跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1416 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发行的“18 凤祥 01”和“18 凤祥 02”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：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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	3.30 亿元	5(3+2)年	AA	AA	2019.6.17
18 凤祥 02	5.00 亿元	3 年	AA	AA	2019.6.17

跟踪评级时间：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	262.94	268.16	283.45	283.49
所有者权益（亿元）	87.61	95.24	104.85	106.27
长期债务（亿元）	32.83	38.84	42.60	41.03
全部债务（亿元）	155.61	156.09	167.72	159.55
营业收入（亿元）	500.69	474.69	481.41	104.65
净利润（亿元）	4.10	4.46	10.01	1.29
EBITDA（亿元）	19.92	20.25	26.29	--
经营性净现金流（亿元）	31.24	16.53	6.38	1.52
营业利润率（%）	3.65	4.43	5.38	5.26
净资产收益率（%）	4.74	4.88	10.01	--
资产负债率（%）	66.68	64.48	63.01	62.52
全部债务资本化比率（%）	63.98	62.10	61.53	60.02
流动比率（倍）	1.19	1.32	1.40	1.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.13	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.39	2.41	3.03	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.40	2.44	3.17	--

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、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务；4. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计，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、稳健套保方面保持竞争优势；此外，公司生鸡养殖、屠宰、加工、销售等业务已形成完整的产业链，处于行业领先地位。2019 年，受益于鸡肉市场行情上行，公司经营状况良好，收入规模和盈利规模均有所增长。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、汇率风险、铜加工费下降、鸡肉板块食品安全风险、债务负担较重、债务结构不合理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。此外，子公司山东凤祥股份有限公司计划今年在联交所上市，若该事项成功实现，公司综合实力将进一步增强。

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”和“18 凤祥 02”的债项信用等级为 AA。

优势

1. **公司保持一定的规模优势和铜冶炼技术的行业领先地位。**跟踪期内，公司作为国内铜冶炼产能规模较大的民营企业之一，仍保持一定的规模优势和议价能力。公司铜冶炼技术工艺水平处于行业领先地位，回收率高。

2. **公司鸡肉生产板块的市场竞争优势明显。**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. **2019 年，公司经营状况良好。**2019 年，

受益于鸡肉市场行情上行，公司经营状况良好，收入规模和盈利规模均有所增长。

关注

1．**公司铜精矿依赖国外进口。**目前，公司铜精矿全部依赖国外进口，若进口国调整进出口政策、汇率波动或供应商情况发生变化，易对公司原料供应产生不利影响。

2．**铜冶炼加工费（TC/RC）目前处于较低水平，对公司铜冶炼板块的盈利水平产生不利影响。**铜冶炼加工费（TC/RC）是公司铜冶炼板块主要利润来源之一。近年来 TC/RC 呈下跌趋势，对公司铜冶炼板块的盈利水平产生不利影响。

3．**疫情等问题可能会对公司鸡肉生产板块的生产经营产生不利影响。**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．**公司资产受限比例高且债务结构有待改善。**公司资产受限比例高；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

周　婷　登记编号（R0040215110001）
樊　思　登记编号（R0040218010005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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。

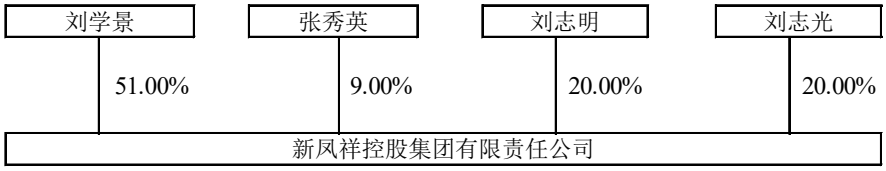
分析师：

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”）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 51.00%、9.00%、20.00%和 20.00%的股权。截至 2020 年 3 月末，公司股权结构如下图所示，实际控制人仍为刘学景。公司股权结构如下图所示。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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 2020 年 3 月末，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 6 家；拥有在职员工 10,619 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 283.45 亿元，负债合计 178.60 亿元，所有者权益 104.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 96.12 亿元。2019 年，公司实现营业收入 481.41 亿元，净利润 10.01 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 9.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.38 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.40 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 283.49 亿元，负债合计 177.23 亿元，所有者权益 106.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 97.47 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 104.65 亿元，净利润 1.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.09 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。

2020 年 3 月 29 日，公司支付了“18 凤祥 01”2019 年 3 月 29 日至 2020 年 3 月 28 日期间的应付利息。

公司于 2018 年 10 月 31 日公开发行 5 亿元公司债券，期限为 3 年。该债券于 2018 年 11 月 1 日起息，于 2018 年 11 月 9 日在上海证券交易所挂牌交易（债券简称：“18 凤祥 02”，债券代码：“143892.SH”）。截至目前，首期募集资金在扣除承销费用 150.00 万后，实际到账 49,850 万元，具体使用用途主要是偿还贷款到期和信用证；按照募集资金约定的使用程序使用。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。

2019 年 11 月 1 日，公司支付了“18 凤祥 02”2018 年 11 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日期间的应付利息。

三、行业分析

1. 铜冶炼行业

（1）行业概况

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；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。

