跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1270 号

新凤祥控股集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

新凤祥控股集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

新凤祥控股集团有限责任公司公开发行的“18 凤祥 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

新凤祥控股集团有限责任公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 凤祥 01	3.3 亿元	5(3+2)年	AA	AA	2018.3.16

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	268.64	262.94	259.80
所有者权益（亿元）	85.55	87.61	87.69
长期债务（亿元）	59.60	32.83	34.62
全部债务（亿元）	160.20	155.61	150.56
营业总收入（亿元）	476.07	500.69	120.83
净利润（亿元）	4.64	4.10	1.32
EBITDA（亿元）	22.25	19.92	--
经营性净现金流（亿元）	8.63	31.24	9.07
营业利润率（%）	5.06	3.65	3.57
净资产收益率（%）	5.39	4.74	1.51
资产负债率（%）	68.15	66.68	66.25
全部债务资本化比率（%）	65.19	63.98	63.19
流动比率（倍）	1.40	1.19	1.21
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	2.39	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.74	6.04	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、本报告已将其他流动负债中的应付短期债券计入短期债务；4、公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计，指标未年化；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，新凤祥控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“新凤祥”）仍以铜冶炼生产和肉鸡养殖屠宰加工为主业，其铜冶炼业务在经营规模、生产工艺及技术水平、生产成本控制能力、稳健套保以及交通区位等方面仍然具备竞争优势；2017 年，公司经营状况良好，经营活动现金流状况较佳。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司冶炼原材料主要依赖进口、存在一定汇率风险、铜价以及加工费波动较大、鸡肉板块食品安全风险、债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司将积极发展多金属回收业务，重点推进共伴生矿产资源的综合开发和高效利用，加大公司自有技术的出口。同时，公司计划加大对上游铜矿资源的投资和并购，增加原材料自给率，公司经营状况将继续保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 凤祥 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司铜冶炼技术工艺水平处在行业领先地位，公司采用“不投机、全保值”的稳健型期货操作策略，可较好的应对铜价波动风险并规避期货投机风险。

2．公司生鸡养殖、销售等农业业务已形成完整的产业链，市场竞争优势明显。

3．2017 年，公司经营活动净现金流规模较大，且持续呈净流入的状态。

关注

1．公司铜精矿全部依赖国外进口，面临相应国家经济、出口政策及汇率波动等风险，从而影响原材料供应。

2．铜冶炼加工费（TC/RC）是公司铜冶炼板块主要利润来源之一。2017 年，TC/RC 有所下降，未来，若 TC/RC 继续保持下跌态势，将会对公司铜冶炼板块的盈利水平产生不利影响。

3. 不可预见的疫情或食品安全等问题可能会对鸡肉市场造成冲击，对公司鸡肉生产板块的生产经营产生不利影响。

4. 公司债务负担较重，短期偿债压力较大，债务结构有待改善。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij@unitedratings.com.cn

樊　思
电话：010-85172818
邮箱：fans@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

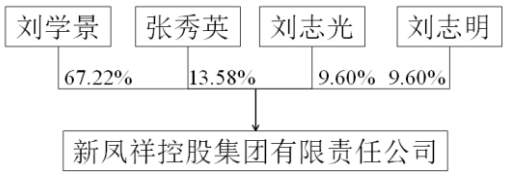
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

新凤祥控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“新凤祥集团”）于 2009 年 10 月 29 日注册成立。公司初始注册资本 39.60 亿元，由自然人刘学景、其配偶张秀英、其子刘志明和刘志光以货币及所持山东祥光集团有限公司（以下简称“祥光集团”）、山东凤祥（集团）有限责任公司（以下简称“凤祥集团”）等公司的股权进行出资，上述出资人分别持有公司 67.22%、13.58%、9.60%和 9.60%的股权。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及股权结构较初始股权结构无变化，实际控制人为刘学景。公司股权结构如下图所示。

图 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围有调整，最新经营范围：纺织品、密度板、木制工艺品、装修装饰材料及其它木制品、铝彩板生产、经营、有色金属、贵金属、有色金属合金及相关副产品的冶炼、加工与深加工、销售；矿渣综合利用、金、银、铜制装饰品销售；房地产开发经营（凭资质经营）；项目投资与管理（不含金融业务）；矿山勘探开发设备经营；计算机软硬件的技术开发、销售及技术咨询服务、计算机网络集成服务；法律咨询服务（不含诉讼）；企业管理咨询服务；会务服务；原辅材料仓储、租赁，经营本企业产品的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的产品和技术除外）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年 3 月底，公司设置董事会办公室、党委办公室、安全环保部、企业文化委员会、保卫部、品牌管理中心、运营管理中心、人力资源管理中心、信息管理中心、审计部、法务部、财务部及资金管理中心 13 个职能部门；拥有子公司 33 家；拥有在职员工 14,051 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 262.94 亿元，负债合计 175.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.61 亿元，归属于母公司的所有者权益 81.74 亿元。2017 年，公司实现营业收入 500.69 亿元，净利润（含少数股东损益）4.10 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 259.80 亿元，负债合计 172.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.69 亿元，归属于母公司的所有者权益 81.88 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 120.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.32 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.79 亿元。

公司注册地址：山东省阳谷县安乐镇刘庙村；法定代表人：刘学景。

二、公司债券概况

经证监会证监许可〔2017〕1771 号文许可，公司于 2018 年 3 月 29 日公开发行 3.3 亿元公司债券，期限为 5 年，附第三年末上调利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权。发行票面利率为 7.40%。该债券于 2018 年 3 月 29 日起息，于 2018 年 3 月 29 日在上海证券交易所挂牌交易（债券简

称：“18 凤祥 01”，债券代码：“143539.SH”）。根据募集说明书承诺，公司募集资金扣除发行费用之后的拟于偿还融机构借款、优化公司债务结构和补充流动资金。截至目前，本次公司债所募集资金就已全部按原定用途使用完毕。

“18 凤祥 01”尚未到首次付息日。

三、行业分析

1. 铜冶炼行业

（1）行业概况

中国是全球最大的精炼铜生产国，根据中国有色金属工业年鉴数据，2016~2017 年，中国精铜产量分别为 847.65 万吨和 888.90 万吨，占全球精铜产量比例分别 36.32%和 37.68%。同时，中国也是全球最大的铜消费市场，2016~2017 年，中国精炼铜消费量分别为 1,171.66 万吨和 1,180.68 万吨，占全球精铜消费量比例分别为 49.98%和 49.82%。但中国铜矿资源储藏相对匮乏，对进口铜资源的依赖程度较大。

中国作为铜消费大国，阳极铜、精炼铜的出口规模整体较小，2017 年不足 50 万吨，各年出口量受国内产量、国内外价差、出口税率政策影响较大。而进口方面，受经济增速持续放缓、下游需求疲软影响，2017 年的精炼铜进口量小幅下降至 324.30 万吨，较 2016 年减少 10.64%。

总体看，铜冶炼行业处于铜工业中游，我国是目前世界上最大的精铜生产国和消费国，国内铜冶炼行业已初步形成一定的规模及市场格局；我国精炼铜的进口规模较大，一定程度上加剧了国内行业竞争。

（2）上游供给及下游消费

铜精矿是铜冶炼的主要原料。2017 年全球铜矿产量 1,970 万吨，同比减少 1.99%；中国铜矿产量为 186 万吨，同比减少 2.11%，占全球总产量的 9.44%。中国铜矿资源产量占全球总产量的比重远高于铜矿资源储量占全球总储量的比重，资源储量与开采量的不匹配致使中国的铜矿供给紧张。2017 年，中国进口铜矿石及精矿累计进口 1,734.96 万吨，同比增长 2.28%。我国铜资源储备有限，尽管近年来国内铜矿开采规模不断增长，但铜精矿的的产量仍无法满足铜冶炼行业的铜矿需求，使得我国对进口铜精矿的依赖程度持续较高。

