



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪293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，上调贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；上调本次债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月十二日

云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2018)

债券名称	云南锡业股份有限公司 2011 年公司债券		
债券简称及代码	11 锡业债、112038		
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	2017/06/23		
上次评级结果	债项级别 AA 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	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	86.87	89.61	122.33	124.70
总资产（亿元）	275.78	284.25	305.53	321.20
总债务（亿元）	155.24	159.61	147.00	162.88
营业总收入（亿元）	310.79	334.29	344.10	90.33
营业毛利率（%）	3.41	7.04	10.10	9.22
EBITDA（亿元）	2.38	19.32	25.58	-
所有者权益收益率（%）	-20.43	2.71	7.32	8.34
资产负债率（%）	68.50	68.47	59.96	61.18
总债务/EBITDA（X）	65.19	8.26	5.75	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.29	2.70	3.97	-
云锡控股	2015	2016	2017	
所有者权益（亿元）	90.40	111.45	131.43	
总资产（亿元）	525.79	530.54	557.25	
总债务（亿元）	327.38	317.78	322.35	
营业总收入（亿元）	418.79	471.62	549.53	
营业毛利率（%）	4.05	6.62	8.34	
EBITDA（亿元）	3.14	13.69	33.57	
所有者权益收益率（%）	-35.93	-18.58	0.71	
资产负债率（%）	82.81	78.99	76.41	
总债务/EBITDA（X）	104.38	23.21	9.60	
EBITDA 利息倍数（X）	0.13	0.59	1.70	

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、2018年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2017年，全球经济复苏，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，盈利能力大幅提升。同时，得益于非公开发行股票募集资金24亿元，公司资本实力增强，资本结构有所优化。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司盈利能力受有色金属价格波动影响较大，以及短期债务持续高企等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评上调锡业股份主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；上调“云南锡业股份有限公司2011年公司债券”信用等级为AA⁺。该债项级别同时也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

- 持续保持锡行业领先地位。公司拥有锡采选-冶炼-深加工完整产业链，2017年锡金属国内市场占有率43.55%，全球市场占有率21.08%，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。
- 盈利能力大幅提升。受益于有色金属产品价格回升，2017年公司经营性业务利润同比增长2.07倍至14.09亿元；当年公司实现利润总额10.25亿元，同比增长1.99倍；实现净利润8.95亿元，同比增长2.68倍。
- 资本结构有所优化。2017年8月，公司完成非公开发行股票募集资金24亿元，资本实力增强，资本结构有所优化。截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为59.96%和54.58%，分别同比下降8.51和9.46个百分点。

关注

- 盈利能力受有色金属价格波动影响较大。有色金属价格不仅受供求变化影响，而且与国内外经济

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

田 巍 ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月12日

状况密切相关，市场价格波动较大，对公司整体盈利能力易造成较大影响。

- 短期债务持续高企。2017 年公司总债务规模有所下降，但短期债务规模仍旧偏高，截至 2017 年末公司总债务为 147.00 亿元，其中短期债务为 131.05 亿元，长短期债务比为 8.22。公司面临一定的短期偿债压力，债务期限结构有待优化。

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。

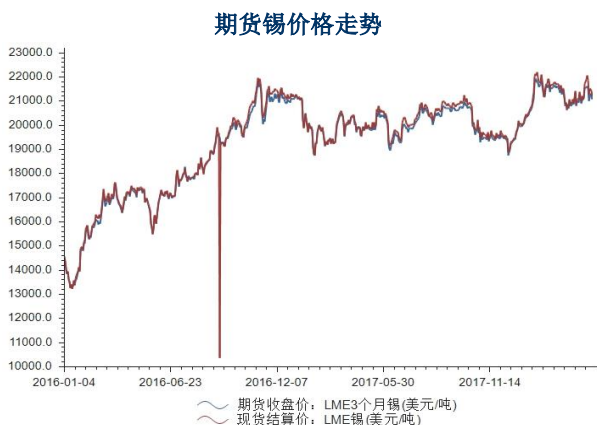
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2017年，全球经济复苏，精锡需求量和产量双双上升，虽二者差额缩小但供应短缺局面不变，全年锡价高位震荡

2017年，全球经济增速和增长预期提升，发达经济体经济增长势头良好，新兴市场和发展中经济体增速企稳回升。受益于电子工业、可再生能源和基础设施建设等领域需要的增长，锡消费需求亦有所回暖。与此同时，锡作为稀缺金属，在地壳中含量低且全球储量、资源开采品位逐年下降，以及锡在焊料、镀层中应用回收率低等加剧了锡资源的紧张。受环保政策趋严、部分锡主要供给国因资源减少而限制生产等影响，锡精矿资源供应量虽有所增长，但相对于下游需求而言依旧紧张。受此影响，全年全球锡价高位震荡。截至2017年末，伦敦金属交易所（LME）锡现货和三月期货锡年均价分别为20,109美元/吨和19,991美元/吨，同比分别上涨11.7%和11.8%。

图1：2016年1月~2018年4月LME锡现货和3个月



资料来源：Choice，中诚信证评整理

从主要消费行业看，2017年随着全球宏观经济的好转以及智能终端、消费电子等为代表的电子产品需求的爆发式增长，电子行业持续稳中向好的发展态势，行业效益水平持续提升。半导体是电子产品的核心，世界半导体贸易统计组织（WSTS）发布的数据显示，2017年全球半导体市场规模达到为4,122亿美元，增速为21.6%，创历史新高。全球电子行业企稳回升在一定程度上提振了锡的需求。随着可穿戴设备、汽车电子、光伏发电设备等的需求不断释放，未来用锡量或将进一步提升。

供给方面，全球锡资源的分布较为集中，中国、印度尼西亚、巴西、玻利维亚、澳大利亚、俄罗斯和马来西亚等7国掌控了全球约85%的资源储量。近几年，受矿山品位下降和政策性供给收紧等因素影响，中国及印度尼西亚等生产大国锡精矿产量均有所下滑；但缅甸自2014年以来矿山供应快速增长，目前为全球第三大锡精矿生产国。随着大规模开采的持续进行，在开采活动进入低海拔地区之后，缅甸矿山品位降幅较大，其锡精矿产量已达到阶段性顶峰。然而，选矿产能的快速投放使得前期未经处理的低品位尾矿库重新形成有效供给，这在一定程度上将对缅甸地区锡精矿产量形成一定支撑。此外，由于2016年以来锡价的暴涨，印度尼西亚、巴西等国家加大了锡的供给力度，2017年全球精锡产量约为35.50万吨，同比增长4.80%。

