



# 云南锡业股份有限公司

## 2024 年面向专业投资者公开发行

### 科技创新永续期公司债券（第一期）

## 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20233544D-02

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，未受发行人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，亦不对发行人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，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后 3 个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 7 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 4 月 15 日

发行人

云南锡业股份有限公司

本期债项评级结果

AA<sup>+</sup>

发行要素

本期债券拟发行总额为不超过 10 亿元（含 10 亿元）。以每 2 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。清偿顺序等同于公司的普通债务。募集资金拟用于偿还到期债务及补充流动资金。

评级观点

中诚信国际肯定了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方面的优势。同时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其经营和整体信用状况造成的影响。

## 正面

- 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

- 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

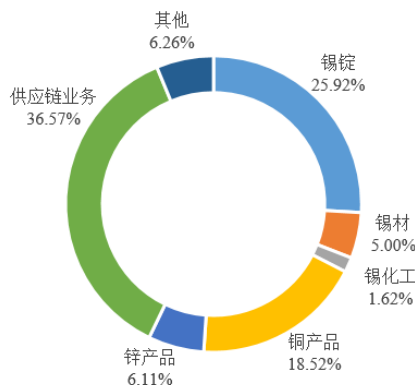
锡业股份（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	409.81	366.70	370.60
所有者权益合计（亿元）	171.23	173.22	188.10
总负债（亿元）	238.59	193.48	182.50
总债务（亿元）	189.05	155.13	144.24
营业总收入（亿元）	538.44	519.98	423.59
净利润（亿元）	30.38	15.70	15.26
EBIT（亿元）	43.64	24.73	23.31
EBITDA（亿元）	58.12	39.34	40.81
经营活动净现金流（亿元）	29.15	50.48	21.93
营业毛利率(%)	11.97	9.63	9.15
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
总资本化比率(%)	52.47	47.25	43.40
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 年审计报告以及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。

## 发行人概况

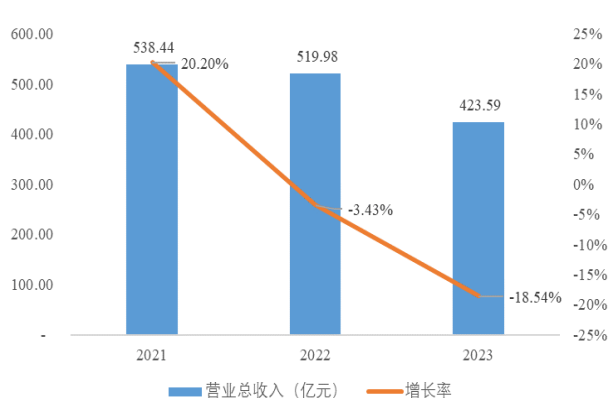
公司是 1998 年 11 月经云南省人民政府批准，由云南锡业公司作为主要发起人，将其部分与锡生产经营相关的经营性净资产作为国有法人股投入，与个旧锡资工业公司、个旧锡都有色金属加工厂、个旧聚源工矿公司、个旧银冠锡工艺美术厂共同发起设立的股份有限公司，后于 2000 年 2 月在深圳证券交易所挂牌上市（000960.SZ）。公司主要从事锡、铜、锌、铟等金属矿产的勘探、开采、选矿和冶炼及贸易业务，2023 年实现营业总收入 423.59 亿元。

图 1：2023 年收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财报，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2023 年末，公司股本为 16.46 亿元，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。

表 1：截至 2023 年末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	总资产	净资产	营业总收入	净利润
云南华联锌铟股份有限公司	华联锌铟	90.52%	102.79	97.44	28.16	10.22
云锡文山锌铟冶炼有限公司	文山锌铟	100.00%	32.95	12.77	32.12	2.59
云锡贸易（上海）有限公司	云锡贸易	100.00%	4.24	3.43	125.14	0.02
云锡（香港）资源有限公司	云锡香港	100.00%	21.64	7.46	79.53	0.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

