



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪161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；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月二十七日

云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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	2015/5/22		
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	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	70.88	107.31	87.07	87.11
总资产（亿元）	226.58	290.35	275.98	273.61
总债务（亿元）	142.40	144.90	155.24	149.63
营业总收入（亿元）	219.22	277.71	310.79	53.80
营业毛利率（%）	0.22	8.29	3.42	8.89
EBITDA（亿元）	-3.74	20.13	2.85	-
所有者权益收益率（%）	-18.86	1.79	-20.36	-
资产负债率（%）	68.72	63.04	68.45	68.16
总债务/EBITDA（X）	-38.11	7.20	54.41	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.55	2.10	0.34	-

云锡控股	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	120.05	133.97	90.40
总资产（亿元）	476.18	513.93	525.79
总债务（亿元）	273.69	272.80	307.38
营业总收入（亿元）	308.80	365.78	418.79
营业毛利率（%）	6.20	8.49	4.05
EBITDA（亿元）	4.33	3.80	-8.08
所有者权益收益率（%）	-15.75	-10.20	-35.93
资产负债率（%）	74.79	73.93	82.81
总债务/EBITDA（X）	63.14	71.85	-38.04
EBITDA 利息倍数（X）	0.35	0.22	-0.39

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2016年一季度所有者权益收益率指标未经年化处理。

基本观点

2015年，受有色金属行业低迷、相关金属价格大幅下跌影响，云南锡业股份有限公司（以下简称“锡业股份”或“公司”）有色金属产品产销业务规模大幅萎缩，盈利能力弱化，但公司不断开展矿区矿产资源勘查及并购优质资产，有色金属资源储备进一步增加，原料自给率有所提高，行业领先地位得到保持。同时，公司持续的经营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”）也关注到铜等有色金属价格持续低迷，同时占比较高的贸易业务对公司整体盈利水平造成的不利影响，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；“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

- 有色金属资源储备进一步丰富。2015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，当年新增有色金属资源储量48.11万吨。此外，公司通过购买华联锌铟75.74%股权提高了公司资源保障能力，资源储备进一步丰富，并有望成为新的收入与利润增长点。
- 持续保持锡行业领先地位。公司拥有世界最长、最完整的锡产业链，拥有世界领先的冶炼及深加工领域的设备、工艺和人才，2005年以来，锡产销量一直位居全球第一，行业地位持续领先。
- 经营活动现金流持续净流入。2015年，公司经营活动现金流维持净流入态势，当年经营活动净现金/利息支出由2014年的2.27倍上升为

2.43 倍，经营性现金流对债务本息的保障程度有所加强。

关 注

- 有色金属价格持续低迷。公司现有有色金属自给率水平依然较低，且有色金属贸易业务在整体业务中占比高达 62.12%，经营业绩易受市场价格波动影响。2015 年以来，有色金属价格遭遇断崖式下跌，公司盈利空间大幅收窄。
- 短期债务占比持续高企。截至 2015 年 12 月 31 日，公司短期债务余额为 123.45 亿元，占总债务的比例为 79.83%，长短期债务比为 3.88 倍，公司债务仍以短期债务为主，短期偿债压力仍较大。
- 担保方云锡控股持续亏损。近年来受有色金属行情低迷影响，云锡控股持续亏损，2013~2015 年净利润分别为-18.90 亿元、-13.66 亿元和 -32.48 亿元，其后续扭亏情况须持续关注。

分 析 师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

周 飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 27 日

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。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。

重大事项说明

重大资产重组

为增强公司持续盈利能力和资源保障能力，2015年10月15日通过发行股份为对价，购买云南锡业集团（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）三家持有的华联锌铟股份有限公司（以下简称“华联锌铟”）75.74%股权，增强了公司的核心竞争力。

华联锌铟是集采矿、选矿于一体的采选产业链，铟、锡、锌三种金属的储量分别居全国第一、全国第三、云南省第三，目前拥有四个采矿权和四个探矿权，仅在铜曼矿段保有资源储量为：铟金属储量 6,946.47 吨，锡金属储量 27.85 万吨，锌金属储量 315.48 万吨，铜金属储量 2.91 万吨。同时，周边延伸的矿脉、矿带还有较大的找矿潜力，潜在开发价值较高。截至 2015 年 12 月 31 日，华联锌铟总资产 459,535 万元，净资产 229,454 万元，归属于母公司的净利润 48,561 万元。

