在建项目还包括年产 10 万吨锌及 60 吨锡冶炼扩建工程项目、南部选矿园区项目和矿山工程项目。其中，公司锌、锡扩建项目总投资预计 21.17 亿元，于 2016 年底动工，建设周期为 2 年，项目完工后将形成环保、低耗和资源综合利用的锌锡冶炼体系，其技术及装备水平将居于国际同类企业前列，进一步拓展公司新的盈利增长点，有助于提升综合竞争力。2017 年公司在建项目方面预计投资规模为 34.23 亿元，后续投资需求较大，中诚信证评将对相关项目建设进展及资本支出情况保持关注。

表 4：2017 年公司主要项目投资情况

项目名称	预计建设 周期	预计总投资 (亿元)	2017 年预计 投资 (亿元)
锡冶炼异地搬迁项目	3~5 年	35.40	5.00
云锡产业园建设项目	-	6.62	-
大屯硫化矿花坎库(花坎尾矿库恢复使用)	1 年	1.53	1.63
大屯硫化矿选厂改造(8000t/d 硫化锡铜矿技改)	4 年	10.33	0.55
南部选矿园区	5 年	19.99	5.29
矿山工程	1 年	-	6.00
年产 10 万吨锌、60 吨锡冶炼扩建工程	2 年	21.17	11.00
松江区漕河泾产业园公租房	1 年	1.00	-
其他工程	1 年	-	4.76
合计	-	96.04	34.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年有色金属供给量下降推动有色金属价格回升，公司有色金属产品营收规模增长，盈利能力提升。同时，公司依靠自身规模优势，在锡产品领域具有显著竞争优势。中证信证认为，公司持续开展矿产资源勘查，新增资源储备量为可持续发展提供了资源保障，有利于未来业务经营稳定性。

财务分析

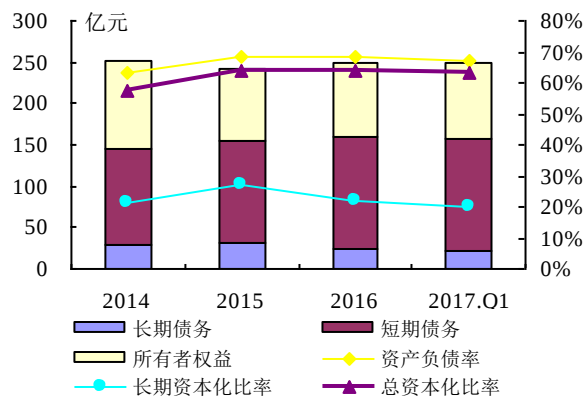
以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2014~2016 年合并审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表，所有财务数据均为合并口径。

资本结构

2014~2016 年末，公司资产规模分别为 290.35 亿元、275.78 亿元和 284.25 亿元，同期负债总额分别为 183.04 亿元、188.91 亿元和 194.64 亿元；所有者权益分别为 107.31 亿元、86.87 亿元和 89.61 亿元。2016 年公司经营扭亏为盈，自有资本实力有所回升。财务杠杆比率方面，2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 63.04%、68.50% 和 68.47%；总资本化比率分别为 57.45%、64.12% 和 64.04%。截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益总额为 92.04 亿元，当期资产总额 281.86 亿元，负债合计 189.83

亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 67.35% 和 63.04%，财务杠杆水平适中。

图 4：2014~2017.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

公司资产以非流动资产为主，近年来非流动资产占总资产比例均在 70% 左右。截至 2016 年末，公司非流动资产合计 194.30 亿元，主要为固定资产 118.79 亿元、在建工程 16.15 亿元和无形资产 39.52 亿元。公司固定资产主要为房屋及机器设备等；在建工程主要包括锡冶炼异地搬迁项目、南部选矿园区项目和锌钢扩建项目等主要在建项目，相关在建项目预计投资规模为 96.04 亿元，2017 年预计投资规模为 34.23 亿元，投资规模较大，未来将面临一定资本支出压力；无形资产主要包括采矿、探矿权及土地使用权。2016 年末公司流动资产合计 89.95 亿元，主要包括货币资金 26.52 亿元、应收票据 7.14 亿元、应收账款 8.20 亿元和存货 39.28 亿元。公司货币资金主要系银行存款；应收票据中 7.10 亿元为银行承兑汇票，处于质押状态；应收账款账龄基本在一年以内，账龄在一年以内账款占应收账款总额比例为 97.09%，且应收对象主要为长期合作客户，回收风险基本可控；存货主要为原材料和库存商品，占比均约为 30%，2016 年受锡等有色金属价格回升影响，当年转回跌价准备 0.62 亿元。