表1：2015~2017年全球精锡市场供求平衡表

	单位：万吨		
	2015	2016	2017
产量	33.63	34.00	35.50
需求量	34.69	35.10	36.20
平衡	-1.06	-1.10	-0.70

资料来源：安泰科，中诚信证评整理

总体来看，2017年全球锡市场短缺局面不变，但缺口有所缩小。考虑到全球新增矿山储备较少且锡回收率低，现有矿山品位趋势性下滑，采选成本逐年上升，环保督察持续压制小型矿山开工，以及下游需求持续增长等影响，未来在几年内，锡供需缺口或将重回扩大态势，锡价将维持高位震荡运行。

2017年我国取消精锡出口关税和出口配额，并特批锡业股份开展锡精矿加工贸易，国内供应过剩局面改善，国内外锡价价差明显收窄

自2008年以来，我国开始对锡锭出口征收10%的出口关税，同时很多锡深加工产品取消出口退税或降低出口退税率，导致我国锡精矿基本上不再出口，库存持续增加，国内锡市场呈现供给过剩格局。2016年12月，国务院关税税则委员会下发《关于2017年关税调整方案的通知》（税委会〔2016〕31号），取消锡废碎料（80020000）、非合金锡

(80011000) (即精锡) 以及其他锡矿砂及其精矿 (26171090) 的出口关税; 同时在商务部公布的工业品和农产品出口配额总量信息中, 2017年取消了锡及锡制品出口配额。此外, 锡业股份于2017年4月20日获得商务部允许开展进口锡精矿出口锡锭及锡产品加工贸易业务, 这是商务部对锡行业内唯一一家企业发布的特许政策。这些措施在一定程度上推动了我国锡锭流入国际市场。2017年我国精锡累计出口2,175吨, 同比增长195.90%。

从需求端看, 我国一半的锡消费用于电子焊锡领域, 锡的需求主要随着电子行业需求的变化而变化。目前国内锡消费市场活跃度一般, 其主要消费领域焊料行业整体呈现稳定态势, 据安泰科估计, 全年焊料用锡约为10.20万吨, 同比增加4.1%, 年增长率稳定; 镀锡板行业由于钢铁行业去产能效果的逐步显现用锡量有所下滑, 全年用锡量约为1.35万吨, 同比下滑10.0%; 锡化工行业用量持续增长, 占比从上一年的13.0%增长至14.0%; 铅酸蓄电池行业的用锡量略有增长, 全年用量占总消费量的8.9%。合金、浮法玻璃等行业用锡量变化不大, 2017年国内锡总消费量稳中有升, 全年消费预计达16.10万吨, 同比小增0.6%, 但不及国际消费市场增速。

从供给端看, 我国全年锡精矿产量为9.30万吨, 同比小增1.1%。精锡方面, 全球经济环境向好, 以电子工业为代表的主要锡消费领域迎来快速增长期, 锡价格维持在高位震荡, 外需的扩张提高了我国生产商们的积极性; 同时, 我国精锡关税政策的取消以及特批锡业股份锡精矿加工贸易在一定程度上促进了精锡产量的增长。据安泰科估计, 2017年国内精锡产量16.85万吨, 同比增长5.3%。

表2: 2015~2017年我国精锡市场供求平衡表

	单位: 万吨		
	2015	2016	2017
产量	16.00	16.00	16.85
净进口量	0.54	0.87	0.10
需求量	15.40	16.00	16.10
平衡	1.17	1.07	0.85

资料来源: 安泰科, 中诚信证评整理

价格方面, 长期以来LME锡含税价格远高于国内含税价格。关税取消后, 2017年国内与国际锡价价差明显收窄。上海期货交易所 (SHFE) 锡主力

合约均价为144,465元/吨, 同比增长21.1%; 国内现货市场锡均价为143,755元/吨, 同比上涨20.1%。国内锡价涨幅明显高于国际上涨水平, 也反映政策的调节作用显著。

图2: 2016年1月~2018年4月上海金属市场锡现货



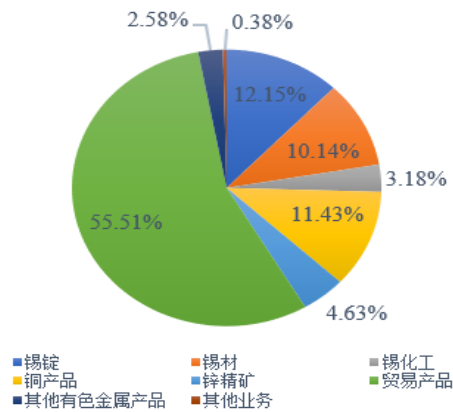
资料来源: Choice, 中诚信证评整理

综合来看, 中国精锡出口量的增加, 有助于调节国内、国外供需平衡, 并缩小国内外精锡价格差异, 国内供需局面向更良好的方向发展, 缓解长期以来因国内供应过剩对锡价的打压, 市场前景将有所改观。

业务运营

公司主要从事有锡、铜、锌矿的开采、选矿, 锡、铜金属的冶炼及锡的深加工, 是我国最大锡生产、出口基地。公司拥有完整的锡的采、选、冶及深加工产业链, 拥有矿山勘探、采掘、选冶、锡、铜、锌、铟及其他有色金属深加工纵向一体化的产业格局。2005年以来, 公司锡金属产销量一直稳居全球第一。2017年公司锡金属国内市场占有率43.55%, 全球市场占有率21.08%, 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。2017年公司实现营业收入344.10亿元, 同比增长2.93%, 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占比分别为12.15%、10.14%、3.18%、11.43%、4.63%和55.51%。

图 3：2017 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。2017 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查工作，全年新增有色金属资源储量 22.03 万吨¹，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 2017 年末公司保有资源储量为：矿石量 2.68 亿吨，锡金属 75.18 万吨、铜金属 119.84 万吨、铅金属 8.38 万吨、锌金属 407.73 万吨、钨金属 8.26 万吨、银 2,924 吨、铟 6,187 吨，与上年末基本持平。2018 年公司计划加大地质找矿力度，考虑到个旧地区、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，鉴于锡资源的稀缺性，为满足持续生产和长期发展的需要，公司在拥有一定资源储备的同时仍大量外购锡精矿。2017 年公司锡精矿自给率约为 37%，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，但有色金属价格波动对经营业绩具有较大影响。