有色金属是国民经济重要的基础工业原料，因其良好的导电、导热、耐磨、高强度、抗腐蚀或易延展等各种特性而被广泛应用于机械、电力、电子、建筑、交通运输、国防等众多领域，因此有色金属行业是与宏观经济密切相关的典型周期性行业，其中铜金属是被最广泛运用的有色金属之一。

铜工业包括采矿、选矿、粗铜冶炼、精铜冶炼、铜加工整个产业链，其中铜冶炼行业处于产业链中铜矿业与铜加工业的中间环节，指对铜精矿等矿山原料、废杂铜料进行熔炼、精炼、电解等提炼铜的生产活动。铜冶炼行业主要产品包括：粗铜、精炼铜、阴极铜（电解铜）、在冶炼过程中生产的铜基合金等。

我国一直为全球最大的精炼铜生产国及消费国。根据国家统计局数据，2017－2019 年，我国精铜产量分别为 888.90 万吨、902.90 万吨和 978.40 万吨，占全球精铜产量比例分别为 37.68%、37.45%和 40.89%。2017－2019 年，精炼铜消费量分别为 1,180.68 万吨、1,250.06 万吨和 1,262.39 万吨，占全球精铜消费量比例分别为 49.82%、51.00%和 51.98%。中国仅精铜就需大量进口，叠加铜矿资源较为匮乏而冶炼能力较为充足的行业条件，中国亦需大量进口铜精矿，资源自给率低。

（2）上游供给及下游消费

2019 年，铜加工行业进口原料的依赖程度仍然较高，空调制造、造船业、建筑业等铜下游产业增长乏力。

铜精矿是铜冶炼的主要原料。根据美国地质调查局美国地质勘探局公布数据显示：2019 年，全球已探明铜储量约为 8.70 亿吨，主要集中在智利、秘鲁、墨西哥和美国，中国铜储量 0.26 亿吨，仅占全球储量的 2.99%。2019 年，我国铜矿产量为 163 万吨，占全球总产量的 8.15%。中国铜矿资源产量占全球铜矿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造成中国铜矿资源开采过度，进而加速了铜矿品位下降、开采深度增加、开采成本增加的困境。

中国有色金属工业“十三五”规划中指出，2015 年，国内铜矿产原料对外依存度达 73%。近年来，中国进口铜矿石及精矿数量快速增长，2017－2019 年，铜矿石及精矿进口数量分别为 1,733.43 万吨、1,971.62 万吨和 2,198.99 万吨。相比而言，近年来中国进口精炼铜数量相对较为平稳，2017－2019 年进口精炼铜分别为 324.30 万吨、375.30 万吨和 355.02 万吨。2020 年以来，随着新冠肺炎疫情等突发事件引发的全球性扩散危机，全球股市、大宗商品出现巨幅震荡，对供应和需求造成较大的影响，国际贸易环境恶化，将对铜原料供应进一步加大难度。

铜的下游需求较为分散，使用领域遍布工业生产的各个行业，主要分为电气电缆 40%，机械设备 16%、建筑 14%（以房地产为主）、家电 9%（以空调为主）、交通 16%（以汽车为主）、电子及合金材料 5%。2019 年，下游消费继续放缓，电力行业投资低于预期，家用空调、冰柜、冰箱、汽车、房地产等增幅同比下滑，整体消费不容乐观。全年铜消费同比增长 2%，增速同比回落 0.5 个百分点。总体看，未来中国铜的下游需求结构变动不大，整体需求增速较为有限。

中长期来看，作为现代工业发展和经济发展中不可或缺的基础性原材料，铜消费量的高低在一定程度上反映的是经济发展的状况和水平，与发达国家人均铜消费量相比，亚洲国家人均铜消费量仍有较大提升空间，考虑到亚洲人口数量，铜行业仍有较大的发展空间。具体来看，首先，我国新一届政府提出的“一带一路”战略沿线总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63%和 29%，打开铜的消费空间。