出售资产

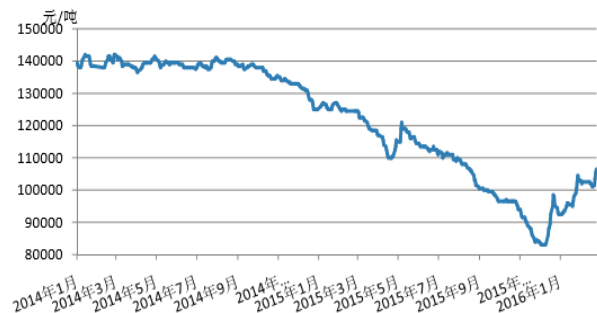
2014 年 9 月，公司通过关联交易方式将公司 10 万吨/年铅冶炼系统资产转让出售给云锡控股，转让价格为 139,143.45 万元。截止 2015 年 4 月 14 日，云锡控股已将本次资产转让价款分两次共计 1,612,145,705.14 元（含留抵增值税进项税金）支付给公司；经公司 2014 年 10 月 23 日召开的第五次临时董事会审议并同意，公司通过关联交易的方式将铅业分公司以 2014 年 9 月 25 日为基准日进行存货盘点后确认的 458,925,359.78 元存货转让给云锡控股。报告期内，上述两次交易涉及的资产交割已经办理完毕。

行业关注

2015 年全球经济疲弱态势依旧，锡产品市场需求不足，锡价在此期间亦表现疲软，价格水平不断向下调整，行业持续低迷。

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，为 127,000 元/吨，低点出现在 12 月 4 日，为 83,000 元/吨，年平均价为 108,244 元/吨，同比下跌 21.3%。

图1：2014.1~2016.1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 年我国锡价表现疲弱，不仅受外部环境影 响，还因国内市场需求持续低迷而缺乏支撑。上半年锡价下调幅度较小，随着下半年市场环境的持续恶化，锡价持续下跌态势不断加深，尤其是第四季度，价格下调幅度明显加大。市场成交长期维持清淡，上下游企业对未来市场行情处于观望状态。上游冶炼厂面对锡价一直以来谨慎出货，惜售心态明显；下游企业则按需采购，保持观望心态；贸易商出货意愿也一般，仅仅是在价格回暖时稍显积极，同时又不大量囤货，维持一种快进快出的交易状态。

国内锡市场方面，2016 年 2 月份锡价进一步上调。上海期货交易所期锡主力合约开盘于 100,000 元/吨，月内最高触及 106,300 元/吨，最低曾至 97,030 元/吨，收盘于 105,600 元/吨，月均价为 100,845 元/吨，环比上涨 6.4%。现货锡价月均价为 102,769 元/

吨，环比上涨6.3%，同比下跌17.7%，市场行业得到扭转。

2015 年全球精锡产量和消费量双双下降，其中产量下降更为明显，全球锡市再度转变为供应短缺局面。

锡精矿供应方面，2015 年全球锡精矿产量约为 30.13 万吨，同比减少 1.2%。当年各主要锡精矿生产国中，仅中国、缅甸和巴西的产量进一步增加，印度尼西亚、秘鲁、玻利维亚等国则有不同程度减产，使得全球锡精矿产量出现减少。精锡生产方面，2015 年全球精锡产量为 34.74 万吨，同比减少 4.6%。全球前五位精锡生产国依然是中国、印度尼西亚、马来西亚、秘鲁和玻利维亚。2015 年中国精锡产量较上年减少，印度尼西亚的增幅也不甚明显，但秘鲁近几年随着精矿产量的减少，精锡产量逐年下滑，2015 年秘鲁精锡产量仅为 19 万吨，与 2013 年相比减少了 21.3%，制约了精锡的生产。

全球锡消费主要集中在美国、日本及西欧，2015 年全球精锡消费量约为 35.5 万吨，同比小幅减少 0.8%。全球经济增速持续放缓是制约锡消费的增长，2015 年锡相关行业受市场大环境影响，致使全球锡消费减少。

表 1: 2013~2015 年全球锡市场供求平衡表

单位：吨			
项目	2013	2014	2015
产量	340,530	364,150	347,700
消费量	348,900	358,000	355,300
供需平衡	-8,370	6,150	-7,900

资料来源：安泰科，中诚信证评整理

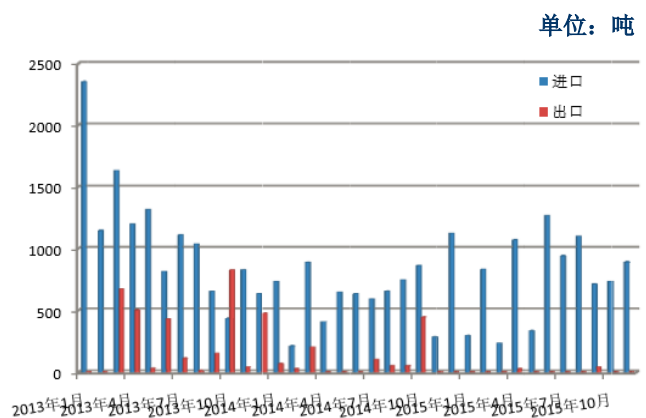
2015 年，锡市的持续低迷令全球精锡产量和消费量双双下降，其中产量下降更为明显，因此该年全球锡市再度转变为供应短缺局面，估计全年短缺量为 7,900 吨。在未来 1~2 年内，印尼的政策将会继续压缩国际市场一部分的供应量，而且在此期间内基本没有太多的潜在新增供应量出现。在不考虑不可抗力、预计全球经济环境趋向好转、整体消费复苏的前提下全球锡市场短缺量将逐步放大。