¹ 由云南省有色地质局 308 队审查确认，未经国土资源部门评审备案。

2017 年公司主要产品产销情况稳定，在锡、锌、铜等有色金属价格回升带动下，主要产品营业收入大幅增长，毛利率亦不同程度提高

公司产品以锡锭、锡材、锡化工、阴极铜和锌精矿含锌为主，截至 2017 年末上述产品产能分别为 8.00 万吨/年、3.84 万吨/年、2.39 万吨/年、10 万吨/年和 12 万吨/年。产销方面，2017 年公司商品锡锭、锡材、锡化工、阴极铜和锌精矿含锌 5 类产品产量分别为 3.34 万吨、2.83 万吨、1.61 万吨、9.30 万吨和 11.57 万吨。销售量分别为 3.38 万吨、2.89 万吨、1.60 万吨、9.46 万吨和 10.78 万吨，产销衔接情况较好。

表 3：2015~2017 年公司主要产品产销量情况

单位：万吨

产品	2015		2016		2017	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
锡锭	3.61	3.98	3.74	3.71	3.34	3.38
锡材	2.45	2.53	2.58	2.58	2.83	2.89
锡化工	2.01	1.98	2.06	2.03	1.61	1.60
阴极铜	8.91	8.27	10.00	9.85	9.30	9.46
锌精矿含锌	13.13	11.01	11.03	13.02	11.57	10.78

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年锡、锌、铜等有色金属价格震荡回升，公司主要产品营业收入大幅增长，毛利率亦不同程度提高。2017 年公司锡锭、锡材、铜和锌精矿四类产品分别实现营业收入 41.84 亿元、34.92 亿元、39.32 亿元和 15.94 亿元，分别较上年增长 13.48%、33.68%、25.19% 和 53.09%。同期，上述四类产品毛利率分别为 18.80%、18.87%、9.64% 和 69.96%，分别较上年同期增长 3.04、1.18、2.79 和 13.05 个百分点。

表 4：2017 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	41.84	18.80	13.48	3.04
锡材	34.92	18.87	33.68	1.18
铜产品	39.32	9.64	25.19	2.79
锌精矿	15.94	69.96	53.09	13.05

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。

2017年，公司实现贸易业务收入191.02亿元，同比减少8.67%，在营业收入中占比亦下降7.05个百分点至55.51%；其中铜产品和锡锭贸易额分别为94.22亿元和15.83亿元，同比分别下降42.37%和上升18.95%。2017年公司贸易业务毛利率不变，仍为0.32%。

为加快采选冶产业结构的优化升级，公司投资了多个项目，目前项目建设整体进展顺利，但由于投资额较大，公司或面临一定的资本支出压力

公司现有在建项目以技术改造和园区建设项目为主。公司主要在建项目包括年产10万吨锌及60吨钢冶炼扩建工程项目、南部选矿园区项目和矿山一类工程项目等。其中，公司锌、钢扩建项目设计规模为年产电锌锌锭10.22万吨和钢锭87.40吨，该项目于2016年底动工，目前已进入全面施工阶段，预计将于2018年上半年试生产。南部选矿园区中的厂前浓缩回水工程、田湾尾矿库挖潜改造工程、风筝山至卡房尾矿输送管线三个子项已竣工验收，其余正在施工建设中。公司在建项目后续投资需求较大，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5：截至2017年末公司主要项目投资情况

项目名称	单位：亿元	
	预计总投资	截至2017年末已投资额
锡冶炼异地搬迁项目	35.40	0.12
云锡产业园建设项目	6.62	1.18
大屯硫化矿花坟库（花坟尾矿库恢复使用）	1.53	1.31
大屯硫化矿选厂改造（8000t/d硫化锡铜矿技改）	10.33	1.01
南部选矿园区	30.72	7.75
矿山一类工程 ²	20.71	1.95
年产10万吨锌、60吨钢冶炼扩建工程	21.17	9.04
松江区漕河泾产业园公租房	1.00	-
其他工程	5.53	1.34
合计	133.01	23.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

² 在自有矿山开展资源开拓、找矿、采切、回填等工作，上述项目在公司每年投资预算中按工程项目进行管理并核算，项目统称为“矿山一类工程”。

总体来看，2017年全球有色金属供给相对短缺推动其价格回升，公司主要有色金属产品营业收入规模大幅增长，毛利水平提升。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。

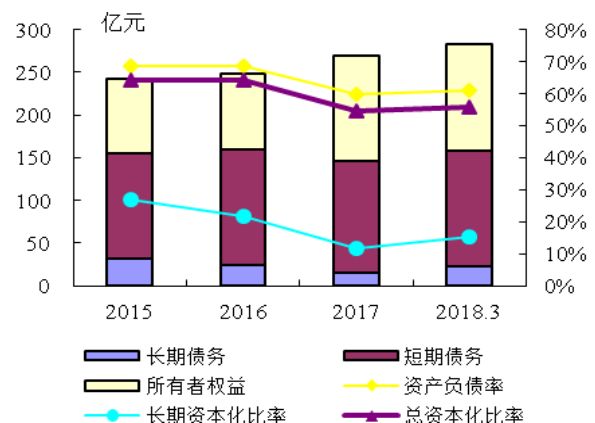
财务分析

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2015~2017年合并审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表，所有财务数据均为合并口径。

资本结构

随着业务规模的不断扩张，公司总资产规模持续增长，截至2017年末，公司资产总额为305.53亿元，同比增长7.49%。同期末，受益于非公开发行股票24亿元以及公司自身盈余累积，自有资本得以进一步夯实，公司所有者权益增至122.33亿元，同比增长36.51%。随着有息债务的到期归还，截至2017年末，公司负债总额为183.20亿元，同比下降5.88%。财务杠杆比率方面，截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为59.96%和54.58%，分别同比下降8.51和9.46个百分点。截至2018年3月末，公司资产总额321.20亿元，负债总额为196.50亿元，所有者权益为124.70亿元；资产负债率和总资本化比率分别为61.18%和56.64%，财务杠杆水平较上年末略有上升。