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，近年来流动负债占负债总额比例约为 80%。截至 2016 年末公司流动负债合计 157.87 亿元，主要为短期借款 128.20 亿元和应付账款 12.95 亿元，其中短期借款主要通过信用、质押和抵押方式取得；应付账款主要系尚未支付的工程、设备和原材料采购款。2016 年末公司非流动负债合计 36.77 亿元，主

要包括长期借款 10.27 亿元、应付债券 14.45 亿元和递延收益 7.47 亿元。公司长期借款主要通过信用方式取得；应付债券包括云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券和云南锡业股份有限公司 2015 年度第一期中期票据，其中公司债券投资者于 2016 年 8 月行使回售选择权，回售金额约 5.53 亿元，剩余部分将于 2018 年 8 月到期；中期票据将于 2018 年 8 月到期；递延收益为政府补助。

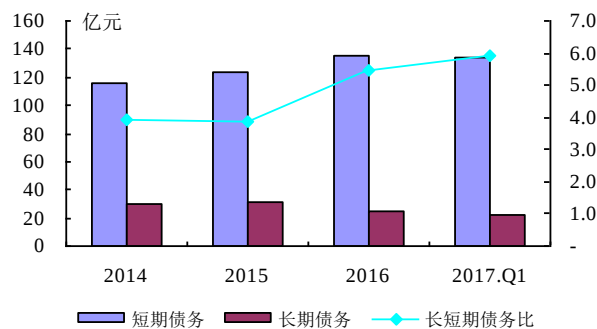
表 5：2016 年末公司应付债券明细表

债券简称	规模 (亿元)	发行日期	债券期限
11 锡业债	12	2011-8-17	7 年期
15 云锡股 MTN001	8	2015-7-28	3 年期

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2014~2016 年末公司总债务分别为 144.90 亿元、155.24 亿元和 159.61 亿元。同期，公司短期债务/长期债务比分别为 3.90 倍、3.88 倍和 5.45 倍，债务仍以短期债务为主，且 2016 年短期债务规模占比大幅上升。2017 年 3 月末，公司总债务为 156.96 亿元，长短期债务比为 5.90 倍，处于较高水平。

图 5：2014~2017.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

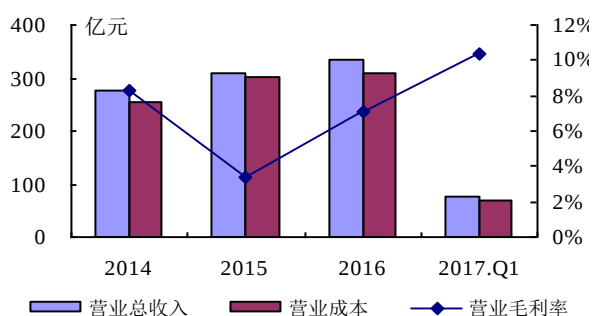
总体来看，公司财务杠杆水平适中，但债务规模较大，且以短期债务为主，未来仍面临一定短期偿债压力。

盈利能力

2014~2016 年公司分别实现营业总收入 277.71 亿元、310.79 亿元和 334.29 亿元，年均复合增长率为 15.10%，收入规模呈上升趋势。2015 年公司在锡价下跌情况下加大铜产品贸易量，使得当年收入规模同比增长 11.91%。2016 年公司受锡等有色金属价格回暖影响，当年收入规模同比增长 7.56%。营业毛利率方面，2014~2016 年公司营业毛利率分