铜行业下游消费主要集中于电力、空调制冷、交通运输、建筑和电子等行业。2017 年中国电网基本建设投资完成额 5,314.67 亿元，同比减少 2.15%。在去产能的背景下，未来电力行业整体增长势头将放缓但我国特高压电网有望对铜行业带来巨大的机遇。

空调制冷方面，家电行业是中国铜消费的第二大主力。2017 年空调产量同比增长 26.40%，出口量同比增长 22.72%，内销量同比增长 8.91%；2017 年冰箱产量同比增长 13.60%，出口量同比增长 11.84%，内销量同比下降 4.28%。受国内经济增速放缓、需求持续疲软影响，空调、冰箱消费增长乏力。预计未来家电行业景气度仍将保持较低水平，需求改善承压。

交通运输方面，原铜被广泛运用于船舶、汽车、铁路等行业。2017 年中国汽车产量为 2,901.54 万辆，同比增长 3.19%,增速比上年同期回落 11.27 个百分点；2017 年中国汽车销量 2,887.89 万辆，同比增长 3.04%，增速比上年同期回落 10.61 个百分点。中国汽车行业产销量增速放缓，未来对原铜的需求可能保持小幅平稳增长。

房地产行业方面，受宏观经济增速放缓及房地产调控政策的影响，房地产投资增速放缓，2017 年，全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年名义增长 7.0%，投资增速较上年小幅增长。预计未

来房地产行业对铜的需求将维持平稳增长趋势。

总体看，2017 年，我国铜矿石及精矿进口量同比有所增长，铜加工行业进口原料的依赖程度仍然较高；铜下游产业增长乏力，电力电缆行业将继续作为铜行业的主要消费支撑。

（3）价格走势

铜金属价格

2016 年四季度以来，受大宗商品价格回暖影响，铜价持续震荡走强，特别是 2017 年下半年，受供给侧改革及环保限产影响，铜价突破前期震荡区间并大幅上涨，截至 2017 年底，LME3 个月铜期货官方价为 7,192.00 美元/吨，较年初上涨 28.80%。2018 年以来，铜价仍维持强势，LME3 个月铜期货官方价在 6,500 美元/吨~7,300 美元/吨的区间内宽幅震荡。

图 2　2016 年以来铜价走势情况



资料来源：Wind

铜精矿加工费（TC/RC）价格

2016 年江西铜业与 Freeport-McMoRan 公司达成一致协议，确定 2017 年铜加工粗炼费/精炼费（TC/RC）为 92.5 美元/吨和 9.25 美分/磅，较 2016 年下降 4.98%，但仍处于历史相对高位。2017 年底，铜陵有色与自由港就 2018 年铜精矿加工费达成协议，定为 TC（粗炼费）82.25 美元/吨和 RC（精炼费）8.225 美分/磅，较 2017 年大幅下滑 11.08%。

总体看，2017 年以来铜价大幅回升后呈宽幅震荡；2017 年以来，铜加工费有所下降，对铜冶炼企业盈利水平形成一定不利影响。

（4）行业政策

2017 年，中国有色金属工业协会再生分会接到通知，称 2018 年底废五金包括废电线、废电机马达，散装废五金将禁止进口。具体来看，2018 年起，进口固废类批文由按年度核定改为按季度核定；截至 2018 年 4 月份，前九批累计废七类（废铜）批量同比下降约 88%；2018 年底，废五金包括废电线、废电机马达，散装废五金将被禁止进口，即所谓废七类铜进口将被完全禁止。2018 年 3 月 1 日起，进口冶炼炉渣，木材，废电动机，电线电缆，家电废料等再生料携带废物标准不能超过总重量 0.5%（废电机、废五金一般夹杂物限量由 2%加严为 0.5%，废冶炼渣的一般夹杂物限量由 1%加严为 0.5%）。另外，将取消贸易单位代理进口，仅允许加工利用企业自营进口固废，防控环境风险。

总体看，2017 年，废铜进口政策出现较大变动，将对铜行业产生重大影响。

（5）行业关注

进口依赖程度较高，国际铜矿资源供应不稳定

中国铜资源自给率较低，铜加工行业对进口原料的依赖程度较高，相关出口国的经济形势、税收和贸易政策的变化以及国际大型矿企的停工减产，都将加大国内铜加工的成本控制压力。

全球流动性影响铜价

铜期货属于国际期货市场成熟品种，具备一定的“金融属性”，美元指数的走势对铜价有较大影响，使铜价在反映实体经济供需平衡以外，还受到各国，尤其是美国货币政策的影响。

行业对外议价能力降低

中国铜矿石加工费主要由国内八家大型企业联合对外议价，国际矿业巨头减产一定程度上会将削弱我国企业在铜矿石加工费谈判中的议价能力，铜矿石加工费降低。

废铜进口政策变动将影响国内供应，可能会造成铜价大幅波动

2017 年，废铜进口政策出现较大变动，国内废铜供应量将大幅下降，可能会造成铜价大幅波动，从而将对铜行业产生重大影响。

2. 肉鸡养殖行业

（1）行业概况

鸡肉蛋白质含量比畜肉含量高，已成为世界各地普遍接受的优质动物蛋白质来源，在世界肉禽中占有重要的地位。目前，肉鸡行情较低迷，但行业整体已经处于消耗过剩产能的最后阶段。2017 年西班牙发生禽流感，目前仅新西兰和波兰可供种。

肉鸡饲料的主要原料是玉米和豆粕，玉米、豆粕价格主要受到市场供需情况影响，价格波动幅度较大。2017 年以来，玉米价格呈有所回升，而豆粕价格有所下滑，未来上述两种饲料价格的波动仍将继续。

从下游需求情况看，受宏观经济增速放缓、各地禽流感频发等因素的影响，近年来鸡肉消费量整体较为疲软。

总体看，我国肉鸡养殖处于起步发展阶段，主要依赖进口，近年来受产能过剩和禽流感等因素影响肉鸡行情较差。2017 年，玉米、豆粕价格波动幅度较大，消费量整体仍较为疲软，上下游市场情况对肉鸡行业较为不利。

（2）行业政策

为加快实现我国农业化现代化，2017 年 2 月 5 日，中共中央、国务院下发《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》。2017 年 2 月 6 日，国家发展改革委印发了《关于深入推进农业供给侧结构性改革的实施意见》。2017 年 6 月 12 日，国务院办公厅印发《关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》。2017 年 5 月 31 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加快构建政策体系培育新型农业经营主体的意见》。

总体看，肉鸡作为养殖业的重要组成部分，外部政策环境良好。

（3）行业关注

畜禽疾病发生和传播的风险

作为生物体，不可避免地会受到疾病的侵扰，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病带来的风险。鸡群若暴发疫病，将直接给企业的生产带来损害；即使生产不受影响，疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击，导致销售市场的萎缩。

.