2015 年我国精锡进口量终于出现回升，但与历史数据相比仍有差距，且持续低迷的锡价给企业的生产经营带来很大压力，致使精锡产量小幅减少。

根据海关数据统计，2015 年 1~11 月份，我国进口精锡 8,402 吨，全年进口量约为 9,200 吨，同比增加 18.3%。2015 年我国精锡进口量终于出现回升。这其中很大一部分原因是来自印尼的进口量有所恢复。2013 年 7 月和 8 月，印尼先后实施了新的锡出口规定和交易规定，旨在封堵漏洞、阻止非法采矿并增强管控价格的能力，当年我国自印尼的锡进口量就减少了 56.9%。2014 年规定进一步严格，来自印尼的锡继续减少。2015 年，规定再次得到补充，1~11 月，我国自印尼的锡进口量增加 30.1% 至 3,036 吨。结合历史数据考量 2015 年我国的精锡进口量，全年超过千吨的月份仅有三个，整体看来该水平并不算一个高位，事实上我国精锡进口仍旧受到制约，其中最主要的因素是国内外价差的变化。此外，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。

2015 年 1~11 月，我国精锡进口主要来自印度尼西亚（3,036 吨，占 36.1%）、玻利维亚（2,513 吨，占 29.9%）和马来西亚（1,866 吨，占 22.2%），其他地区或国家还包括泰国、我国的香港和台湾、新加坡、印度等，但进口量都很小。2015 年 1~11 月，中国出口精锡 64 吨，估计全年出口量仅为 70 吨，同比大幅减少 92.5%。

图 2: 2013~2015 年中国精锡进出口量



资料来源：安泰科，中诚信证评整理

2015年以来，我国锡价表现更为不稳定，持续低迷的运行态势给企业的生产经营带来很大压力。为提振锡价，部分企业采取了减产或停产的措施。广西华锡集团的奥斯麦特炉经历两次检修，第一次在4月16日，6月初才恢复生产，第二次在9月13日。而4月27日，云南锡业股份有限公司下属冶炼分公司也开始了为期45天的停产检修。

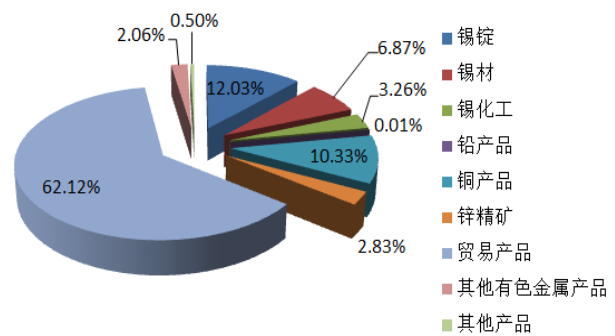
根据中国有色金属工业协会公布的产量数据，2015年1-11月，我国累计生产精锡151,269吨，同比减少5.2%。主要生产省份和地区中，仅内蒙古和江西的精锡产量呈增加状态，增幅分别为273.8%和0.8%。其中内蒙古精锡产量增幅显著，是由于投产后的大井子逐步进入正常生产。而广东、浙江、广西、湖南和云南均减产，减幅依次为37.3%、26.8%、19.2%、15.8%和2.5%。2015年中国精锡产量为16.6万吨左右，同比小幅减少2.4%。

虽然我国锡矿资源丰富，但随着近年来的不断消耗，绝对优势在不断减少。近几年，国内未发现非常有价值的新矿区，主要生产地区仍为云南、广西、湖南和江西几省。随着品位的降低和资源的消耗，估计未来中国的锡精矿产量将逐步减少，但短期几年看，总体数量差别较小。再生锡的产量相对稳定，在目前回收问题、环保问题和锡价低迷的情况下，很难有快速的增加。进口缅甸锡精矿是弥补减少的印尼粗锡的重要方式，而由于缅甸进一步大力开发锡资源，因此未来短期几年内，进口缅甸矿石数量将有稳定的增加。综合考虑，预计2016年~2017年我国的精锡产量约为17~17.5万吨左右。

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，2005年以来，公司锡金属产销量一直位居全球第一。近年来公司在立足主业的基础上，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。2015年公司实现营业收入310.79亿元，同比增长11.91%，其中锡锭、锡材、锡化工、铜产品、锌精矿和贸易产品在营业收入中的占比分别为12.03%、6.87%、3.26%、0.33%、2.83%和62.12%。

图3：2015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，加快外延式并购的步伐，资源保障能力逐步提高。

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。2015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，当年新增有色金属资源储量48.11万吨，其中锡7.53万吨、铜12.88万吨、铅1.47万吨、锌25.06万吨、钨1.10万吨。