图4：2015~2018.Q1公司资本结构分析



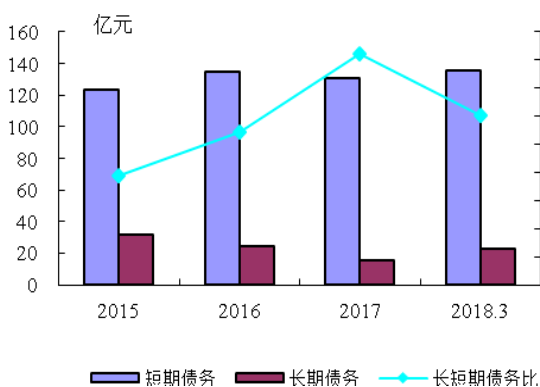
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司资产以非流动资产为主，截至2017年末，公司非流动资产合计198.57亿元，占总资产的比重为64.99%，主要包括固定资产114.96亿元、在建

工程 21.58 亿元和无形资产 38.26 亿元。其中，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；无形资产主要包括采矿、探矿权及土地使用权。2017 年末公司流动资产合计 106.95 亿元，主要包括货币资金 40.64 亿元、应收票据 12.01 亿元、应收账款 7.51 亿元和存货 41.34 亿元。其中，公司应收票据为银行承兑汇票，其中 3.05 亿元处于质押状态；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 93.81%，且应收对象主要为长期合作客户，回收风险基本可控；存货主要为库存商品、在产品 and 原材料，占比分别为 39.14%、29.98% 和 29.94%，2017 年末存货跌价准备为 0.16 亿元。

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，截至 2017 年末公司流动负债合计 155.09 亿元，占负债总额比例为 84.65%，主要包括短期借款 96.53 亿元、应付账款 19.05 亿元和一年内到期的非流动负债 18.54 亿元，其中应付账款主要系尚未支付的工程、设备和原材料采购款。2017 年末公司非流动负债合计 28.11 亿元，主要包括长期借款 10.94 亿元、应付债券 5.00 亿元和递延收益 7.77 亿元。其中，递延收益为政府补助。

图 5：2015~2018.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

债务期限结构方面，截至 2017 年末公司短期债务为 131.05 亿元，同比下降 2.84%；长期债务为 15.94 亿元，同比下降 35.54%；期末总债务为 147.00 亿元，同比下降 7.90%。截至 2017 年末，公司长短期债务比为 8.22，同比上升 1.51。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 162.88 亿元，长短期债务比为

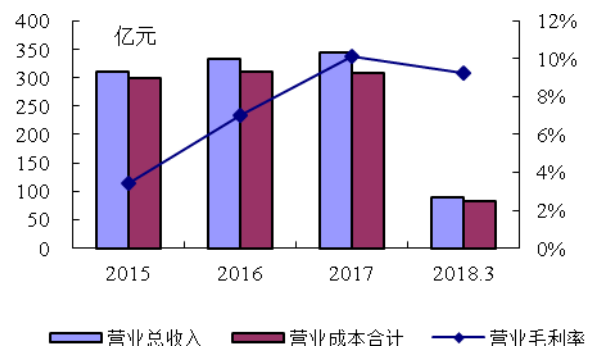
5.03 倍。公司短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力，债务期限结构仍需优化。

总体来看，公司总资产不断增加，自有资本实力增强，财务杠杆比率有所下降；但债务规模较大，且以短期债务为主，未来仍面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

2017 年公司有色金属冶炼和加工业务（包括锡锭、锡材、锡化工、铜产品和锌精矿）规模稳定增长，有色金属贸易业务规模小幅下降，整体业务规模略有增长。2017 年公司实现营业总收入 344.10 亿元，同比增长 2.93%。其中，锡锭、锡材、铜和锌精矿四类产品收入分别同比增长 13.48%、33.68%、25.19% 和 53.09%；受益于此，公司全年有色金属冶炼和加工业务营业收入增至 142.95 亿元。受铜产品贸易量下降影响，公司铜产品贸易额同比下降 42.37% 至 94.22 亿元，全年有色金属贸易业务同比下降 8.67% 至 191.02 亿元。毛利率方面，得益于锡等有色金属价格的回升，2017 年公司营业毛利率为 10.10%，同比增长 3.06 个百分点。2018 年第一季度，公司实现营业总收入 90.33 亿元，毛利率为 9.22%。

图 6：2015~2018.Q1 公司收入及成本分析

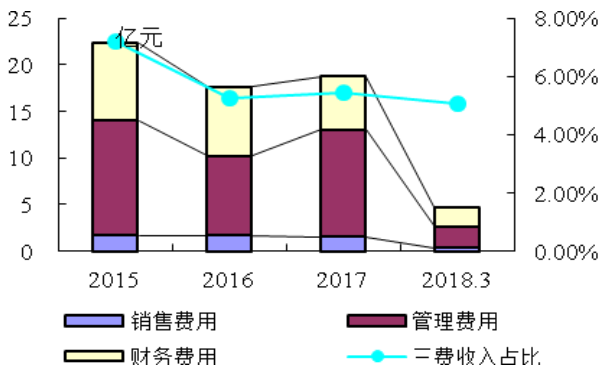


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用规模整体有所上升。当年公司共发生销售费用 1.57 亿元，同比减少 7.37%；管理费用 11.42 亿元，同比增长 35.00%；财务费用 5.76 亿元，同比减少 22.64%。其中管理费用增长较多，主要系职工薪酬、资产折旧摊销费、技术开发费、修理费及租赁费增加所致；财务费用下降较多，主要得益于公司加大信用证等低成本贷款融资，总体融资金额下降导致财务利息

支出减少，以及人民币升值汇兑收益大幅增加等。2017年，公司期间费用合计18.76亿元，同比增长6.53%，三费收入占比为5.45%，同比增长0.18个百分点。2018年第一季度，公司期间费用合计4.60亿元，三费收入占比为5.09%。整体看，公司期间费用控制情况较好。