本期公司债券发行总额为不超过 10 亿元（含 10 亿元）。以每 2 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。在破产清算时的清偿顺序等同于公司的普通债务。募集资金拟用于偿还到期债务及补充流动资金。

**含权发行条款：**续期选择权、递延支付利息选择权、赎回选择权。

**投资人保护条款：**强制付息事件、利息递延下的限制事项。

本期公司债券发行将用于偿还到期债务及补充流动资金，仅在时点影响公司长短期债务绝对余额，不对公司债务结构产生实质影响。公司存量债务周转顺畅，本期公司债券到期时，公司仍能通过良好的再融资能力完成债务的偿付。

## 发行人信用质量分析概述

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。

图 3：近年来锡价情况



资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

图 4：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.ccx.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、

**锡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。**

**公司锡主业突出，锌、铜等金属的采选冶业务亦对收入利润形成较好补充，业务多元化程度较好；为强化公司锡原料供应商的战略定位，2023 年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。**

公司经营的有色金属品种较为丰富，涵盖锡、铜、锌、铟等；其中锡为公司主业，目前已形成集锡金属勘探、开采、选矿和冶炼为一体的产业链；同时，锌、铜等其他金属的采选冶业务对公司收入利润形成较好补充。上游资源方面，公司矿山主要分布在云南红河个旧矿区和文山都龙矿区，截至 2023 年末，共有采矿权 8 个、探矿权 7 个，数量尚可。中下游方面，除具备锡锭、阴极铜、锌锭、铟锭冶炼产能外，为推动锌板块产业延链、强链发展，公司于 2023 年 5 月出资设立云锡文山锌合金有限公司开展锌合金业务，目前具备年产 3 万吨/年压铸锌合金生产能力。

此外，为使公司作为锡原材料供应商的战略定位更加清晰，公司于 2023 年 4 月将原有的锡精深加工业务剥离至云锡控股<sup>1</sup>，由其二级子公司云南锡业新材料有限公司（以下简称“新材料公司”）运营。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精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。

**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；作为全球锡行业龙头，公司锡产品规模优势突出，市场占有率高，品牌效应显著；近年来主要冶炼产品产能利用率保持高位，产销量较为稳定。**

资源赋存方面，公司所处个旧地区是我国锡资源最集中的区域之一，子公司华联锌铟所处的都龙矿区拥有丰富的铟资源，是全国最大的原生铟生产基地，公司锡、铟资源储量均位居全球第一，锡、铟双龙头产业地位稳固。此外，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。整体来看，公司当期资源消耗与地质找矿新增资源储量相对动态平衡，同时资源储备亦较为丰富，为公司可持续发展提供了有力保障。

表 2：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
铟（吨）	5,082	4,945
铅（万吨）	9.69	9.54

注<sup>1</sup>：2023 年 4 月，公司与云锡控股共同对公司原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。

银（吨）	2,548	2,491
------	-------	-------

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，以销定产、产销结合的运行模式使得各产品产销率保持高位，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%。“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，品牌效应显著。同时，公司国内外销售网络健全，在境外设立了美国、德国及香港 3 家专业营销机构。此外，公司是国内唯一具有锡精矿加工贸易资质的企业，在进出口业务中享受较优惠的税收政策；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 3：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
	销量	2.04	2.22	0.78
<b>锡产品含锡产量</b>		<b>8.22</b>	<b>7.67</b>	<b>8.00</b>

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 万吨以及铟锭 60 吨的生产能力。近年来铜、锌产品产量保持稳定，产能利用率及产销率均处于高位。铟锭销量随产品价格变化波动较大，当期铟价稳步上涨，公司加大了铟产品销售力度，产销量同比大幅提升。

表 4：近年来公司铜、锌、铟产品产销量情况

		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
铟锭（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

**受益于上游资源优势以及下游产品的规模效应，叠加领先的装备及工艺技术水平，公司综合成本控制能力较强。**

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。冶炼方面，公司是国内首家采用澳斯麦特顶吹熔炼技术的锡冶炼企