此外，2015年10月15日公司通过购买华联锌铟75.74%股权，增强了市场核心竞争力，提高了公司资源保障能力，对未来经营发展奠定了一定基础。

截至2015年12月末公司保有资源储量为：锡79万吨、铜120万吨、铅8.4万吨、锌424万吨、钨7.62万吨、铟6300吨。总体来看，公司持续开展矿产资源勘查及外延式并购，使得有色金属储备稳步增长，资源保障能力逐步提高，但由于公司现有冶炼产能规模较大，而公司原料自给率不高，生产环节仍需大量采购原料，有色金属价格波动对经营业绩会产生较大影响。

受有色金属行业低迷、相关金属价格大幅下跌影响，2015年公司有色金属产品产销业务规模大幅萎缩，盈利能力弱化。

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2015年末四类产品产能分别为8.00万吨/年、3.83万吨/年、2.39万吨/年和10万吨/年。产销方面，2015年公司四类产品产量分别为4.99万吨、2.45万吨、2.01万吨和8.91万吨；全年锡锭销售量为5.53万吨，同比增长

19.92%；锡材销售量为 2.53 万吨，同比减少 3.63%；锡化工产品销售量为 1.98 万吨，同比增长 1.96%；阴极铜销售量为 8.27 万吨，同比增长 5.50%。

表 2：2014~2015 年公司主要产品产销量情况

产品	2014		2015	
	产量	销量	产量	销量
锡锭（万吨）	4.65	4.61	4.99	5.53
锡材（万吨）	2.57	2.62	2.45	2.53
锡化工（万吨）	2.02	2.02	2.01	1.98
银锭（吨）	42.00	42.00	32.00	27.00
阴极铜（万吨）	7.31	7.84	8.91	8.27

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年由于世界经济深度调整，国内经济下行压力持续加大，锡、铜、锌等有色金属价格长周期持续下跌，公司主要产品价格遭遇断崖式下跌，导致公司重要产品毛利率大幅下降，有色金属产品营收规模大幅萎缩，其中锡锭产品实现营业收入 37.38 亿元，同比减少 14.50%，毛利率为 6.43%，同比下降 9.86 个百分点；锡材产品实现营业收入 21.35 亿元，同比减少 29.55%，毛利率为 2.61%，同比下降 6.32 个百分点；锡化工产品实现营业收入 10.14 亿元，同比减少 17.53%，毛利率为 16.84%，同比提高 0.45 个百分点；铜产品实现营业收入 32.11 亿元，同比减少 3.88%，毛利率为 2.28%，同比下降 4.60 个百分点。

表 3：公司 2015 年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	37.38	6.43	-14.50	-9.86
锡材	21.35	2.61	-29.55	-6.32
锡化工	10.14	16.84	-17.53	0.45
铅产品	0.04	8.10	-99.30	8.66
铜产品	32.11	2.28	-3.88	-4.60
锌精矿	8.78	58.16	12.95	5.94
贸易产品	193.05	-0.11	55.40	-0.34

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、锡锭和电解镍为主，该部分业务规模近年来保持在较高水平。2015 年，公司实现贸易业务收入 193.05 亿元，同比增长 55.40%，在营业收入中的占比为 62.12%。当年公司受有色金属价格下跌影响，贸易

业务毛利率为-0.11%，对其整体利润空间造成一定拖累。

总体来看，2015 年有色金属行业低迷，有色金属价格大幅下跌，导致公司有色金属产品营收规模大幅萎缩，盈利能力弱化。但公司在锡产品领域具有显著的竞争优势，同时中证信证评认为，公司收购华联锌钢 75.74% 股权有望成为新的收入与利润的增长点，不仅有利于公司加大资源储备量，丰富矿产品类，而且有利其经营与利润的稳定性。

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 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 2014~2015 年合并审计报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表，所有财务数据均为合并口径。

为理顺公司与香港平台的管理关系，2015 年斥资 2.5 亿元收购云锡（香港）源兴有限公司。公司本年合并范围新增子公司包括和硕县矿产开发服务有限责任公司、云锡贸易（上海）有限公司、云锡（红河）投资发展有限公司、云锡（上海）投资发展有限公司、云锡（香港）源兴有限责任公司及华联锌钢共 6 户。

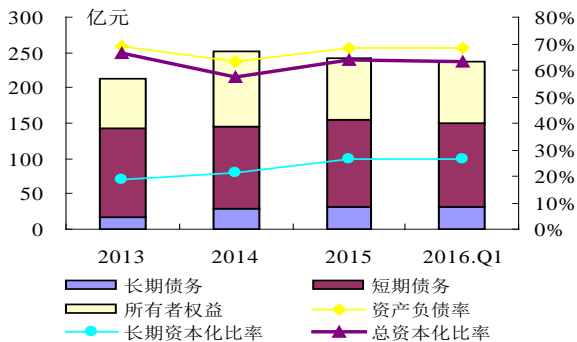
此外，云锡控股于 2010 年 10 月通过购买华联锌钢原股东股权取得华联锌钢的控制权，并将其作为非同一控制下企业合并取得的子公司纳入合并财务报表范围。云锡控股取得的华联锌钢可辨认净资产公允价值与账面价值存在差额。公司在合并财务报表中对取得的各项可辨认资产、负债按公允价值进行了确认。