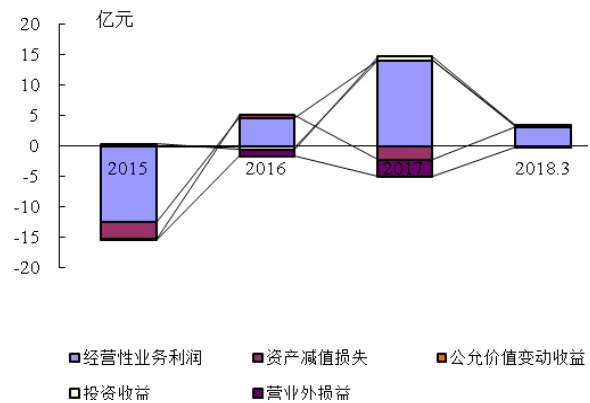
图7：2015~2018.Q1公司三费分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2017年有色金属价格回升，且公司期间费用控制情况良好，当年经营性业务利润同比增长206.80%至14.09亿元。同时，由于处置相关闲置资产，2017年公司确认固定资产减值损失1.09亿元；公司根据云南华联锌铟股份有限公司经营计划、产能安排等方面综合考虑，按照账面价值与可收回金额孰低的计价原则，于2017年末对其持有的对联营及合营企业的长期股权投资计提了减值准备0.90亿元；同期公司确认存货跌价损失和坏账损失分别为0.03亿元和0.20亿元。受此影响，公司2017年资产减值损失合计为2.23亿元。2017年公司发生营业外损失2.76亿元，主要包括非流动资产毁损报废损失2.09亿元。受以上因素影响，公司2017年实现利润总额10.25亿元，同比增长198.70%。2018年1~3月公司利润总额为3.24亿元，其中经营性业务利润为3.13亿元。

图8：2015~2018.Q1公司利润总额分析



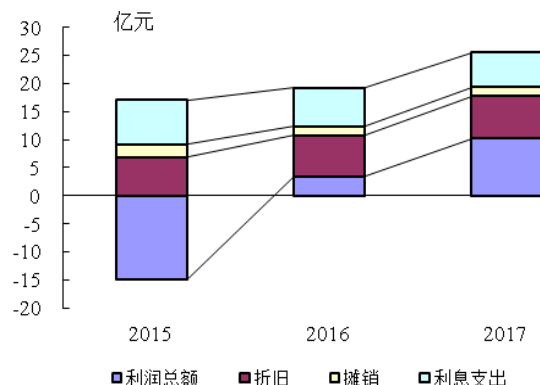
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司盈利状况受有色金属价格波动影响较大，2017年随着主要产品销售收入以及价格的增长，全年主业获利能力提升，经营性业务利润大幅增长。

偿债能力

获现能力方面，公司EBITDA主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2017年，公司EBITDA为25.58亿元，同比增长32.42%；其中利润总额、折旧和利息支出分别为10.25亿元、7.53亿元和6.11亿元。从偿债能力指标看，2017年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为5.75倍和3.97倍，较上年分别减少2.52倍和增长1.27倍，EBITDA对债务本息的保障程度有所增强。

图9：2015~2017年公司EBITDA构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

现金流方面，2017年，公司经营活动净现金流为22.95亿元，同比增长27.63%，主要系2017年公司加大银行承兑汇票贴现、托收金额以及积极催收货款等所致。同期，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0.16倍和3.56倍，

均较上年有所增长，经营性现金流对债务利息保障程度进一步提升。

表 6：2015~2018.Q1 公司部分偿债指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	155.24	159.61	147.00	162.88
长期债务（亿元）	31.78	24.73	15.94	27.01
EBITDA（亿元）	2.38	19.32	25.58	-
总资本化比率（%）	64.12	64.04	54.58	56.64
资产负债率（%）	68.50	68.47	59.96	61.18
经营活动净现金流（亿元）	20.31	17.98	22.95	-3.74
EBITDA 利息倍数（X）	0.29	2.70	3.97	-
总债务/EBITDA（X）	65.19	8.26	5.75	-
经营活动净现金/利息支出（X）	2.46	2.51	3.56	-
经营净现金流/总债务（X）	0.13	0.11	0.16	-0.09

注：经营活动净现金/总债务经过年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年 3 月 31 日，公司无重大未决诉讼事项；期末公司担保余额为 10.33 亿元，占所有者权益的比例为 8.28%，均系为下属子公司提供的担保。

银行授信方面，截至 2018 年 3 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 247.78 亿元，未使用授信额度为 132.62 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。但考虑到 2017 年有色金属行业整体回暖，公司主业获利能力提升，经营性现金流稳定增长，对债务利息保障程度提升，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（以下简称“贵研铂业”）。

业务运营

2017 年云锡控股实现营业收入 549.53 亿元，同比增长 16.52%。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主的建筑安装及房地产板块。

表 7：2017 年云锡控股各板块营业收入和毛利率情况

板块	收入（亿元）	毛利率（%）
有色金属板块	344.51	9.89
贵金属板块	155.86	1.90
建筑安装及房地产板块	9.01	9.47
其他	40.15	19.85
合计	549.53	8.34

注：其他包括其他产品收入、转租水电、租赁和材料销售等业务。
资料来源：云锡控股定期报告，中诚信证评整理

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。

由于房地产板块运营主体云南锡业房地产开发经营有限公司（以下简称“云锡地产”）经营不佳，现金回收速度不理想。2017 年 6 月，云锡控股将云锡地产 100% 股权以非公开协议方式转让给云南省国有资产经营有限责任公司的全资子公司云南磐恒置业有限公司，以减轻经营负担。

目前，锡等有色金属销售收入仍为云锡控股收入主要来源。2017 年云锡控股在锡等有色金属价格上涨的带动下销售收入增长，当年有色金属板块实现销售收入 344.51 亿元，同比增长 2.98%；贵金属销售规模增加及产品价格回暖，使得 2017 年贵金属板块业务规模大幅上涨，当年实现营业收入 155.86 亿元，同比增长 48.07%。此外，受此次地产板块剥离影响，云锡控股建筑安装及房地产板块收入规模呈下滑趋势，2017 年建筑安装及房地产板块收入规模由上年的 9.30 亿元减少至 9.01 亿元。