别为 8.29%、3.41% 和 7.04%，毛利率呈波动态势。2015 年公司主要产品价格遭遇断崖式下跌，年内毛利率水平大幅下滑，当年毛利率为 3.41%，同比下降 4.87 个百分点。2016 年锡等有色金属价格逐步回升，当年公司毛利率为 7.04%，毛利率逐步恢复至原有水平。2017 年 1~3 月公司实现营业总收入 76.60 亿元，同比增长 42.37%；同期营业毛利率上升至 10.37%，主要受锡等有色金属价格持续回升影响。

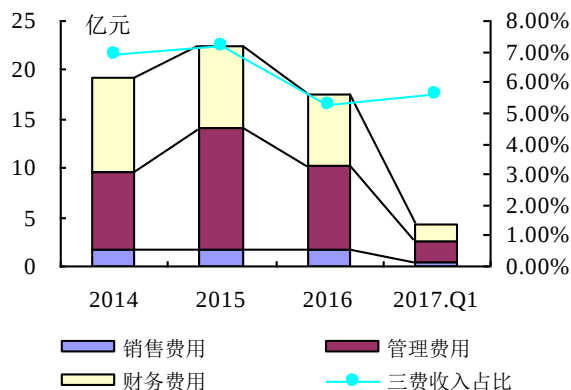
图 6：2014~2017.Q1 公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014~2016 年公司三费合计分别为 19.26 亿元、22.35 亿元和 17.61 亿元，期间费用呈波动态势。2016 年公司期间费用减少主要系管理费用和财务费用减少，当年受职工薪酬降低影响，管理费用减少至 8.46 亿元，同比减少 31.01%；财务费用由上年的 8.35 亿元减少至 7.45 亿元，同比减少 10.74%，主要系利息支出减少。2014~2016 年公司三费收入占比分别为 6.93%、7.19% 和 5.27%。2017 年 1~3 月公司期间费用合计 4.31 亿元，占营业收入比重为 5.63%。总体来看，近年来公司三费支出及占比呈波动趋势，稳定性较低。

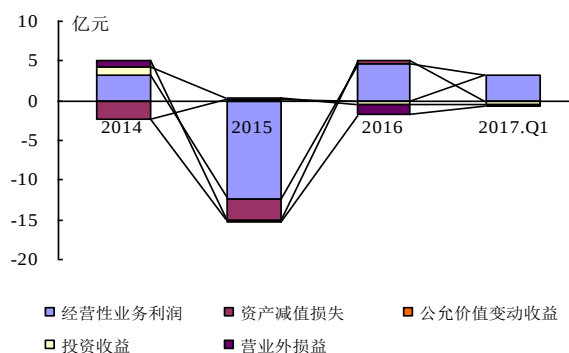
图 7：2014~2017.Q1 公司三费分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2014~2016 年公司利润总额分别为 2.72 亿元、-14.77 亿元和 3.43 亿元。2016 年受益于有色金属价格回升，当年公司经营性业务利润为 4.59 亿元；营业外损益为 -1.18 亿元，主要系固定资产报废及郴州矿井水毁事件后续支出增加；同期利润总额 3.43 亿元，整体盈利能力大幅回升。2017 年 1~3 月公司经营性业务利润 3.18 亿元，投资收益 -0.55 亿元，当期利润总额为 2.60 亿元。

图 8：2014~2017.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

总体来看，2016 年以来公司受有色金属行情好转，经营方面扭亏为盈，业务情况逐步好转。

偿债能力

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 19.91 亿元、2.38 亿元和 19.32 亿元，主要由折旧、利息支出和利润总额构成。同期，公司折旧分别为 6.83 亿元、6.99 亿元和 7.43 亿元；利息支出为 9.35 亿元、7.86 亿元和 6.93 亿元；利润总额分别为 2.72 亿元、-14.77 亿元和 3.43 亿元。2016 年公司扭亏为盈，促使 EBITDA 规模大幅增长。整体来看，公司 EBITDA 表现较好。从 EBITDA 对债务本息保障来看，2016 年公司总债务/EBITDA 指标由上年的 65.19 倍下降至 8.26 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 0.29 倍上升至 2.70 倍，EBITDA 对债务本息保障程度大幅提升。