资本结构

2013~2015 年，公司资产规模分别为 226.58 亿元、290.35 亿元和 275.98 亿元，同期负债总额分别为 155.69 亿元、183.04 亿元和 188.91 亿元；所有者权益分别为 70.88 亿元、107.31 亿元和 87.07 亿元，由于 2015 年经营亏损，自有资本实力有所减弱。财务杠杆比率方面，2013~2015 年，公司资产负债率分别为 68.72%、63.04% 和 68.45%；总资本化比率分别为 66.77%、57.45% 和 64.07%。截至 2016

年3月末，公司所有者权益总额为87.11亿元，当期资产总额273.61亿元，负债合计186.49亿元，资产负债率和总资本化比率分别为68.16%和63.20%。

图4：2013~2016.Q1公司资本结构分析

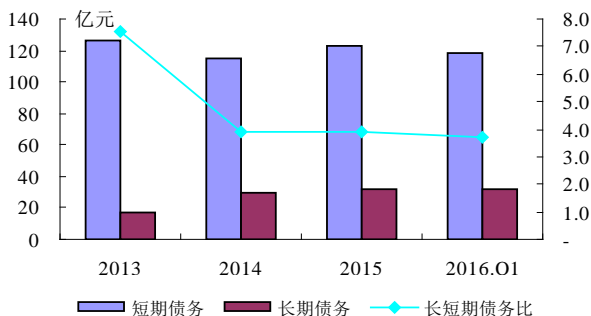


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2015年12月31日，公司资产总计275.98亿元。从资产构成情况来看，目前公司资产主要由固定资产、无形资产、存货及货币资金构成，2015年末上述四个资产类别占总资产的比重分别为43.95%、13.34%、11.99%和10.31%。固定资产方面，公司部分在建项目完工，使得固定资产规模小幅增长。公司无形资产主要包括采矿、探矿权及土地使用权。存货方面，公司加大对库存产品的销售力度，存货规模大幅减少。货币资金主要系银行存款。

债务期限结构方面，截至2015年12月31日，公司总债务为155.24亿元，其中短期债务和长期债务分别为123.45亿元和31.78亿元，同期长短期债务比（短期债务/长期债务）为3.88倍，债务仍以短期债务为主。截至2016年3月31日，公司长短期债务比降低至3.71倍，仍处于较高水平。

图5：2013~2016.Q1公司债务结构分析



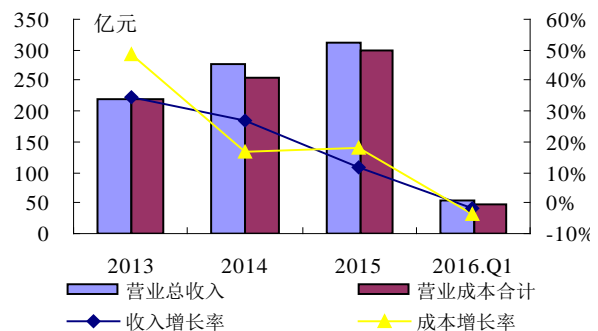
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司债务规模仍较大，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

2015年公司锡产品销量延续增长态势，但在锡价格断崖式下跌的外部环境下，整体业务规模增长幅度较小；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。当年公司实现营业收入310.79亿元，同比增长11.91%。

图6：2013~2016.Q1公司收入及成本分析



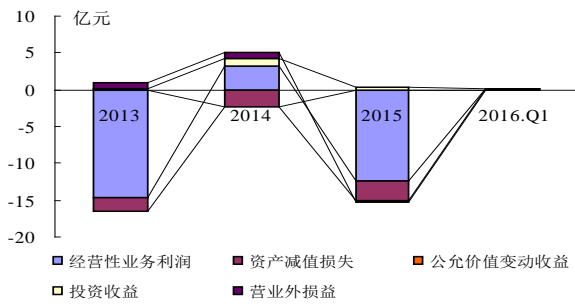
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利方面，在国内经济下行压力持续加大的背景下，大宗商品价格全线探底，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3.42%，同比下降4.87个百分点。2016年初以来，锡价格逐步回升，当年1~3月公司毛利率为8.89%，毛利率逐步恢复至原有水平。

期间费用方面，2015年公司职工带薪缺勤计划的实施及预提了退养职工薪酬，以及在持续开展矿产勘查等影响下，管理费用支出规模有所增加。当年公司期间费用总额为22.35亿元，占营业总收入的比重为7.19%，期间费用占比仍处于较高水平，期间费用控制能力有待提升。