财务实力

以下分析基于云锡控股提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告。所有财务数据均为合并口径。

截至 2017 年末，云锡控股总资产为 557.25 亿元，同比增长 5.04%；所有者权益为 131.43 亿元，

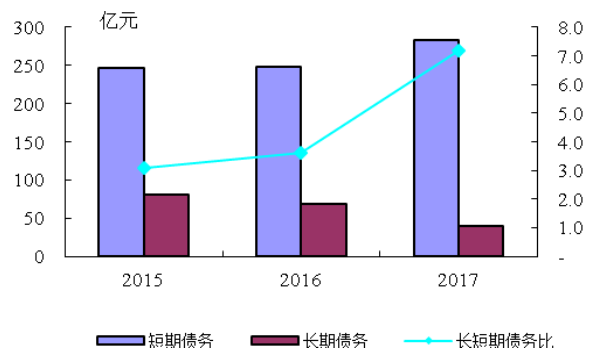
同比增长 17.93%，大幅增长主要受益于超额亏损企业云锡地产的剥离，锡业股份成功非公开发行股票以及云南国资国企改革壹号股权投资基金合伙企业（有限合伙）增资等。

2017 年云锡控股流动资产和非流动资产分别为 250.35 亿元和 306.90 亿元，分别较上年增长 18.90% 和下降 4.09%，其中，云锡控股应收票据、应收账款和其他应收款金额分别为 19.26 亿元、17.50 亿元和 64.25 亿元，同比分别增长 78.75%、21.25% 和 282.71%。云锡控股应收票据包括 18.66 亿元银行承兑汇票和 0.60 亿元商业承兑汇票，其中 3.05 亿元被质押；2017 年末应收票据大幅增长，主要系业务量扩大，11、12 月收到的票据未到期兑付导致。根据云锡地产转让协议，原云锡控股向云锡地产及其控股子公司提供的房地产项目内部借款转化为外部债权，截至 2017 年末，应收云锡地产应收账款余额为 1.80 亿元、其他应收款余额为 59.21 亿元。云锡控股与收购方签署了一系列股权转让及应收账款清偿计划等协议，双方约定云锡地产所欠云锡控股款项未来将通过云锡地产的房地产商品销售最终实现经营收入回款，从而实现了对债权的陆续清偿。受此影响，期末云锡控股应收账款和其他应收款大幅增长。云锡控股应收账款和其他应收款账龄均以一年以内为主，占比分别为 87.13% 和 78.93%，云锡控股已按照会计政策足额计提了相应的坏账准备。其中，其他应收款中云锡地产借款已计提坏账准备 3.77 亿元。

截至 2017 年末，云锡控股总债务规模为 322.35 亿元，同比增长 1.44%。从财务杠杆比率来看，截至 2017 年末，云锡控股资产负债率和总资本化比率分别为 76.41% 和 71.04%，较上年分别下降 2.58 个百分点和 3.00 个百分点，财务杠杆基本保持稳定。

从债务的期限结构来看，截至 2017 年末，云锡控股短期债务和长期债务分别为 282.91 亿元和 39.44 亿元，较大规模的短期债务易对云锡控股形成一定的集中偿付风险。受短期债务增加和长期债务减少影响，截至 2017 年末，云锡控股长短期债务比增至 7.17，债务期限结构有待优化。

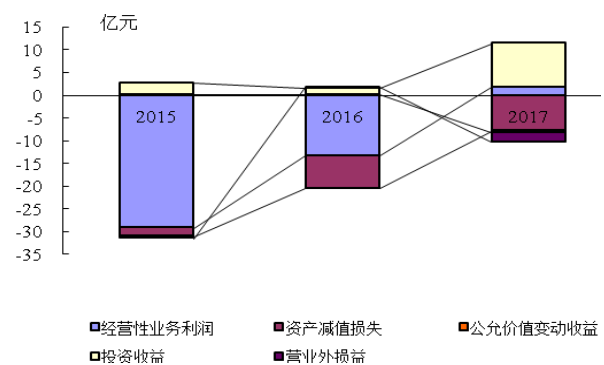
图 10：2015~2017 年末云锡控股债务期限结构分析



资料来源：云锡控股财务报告，中诚信证评整理

盈利能力方面，2017 年云锡控股实现营业收入 549.53 亿元，同比增长 16.52%。受益于有色金属和贵金属产品价格上涨，有色金属板块毛利率增长至 9.89%，同比上升 2.95 个百分点；贵金属板块毛利率增长至 1.90%，同比上升 0.24 个百分点。2017 年云锡控股综合毛利率为 8.34%，同比上升 1.72 个百分点，盈利能力增强。2017 年云锡控股有色金属及贵金属板块营业收入和盈利水平提高，以及亏损的房地产板块剥离，使得云锡控股扭亏为盈，2017 年实现利润总额 2.49 亿元，实现净利润 0.93 亿元。

图 11：2015~2017 年云锡控股利润总额分析



资料来源：云锡控股财务报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2017 年云锡控股的总债务/EBITDA 指标由上年的 23.21 倍下降至 9.60 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 0.59 倍提升至 1.70 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力持续增强。从现金流情况来看，2017 年云锡控股经营活动净现金流/总债务为 0.07 倍；经营活动净现金流/利息支出为 1.17 倍。

表 8：2015~2017 年云锡控股部分财务指标

项目	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	90.40	111.45	131.43
总资产（亿元）	525.79	530.54	557.25
长期债务（亿元）	80.40	69.14	39.44
总债务（亿元）	327.38	317.78	322.35
营业总收入（亿元）	418.79	471.62	549.53
营业毛利率（%）	4.05	6.62	8.34
资产负债率（%）	82.81	78.99	76.41
总资本化比率（%）	78.36	74.04	71.04
EBITDA 利息倍数（X）	0.13	0.59	1.70
总债务/EBITDA（X）	104.38	23.21	9.60
经营净现金流/总债务（X）	-0.01	0.06	0.07

资料来源：云锡控股财务报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，云锡控股无重大未决诉讼事项；期末对外担保余额为 33.48 亿元，对外担保余额占所有者权益的比例为 25.47%。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等，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 20.00 亿元。受益于有色金属产品价格的回升和用电成本的下降，2017 年云冶集团扭亏为盈，实现净利润 5.15 亿元，期末资产负债率下降至 73.67%，经营情况和财务状况均有所改善，但若在被担保期间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。