现金流方面，2014~2016 年公司经营活动净现金流分别为 21.70 亿元、20.31 亿元和 17.98 亿元，经营性现金流呈现稳定净流入状态。2016 年公司经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别为 0.11 倍和 2.51 倍，其中经营性现金流/利息支出呈现上升趋势，对债务利息保障程度逐年提升。

表 6：2014~2017.Q1 公司部分偿债指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	144.90	155.24	159.61	156.96
长期债务（亿元）	29.54	31.78	24.73	22.75
EBITDA（亿元）	19.91	2.38	19.32	-
总资本化比率（%）	57.45	64.12	64.04	63.04
资产负债率（%）	63.04	68.50	68.47	67.35
经营活动净现金流（亿元）	21.70	20.31	17.98	0.40
EBITDA 利息倍数（X）	2.04	0.29	2.70	-
总债务/EBITDA（X）	7.28	65.19	8.26	-
经营活动净现金/利息支出（X）	2.22	2.46	2.51	0.22
经营净现金流/总债务（X）	0.15	0.13	0.11	0.01

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

担保方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司担保余额为 7.82 亿元，期末担保余额占所有者权益的比例为 9.94%，均系为下属子公司提供担保。

银行授信方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司共获得中国银行、中国工商银行和中国农业银行等金融机构授信总额度 232.60 亿元，未使用授信额度为 114.82 亿元，备用流动性较充分。

总体来看，公司短期债务规模较大，即期偿债压力仍较高。考虑到公司经营性现金流维持稳定净流入状态，对债务利息保障程度逐年提升，加之备用流动性较充分，中诚信证评认为锡业股份仍具有很强偿债能力。

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。云锡控股系国有控股公司，控股股东为云南省国有资产监督管理委员会。云锡控股旗下共有 40 余家全资、控股子公司，包括 2 家国内 A 股上市公司，系公司及贵研铂业股份有限公司。

业务运营方面，2016 年云锡控股实现营业收入 471.62 亿元，同比增长 12.62%。云锡控股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主的建筑安装及房地产板块。云锡控股主导板块为有色金属板块，其他两大板块均系为有色金属板块进行配套开发建设发展而来。

表 7：2016 年云锡控股各板块收入结构

板块	收入（亿元）	占营业收入的比重（%）
有色金属板块	334.54	70.93
贵金属板块	105.26	22.32
建筑安装及房地产板块	9.30	1.97

资料来源：云锡控股定期报告，中诚信证评整理

目前，锡等有色金属销售收入仍为云锡控股收入主要来源。2016 年云锡控股受锡等有色金属价格回暖带动有色金属板块销售收入增长，当年该板块实现销售收入 334.54 亿元，同比增长 6.69%；贵金属板块销售规模增加及产品价格回暖，使得 2016 年业务规模大幅上涨，当年实现营业收入 105.26 亿元，同比增长 41.31%。此外，云锡控股建筑安装及房地产板块收入规模呈下滑趋势，2016 年建筑安装及房地产板块收入规模由上年的 13.11 亿元减少至 9.30 亿元，业务贡献度弱化，且板块盈利欠佳，对整体盈利造成一定负面影响。

云锡控股的锡、铜等基本有色金属产品生产运营主体系锡业股份，贵金属产品生产运营主体系贵研铂业。锡业股份是云锡控股旗下核心企业，近年其锡产品销售收入均占云锡控股总收入比例为 50%以上。

从财务表现来看，盈利能力方面，2016 年云锡控股实现营业收入 471.62 亿元，同比增长 12.62%。由于有色金属产品价格上涨，2016 年云锡控股营业毛利率为 6.62%，较上年增长 2.57 个百分点，盈利能力有所回升。2016 年云锡控股有色金属及贵金属板块营业收入和盈利水平增长，使得亏损规模大幅减少，当年云锡控股利润总额亏损 18.72 亿元，亏损规模较上年较少 10.09 亿元；净亏损 20.71 亿元，亏损规模较上年较少 11.77 亿元。