业，装备及工艺技术水平领先；且 2020 年建成投产的锡冶炼搬迁项目机械化、自动化程度大幅提升，有效降低人工成本。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。

为保障正常生产经营需求，公司需外购部分锡、铜、锌等原材料。锡原料采购方面，公司面向国内供应商采购锡原料，相关采购价格主要参照 SMM 和 SHFE 交易价格。同时，公司开展特许的进料加工复出口业务，海外锡原料采购价格主要参照 LME 交易价格。

表 5：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 6：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

**近年来贸易收入有所压降，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。近年来贸易业务规模呈下降态势，2023 年其收入占比降至 36.57%，但盈利能力较弱，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 7：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铟铜街-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铟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 8：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
<b>总计</b>	<b>23.43</b>	<b>14.30</b>

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

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收窄，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。

2023 年，公司总资产规模保持稳定，债务的持续压降使得杠杆水平进一步下降。受锡精深加工业务剥离以及压缩贸易业务规模影响，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收窄。

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。公司持续压降债务规模使得 2023 年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 2023 年末所有者权益规模，杠杆比率进一步优化。

公司压缩贸易业务规模以及剥离锡精深加工业务叠加锡、锌等产品销售均价下行使得 2023 年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均有所下降，带动当期营业毛利率下行。受主要产品毛利润下降影响，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。

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，但公司经营获现能力仍维持在较好水平。同年，在建项目的推进使得投资活动现金流继续呈净流出态势，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。此外，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。

表 9：近年来公司主要财务状况（亿元）

	2021	2022	2023
营业总收入	538.44	519.98	423.59
营业毛利率(%)	11.97	9.63	9.15
经营性业务利润	38.10	28.20	17.81
资产减值损失	-0.28	-9.87	0.17
信用减值损失	-0.96	-0.92	-0.74
利润总额	35.13	18.21	17.45
资产总额	409.81	366.70	370.60
总资产收益率(%)	10.65	6.37	6.32
负债总额	238.59	193.48	182.50
资产负债率(%)	58.22	52.76	49.24
总资本化比率(%)	52.47	47.25	43.40
经营活动净现金流	29.15	50.48	21.93
投资活动净现金流	-19.89	-14.38	-6.13

筹资活动净现金流	-9.97	-57.50	-19.34
----------	-------	--------	--------

注：减值损失以“-”值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司持续压降债务规模，债务期限结构亦有所优化。虽然部分偿债指标有所弱化，但公司经营获现情况良好，且可凭借畅通的融资渠道实现到期债务续接，整体偿债能力仍保持在较好水平。**

2023 年，公司总债务规模进一步下降，短期债务占比亦有所下降，债务期限结构有所优化。债务主要为银行信用借款，期限分布较为合理。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 对债务本息的覆盖能力有所增强，偿债指标有所分化。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。

**表 10：近年来公司偿债指标情况（亿元、X）**

	2021	2022	2023
总债务	189.05	155.13	144.24
短期债务占比(%)	54.87	45.33	36.22
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	48.24	40.01	33.09
FFO/总债务	0.26	0.26	0.23
总债务/EBITDA	3.25	3.94	3.53
EBITDA 利息保障倍数	7.77	6.16	8.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年末，公司共获得银行授信额度 337.16 亿元，其中尚未使用的额度为 198.79 亿元，备用流动性充足，银行融资渠道畅通。同期末非受限货币资金 17.46 亿元，现金及等价物储备尚可。且公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。控股股东云锡集团及间接控股股东云锡控股所持公司股权无质押。以 2023 年 12 月 31 日收盘价计算，公司总市值为 235.68 亿元。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。整体看，畅通的外部融资渠道及较强的外部融资能力亦可实现债务的到期续接，公司整体偿债能力较好。

本期债券以每 2 个计息年度为 1 个重新定价周期，附公司续期选择权，行权次数不受限制。若公司行使续期选择权，本期债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。如行使续期选择权，融资成本将大幅跃升。含权发行仅对公司在该债券的会计处理方面有一定影响。