利润总额方面，在初始获利空间急剧下跌影响下，2015年经营性业务大规模亏损。当年，公司经营业务亏损12.33亿元，全年确认资产减值损失2.79亿元，取得投资收益0.40亿元，当年利润总额为-14.75亿元，净利润为-17.73亿元。2016年以来，受毛利率回升的影响，公司扭亏为盈，1~3月利润总额为0.15亿元，净利润为0.10亿元。

图 7: 2013~2016.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, 2015 年公司受有色金属行情低迷影响, 经营亏损规模较大, 但随着 2016 年一季度市场行情的好转, 经营方面扭亏为盈, 业务情况逐步好转。

偿债能力

现金获取能力方面, 公司业务规模持续扩大, 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 20.31 亿元, 经营性现金流维持净流入态势。

从偿债指标来看, 2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 0.34 倍, 总债务/EBITDA 为 54.41 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, 2015 年经营活动净现金/利息支出为 2.43 倍。

表 4: 2013~2016.Q1 公司部分偿债指标

	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务 (亿元)	142.40	144.90	155.24	149.63
长期债务 (亿元)	16.61	29.54	31.78	31.77
EBITDA (亿元)	-3.74	20.13	2.85	-
总资本化比率 (%)	66.77	57.45	64.07	63.20
资产负债率 (%)	68.72	63.04	68.45	68.16
EBITDA 利息倍数 (X)	-0.55	2.10	0.34	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.24	2.27	2.43	-
总债务/EBITDA (X)	-38.11	7.20	54.41	-

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 2015 年 12 月 31 日, 公司担保余额为 5.32 亿元, 期末担保余额占公司所有者权益的比例为 0.06%。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、工商银行和农业银行等金融机构授信总额度 251.96 亿元, 未使用授信额度为 124.29 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, 2015 年云锡控股实现营业收入 416.14 亿元, 同比增长 15.52%。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、钨为主的贵金属板块; 三是以房地产开发为龙头的建筑安装及房地产板块。

表 5: 云锡控股 2015 年各板块收入结构

板块	收入 (亿元)	占营业收入的比重 (%)
有色金属板块	313.56	75.25
贵金属板块	74.49	17.90
建筑安装及房地产板块	13.11	3.15

资料来源: 公司定期报告, 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的主要来源, 由于 2015 年铜产品等相关产品销量增加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 313.56 亿元, 同比增长 28.78%; 此外, 云锡控股贵金属板块及房地产项目运营较为稳定, 业务发展情况良好。

云锡控股于 2010 年 10 月通过购买华联锌铟原股东股权取得华联锌铟的控制权, 并将其作为非同一控制下企业合并取得的子公司纳入合并财务报表范围。云锡控股取得的华联锌铟可辨认净资产公

允价值与账面价值存在差额，合并财务报表中对取得的各项可辨认资产、负债按公允价值进行了确认。

从财务表现来看，盈利能力方面，2015年云锡控股实现营业收入418.79亿元，较上年增长14.49%。受有色金属价格断崖式下跌等因素影响，2015年云锡控股经营获利能力大幅减弱，当年营业毛利率为4.05%，较上年减少4.44个百分点。2015年云锡控股利润总额亏损28.80亿元，净利润亏损32.48亿元。同时，2013和2014年，云锡控股净利润分别亏损18.90亿元和13.66亿元，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，2015年12月31日，云锡控股总资产和负债合计分别为525.79亿元和435.49亿元，其中负债规模增长幅度大于资产规模增长幅度。云锡控股财务杠杆比率有所上升，截至2015年12月31日，其资产负债率和总资本化比率分别为82.81%和77.27%，较上年分别增长8.87和10.21个百分点。

偿债能力方面，2015年云锡控股EBITDA利息倍数为-0.39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 6：2013~2015 年云锡控股部分财务指标

项目	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	120.05	133.97	90.40
总资产（亿元）	476.18	513.93	525.79
长期债务（亿元）	40.91	68.06	80.40
总债务（亿元）	273.69	272.80	307.38
营业总收入（亿元）	308.80	365.78	418.79
营业毛利率（%）	6.20	8.49	4.05
资产负债率（%）	74.79	73.93	82.81
总资本化比率（%）	69.51	67.07	77.27
EBITDA 利息倍数（X）	0.35	0.22	-0.39
总债务/EBITDA（X）	63.14	71.85	-38.04
经营净现金流/总债务（X）	0.04	0.02	-0.01

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12月31日，云锡控股对外担保余额为46.80亿元，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。