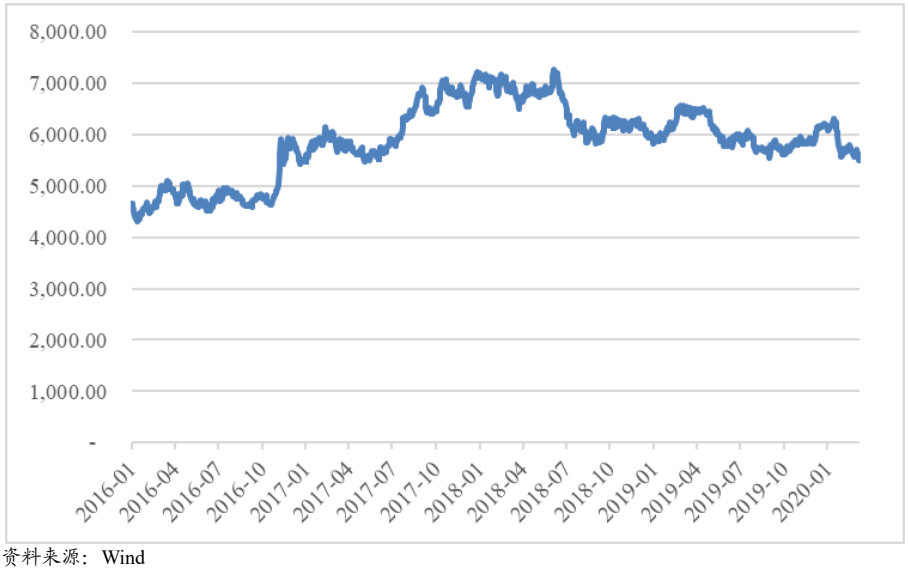
（3）价格走势

2019 年，铜价窄幅振荡，铜加工费进一步下降，对铜冶炼企业盈利水平形成一定不利影响。

铜金属价格

从铜价走势来看，2016 年前三季度，在基本面保持弱势的情况下，铜价维持震荡状态；2016 年 10 月以来，受经济数据超预期、美国大选提振美股上涨、OPEC 达成冻产协议等因素影响，市场情绪高涨，铜价在长期低迷后强势反弹，于 2018 年中最高触及 7,262.50 美元/吨，反弹力度为 68.48%。随后铜价受中美贸易战因素再次出现大幅下跌，最低触及 5,823.00 美元/吨。2019 年铜价总体表现为窄幅振荡。上半年，全球主要经济体持续低迷，制造业全线走弱，避险情绪升温，上半年铜价表现为先扬后抑。下半年，美联储分别在 7 月和 9 月降息两次，20 多个国家和地区跟随降息。中国继续从扩大开放、扩大基建、支持实体企业等方面入手，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。2019 年 12 月，中美达成第一阶段贸易协议，市场避险情绪降温，铜价结束低位震荡并反弹。由于“新冠疫情”的影响，引发流动性挤兑，同时全球经济活动大幅受限，致全球铜需求快速下滑；多重利空使 LME 铜价一度跌至 4,371 美元/吨，止跌于全球矿山 75%成本分位线附近。

图 2　近年来铜价走势情况（单位：美元/吨）

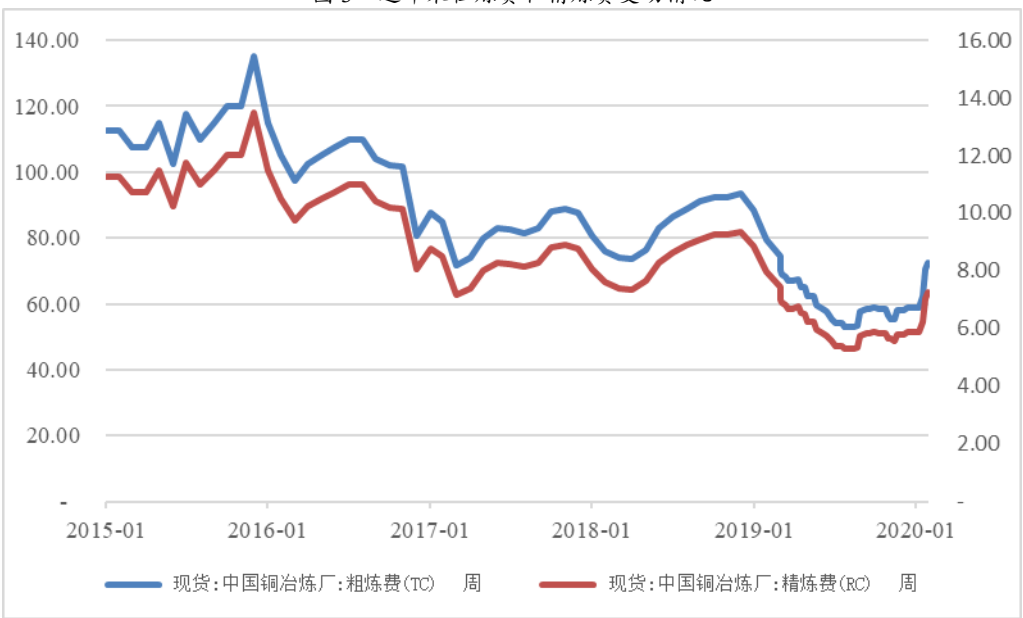


资料来源：Wind

铜精矿加工费（TC/RC）价格

2018 年末，2019 年的铜精矿加工费定为 TC（粗炼费）80.80 美元/吨和 RC（精炼费）8.08 美分/磅，较 2018 年下滑 23%。2019 年，受罢工、极端天气等事件累积影响，全球矿山产铜受到一定影响。中国精铜冶炼产能进入投产的高峰期，精矿供应相对于冶炼产能来说较为紧张，冶炼加工费自 2018 年以来持续下行。2019 年末，江西铜业与自由港就 2020 年铜精矿加工费达成协议，定为 TC（粗炼费）62 美元/吨和 RC（精炼费）6.2 美分/磅，加工费进一步下滑。由于“新冠疫情”的影响，2020 年 TC（粗炼费）出现上涨；2020 年 3 月下旬，随着全球抗疫政策实施，中国复工使需求有所回升，TC（粗炼费）开始下降，预示供需格局改善。

图 3　近年来粗炼费和精炼费变动情况



注：粗炼费计量单位美元/吨，精炼费美分/磅
资料来源：Wind

（4）行业政策

2019 年，相关政策未出现较大变动。

2019 年，为推进铜冶炼行业供给侧结构性改革，工信部对《铜冶炼行业规范条件（2014）》进行了修订，新版的《铜冶炼行业规范条件》正在征求意见阶段。征求意见稿对铜冶炼行业的生产工艺提出了更明确的要求。