## 其他事项

截至 2023 年末，公司无对外担保；同期末存在部分未决诉讼，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 2 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<sup>2</sup>

### 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 11：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

## 调整项

### 流动性评估

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，财务弹性较好。2023 年，固定资本开支使得投资活动净现金支出保持在一定规模，公司已完成较大部分投资，后续投资压力不大。此外，公司债务期限分布较为均衡，集中到期压力可控；且债务以银行借款为主，可续贷比例较高，公司利息支出随着债务规模的减少亦有所下降。整体来看，公司未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

## ESG 分析<sup>3</sup>

环境方面，作为开采、冶炼加工类企业，公司面临着生产经营可能发生安全事故及开采、冶炼加工对生态环境产生损害的问题。对此，近年来公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大<sup>4</sup>。近年来积极推进绿色矿山建设和井下机械化替代、冶炼“超低排放”、“超净排放”、绿色低碳能源推广使用等。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。2023 年，公司共计投入安全生产费用约 2.30 亿元，用于开展矿山通风系统完善、排土场治理、劳动防护用品更新和安全防护设施建设等工作。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构<sup>5</sup>和运行等方面综合考察公司治理情况。战略方面，公司作为对锡、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，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

注<sup>2</sup>：中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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发行人相关的重要假设，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发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

注<sup>3</sup>：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。

注<sup>4</sup>：2021~2023 年环保投入分别为 3.77 亿元、4.66 亿元和 3.43 亿元。

注<sup>5</sup>：公司董事会由 8 名成员构成，其中独立董事 3 名。

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。

## 外部支持

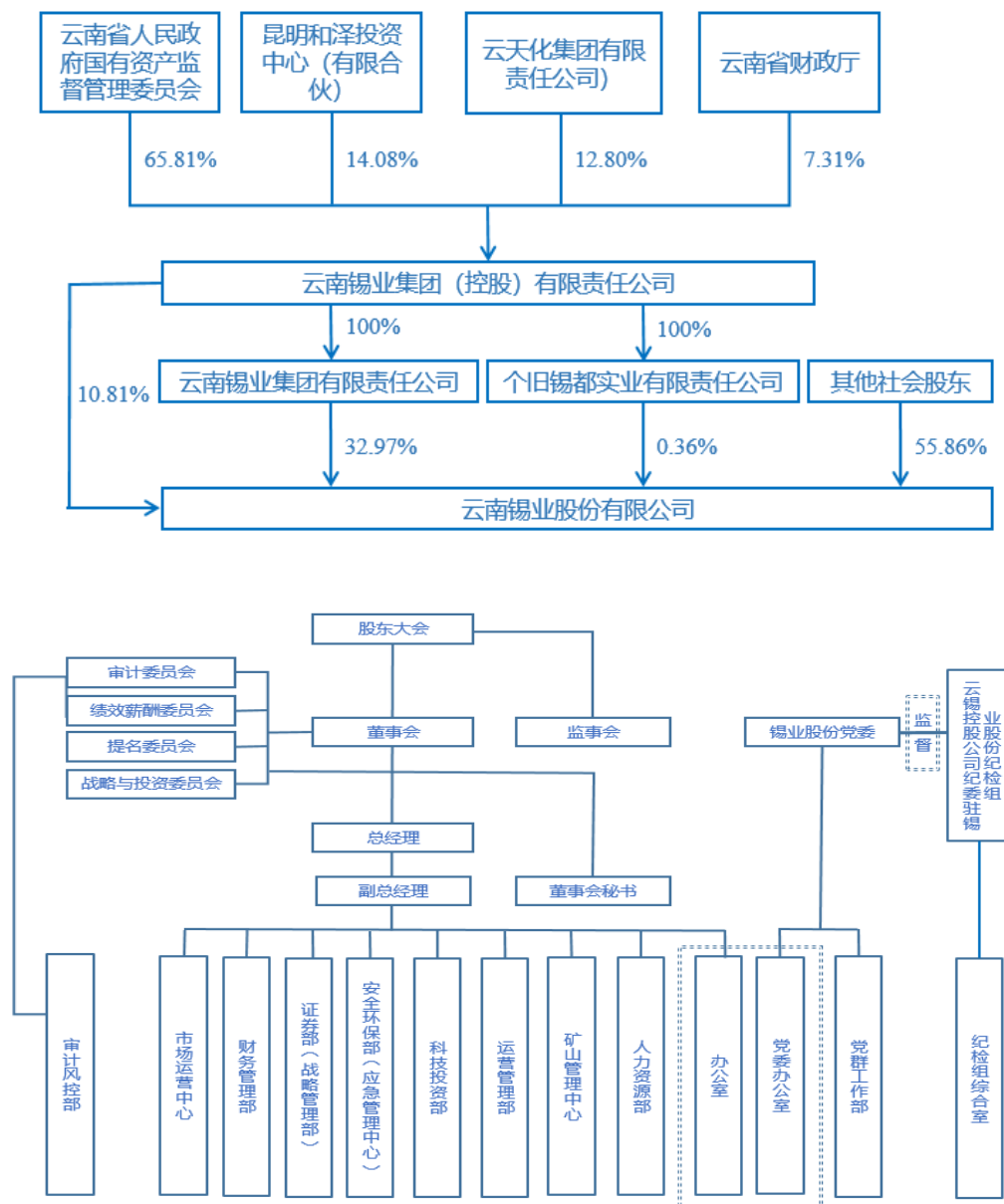
**云锡控股为云南省重要有色金属资源整合平台，公司在资源获取、战略发展等方面获得了股东及政府的支持。**