饲料价格波动

玉米、大豆等农产品价格受到国内和国际粮食播种面积与产地气候等因素影响较大，一旦播种面积大幅减少或气候反常以及国家农业政策发生重大变化，都将导致农产品减产并引发价格上涨，直接影响企业的生产成本。若原料价格继续上升而企业未能有效转嫁，将对企业的发展造成不利影响。

土地资源限制

大规模工业化肉鸡生产不但需要较多的土地，还对饲养环境、场地的要求较高。这将制约肉鸡企业向规模化、工业化方向发展。

食品安全问题引发的风险

禽类食品涉及食品安全，近几年市场上与食品安全的有关问题时有出现，如三聚氰胺事件、瘦肉精事件等，使食品安全成为人们最关注的问题。肉鸡的饲养、繁育过程中消耗的饲料等都涉及食品安全问题，如何确保生产饲料的原料来源可靠、生产过程安全，最终确保食品安全，成为影响在包括肉鸡产业在内的养殖业发展的重要关注因素。

四、管理分析

2017 年，公司管理制度连续；主要管理人员未发生重大变动。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营两个业务板块，一是以肉鸡饲养、加工和销售为主的鸡肉生产板块，二是以铜贸易、铜冶炼及其副产品的生产和销售为主的铜冶炼板块，其中铜冶炼板块业务规模较大，对公司收入贡献较大。2017 年，公司实现营业收入 500.69 亿元，同比增长 5.17%，主要系铜冶炼板块收入上升所致；公司实现净利润 4.10 亿元，较上年减少 9.82%，主要受铜精矿加工费（TC/RC）下跌所致。

表 1　2016 年~2018 年 3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
鸡肉生产	28.21	5.93	15.95	25.58	5.11	12.19	6.72	5.56	9.63
铜冶炼	447.51	94.00	4.38	474.68	94.80	3.34	114.00	94.35	3.38
其他业务	0.35	0.07	--	0.43	0.09	16.84	0.11	0.09	1.84
合计	**476.07**	**100.00**	**5.11**	**500.69**	**100.00**	**3.80**	**120.83**	**100.00**	**3.72**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：表中鸡肉生产收入为凤祥集团收入，铜冶炼板块收入为祥光集团收入，其他业务收入主要为咨询服务收入、财务公司利息收入。

从营业收入构成看，铜冶炼板块作为公司主要营业收入来源之一，2017 年，公司铜冶炼板块在营业收入中的占比 94.80%，实现营业收入 474.68 亿元，较上年增长 6.07%，主要系铜价上涨所致。2017 年，公司营业收入中鸡肉生产板块占比基本保持稳定，该板块分别实现营业收入 25.58 亿元，较上年下降 9.32%，主要系年初受禽流感影响，肉鸡行业行情低迷，鸡肉价格及鸡苗价格大幅下降所致。

从毛利率水平看，2017 年，公司铜冶炼板块毛利率下降 1.04 个百分点至 3.34%，主要系铜精

矿加工费（TC/RC）下降及毛利率较低的贸易铜占比上升所致。2017 年，公司鸡肉生产板块毛利率下降 3.76 个百分点至 12.19%，主要系年初禽流感导致肉鸡行情低迷、鸡肉和鸡苗价格大幅下降所致。综上，2017 年，公司综合毛利率有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 120.83 亿元，同比减少 13.36%，主要系公司减少贸易铜规模所致；归属于母公司净利润 1.38 亿元，同比上升 60.92%，主要系公司调整融资结构、财务费用减少所致；综合毛利率较 2017 年变动不大，为 3.72%。

总体看，公司主营业务突出，2017 年，随着铜价大幅上涨，公司收入水平大幅增长。但受铜精矿加工费（TC/RC）下降的影响、毛利率较低的贸易铜占比上升，以及肉鸡行业景气度及疫情影响，公司毛利率有所下降。

2．铜冶炼板块

公司铜冶炼板块业务主要由子公司祥光集团负责，该公司为第一批符合《铜冶炼行业准入条件》的企业，从事铜冶炼及其副产品的生产和销售以及铜贸易业务。

从收入构成看，2017 年，作为铜冶炼板块的主要收入之一，阴极铜收入 175.12 亿元，同比增长 21.20%，主要系铜价上涨所致，阴极铜占比提高 4.6 个百分点至 36.89%。

跟踪期内，公司贸易铜的业务模式、定价和结算方式未发生变动。2017 年，贸易铜收入 199.67 亿元，同比增长 3.67%，变化主要受铜贸易行情和铜价格变化共同影响所致，占比下降 0.98 个百分点至 42.06%。

金、银、硫酸等为铜冶炼过程中的副产品，虽收入占比不大，但为公司利润的重要补充，该部分产量主要取决于铜精矿中各金属的含量，所以收入规模较不稳定。受益于公司二期贵金属冶炼车间投入运营，贵金属回收率有所提高，2017 年，黄金营业收入 51.32 亿元，同比下降 0.06%，占比下降 0.66 个百分点至 10.81%；公司其他收入主要来源于生产过程中产生的粗硒、硫酸铜、尾矿渣、液氧、铅、橡胶等副产品。

表 2　2016 年~2018 年 3 月公司铜冶炼板块营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
阴极铜	144.49	32.29	6.51	175.12	36.89	4.63	53.33	46.78	4.06
贸易铜	192.61	43.04	2.60	199.67	42.06	1.35	39.70	34.82	0.97
金	51.35	11.47	5.52	51.32	10.81	4.25	13.30	11.67	3.75
银	34.04	7.61	3.02	23.92	5.04	2.76	5.73	5.03	2.36
锌锭	8.62	1.93	1.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
镍	10.47	2.34	1.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
硫酸	2.21	0.49	45.34	2.84	0.60	54.85	0.92	0.81	62.79
其他	3.73	0.83	2.84	21.82	4.60	2.96	1.02	0.90	8.93
合计	**447.51**	**100.00**	**4.38**	**474.68**	**100.00**	**3.34**	**114.00**	**100.00**	**3.72**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：此表各版块收入为合并抵消前的收入，2017 年将锌锭和镍的收入计入“其他”进行统计。

毛利率方面，该板块利润来源主要由铜精矿加工费（TC/RC）、贸易铜价差、销售副产品的利润和销售超过计费比额之外提炼的阴极铜所带来的利润等四部分组成。2017 年，公司阴极铜毛利率同比下降 1.88 个百分点至 4.63%，主要系铜精矿加工费（TC/RC）持续下降所致。同期，公司贸易铜的毛利率分别同比下降 1.25 个百分点至 1.35%，主要系随着相关部门的监管，贸易铜毛利

率逐年下降，基本回归正常水平，毛利较小。硫酸为公司毛利率较高的产品，2017 年，毛利率分别同比上升 9.51 个百分点至 54.85%，主要系受硫酸价格影响所致。整体看，公司铜冶炼板块综合毛利率有所下降。

2018 年 1~3 月，公司炼铜板块实现营业收入 114.00 亿元，同比减少 14.43%，主要系贸易铜规模减少所致；归属于母公司净利润 1.04 亿元，同比增长 0.83%，综合毛利率 3.72%。

（1）原材料采购

公司铜冶炼板块主要原材料为铜精矿，目前公司无自有矿山，铜精矿全部依赖进口。公司采用“以产定采”的采购模式，每年 11 月份拟定下一年度的生产和采购计划，目前公司铜精矿需求约为 160 万吨/年。

2017 年，公司采购铜精矿 178.48 万吨，同比下降 1.14%，较上年变动不大。

表 3　2016 年~2017 年公司铜精矿采购情况

铜精矿	2016 年	2017 年
采购量（万吨）	180.54	178.48
采购价格（元/吨）	9,421.04	10,228.00
铜精矿加工费（TC/RC）（美元/吨、美分/磅）	97.50/9.75	92.50/9.250

资料来源：公司提供

从上游原材料供应商来看，主要以矿山直接采购为主，采购比例在 85%左右，其余为经销商，公司与矿山和经销商均签订有 5 年期的采购合同，合同中规定了合同期限内的发货量，以保证原材料的稳定供应。目前，合作的矿山主要分布于智利、瑞士，蒙古，澳大利亚和美国等国家，同时公司参股塞浦路斯 EMED 矿业有限公司，以保证公司原材料供应。2017 年，公司前五大供应商占比为 39.30%，较上年下降 15.94 个百分点，集中度有所下降，主要系公司拓展采购矿山，合作矿山数量逐年增加所致。

表 4　2016~2017 年公司铜精矿前五名供应商情况（单位：万元、%）

2016 年	1	奥尤陶勒盖有限责任公司	蒙古	247,219	**55.24**
	2	嘉能可国际公司	瑞士	233,638	
	3	加拿大哈德湾矿业公司	加拿大	162,292	
	4	MINMETALS	英国	154,751	
	5	FMC	美国	141,676	
2017 年	1	MINMETALS (UK) LTD	英国	194,779	**39.30**
	2	嘉能可国际公司	瑞士	175,860	
	3	马克瑞士矿业有限公司	瑞士	116,503	
	4	加拿大哈德湾矿业公司	加拿大	115,338	
	5	奥尤陶勒盖有限责任公司	蒙古	115,062	