（5）行业关注

进口依赖程度较高，国际铜矿资源供应不稳

我国铜资源自给率较低，对进口依赖程度较高，应密切关注国际铜矿资源的供给情况，可能造成国际铜矿供给竞争的原因主要包括两方面：其一是国际形势的变化，包括不同地区经济、经济形势的变化和税收、贸易政策的变化等，可能会对该地区铜精矿的产量及向外运输造成影响，从而影响全球供给；其二是由于特殊原因引起的国际大型矿企的停工减产，也会对国际铜资源供给造成不利影响。随着新冠肺炎疫情等突发事件引发的全球性扩散危机，全球股市、大宗商品出现巨幅震荡，对供应和需求造成百年不遇的影响，国际贸易环境恶化，将进一步加大铜原料供应难的难度。

替代压力尚存

电缆消费是我国铜资源消费的第一主力。由于我国铜资源有限，早在上世纪 60~70 年代，就曾提出过“以铝代铜”方针，在此方针的指引下，我国铝芯电力电缆的使用比例一度达 40%左右，为了推广使用铝芯电力电缆，开展了一系列针对电缆连接的研究和推广应用工作。20 世纪 80 年代改革开放后，随着铜矿资源的有限进口，铝芯电力电缆的使用比例大幅下降，目前低于 10%。2013 年左右，在供需拉动铜价居高不下，铝土矿冶炼产能过剩的背景下，再次开启了新一轮“以铝代铜”的热烈讨论，由于铝芯电缆较铜芯电缆明显的成本优势，铝合金电缆在电力电缆行业引发较大关注。基于目前铝芯电缆安全运行对施工技术和维护管理水平更高的需求性、更差的导电性和稳定使用年限长更短等因素，铝在电缆行业的应用依然相对有限。随着未来相关技术的逐渐成熟，对铜下游消费可能会带来一些不利影响。

全球流动性影响铜价

铜期货属于国际期货市场成熟品种，在一定程度上具有“金融属性”，全球流动性，尤其是美元指数的走势，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，一定程度上反映了供需双方的预期。这种预期一方面可以起到平抑铜价波动的效果，另一方面也可能误导企业对市场供需基本面产生错误判断。

行业对外议价能力降低

对外议价能力主要受到内部和外部两方面因素影响。从内部来看，我国铜矿石进口采用和铁矿石类似的行业协会谈判制，但铜行业集中度较钢铁业更高，在以往的谈判中，主要由 8 家大型企业联合，对外议价能力较强。近年来随着产能的扩大和铜价高涨使得更多中小铜冶炼厂不断涌现，铜冶炼企业也呈现出一定分散化的趋势。集中度降低和国际矿业巨头减产均会在一定程度上削弱我国在铜矿石进口谈判中的议价能力。

海外扩张风险因素较多

我国铜资源储量较低，包括大型铜冶炼企业在内的铜冶炼企业资源自给率都处于较低水平。在政府支持鼓励海外资源收购的大背景下，海外资源收购成为许多我国矿业企业的目标方向，因此，海外收购面临的各种政治、经济、法律风险也逐渐成为行业关注的焦点之一。

2. 肉鸡养殖行业

（1）行业概况

白羽肉鸡行业已进入上行轨道，但受到新冠疫情的影响，大部分地区的活禽市场仍处于关闭状态，并且这种情况在未来有可能长期存在，未来白羽肉鸡行业仍存在一定的不确定性。

我国是肉类生产及消费大国，但目前肉类制品率只占肉类消费总量的 20%左右。对标全球大部分国家和地区的 45%以上，我国的肉制品行业呈现空间大、集中度低、规模化程度低的特点。

自 2014 年 1 月中国白羽肉鸡联盟成立起，中国白羽肉鸡联盟加强了行业源头（祖代鸡引种）管理，改变了原来行业引种的无序状态。2015 年，由于美国和法国先后发生禽流感，我国对美国和法国先后实施了祖代鸡引种禁令，促使祖代种鸡引种量锐减至 72 万套，环比降幅 40%左右。2016 年，我国祖代鸡引种主要来自于波兰、西班牙和新西兰，全年祖代鸡引种规模缩减至 63.86 万套，较上年下降 11.33%。2017 年西班牙发生禽流感，目前仅新西兰和波兰可供种。2018 年，受非洲猪瘟疫情的影响，生猪产能大幅下降，白羽肉鸡可在多渠道替代猪肉消费，国内白羽肉鸡行业景气度持续攀升，全年鸡苗、毛鸡等产品价格几乎呈现单边上涨态势。

2019 年，受非洲猪瘟持续影响，猪肉产量出现明显下滑，但肉制品行业仍保持稳定增长，这其中很大程度上是因为禽类肉制品的迅速发展弥补了猪肉产量下滑带来的生产缺口，并且在非洲猪瘟和新冠疫情影响的双重背景下，规模化、品牌化将成为行业发展趋势，消费者的食品安全理念升级也将导致拥有强大上游基础的肉制品企业进入快速发展期。

2019 年，白羽肉鸡行业整体向好发展，一方面，前几年持续的低数量引种导致行业供给短缺，另一方面，非洲猪瘟的爆发导致猪肉供给缺口迅速增大，而全国白羽肉鸡每年不到 1,000 万吨的总产量相对于这个缺口而言少之甚微。2020 年中央一号文件也首次提出优化肉类消费结构的精神，鸡肉以其一高三低（高蛋白质、低脂肪、低胆固醇和低热量）及生产周期短、饲料转化率高、经济效益显著、环境友好等优势将成为未来发展的主线，预计未来鸡肉在我国肉类消费的占比仍将不断提升。