财务结构方面，2016 年 12 月 31 日，云锡控股总资产和负债合计分别为 530.54 亿元和 419.09 亿元，其中资产规模与上年基本持平；负债规模同比减少 3.74%。云锡控股财务杠杆比率有所上升，截至 2016 年 12 月 31 日，其资产负债率和总资本化比率分别为 78.99%和 74.04%，仍处于较高水平。

偿债能力方面，2016 年云锡控股的总债务/EBITDA 指标由上年的 98.02 倍下降至 23.21 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 0.13 倍提升至 0.59 倍，获现能力对债务利息保障程度有所增强。

表 8：2014~2016 年云锡控股部分财务指标

项目	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	133.97	90.40	111.45
总资产（亿元）	513.93	525.79	530.54
长期债务（亿元）	68.06	80.40	69.14
总债务（亿元）	272.80	307.38	317.78
营业总收入（亿元）	365.78	418.79	471.62
营业毛利率（%）	8.49	4.05	6.62
资产负债率（%）	73.93	82.81	78.99
总资本化比率（%）	67.07	77.27	74.04
EBITDA 利息倍数（X）	0.65	0.13	0.59
总债务/EBITDA（X）	22.86	98.02	23.21
经营净现金流/总债务（X）	0.02	-0.01	0.06

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 2016 年 12 月 31 日，云锡控股对外担保余额为 54.70 亿元，担保余额占所有者权益的比例为 51.77%。

云锡控股担保对象为云南冶金集团股份有限公司、云南钛业股份有限公司和云南昆钢钢结构有限公司，其中为云南冶金集团股份有限公司（以下简称“云冶集团”）担保 44.50 亿元。2016 年云冶金集团营业总收入 348.53 亿元，净亏损 45.71 亿元，资产负债率为 75.97%，经营亏损情况严重，且负债规模较高，未来一旦出现经营困难或财务状况恶化，云锡控股经营也将受到一定影响。

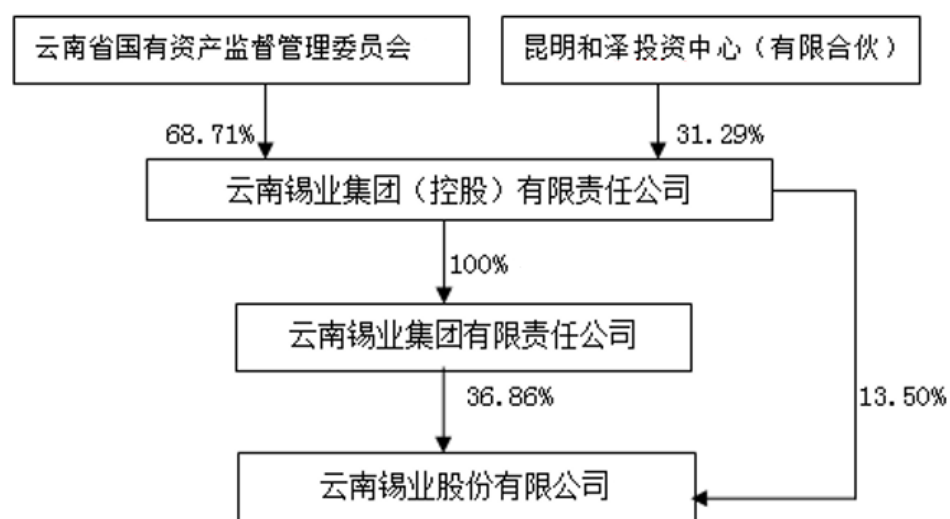
融资渠道方面，截至 2016 年 12 月 31 日云锡控股在多家银行共有综合授信额度 432.02 亿元，未使用余额为 268.20 亿元；另外，云锡控股拥有 2 家上市公司，直接融资渠道畅通，具有较好的财务弹性。

总体来看，云锡控股具备完整产业链布局，业务运营能力较好，且作为国有控股企业，在云南省具备重要地位，但云锡控股经营持续亏损，且其对外担保方云冶集团大幅亏损，云锡控股对本债券提供的保证担保对本次债券保障程度或因此减弱，后续经营情况及担保实力须持续关注。