资料来源：公司提供

总体看，公司精铜矿的采购主要依靠国外进口，2017 年，供应商集中度有所下降；目前公司正积极投资海外矿山资源来提升公司铜精矿原材料自给率。

（2）生产加工

公司采用“年度预算”的模式来组织生产。

生产工艺方面，公司引进芬兰奥托昆普公司—美国肯尼柯特公司的“闪速熔炼”和“闪速吹炼”

技术，并利用在此基础上自主研发的“祥光旋浮铜冶炼”工艺进行生产，目前公司生产工艺在环保、熔炼能力、回收率等多方面处于国内领先地位。主要生产工艺流程为：铜精矿料首先运至配料仓，按照一定比例进行混合，混合物料经蒸汽干燥后，通过传送带运送到闪速熔炼炉进行初步提纯，形成含铜 70%的冰铜；冰铜经脱水、干燥、磨碎后，送入闪速吹炼炉进行二次提纯，形成含铜 98%的粗铜；粗铜直接进入阳极炉进行精炼，并浇铸成阳极板，形成纯度 99.5%的阳极铜；阳极板送往电解车间进行电解，最终形成纯度高于 99.99%的阴极铜。在冶炼的主要环节闪速熔炼和闪速吹炼工艺流程主要使用的是在引进传统的双闪技术后自主开发祥光悬浮铜冶炼工艺及装备。在电解环节使用的是电解平行流技术，通过改造电解液循环系统和直流供电系统，提高电流密度，来增强电解能力，使企业目前最大电解能力由设计之初的 40 万吨提高到 50 万吨。双闪车间维修周期一般为 4~5 年，维修期间双闪车间停产，公司为充分利用电解车间产能，会外购一部分阳极板进行电解生产。

阴极铜仍是公司主要产品，跟踪期内，公司产能无变化，2017 年，公司阴极铜产量为 43.18 万吨，同比下降 6.78%。2017 年，阴极铜产能利用率为 107.95%，同比下降 0.08 个百分点，但产能利用率依然较高。得益于精细化管理和冶炼技术的改进，公司阴极铜回收率有所增长，截至 2018 年 3 月底，公司阴极铜回收率达到 98.72%，高于一般行业标准 2.12 个百分点。

截至 2017 年底，公司年处理铜阳极泥能力达 2,400 吨，金、银、硫酸产能分别为 20 吨/年、600 吨/年和 170 万吨/年。2017 年，公司金、银、硫酸产量分别为 19.16 吨、498.72 吨和 153.29 万吨，较上年均有不同程度下降。

表 5　2016~2017 年公司铜冶炼板块生产情况

产品	指标	2016 年	2017 年
阴极铜	产能（万吨）	40.00	40.00
	产量（万吨）	46.32	43.18
	产能利用率（%）	115.80	107.95
	回收率（%）	98.71	98.71
金	产能（吨）	20.00	20.00
	产量（吨）	19.62	19.16
	产能利用率（%）	98.10	95.80
银	产能（吨）	600.00	600.00
	产量（吨）	567.33	498.72
	产能利用率（%）	94.55	83.12
硫酸	产能（万吨）	170.00	170.00
	产量（万吨）	161.07	153.29
	产能利用率（%）	94.75	90.17

资料来源：公司提供

生产成本方面，公司阴极铜成本主要为铜精矿，2017 年占比在 95%以上，其余为燃料动力费用，制造费用及人工成本等。

总体看，2017 年，公司铜冶炼板块生产规模较大，回收率保持较高水平，主要设备产能利用充足，贵金属提取能力的提升对公司收入及利润有一定贡献。

（3）产品销售

2017 年，受市场价格影响，公司阴极铜平均售价 4.11 万元/吨，同比增长 31.31%。2017 年，公司阴极铜销售量 42.63 万吨，同比下降 7.79%，产销率为 98.72%，同比下降 1.08 个百分点，产销情况稳定。2017 年，公司其他主要产品（硫酸、金、银等）产量由于矿质不同有所波动，产销率在 100%

左右，产销情况稳定，售价方面，公司产品受市场价格影响而有所波动。

表 6　2016~2017 年公司主要产品销售情况

产品	指标	2016 年	2017 年
阴极铜	销售量（万吨）	46.23	42.63
	产销率（%）	99.80	98.72
	价格（万元/吨）	3.13	4.11
硫酸	销售量（万吨）	162.97	149.88
	产销率（%）	101.18	97.78
	价格（元/吨）	135.73	189.34
金	销售量（吨）	19.34	18.95
	产销率（%）	98.60	98.88
	价格（万元/吨）	26,549.08	27,086.09
银	销售量（吨）	515.17	478.96
	产销率（%）	90.81	96.04
	价格（万元/吨）	364.92	342.63

资料来源：公司提供
注：本表中阴极铜销售量为公司自产阴极铜对外销售口径，不包含贸易铜销量。

在销售时，公司会考虑国内外市场价格的差异决定出口比例。国内客户一般采用现汇交易，先打款后发货；国外客户一般采用信用证交易，周期一般为六个月。应对汇率风险方面，公司成立专门的风控委员会，对各子公司的外币收入及支出统一管理，采用外汇掉期或远期合同的方式应对汇率风险。2017 年，公司在国外和国内分别销售阴极铜 15.90 万吨和 26.73 万吨，出口比例为 37.30%。

表 7　2016~2017 年公司阴极铜销售国内外分布情况（单位：万吨）

销售地区	2016 年	2017 年
国外	22.15	15.90
国内	24.08	26.73
合计	**46.23**	**42.63**

资料来源：公司提供

公司下游客户包括铜加工厂商和贸易商。公司阴极铜与贸易铜销售渠道一致，2017 年，公司阴极铜销售前五名客户上升 29.32 个百分点至 66.02%，集中度大幅提高，主要系最近几年国内外铜价格倒挂，公司通过香港鸿润国际控股有限公司出口阴极铜较多所致。

表 8　2016~2017 年公司自产阴极铜业务前五名客户情况（单位：万元、%）

年份	序号	客户名称	客户所处国家或地区	销售金额	合计占比
2016 年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	587,978.20	**36.70**
	2	山东祥瑞铜材有限公司	中国	136,927.47	
	3	上海祥光国际贸易有限公司	中国	107,488.68	
	4	摩科瑞（中国）金属资源有限公司	中国	53,010.04	
	5	上海中条山有色金属有限公司	中国香港	49,999.85	
2017 年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	535,128.65	**66.02**
	2	中色奥博特铜铝业有限公司	中国	240,217.03	
	3	山东祥瑞铜材有限公司	中国	230,867.48	
	4	东部铜业股份有限公司	中国	79,308.93	

	5	天津大无缝铜材有限公司	中国	70,534.03	

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司铜产品产销率较高，销售势头良好；受铜行业大环境影响，铜产品均价有所上升，销售集中度有所提高。

3. 鸡肉生产板块

公司鸡肉生产板块仍主要由子公司凤祥集团生产经营从收入构成上看，公司鸡肉生产板块仍以生食为主，2017 年，实现收入 14.55 亿元，同比下降 21.61%，主要系受年初禽流感影响、国外订单大幅减少所致；2017 年生食业务占比同比下降 8.92 个百分点至 56.87%。其次为熟食收入，2017 年实现收入 7.92 亿元，同比增长 5.38%，主要系公司不断推广其熟食品牌所致；同期，该板块占比同比增长 10.23 个百分点至 30.97%。受公司调整产品结构影响，2017 年，调味品、乳制品等收入有所波动。

从毛利率上看，2017 年，受行业景气度波动及疫情影响，生食业务毛利率同比下降 1.43 个百分点至 13.44%。2017 年，熟食业务毛利率同比下降 1.79 个百分点至 4.88%，主要系市场景气度下降导致盈利空间受到压缩所致。综上，公司鸡肉生产板块毛利率有所下降。