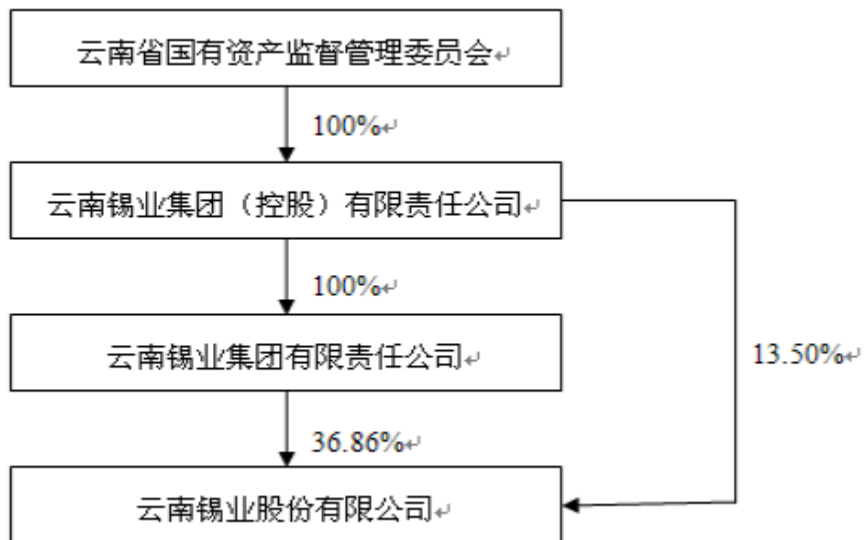
融资渠道方面，截至2015年12月31日其在多家银行共有综合授信额度501.31亿元，未使用余额为329.08亿元；另外，云锡控股拥有2家上市公司，直接融资渠道畅通，具有较好的财务弹性。

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。

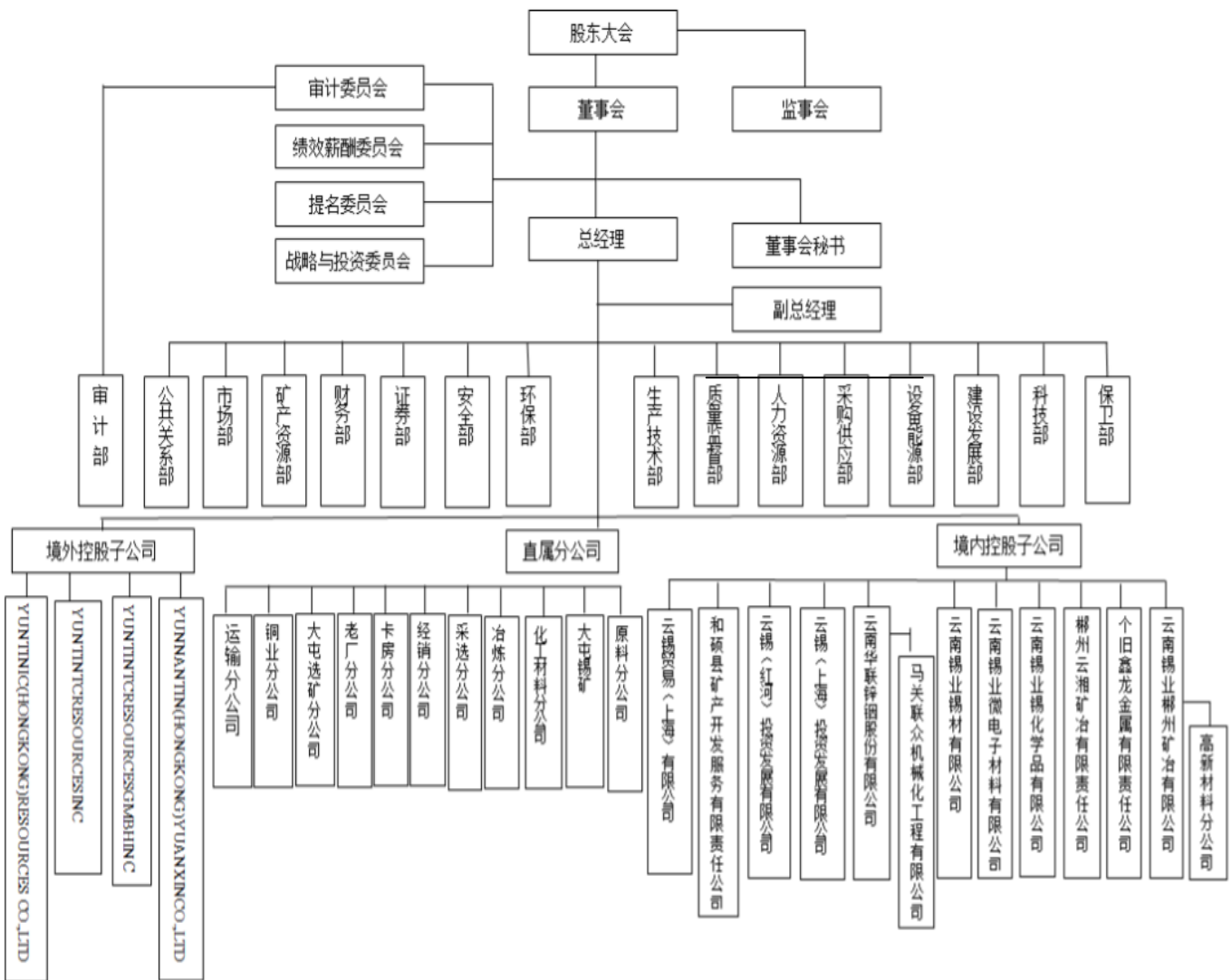
结 论

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，“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 2015 年 12 月 31 日）