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方面获得了股东及地方政府的支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定“云南锡业股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

### 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 2023 年末）



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
货币资金	459,749.27	239,753.76	208,407.59
应收账款	78,089.42	62,379.25	50,205.88
其他应收款	38,264.93	68,027.78	62,406.82
存货	718,377.21	593,727.44	646,835.96
长期投资	53,470.40	45,967.83	130,935.43
固定资产	1,659,244.41	1,756,259.54	1,709,236.61
在建工程	249,298.02	152,299.83	69,499.06
无形资产	356,021.60	347,282.40	337,095.52
总资产	4,098,147.41	3,667,021.79	3,706,049.29
其他应付款	80,918.09	41,157.75	44,891.64
短期债务	1,037,364.33	703,222.96	522,521.83
长期债务	853,104.82	848,084.43	919,925.29
总债务	1,890,469.15	1,551,307.39	1,442,447.12
净债务	1,468,177.08	1,342,024.09	1,267,892.56
总负债	2,385,850.05	1,934,831.76	1,825,041.79
所有者权益合计	1,712,297.36	1,732,190.03	1,881,007.49
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
经营性业务利润	381,019.03	282,047.28	178,101.65
投资收益	-7,159.19	10,740.53	12,183.02
净利润	303,826.91	157,015.58	152,642.93
EBIT	436,445.03	247,338.67	233,062.70
EBITDA	581,240.94	393,409.30	408,125.73
经营活动产生现金净流量	291,497.05	504,778.65	219,305.38
投资活动产生现金净流量	-198,871.52	-143,801.19	-61,302.71
筹资活动产生现金净流量	-99,692.47	-574,959.17	-193,366.93

财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	11.97	9.63	9.15
期间费用率(%)	4.55	3.86	4.25
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
速动比率(X)	0.58	0.54	0.56
存货周转率(X)	6.60	7.16	6.20
应收账款周转率(X)	68.95	74.03	75.25
资产负债率(%)	58.22	52.76	49.24
总资本化比率(%)	52.47	47.25	43.40
短期债务/总债务(%)	54.87	45.33	36.22
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.11	0.28	0.12
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.21	0.63	0.33
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：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。

### 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
经营效率	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
	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 （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
	现金周转天数	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）
盈利能力	营业毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入
	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
现金流	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
	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）
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	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

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。



## 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