2018 年 1~3 月，公司鸡肉生产板块实现收入 6.72 亿元，毛利率受市场景气度影响进一步下降，综合毛利率为 9.63%。

表 9　2016~2018 年 3 月公司鸡肉（包括其他农业）各产品经营情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生食	18.56	65.79	14.87	14.55	56.87	13.44	4.02	59.82	8.04
熟食	5.85	20.74	6.67	7.92	30.97	4.88	2.07	30.86	3.80
调味品	0.89	3.16	32.58	1.02	3.99	32.74	0.10	1.56	27.67
鸡苗	1.49	5.28	49.66	0.71	2.77	15.24	0.41	6.10	42.36
其他	1.42	5.03	22.54	1.38	5.41	39.81	0.11	1.66	37.83
合计	**28.21**	**100.00**	**15.95**	**25.58**	**100.00**	**12.19**	**6.72**	**100.00**	**9.63**

资料来源：公司提供
注：此表各版块收入为合并抵消前的收入

2017 年，公司肉鸡产量 10,351 万只，同比增长 0.60%；产能利用率同比增长 0.52 个百分点至 86.26%，产能利用率尚可。

表 10　2016~2017 年公司农业板块主要产品生产情况

项目		2016 年	2017 年
期末父母代种鸡存栏数（万套）		152.17	126.82
肉鸡	产能（万只）	12,000.00	12,000.00
	产量（万只）	10,289.00	10,351.00
	产能利用率（%）	85.74	86.26

资料来源：公司提供

在生产成本方面，公司鸡肉生产板块最主要的成本为饲料，占该板块营业成本的 65%左右。公司平均每只肉鸡的养殖成本为 1.55 元，行业平均成本为 2.2 元/只。

销售方面，公司主要采用直销方式，主要以国内客户为主，2017 年，公司国内、国外销售占比分别为 71.15%和 28.85%。国内客户主要为肯德基、麦当劳、临沂新程金锣肉制品集团有限公司等；国外主要出口到日本、马来西亚等地，主要客户为日本三菱、日本星光等。

2017 年，公司鸡肉产品销量 21.38 万吨，同比减少 20.55%，主要系受国内禽流感影响所致。2017 年，公司产销率同比下降 4.86 个百分点至 100.75%。2017 年，受市场行情影响，公司鸡肉产品平均销售价格 1.10 万元/吨，同比增长 20.88%。

表11　2016~2017年公司鸡肉产品销售量及销售价格情况

项目	2016 年	2017 年
销量（万吨）	26.91	21.38
产量（万吨）	25.48	21.54
库存量（万吨）	2.60	2.44
产销率（%）	105.61	100.75
销售收入（亿元）	24.41	23.49
平均销售价格（万元/吨）	0.91	1.10

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，受疫情及市场景气度下降影响，该板块收入规模有所下降，盈利能力有所下滑。公司鸡肉生产板块受鸡肉市场景气度影响较大，若未来不可预见的疫情或食品安全等问题导致行业景气度下行，将会对该板块经营活动产生不利影响。

4. 经营效率

2017 年，公司应收账款周转次数为 52.31 次，较上年 22.77 次大幅提升，主要系调整赊销政策，加大应收账款回收力度所致；存货周转次数为 6.87 次，较上年 6.74 次小幅提升；总资产周转次数为 1.88 次，较上年 1.73 次小幅提升。从同行业公司比较情况看（详见下表），公司经营效率与同行业领先企业仍有一定差距。

表 12　2017 年铜冶炼公司经营效率指标（单位：次）

公司简称	应收账款周转率	存货周转次数	总资产周转次数
江西铜业	16.16	11.06	2.22
铜陵有色	87.94	10.49	1.82
新风祥	**52.82**	**6.87**	**1.88**

资料来源：Wind
注：为便于同业比较，上市公司数据引自 Wind 资讯，应收账款及存货计算均为净额口径，与公司口径有一定差异。

总体看，2017 年公司经营效率提升，但与同行业领先企业仍有一定差距。

5. 经营关注

（1）原材料风险

目前，公司无自有铜矿，铜精矿全部依赖国外进口，若进口国的政治状况、经济形势或供应商情况等发生变化，或会对公司原料供应端产生不利影响。

（2）铜冶炼加工费下跌风险

铜冶炼加工费（TC/RC）是公司铜冶炼板块主要利润来源之一。跟踪期内，TC/RC 有所下调，

使得公司铜冶炼板块盈利能力下降，未来，若 TC/RC 继续下跌，将会对公司铜冶炼板块的盈利能力产生更大不利影响。

（3）汇率风险

铜精矿进口主要靠美元结算，裸露的汇率总体头寸量较大，在汇率加剧波动的背景下，现有对冲手段可能无法有效应对汇率波动，导致公司承受汇兑损失。

（4）食品安全风险

跟踪期内，受年初禽流感影响，公司订单大幅减少，影响了鸡肉板块收入。目前，公司鸡肉产品安全情况良好，但若未来行业内或公司本身产生不可预见的疾病，会对公司鸡肉生产板块的生产经营产生冲击。

6. 未来发展

未来几年，公司整体的发展战略是在保持主业稳定的同时，积极拓展上下游产业链，创造规模效益。企业对未来的整体规划是建成工业、农业两大板块同步发展的稳健的大型集团。

资源开发方面，重点对国外优质矿山进行股权投资，争取对所投资矿山较大份额的铜精矿供应量，提高自有矿山原材料自给方面的占比。

铜冶炼板块，公司将进一步加强精细化管理和技术创新，建设专业化管理团队，以新技术、新工艺、新装备、新材料开发为重点，提高清洁生产、综合利用水平，发展“资源-冶炼-加工”工业产业链，推进共伴生矿产资源的综合开发和高效利用，重点在有色、贵金属和稀贵金属矿产的综合回收利用技术上实现创新。

鸡肉生产板块，公司在保持主业稳定的同时，尝试向发展高端、高附加值的产品转型；公司还将调整市场结构，拓宽高端渠道，覆盖周边地区市场，开发终端渠道，参与电商，重点开发餐饮团膳渠道。另外，经过几年的调整，凤祥集团在财务数据、规范运作等方面运行良好，公司决策在未来 2~3 年实现凤祥股份的 A 股上市。

总体看，跟踪期内，公司发展战略未发生调整，公司最新战略计划切实可行，符合公司目前发展情况。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见，公司提供的 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。截止 2017 年底，公司合并报表范围包括 7 家子公司。2017 年，公司新设子公司山东祥宇信息技术有限责任公司。合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 262.94 亿元，负债合计 175.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.61 亿元，归属于母公司的所有者权益 81.74 亿元。2017 年，公司实现营业收入 500.69 亿元，净利润（含少数股东损益）4.10 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 259.80 亿元，负债合计 172.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.69 亿元，归属于母公司的所有者权益 81.88 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 120.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.32 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.79 亿元。

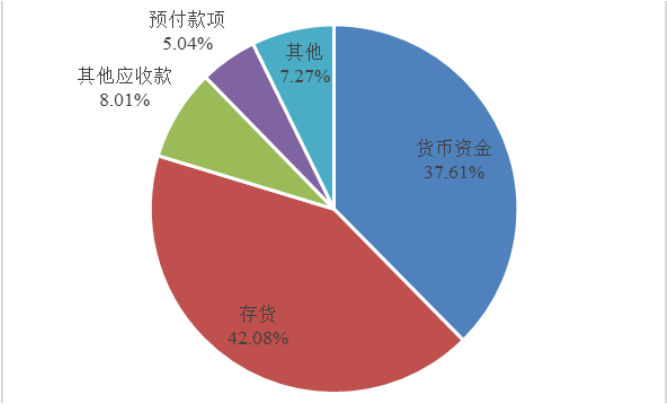
2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 262.94 亿元，较年初减少 2.12%；其中，流动资产 168.98 亿元（占 64.27%），非流动资产 93.96 亿元（占 35.73%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 168.98 亿元，较年初减少 1.05%；流动资产主要由货币资金（占 37.61 %）、存货（占 42.08 %）、预付款项（占 5.04 %）和其他应收款（占 8.01 %）构成。