附二：云南锡业股份有限公司组织结构图（截至 2015 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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	228,960.78	138,827.84	284,555.33	218,312.92
应收账款净额	34,800.49	43,992.93	51,102.48	106,889.46
存货净额	604,881.41	598,829.86	330,892.23	343,118.03
流动资产	1,021,564.78	1,054,619.31	843,972.20	823,823.07
长期投资	0.00	44,812.41	46,754.35	46,754.35
固定资产合计	1,139,508.41	1,255,154.12	1,366,594.84	1,356,937.91
总资产	2,265,756.54	2,903,520.03	2,759,787.16	2,736,050.51
短期债务	1,257,951.55	1,153,597.64	1,234,543.97	1,178,594.57
长期债务	166,097.96	295,447.82	317,844.69	317,727.98
总债务（短期债务+长期债务）	1,424,049.51	1,449,045.46	1,552,388.66	1,496,322.55
总负债	1,556,923.65	1,830,436.15	1,889,077.79	1,864,937.76
所有者权益（含少数股东权益）	708,832.89	1,073,083.88	870,709.38	871,112.75
营业总收入	2,192,176.98	2,777,070.65	3,107,919.83	538,024.46
三费前利润	1,973.45	224,808.25	100,207.48	46,223.76
投资收益	422.29	9,834.29	3,997.57	244.15
净利润	-133,679.51	19,173.07	-177,307.72	963.96
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-37,363.31	201,334.42	28,533.71	-
经营活动产生现金净流量	218,409.16	216,982.89	203,075.63	42,038.94
投资活动产生现金净流量	-245,794.70	-130,846.26	-55,337.76	-27,851.98
筹资活动产生现金净流量	116,451.12	-217,459.17	-5,835.32	-82,058.61
现金及现金等价物净增加额	88,247.18	-131,244.76	142,350.90	-67,795.49
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	0.22	8.29	3.42	8.89
所有者权益收益率（%）	-18.86	1.79	-20.36	-
EBITDA/营业总收入（%）	-1.70	7.25	0.92	-
速动比率（X）	0.31	0.33	0.36	0.34
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.15	0.13	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.17	0.19	0.16	0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	3.24	2.27	2.43	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.55	2.10	0.34	-
总债务/EBITDA（X）	-38.11	7.20	54.41	-
资产负债率（%）	68.72	63.04	68.45	68.16
总资本化比率（%）	66.77	57.45	64.07	63.20
长期资本化比率（%）	18.98	21.59	26.74	26.73

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）	2013	2014	2015
货币资金	533,562.65	312,063.81	404,993.94
应收账款净额	103,924.63	108,968.53	146,261.52
存货净额	1,081,936.83	1,102,240.41	1,094,895.85
流动资产	2,162,218.54	2,015,769.95	2,075,732.82
长期投资	145,724.73	188,047.46	192,047.96
固定资产合计	1,812,723.54	1,873,818.22	1,969,444.26
总资产	4,761,802.67	5,139,288.42	5,257,890.48
短期债务	2,327,787.49	2,047,447.69	2,269,753.02
长期债务	409,086.70	680,588.76	804,019.83
总债务（短期债务+长期债务）	2,736,874.19	2,728,036.46	3,073,772.85
总负债	3,561,293.67	3,799,583.94	4,353,884.37
所有者权益（含少数股东权益）	1,200,509.00	1,339,704.48	904,006.10
营业总收入	3,087,954.49	3,657,769.18	4,187,863.94
三费前利润	172,501.70	298,394.52	152,476.87
投资收益	11,506.26	21,320.70	26,380.17
净利润	-189,046.64	-136,636.89	-324,800.04
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	43,348.84	37,970.37	-80,796.81
经营活动产生现金净流量	99,069.50	47,606.56	-41,618.24
投资活动产生现金净流量	-262,267.92	-257,880.90	-183,316.15
筹资活动产生现金净流量	271,892.74	-11,309.65	313,421.72
现金及现金等价物净增加额	107,608.06	-221,498.85	89,015.52
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	6.20	8.49	4.05
所有者权益收益率（%）	-15.75	-10.20	-35.93
EBITDA/营业总收入（%）	1.40	1.04	-1.93
速动比率（X）	0.36	0.33	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.02	-0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	0.02	-0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	0.79	0.28	-0.20
EBITDA 利息倍数（X）	0.35	0.22	-0.39
总债务/EBITDA（X）	63.14	71.85	-38.04
资产负债率（%）	74.79	73.93	82.81
总资本化比率（%）	69.51	67.07	77.27
长期资本化比率（%）	25.42	33.69	47.07

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。