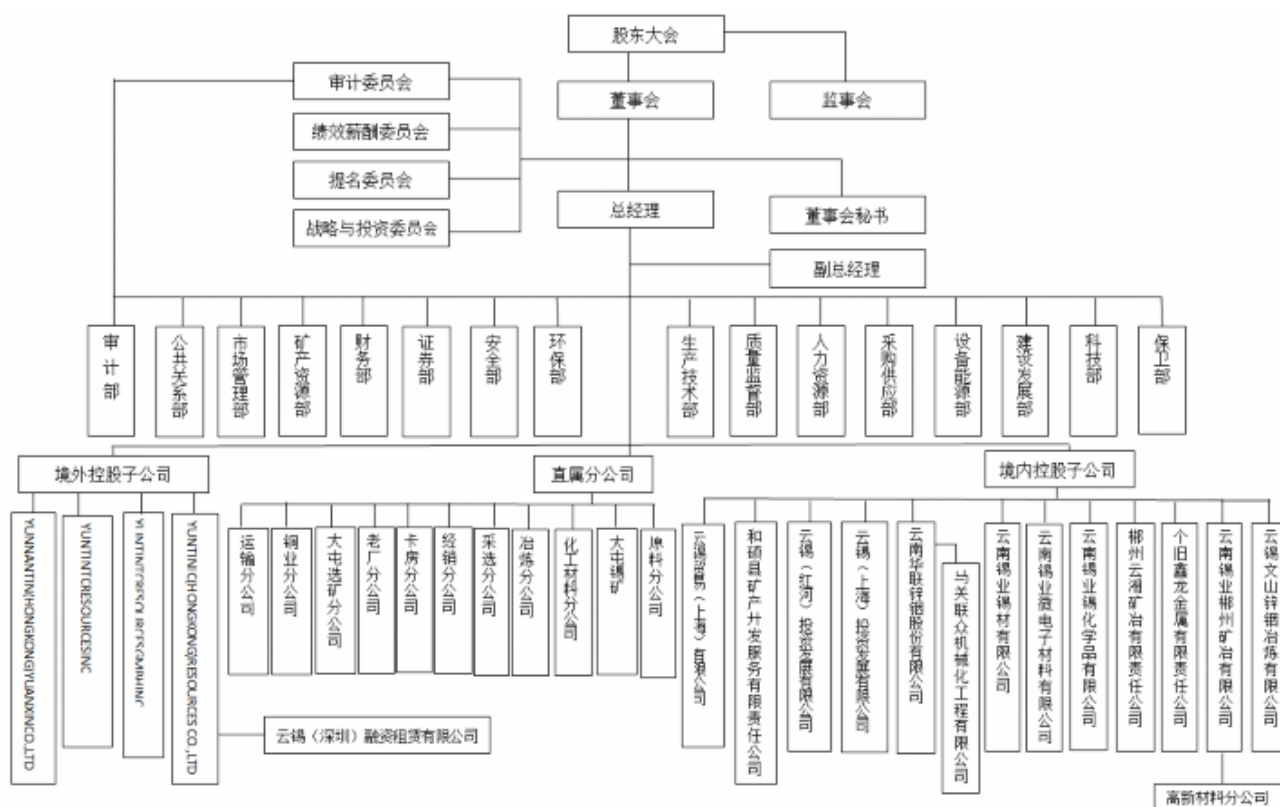
结 论

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，维持“云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券”的信用等级 AA。