图 3　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金账面价值为 63.55 亿元，较年初增长 7.45%，主要系存放银行保证金增多所致。公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主。其中使用受限的货币资金合计 57.00 亿元，受限资金占货币资金的 89.69%，受限比例高。

截至 2017 年底，公司预付款项账面价值为 8.52 亿元，较年初大幅减少 14.93%，主要系受整体经济下行影响，公司加强资金管理，减少预付账款力度，提高资金利用效率所致。截至 2017 年底，1 年及以内的预付款项占比 99.68%，预付账款余额中前五名合计占比 76.31%。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 13.54 亿元，较年初大幅增长 12.67%，主要系铜价及金银价格上涨，公司的期货保证金增加所致。从账龄来看，其中半年以内（含半年）占 98.31%，0.5~1 年（含 1 年）的占 1.32%，1 年以上的合计占 0.37%，整体账龄较短。截至 2017 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.02 亿元，前五大其他应收账款占比为 30.58%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 71.10 亿元，较年初增长 2.90%。公司存货主要由原材料（占 23.34%）、在制品（占 38.95%）、半成品（占 16.96%）和库存商品（占 19.61%）组成。截至 2017 年底，公司对原材料存货计提 17.32 万元跌价准备，其他存货未发生减值情况，相应未计提存货跌价准备。公司存货中库存商品主要为阴极铜，且原材料、在制品、半成品也能在较短时间内通过生产转换为阴极铜，具备较强的变现能力。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 3.59 亿元，较年初大幅减少 76.60%，主要系公司调整赊销政策，加大应收账款回收力度所致。其中，按账龄分析法组合计提坏账准备为 3.67 亿元，按

单项金额重大并单项计提坏账准备为 0.04 亿元。从账龄来看，其中半年以内（含半年）占 66.61%，不计提坏账准备；0.5~1 年（含 1 年）的占 32.31%，计提比例为 5.00%；1 年以上的合计占 1.08%。截至 2017 年底，公司前五大应收账款占比为 88.71%，其香港鸿润国际控股有限公司占比 63.20%。公司应收账款前五大占比集中度较高，但账龄较短，主要系与国外客户交易时收取信用证所致。截至 2017 年底，公司共计提应收账款坏账准备 0.11 亿元，计提比例为 3.01%。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 93.96 亿元，较年初减少 3.99%；非流动资产主要由长期股权投资（占 9.32 %）、固定资产（占 75.88 %）、在建工程（占 5.82 %）和无形资产（占 7.20 %）构成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资主要包括对山东祥瑞铜材有限公司、华海财产保险股份有限公司、ATALAYA 和聊城祥光的股权投资，长期股权投资账面价值分别为 1.13 亿元（占 12.89%）、1.20 亿元（占 13.70%）、4.93 亿元（占 56.25%）和 1.24 亿元（占 14.16%）。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 71.29 亿元，较年初大幅减少 11.37%，主要系公司战略调整，剥离非核心及落后产能，处置部分房屋建筑及机器设备等资产所致。固定资产主要由房屋建筑物（占 55.14%）和机器设备（占 40.67%）组成。截至 2017 年底，公司对固定资产计提折旧共计 33.27 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为 68.18%，成新率尚可。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 5.47 亿元，较年初大幅增长 194.11%，主要系本期对食品厂改造、技改项目、双旋浮铜冶炼综合烟气超低排放项目等追加投资所致。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 6.76 亿元，较年初大幅减少 11.65%，主要系公司以部分土地使用权出资聊城祥光所致。无形资产主要由土地使用权（占 83.86%）和软件（占 13.59%）组成。公司对无形资产累计提摊销 1.06 亿元，未计提减值准备。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司受限资产合计 113.16 亿元，受限资产占总资产的比重 43.04%，主要为进行抵质押融资的厂房设备、土地使用权和铜精矿、阳极板、在制品以及货币资金。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 259.80 亿元，较年初减少 1.19%。其中，流动资产占 64.07%，非流动资产占 35.93%，较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司资产结构仍以流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较大，货币资金受限比例高，但主要系行业特征导致，存货的变现能力较强；非流动资产中固定资产占比较大，成新率尚可。公司资产结构符合铜加工企业特征，整体资产质量较好。

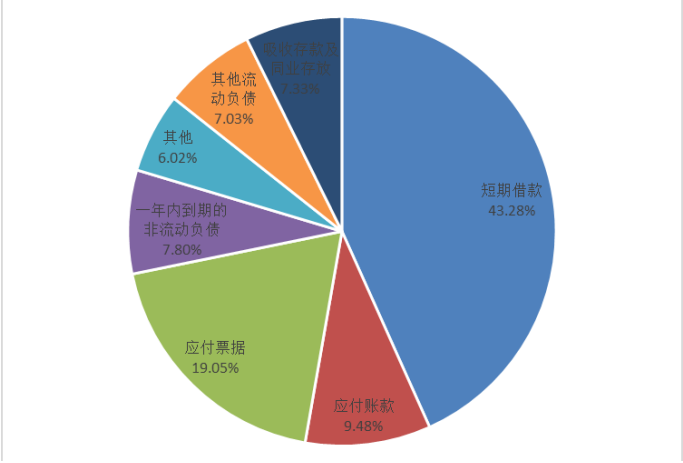
3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债规模合计 175.33 亿元，较年初减少 4.23%，其中流动负债 142.25 亿元（占 81.13%），非流动负债 33.08 亿元（占 18.87%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 142.25 亿元，较年初大幅增长 16.80%；流动负债主要由短期借款（占 43.28 %）、应付票据（占 19.05%）、应付账款（占 9.48%）、一年内到期的非流动负债（占 7.80%）、其他流动负债（占 7.03%）和吸收存款及同业存放（占 7.33%）构成。

图 4　截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司短期借款账面价值为 61.57 亿元，较年初大幅减少 10.25%，主要系公司加强资金归集，相应减少短期借款所致。从短期借款构成来看，质押借款占 35.00%，信用借款占 11.12%，抵押借款占 27.91%，保证借款占 25.97%

截至 2017 年底，公司应付票据账面价值为 27.09 亿元，较年初大幅增长 70.09%，主要系公司使用银行授信中票据业务增多所致。包括银行承兑汇票（占 76.40%）和商业承兑汇票（占 22.15%）。

截至 2017 年底，公司应付账款账面价值为 13.48 亿元，较年初大幅增长 70.42%，主要系公司使用银行授信中票据业务增多所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值为 11.10 亿元，较年初大幅增长 274.05%，主要系一年内到期的长期借款到期规模较大所致。

截至 2017 年底，公司其他流动负债账面价值为 10.00 亿元，主要由企业短期债券构成。

截至 2017 年底，公司吸收存款及同业存放账面价值为 10.43 亿元，较年初增长 108.02 %，主要系新凤祥财务公司的业务拓展所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款 1.69 亿元，较年初减少 80.01%，主要系公司减少向其他公司一些资金拆借规模所致。2017 年其他应付款构成中，前五大客户占比为 46.84%。其他应付款中无有息债务。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 33.08 亿元，较年初大幅减少 46.04%，主要系长期借款大幅减少；非流动负债主要由长期借款（占 38.80%）和应付债券（占 60.46%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款账面价值为 12.83 亿元，较年初大幅减少 67.59%，主要系借款转入一年内到期所致。从债务结构来看，信用借款占 20.98%，抵押借款占 12.95%，保证借款占 66.07%，还款期限集中于未来 2 年。