受到新冠疫情的影响，大部分地区的活禽市场仍处于关闭状态，并且这种情况在未来有可能长期存在，而白羽肉鸡主要以分割冻品/冰鲜/肉制品的形式流通于市场，同时，全球多地航班停飞，导致 2020 年的引种具有极大的不确定性。

（2）市场情况

近年来，玉米、豆粕价格波动幅度较大，上下游市场情况对肉鸡行业较为不利。2018 年以来，受到非洲猪瘟疫情影响，鸡肉需求回升；由于肉鸡供应量依然偏低，肉鸡市场价格保持高位运行。

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，玉米价格有所回升，而豆粕价格有所下滑。2018 年，国内玉米价格走出一个“M”形走势，高点出现在 3 月和 11 月，而豆粕价格仍有所下滑。2019 年，玉米生产价格指数 102.00，较 2018 年下降 2.95%，豆粕价格也呈震荡下行态势。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；但 2018 年以来，受市场环境利好推动，鸡苗价格创历史新高。2018 年新建的规模养殖场、养殖小区陆续投产，对商品鸡苗形成硬性需求。

（3）行业竞争

目前我国肉鸡养殖和加工环节集中度低，行业市场化程度较高，未来纵向一体化企业将不断推动行业整合，具有技术、品牌和资金优势的大型肉鸡生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

近年来，我国对食品加工行业产品质量安全监管逐渐加强，对动物疫病防疫、产品质量卫生的要求日益严格，促使行业规范化和集约化，个体养殖屠宰户和小型企业逐渐减少。肉鸡养殖屠宰行业经过多年发展，已由家庭副业式的散养方式发展到规模化、集约化为主的养殖屠宰方式，现代化生产企业已经成为家禽养殖业的主体，使肉禽业生产水平明显提高，行业市场化程度较高。

从全国范围看，肉鸡养殖和屠宰的行业存在一些龙头企业，如圣农发展股份有限公司、山东仙坛股份有限公司等，已形成了生产、加工、销售的完整产业链条，但其肉鸡屠宰总量占全国肉鸡屠宰总量的比重仍然不高，以养殖量计算的比重则更低，行业整体集中度处于较低水平。因此，大力发展大型集团化肉鸡养殖屠宰企业，提高行业集中度成为行业发展需求。

（4）行业政策

肉鸡作为养殖业的重要组成部分，外部政策环境良好。

为加快实现我国农业化现代化，国家相关部委发布了《国务院办公厅关于扶持家禽业发展的若干意见》、《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》《中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》《中共中央、国务院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》等文件，从税收、贷款、资金、免疫补贴等方面对产业进行扶持。

（5）行业关注

畜禽疾病发生和传播的风险

畜禽作为生物体，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。

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。

（6）行业发展

我国鸡肉消费环节的营销推动力度远弱于实际需求，未来肉鸡消费仍有较大发展空间。

从行业发展趋势看，大规模一体化经营模式因各个生产环节紧密结合而更能有效抵御市场波动带来的不利影响，企业更易建立规范的防疫体系和品质控制体系，也有利于企业的规范化、标准化、规模化发展。随着下游客户及消费者对于鸡肉产品质量、食品安全要求的日益提高，大规模一体化生产将是肉鸡行业发展的必然趋势。

但受到新冠疫情的影响，大部分地区的活禽市场仍处于关闭状态，并且这种情况在未来有可能长期存在，同时，全球多地航班停飞，导致 2020 年的引种具有极大的不确定性。

从长期来看，目前我国年人均鸡肉消费量仍低于 12.70 公斤的世界平均水平，作为日常必需的肉类消费品，鸡肉消费需求未来仍有望稳步提升。相较于我国肉鸡行业的饲养及屠宰能力，我国鸡

肉产品初加工和深加工一直处于弱势发展，我国鸡肉消费环节的营销推动力度远弱于实际需求，未来肉鸡消费仍有较大发展空间。

四、管理分析

2019 年，公司管理制度连续；公司财务负责人王晓慧离职，其他高管人员未发生变动。

五、经营分析

1．经营概况

铜冶炼板块仍是公司收入和利润的主要来源，2019 年，该板块收入和毛利率均有所下降；公司鸡肉生产板块对公司的收入和利润形成有效补充，受肉鸡行业上行影响，该板块收入和毛利率大幅增长。

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。2019 年，公司实现营业收入 481.41 亿元，较上年增长 1.42%；公司净利润 10.01 亿元，较上年增长 124.24%，主要系鸡肉板块行情上行所致。

表 1　2017－2020 年 3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	收入	占比	毛利率
鸡肉生产	25.58	5.11	12.19	32.81	6.91	14.95	39.86	8.28	30.06	9.88	9.44	21.26
铜冶炼	474.68	94.80	3.34	440.89	92.88	3.79	440.57	91.52	3.35	94.52	90.32	3.77
其他业务	0.43	0.09	16.84	0.99	0.21	11.88	0.98	0.20	-20.60	0.25	0.24	-0.08
合计	**500.69**	**100.00**	**3.80**	**474.69**	**100.00**	**4.58**	**481.41**	**100.00**	**5.52**	**104.65**	**100.00**	**5.41**