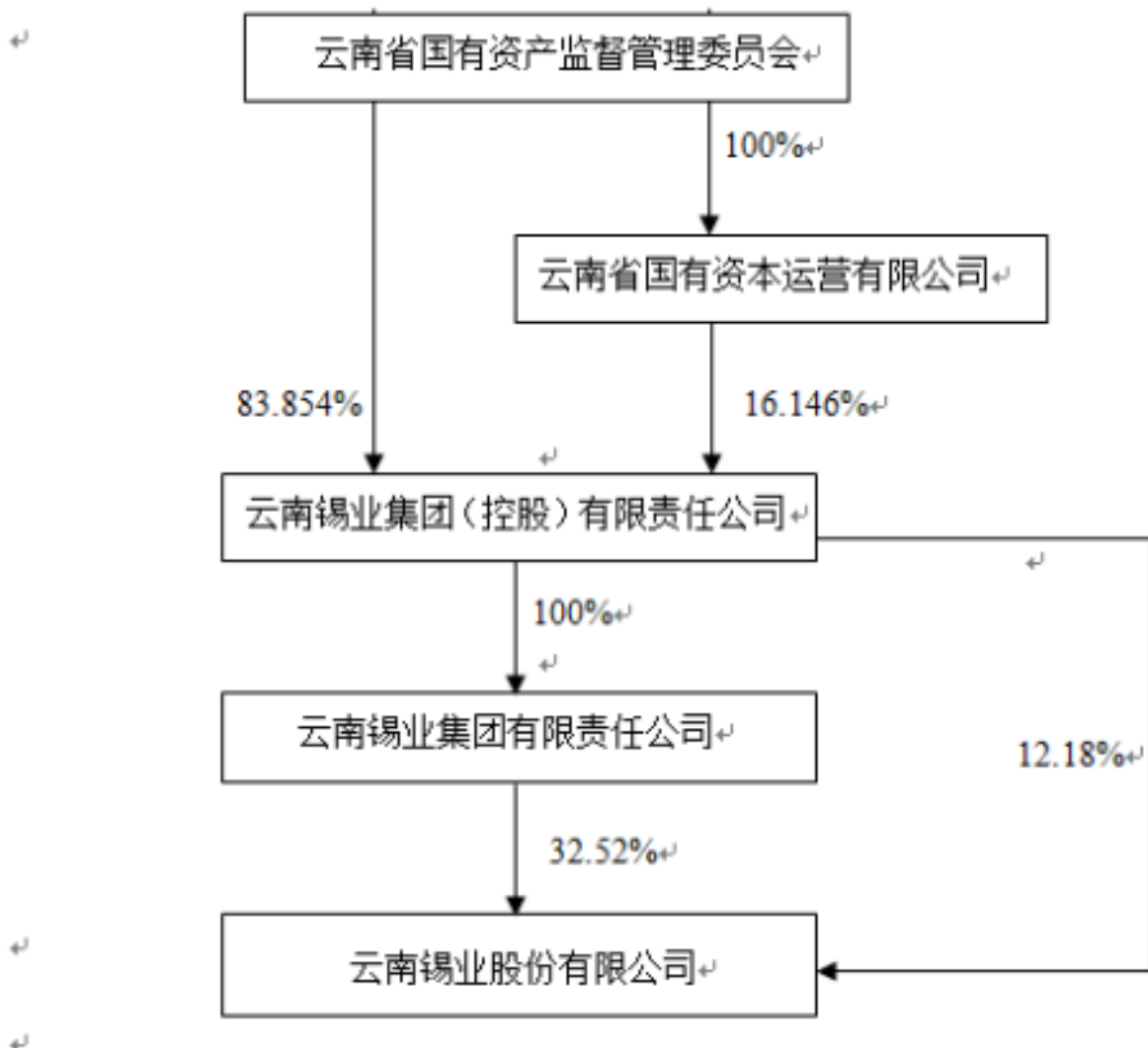
融资渠道方面，截至 2018 年 3 月 31 日云锡控股在多家银行共有综合授信额度 431.69 亿元，未使用余额为 157.22 亿元；此外，云锡控股拥有 2 家上市公司，直接融资渠道畅通，且亦可通过发行公司债券和中期票据等方式取得一定的资金。整体来看，云锡控股备用流动性较为充裕。

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。2017 年云锡控股实现扭亏为盈，其提供的保证担保对本次债券保障程度增强，但后续经营情况及担保实力仍需持续关注。