截至 2017 年底，公司应付债券账面价值为 20.00 亿元，系公司在 2016 年发行中期票据所致，其债券简称为“16 阳谷祥光 MTN001”，固定利率 6.50%，债券期限 3 年。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 155.61 亿元，较年初下降 2.86 %，其中短期债务和长期债务占比分别为 78.90%和 21.10%，公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善。截至 2017 年底，公司短期债务为 122.78 亿元（占 78.90%），较年初大幅增长 22.04%，主要系应付票据增长所致；公司长期债务为 32.83 亿元（占 21.10%），较年初大幅减少 44.90%，主要系长期借款减少所致。2017

年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.68%、63.98%和 27.26%，分别较上年 68.15%、65.19%和 41.06%下降 1.47 个百分点、1.21 个百分点和 13.80 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司负债规模合计 172.11 亿元，较年初减少 1.84%，其中流动负债 137.27 亿元（占 79.76%），非流动负债 34.84 亿元（占 20.24%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 150.56 亿元，较年初减少 3.24%。其中，公司短期债务为 115.95 亿元（占 77.01%），较年初减少 5.56%；公司长期债务为 34.62 亿元（占 22.99%），较年初增长 5.43%，较年初变化不大。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.25%、63.19%和 28.30%，债务负担较年初有所减轻。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，短期内面临一定偿付压力，债务结构有待改善，债务负担仍然较重。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 87.61 亿元，较年初增长 2.41%，其中归属于母公司的所有者权益占 93.30%。归属于母公司的所有者权益中，股本占 48.45%、未分配利润占 52.71 %。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 87.69 亿元，较年初增长 0.09%，其中归属于母公司的所有者权益占 93.37%，较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 500.69 亿元，同比增长 5.17%，主要系铜冶炼板块收入上升所致；营业成本 481.64 亿元，同比增长 6.61%，营业收入增长幅度略低于营业成本。2017 年，公司净利润 4.10 亿元，同比减少 11.55%，主要受铜精矿加工费（TC/RC）下跌影响所致。归属于母公司所有者净利润为 3.80 亿元。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用总额为 13.96 亿元，同比减少 25.95%，主要系财务费用大幅减少所致。2017 年，公司财务费用为 7.67 亿元，较上年大幅减少 35.15%，主要系利息支出减少所致。2017 年，公司销售费用为 2.05 亿元，较上年大幅减少 15.56%，主要系交易费、销售服务费、运输费等下降所致。2017 年，公司管理费用为 4.25 亿元，较上年减少 7.82%，主要系职工薪酬减少所致。2016~2017 年，公司费用收入比分别为 3.96%和 2.79%，呈逐年下降态势，公司费用控制能力强。

从利润构成来看，2017 年，公司所取得的投资净收益 0.13 亿元，资产处置收益 0.12 亿元，占当期利润总额的比重很小，对利润总额影响不大；2017 年，公司所取得的营业外收入为 0.54 亿元（占当年公司营业利润 10.61%），较上年大幅减少 31.93%，主要系退税和政府补助减少所致。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 3.65%，较上年下降 1.42 个百分点；公司总资本收益率为 5.09%，较上年下降 1.02 个百分点；公司总资产报酬率为 5.05%，较上年下降 0.77 个百分点；公司净资产收益率为 4.74%，较上年下降 0.65 个百分点。从同行业比较情况看，2017 年公司盈利指标处于一般水平。

表 13　2017 年公司与同行业企业盈利指标对比（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
江西铜业	4.49	3.41	3.41

云南铜业	3.86	4.06	4.07
铜陵有色	4.96	3.24	3.27
新凤祥	**3.69**	**4.01**	**3.54**

资料来源：Wind
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 120.83 亿元，同比减少 13.36%，主要系公司减少贸易铜规模所致；归属于母公司净利润 1.38 亿元，同比上升 60.92%，主要系公司调整融资结构、财务费用减少所致。

总体看，2017 年，公司营业收入有所增长，公司费用控制能力较强；受铜精矿加工费（TC/RC）逐年下降、毛利率较低的贸易铜占比上升以及禽流感导致肉鸡行情低迷、鸡肉和鸡苗价格大幅下降影响，公司盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入小计为 598.17 亿元，同比增长 4.73%。2017 年，公司经营活动现金流出小计为 566.93 亿元，同比增长 0.78%。综上影响，2017 年，公司经营活动现金净额 31.24 亿元，同比增长 262.14%。2017 年，公司现金收入比率同比下降 4.07 个百分点至 110.73%，但公司收入实现质量仍保持较高水平。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动有所减少，全年投资活动现金流入小计为 8.02 亿元，同比减少 20.41%，投资活动现金流出小计为 8.65 亿元，同比减少 22.62%。综上影响，2017 年，公司投资活动现金净额为-0.63 亿元，净流出较上年减少 42.82%。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入小计为 200.78 亿元，同比减少 3.48%。2017 年，公司筹资活动现金流出小计为 230.25 亿元，同比减少 0.78%。综上，2017 年，公司筹资活动现金净额-29.47 亿元，净流出规模同比增长 22.64 %。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净额为 9.07 亿元，投资活动现金净额为-0.97 亿元，筹资活动现金净额为-5.71 亿元。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，投资活动现金净流出规模大幅减少，经营活动产生的现金流净额可以满足投资需求；公司缩减债务规模，使得筹资活动产生的现金流净额保持净流出状态，现金类资产规模有所下降同时公司全部债务中短期债务占比仍较高，公司短期偿债压力较大，仍存在较大的融资需求以置换到期债务。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2017 年，公司流动比率分别为 1.40 倍和 1.19 倍，呈下降趋势；公司速动比率分别为 0.83 倍和 0.69 倍，呈下降趋势；公司现金短期债务比分别为 0.59 倍和 0.54 倍，，呈下降趋势。总体看，公司短期债务占比较大，短期内面临一定的偿付压力，但公司具备存货变现能力较强、经营性现金流规模较大等优势，可对短期偿债能力形成一定的支持作用。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 19.92 亿元，同比减少 10.47%，主要系利润总额减少所致。公司 2017 年 EBITDA 中，利润总额占 25.61%，计入财务费用的利息支出占 41.83%，折旧占 31.26%，以及摊销占 1.30%。2016~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍和 0.13 倍， EBITDA 利息倍数分别为 2.14 倍和 2.39 倍，呈上升态势。总体看，2017 年，公司长期偿债能力减弱，长期偿债能力处于较低水平水平。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 6.52 亿元，占 2017 年底净资产的 7.44%，担保比率尚可。

表 14　截至 2017 年底对外担保构成情况（单位：万元）

序号	被担保人	担保形式	担保金额	担保期限
1	山东祥瑞铜材有限公司	保证	12,500.00	2017-6-7 至 2018-6-7
2	山东祥瑞铜材有限公司	保证	11,500.00	2017-7-13 至 2018-7-13
3	山东祥瑞铜材有限公司	保证	3,000.00	2017-6-16 至 2018-6-15
4	山东祥瑞铜材有限公司	保证	2,900.00	2017-4-18 至 2018-4-17
5	山东祥瑞铜材有限公司	保证	6,000.00	2017-7-27 至 2018-1-27
6	山东祥瑞铜材有限公司	保证	1,000.00	2017-7-27 至 2018-1-26
7	山东祥瑞铜材有限公司	保证	1,000.00	2017-8-1 至 2018-1-31
8	鲁西南医院有限公司	保证	27,355.42	2017-10-28 至 2025-3-20
合计	--	--	**65,255.42**	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司获得银行授信额度合计 343.85 亿元，其中已用授信额度 273.23 亿元，尚可使用授信额度 70.62 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2017 年底，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼。