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
资料来源：公司提供，联合评级整理

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。2019 年，该板块收入实现营业收入 440.57 亿元，较上年下降 0.07%。2019 年，鸡肉生产板块实现营业收入 39.86 亿元，较上年增长 21.49%，主要系鸡肉价格及鸡苗价格上涨以及销量增加所致。

从毛利率水平看，2019 年，公司铜冶炼板块毛利率下降 0.44 个百分点至 3.35%，主要系铜冶炼加工费下降所致。2019 年，公司鸡肉生产板块毛利率上升 15.11 个百分点至 30.06%，主要系鸡肉价格及鸡苗价格大幅上涨所致。综上，2019 年，公司综合毛利率有所上升。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 104.65 亿元，同比下降 11.48%，主要系铜价下降所致；综合毛利率为 5.41%，较 2019 年同期下降 0.05 个百分点。

2．铜冶炼板块

公司铜冶炼板块主要包括阴极铜和贸易铜业务；2019 年，受铜价、阴极铜销量以及贸易铜出口量变动的影响，铜冶炼板块收入小幅下降；受铜精矿加工费（TC/RC）下降、贸易铜价差缩小以及硫酸价格下降的共同影响，该板块毛利率小幅下降。

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，2019 年，作为铜冶炼板块的主要收入之一，阴极铜收入 167.37 亿元，同比下降 19.55%，主要系受大修影响，产销量同比下降所致；占比由 47.18%下降至 37.99%。

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。2019 年贸易铜收入大幅增长 32.59%至 210.92 亿元，主要系公司大修导致自产阴极铜产量减少，为满足下游客户需求，采购贸易铜所致；占比由 36.08%上升至 47.88%。

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。2019 年，黄金营业收入 49.06 亿元，同比下降 5.98%；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　2017－2020 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	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	收入	占比	毛利率
阴极铜	175.12	36.89	4.63	208.03	47.18	4.01	167.37	37.99	3.78	40.02	42.34	4.96
贸易铜	199.67	42.06	1.35	159.08	36.08	0.95	210.92	47.88	0.55	33.53	35.47	0.23
金	51.32	10.81	4.25	52.18	11.84	4.49	49.06	11.14	6.97	13.86	14.66	6.98
银	23.92	5.04	2.76	12.24	3.00	3.44	7.48	1.70	7.59	4.87	5.15	7.47
硫酸	2.84	0.60	54.85	3.56	1.00	61.40	1.46	0.33	25.88	0.15	0.16	-19.66
其他	21.82	4.60	2.96	5.8	1.00	33.28	4.28	.0.97	68.20	2.09	2.21	9.69
合计	**474.68**	**100.00**	**3.34**	**440.89**	**100.00**	**3.79**	**440.57**	**100.00**	**3.35**	**94.52**	**100.00**	**3.77**

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
资料来源：公司提供，联合评级整理

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。2019 年，公司阴极铜毛利率同比下降 0.23 个百分点至 3.78%，主要系铜冶炼加工费下调所致。同期，公司贸易铜的毛利率分别同比下降 0.40 个百分点至 0.55%，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，毛利较低。2019 年，硫酸毛利率大幅下降，主要系 2019 年在环保严查影响下部分下游客户减产或者开工不足，硫酸价格下降所致；金的毛利率有所增长，主要系金价上涨所致。整体看，公司铜冶炼板块综合毛利率有所下降。

2020 年 1－3 月，公司炼铜板块实现营业收入 94.52 亿元，同比减少 14.08%，主要系铜价下降所致；综合毛利率 3.77%，较去年同期下降 0.27 个百分点。

（1）原材料采购

公司精铜矿的采购主要依靠国外进口，2019 年，供应商集中度小幅上升；铜精矿采购价格有所下降；2019 年，由于公司停炉大修，采购量大幅减少；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。

跟踪期内，公司采购模式未发生变化。

2019 年，公司采购铜精矿 149.66 万吨，同比下降 17.50%，主要系公司铜冶炼模块执行 5 年一次为期一个半月的停炉大修，导致产量减少所致；公司铜精矿采购价格 10,210.54 元/吨，同比下降 8.29%。

表 3　2017－2019 年公司铜精矿采购情况

铜精矿	2017 年	2018 年	2019 年
采购量（万吨）	178.48	181.40	149.66
采购价格（元/吨）	10,228.39	11,133.46	10,210.54
铜精矿加工费（TC/RC）（美元/吨、美分/磅）	92.50/9.25	82.50/8.25	80.8/8.08

资料来源：公司提供

从上游原材料供应商来看，公司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。

跟踪期内，公司期货操作策略未发生变化，仍可较好地应对铜价波动风险。

为保障铜精矿的供给，并控制生产成本，公司目前正积极开展投资收购海外矿山资源。为此，公司成立了祥光矿业股份有限公司，开展境外铜矿资源投资开发，目前公司已在非洲取得了探矿权，相关铜矿尚在进行风险勘探阶段，暂无实质性进展。2013 年 7 月，祥光集团通过香港的子公司香港祥光国际控股有限公司通过认购可转债方式投资约 6,950 余万美元，持有阿塔拉亚矿业公司约 22%的普通股权，成为其第二大股东，并拥有董事会席位。阿塔拉亚矿业公司[1]是一家注册在塞浦路斯，以重振欧洲铜/金矿业为己任的矿业公司，在伦敦和多伦多两地上市。该公司通过其在西班牙的全资子公司 EMED Tartessus 公司间接持有力拓铜矿的矿权和全部资产。