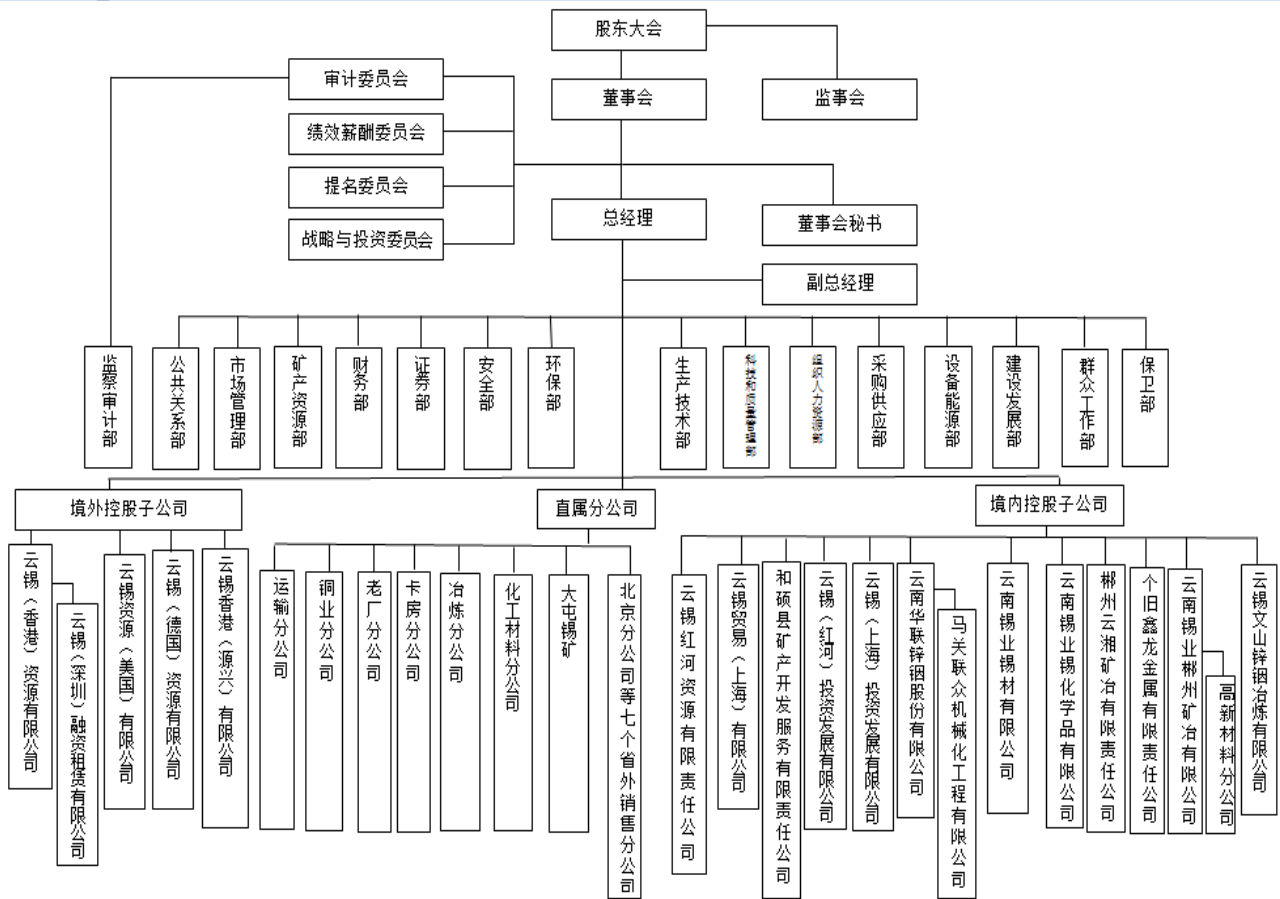
结 论

综上，中诚信证评上调锡业股份主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定，上调“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图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：云南锡业股份有限公司组织结构图（截至 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	284,555.33	265,208.46	406,369.30	472,033.95
应收账款净额	51,102.48	82,012.35	75,124.26	165,512.21
存货净额	330,892.23	392,810.96	413,421.19	381,890.54
流动资产	843,972.20	899,534.80	1,069,540.28	1,211,979.22
长期投资	46,754.35	46,629.27	44,250.43	40,491.56
固定资产合计	1,364,581.13	1,360,754.59	1,375,775.81	1,398,253.56
总资产	2,757,773.46	2,842,517.81	3,055,289.62	3,211,950.55
短期债务	1,234,543.97	1,348,814.75	1,310,511.71	1,358,650.95
长期债务	317,844.69	247,267.03	159,472.41	270,149.94
总债务（短期债务+长期债务）	1,552,388.66	1,596,081.78	1,469,984.12	1,628,800.90
总负债	1,889,077.79	1,946,406.01	1,831,982.96	1,964,983.13
所有者权益（含少数股东权益）	868,695.67	896,111.81	1,223,306.66	1,246,967.42
营业总收入	3,107,919.83	3,342,905.91	3,441,016.86	903,308.32
三费前利润	99,953.04	222,023.59	328,505.66	77,294.93
投资收益	3,997.57	-4,021.64	6,129.82	317.19
净利润	-177,442.09	24,298.39	89,512.83	26,013.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	23,813.76	193,184.55	255,821.03	-
经营活动产生现金净流量	203,075.63	179,811.85	229,494.81	-37,376.10
投资活动产生现金净流量	-55,337.76	-148,393.92	-171,262.71	-50,233.05
筹资活动产生现金净流量	-5,835.32	-67,514.32	79,088.89	154,762.55
现金及现金等价物净增加额	142,350.90	-35,090.09	133,103.43	65,658.45
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	3.41	7.04	10.10	9.22
所有者权益收益率（%）	-20.43	2.71	7.32	8.34*
EBITDA/营业总收入（%）	0.77	5.78	7.43	-
速动比率（X）	0.36	0.32	0.42	0.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.11	0.16	-0.09*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.16	0.13	0.18	-0.11*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.46	2.51	3.56	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.29	2.70	3.97	-
总债务/EBITDA（X）	65.19	8.26	5.75	-
资产负债率（%）	68.50	68.47	59.96	61.18
总资本化比率（%）	64.12	64.04	54.58	56.64
长期资本化比率（%）	26.79	21.63	11.53	17.81

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；2018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）	2015	2016	2017
货币资金	404,993.94	455,560.60	601,163.07
应收账款净额	146,261.52	144,320.17	174,994.41
存货净额	1,094,895.85	1,119,289.53	685,867.44
流动资产	2,075,732.82	2,105,566.19	2,503,520.38
长期投资	192,047.96	132,778.96	89,056.86
固定资产合计	1,969,444.26	1,937,366.24	1,891,887.08
总资产	5,257,890.48	5,305,363.07	5,572,523.45
短期债务	2,469,753.02	2,486,411.67	2,829,144.06
长期债务	804,019.83	691,402.53	394,396.60
总债务（短期债务+长期债务）	3,273,772.85	3,177,814.20	3,223,540.66
总负债	4,353,884.37	4,190,896.09	4,258,242.11
所有者权益（含少数股东权益）	904,006.10	1,114,466.99	1,314,281.34
营业总收入	4,187,863.94	4,716,186.48	5,495,338.06
三费前利润	152,476.87	290,502.83	430,864.05
投资收益	26,380.17	13,331.13	97,011.45
净利润	-324,800.04	-207,069.22	9,282.45
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	31,363.12	136,927.09	335,659.30
经营活动产生现金净流量	-41,618.24	198,226.86	231,609.37
投资活动产生现金净流量	-183,316.15	-188,183.19	-191,313.95
筹资活动产生现金净流量	313,421.72	22,068.98	87,001.34
现金及现金等价物净增加额	89,015.52	33,146.97	122,990.56
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	4.05	6.62	8.34
所有者权益收益率（%）	-35.93	-18.58	0.71
EBITDA/营业总收入（%）	0.75	2.90	6.11
速动比率（X）	0.31	0.31	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	-0.01	0.06	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.02	0.08	0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.18	0.86	1.17
EBITDA 利息倍数（X）	0.13	0.59	1.70
总债务/EBITDA（X）	104.38	23.21	9.60
资产负债率（%）	82.81	78.99	76.41
总资本化比率（%）	78.36	74.04	71.04
长期资本化比率（%）	47.07	38.29	23.08

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。