根据公司提供了公司本部《企业信用报告》（机构信用代码：G10371521000183206），截至 2018 年 4 月 11 日，公司本部过往无债务信息；根据公司提供的风祥集团《企业信用报告》（机构信用代码：G1037152100007230L），截至 2018 年 4 月 3 日，风祥集团无未结清的不良、关注类债务，已结清的债务中有 3 笔欠息记录，8 笔不良/违约债务（根据公司提供的中国农业银行股份有限公司阳谷支行和中国建设银行股份有限公司阳谷支行出具的证明，系银行原因造成），47 笔关注类债务（根据公司提供的聊城市东昌府农村信用合作联社、阳谷县农村信用合作联社、中国银行股份有限公司阳谷支行、交通银行聊城分行等银行出具的证明，分别系银行系统错误、办理借新还旧、跨区域贷款等原因造成）；根据公司提供的祥光铜业《企业信用报告》（机构信用代码：G10371521000043000），截至 2018 年 4 月 3 日，祥光铜业无未结清的不良、关注类债务，已结清的债务中有 4 笔欠息记录（根据公司提供的中国农业银行股份有限公司阳谷支行、深圳发展银行[1]济南分行、中国建设银行股份有限公司阳谷支行出具的证明，系银行原因所致），30 笔关注类贷款、4 笔关注类贸易融资、1 笔关注类保理、1 笔关注类票据贴现（根据公司提供的中国农业银行股份有限公司阳谷支行、中国银行股份有限公司阳谷支行、交通银行股份有限公司聊城分行、阳谷县农村信用合作联社、招商银行济南分行文东路支行等出具的证明，分别系银行系统原因、办理借新还旧所致）。

总体看，2017，公司债务规模保持在较高水平，债务构成中短期债务占比较大，短期内面临一定偿付压力，长期偿债能力减弱；考虑到公司在规模、技术等方面的优势，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 66.90 亿元，约为“18 凤祥 01”本金（3.30 亿元）的 20.27 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高；净资产达 87.69 亿元，约为“18 凤祥 01”本金（3.30 亿元）的 26.57 倍，公司净资产能够对“18 凤祥 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

[1] 即现平安银行

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 19.92 亿元，约为“18 凤祥 01”本金（3.30 亿元）的 6.04 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金净流入为 598.17 亿元，约为“18 凤祥 01”本金（3.30 亿元）的 181.27 倍，公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、技术等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对“18 凤祥 01”的偿还能力很强。

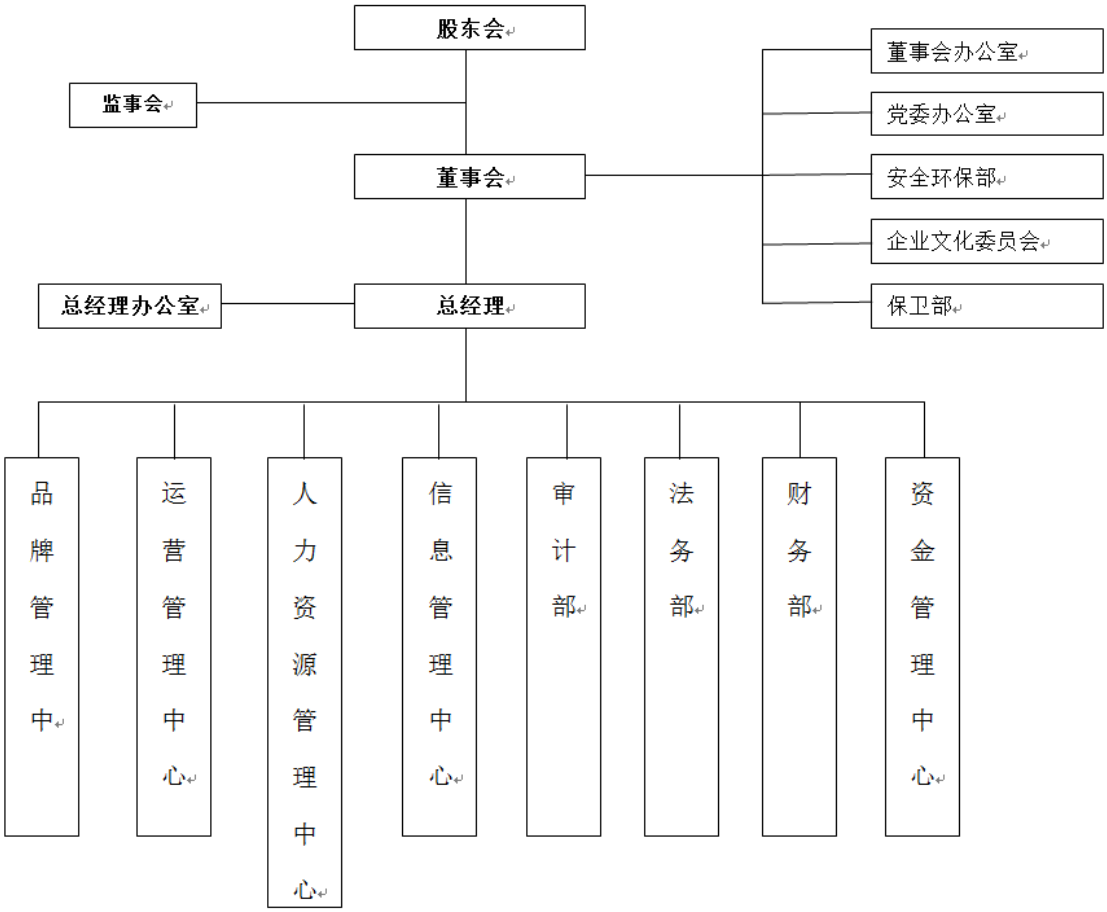
八、综合评价

公司作为以铜冶炼生产和肉鸡养殖屠宰加工为主业，其铜冶炼业务在经营规模、生产工艺及技术水平、生产成本控制能力、稳健套保以及交通区位等方面仍然具备竞争优势；2017 年，公司经营状况良好，主营业务盈利水平较高，经营活动现金流状况较佳。同时，联合信用评级有限公司也关注到公司冶炼原材料主要依赖进口、存在一定汇率风险、铜价以及加工费波动较大、鸡肉板块食品安全风险、债务负担较重等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司积极发展多金属回收业务，重点推进共伴生矿产资源的综合开发和高效利用，加大公司自有技术的出口。同时，公司计划加大对上游铜矿资源的投资和并购，增加原材料自给率，公司经营状况将继续保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 凤祥 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　新凤祥控股集团有限责任公司
组织结构图



附件 2　新凤祥控股集团有限责任公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	268.64	262.94	259.80
所有者权益（亿元）	85.55	87.61	87.69
短期债务（亿元）	100.60	122.78	115.95
长期债务（亿元）	59.60	32.83	34.62
全部债务（亿元）	160.20	155.61	150.56
营业总收入（亿元）	476.07	500.69	120.83
净利润（亿元）	4.64	4.10	1.32
EBITDA（亿元）	22.25	19.92	--
经营性净现金流（亿元）	8.63	31.24	9.07
应收账款周转次数（次）	22.77	52.31	--
存货周转次数（次）	6.75	6.87	--
总资产周转次数（次）	1.73	1.88	--
现金收入比率（%）	114.79	110.73	116.62
总资本收益率（%）	6.11	5.09	--
总资产报酬率（%）	5.83	5.05	--
净资产收益率（%）	5.39	4.74	1.51
营业利润率（%）	5.06	3.65	3.57
费用收入比（%）	3.96	2.79	2.52
资产负债率（%）	68.15	66.68	66.25
全部债务资本化比率（%）	65.19	63.98	63.19
长期债务资本化比率（%）	41.06	27.26	28.30
EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	2.39	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13	--
流动比率（倍）	1.40	1.19	1.21
速动比率（倍）	0.83	0.69	0.69
现金短期债务比（倍）	0.59	0.54	0.58
经营现金流动负债比率（%）	7.08	21.96	6.60
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.74	6.04	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、本报告已将其他流动负债中的应付短期债券、向中央银行借款和吸收存款及同业存放计入短期债务；4、公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计，指标未年化；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券发行额度

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。