附一：云南锡业股份有限公司股权结构（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：云南锡业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	138,827.84	284,555.33	265,208.46	206,594.77
应收账款净额	43,992.93	51,102.48	82,012.35	101,859.38
存货净额	598,829.86	330,892.23	392,810.96	407,754.54
流动资产	1,054,619.31	843,972.20	899,534.80	877,181.43
长期投资	44,812.41	46,754.35	46,629.27	46,629.27
固定资产合计	1,106,611.42	1,212,958.63	1,187,941.49	1,170,618.21
总资产	2,903,520.03	2,757,773.46	2,842,517.81	2,818,642.25
短期债务	1,153,597.64	1,234,543.97	1,348,814.75	1,342,153.51
长期债务	295,447.82	317,844.69	247,267.03	227,473.97
总债务（短期债务+长期债务）	1,449,045.46	1,552,388.66	1,596,081.78	1,569,627.48
总负债	1,830,436.15	1,889,077.79	1,946,406.01	1,898,286.06
所有者权益（含少数股东权益）	1,073,083.88	868,695.67	896,111.81	920,356.19
营业总收入	2,777,070.65	3,107,919.83	3,342,905.91	765,993.73
三费前利润	224,808.25	99,953.04	222,023.59	74,925.03
投资收益	9,834.29	3,997.57	-4,021.64	-5,545.77
净利润	19,173.07	-177,442.09	24,298.39	20,633.43
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	199,095.45	23,813.76	193,184.55	-
经营活动产生现金净流量	216,982.89	203,075.63	179,811.85	4,048.37
投资活动产生现金净流量	-130,846.26	-55,337.76	-148,393.92	-39,483.31
筹资活动产生现金净流量	-217,459.17	-5,835.32	-67,514.32	-24,197.76
现金及现金等价物净增加额	-131,244.76	142,350.90	-35,090.09	-59,842.72
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	8.29	3.41	7.04	10.37
所有者权益收益率（%）	1.79	-20.43	2.71	8.97*
EBITDA/营业总收入（%）	7.17	0.77	5.78	-
速动比率（X）	0.33	0.36	0.32	0.30
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.13	0.11	0.01*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.19	0.16	0.13	0.01*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.22	2.46	2.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.04	0.29	2.70	-
总债务/EBITDA（X）	7.28	65.19	8.26	-
资产负债率（%）	63.04	68.50	68.47	67.35
总资本化比率（%）	57.45	64.12	64.04	63.04
长期资本化比率（%）	21.59	26.79	21.63	19.82

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；2017 年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

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）	2014	2015	2016
货币资金	312,063.81	404,993.94	455,560.60
应收账款净额	108,968.53	146,261.52	144,320.17
存货净额	1,102,240.41	1,094,895.85	1,119,289.53
流动资产	2,015,769.95	2,075,732.82	2,105,566.19
长期投资	188,047.46	192,047.96	132,778.96
固定资产合计	1,606,984.01	1,705,832.38	1,660,444.56
总资产	5,139,288.42	5,257,890.48	5,305,363.07
短期债务	2,047,447.69	2,269,753.02	2,486,411.67
长期债务	680,588.76	804,019.83	691,402.53
总债务（短期债务+长期债务）	2,728,036.46	3,073,772.85	3,177,814.20
总负债	3,799,583.94	4,353,884.37	4,190,896.09
所有者权益（含少数股东权益）	1,339,704.48	904,006.10	1,114,466.99
营业总收入	3,657,769.18	4,187,863.94	4,716,186.48
三费前利润	298,394.52	152,476.87	290,502.83
投资收益	21,320.70	26,380.17	13,331.13
净利润	-136,636.89	-324,800.04	-207,069.22
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	119,310.79	31,359.69	136,888.04
经营活动产生现金净流量	47,606.56	-41,618.24	198,226.86
投资活动产生现金净流量	-257,880.90	-183,316.15	-188,183.19
筹资活动产生现金净流量	-11,309.65	313,421.72	22,068.98
现金及现金等价物净增加额	-221,498.85	89,015.52	33,146.97
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	8.49	4.05	6.62
所有者权益收益率（%）	-10.20	-35.93	-18.58
EBITDA/营业总收入（%）	3.26	0.75	2.90
速动比率（X）	0.33	0.31	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	-0.01	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	-0.02	0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	0.26	-0.18	0.86
EBITDA 利息倍数（X）	0.65	0.13	0.59
总债务/EBITDA（X）	22.86	98.02	23.21
资产负债率（%）	73.93	82.81	78.99
总资本化比率（%）	67.07	77.27	74.04
长期资本化比率（%）	33.69	47.07	38.29

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。