2019 年，公司前五大供应商占比为 45.00%，集中度较去年小幅上升。

表 4　2017－2019 年公司铜精矿前五名供应商情况（单位：万元、%）

年份	序号	供应商名称	供应商所处国家或地区	采购金额	合计占比
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（MRI TRADING AG）	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	
2018 年	1	MINERA ESCONDIDA LIMITADA	智利	246,131	**45.05**
	2	嘉能可国际公司	瑞士	191,676	
	3	马克瑞士矿业有限公司	瑞士	190,943	
	4	MINMETALS(UK) LTD	英国	156,393	
	5	GERALD METALS S.A	瑞士	124,600	
2019 年	1	嘉能可国际公司	瑞士	202,476	**45.00**
	2	埃斯康迪达矿业有限公司	智利	195,165	
	3	马克瑞士矿业有限公司	瑞士	103,561	
	4	五矿英国有限公司	英国	102,676	
	5	奥尤陶勒盖有限公司	蒙古	83,810	

资料来源：公司提供

[1] 注：阿塔拉亚矿业公司（Atalaya Mining plc）原名为 EMED 矿业有限公司（EMED Mining Public Limited）

（2）生产加工

2019 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；2019 年，由于受到公司停炉大修的影响，主要产品的产量和产能利用率均有所下降。

跟踪期内，公司仍然采用“年度预算”的模式来组织生产。

阴极铜仍是公司主要产品，跟踪期内，公司产能无变化，2019 年，公司阴极铜产量为 40.43 万吨，同比下降 14.52%，主要系公司铜冶炼模块执行 5 年一次为期一个半月的停炉大修所致。2019 年，阴极铜产能利用率为 101.08%，同比下降 17.17 个百分点。截至 2019 年末，公司阴极铜回收率达到 98.85%，高于一般行业标准 2.35 个百分点。

截至 2019 年末，公司年处理铜阳极泥能力达 4,800 吨，金、银、硫酸产能分别为 20 吨/年、600 吨/年和 170 万吨/年。2019 年，公司金、银和硫酸产量分别为 15.72 吨、188.30 吨和 136.95 万吨，较上年均有所下降。

表 5　2017－2019 年公司铜冶炼板块生产情况

产品	指标	2017 年	2018 年	2019 年
阴极铜	产能（万吨）	40.00	40.00	40.00
	产量（万吨）	43.18	47.30	40.43
	产能利用率（%）	107.95	118.25	101.08
	回收率（%）	98.71	98.73	98.85
金	产能（吨）	20.00	20.00	20.00
	产量（吨）	19.16	19.48	15.72
	产能利用率（%）	95.80	97.42	78.59
银	产能（吨）	600.00	600.00	600.00
	产量（吨）	498.72	237.49	188.30
	产能利用率（%）	83.12	39.58	31.38
硫酸	产能（万吨）	170.00	170.00	170.00
	产量（万吨）	153.29	153.97	136.95
	产能利用率（%）	90.17	90.57	80.56

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，2019 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。

（3）产品销售

2019 年，公司铜产品产销率较高，产品价格变动与市场价格保持一致；2019 年，由于受到公司停炉大修的影响，阴极铜销量和产销率均有所下降；公司的客户集中度高，且关联企业占比大。

2019 年，公司阴极铜的销售模式未发生变化。

2019 年，受市场价格的影响，公司阴极铜平均售价 4.13 万元/吨，同比下降 18.06%。2019 年，公司阴极铜销售量 40.57 万吨，同比下降 15.21%，主要系公司停炉大修所致；产销率为 100.33%，同比下降 0.84 个百分点。2019 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，其中硫酸的价格大幅下降，金和银的价格有所上升。

表 6　2017－2019 年公司主要产品销售情况

产品	指标	2017 年	2018 年	2019 年
阴极铜	销售量（万吨）	42.63	47.85	40.57
	产销率（%）	98.72	101.17	100.33
	价格（万元/吨）	4.11	4.35	4.13
硫酸	销售量（万吨）	149.88	153.59	139.88
	产销率（%）	97.78	99.75	102.14
	价格（元/吨）	189.34	231.49	104.05
金	销售量（吨）	18.95	19.28	16.18
	产销率（%）	98.88	98.97	102.92
	价格（万元/千克）	27.09	27.06	30.32
银	销售量（吨）	478.96	314.66	165.33
	产销率（%）	96.04	132.49	87.80
	价格（万元/吨）	349.14	337.90	357.91

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；银的销量不包含贸易银
资料来源：公司提供

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。2019 年，公司在国外和国内分别销售阴极铜 16.35 万吨和 24.22 万吨，出口比例为 40.30%。

表 7　2017－2019 年公司阴极铜销售国内外分布情况（单位：万吨）

销售地区	2017 年	2018 年	2019 年
国外	15.90	12.77	16.35
国内	26.73	35.08	24.22
合计	**42.63**	**47.85**	**40.57**

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，2019 年，公司阴极铜销售前五名客户上升至 76.22%，集中度有所上升；集中度较高，主要系最近几年国内外铜价格倒挂，公司通过公司关联方香港鸿润国际控股有限公司出口阴极铜较多所致。

表 8　2017－2019 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
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	
2018 年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	512,264.00	**65.44**
	2	山东祥瑞铜材有限公司	中国	291,277.00	
	3	中色奥博特铜铝业有限公司	中国	256,871.00	
	4	天津大无缝铜材有限公司	中国	174,728.00	
	5	东部铜业股份有限公司	中国	126,247.00	
2019 年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	585,486.76	**76.22**

	2	山东祥瑞铜材有限公司	中国	275,353.26	
	3	珠海格力物资供应有限公司	中国	180,499.07	
	4	中色奥博特铜铝业有限公司	中国	151,469.91	
	5	BRIGHT VISION TRADING INVESTMENTS	新加坡	82,862.17	

资料来源：公司提供

3. 鸡肉生产板块

2019 年，受益于鸡肉行情上行的影响，该板块收入规模和盈利能力均有所提升。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。

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，2019 年，生食业务实现收入 18.89 亿元，同比增长 4.36%；2019 年生食业务占比同比下降 7.79 个百分点至 47.38%。其次为熟食收入，2019 年实现收入 13.77 亿元，同比增长 27.03%，主要系市场景气度上升所致；同期，该板块占比同比上升 1.50 个百分点至 34.54%。2019 年，鸡苗业务收入和占比均增长，主要系鸡肉产品需求量较大，公司出售部分鸡苗所致。受公司调整产品结构影响，2019 年，调味品、乳制品等收入有所波动。

从毛利率上看，2019 年，生食业务毛利率同比上升 16.40 个百分点至 26.73%，主要系鸡肉市场需求量旺盛，产品价格上涨所致。2019 年，熟食业务毛利率同比上升 7.69 个百分点至 19.22%，主要系市场景气度上升所致。同期，鸡苗业务业务毛利率也有所上升，主要系下游企业对鸡苗需求量较大所致。综上，公司鸡肉生产板块毛利率大幅上升。

2020 年 1—3 月，公司鸡肉生产板块实现收入 9.87 亿元，较上年同期增长 1.83%，主要系鸡肉价格上涨，销售同比增长所致；综合毛利率为 21.26%，较去年同期下降 5.84 个百分点，主要系白羽鸡市场趋于稳定，鸡苗价格小幅度下滑所致。

表 9　2017—2020 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	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	收入	占比	毛利率
生食	14.55	56.87	13.44	18.10	55.17	10.33	18.89	47.38	26.73	4.75	48.13	18.52
熟食	7.92	30.97	4.88	10.84	33.04	11.53	13.77	34.54	19.22	4.38	44.38	23.21
调味品	1.02	3.99	32.74	0.68	2.07	27.94	0.48	1.22	20.31	0.13	1.32	25.98
鸡苗	0.71	2.77	15.24	1.72	5.24	52.91	4.26	10.70	73.71	0.30	3.04	37.32
其他	1.38	5.41	39.81	1.47	4.48	46.94	2.46	6.16	42.54	0.31	3.14	18.22
合计	**25.58**	**100.00**	**12.19**	**32.81**	**100.00**	**14.95**	**39.86**	**100.00**	**30.06**	**9.87**	**100.00**	**21.26**

注：此表各版块收入为合并抵消后的收入
资料来源：公司提供

2019 年，公司肉鸡产量 9,099 万只，同比小幅下降，主要系鸡苗行情较好，公司销售部分鸡苗导致鸡肉产量减少所致；产能利用率由 79.89%下降至 75.83%，产能利用率尚可。

表 10　2017－2019 年公司农业板块主要产品生产情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
期末父母代种鸡存栏数（万套）		126.82	146.33	164.19
肉鸡	产能（万只）	12,000	12,000	12,000
	产量（万只）	10,351	9,587	9,099
	产能利用率（%）	86.26	79.89	75.83

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 14.33 元，行业平均成本为 16.50 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，2019 年公司国内、国外销售占比分别为 69.90%和 30.10%。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。结算方面，公司针对大客户采用赊销的方式，账期一般在一个月左右；小客户为现款和预付款的结算方式。

2019 年，公司鸡肉产品销量 22.88 万吨，同比下降 3.91%。2019 年，公司产销率同比增长 0.33 个百分点至 101.87%。2019 年，受熟食价格上升的影响，公司鸡肉产品平均销售价格 1.45 万元/吨，同比增长 19.93%。

表11　2017－2019年公司鸡肉产品销售量及销售价格情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销量（万吨）	21.38	23.81	22.88
产量（万吨）	21.54	23.45	22.46
库存量（万吨）	2.44	2.08	1.66
产销率（%）	100.75	101.54	101.87
销售收入（亿元）	23.49	29.63	33.14
平均销售价格（万元/吨）	1.10	1.24	1.45

资料来源：公司提供

4. 关联交易

2019 年，关联交易在公司业务中仍占据一定的比例，但关联交易系公司开展业务需要而产生；公司对关联方应收应付项目金额较小。

2019 年，公司与合营公司、实际控制人亲属控股的公司等关联方存在较大规模的日常持续性关联交易，公司从关联方采购、接受劳务或者向关联方销售、提供劳务均按照市场公允价格执行。关联采购交易主要为向关联方采购废杂铜、阴极铜、白银、镍、橡胶及物流服务等，2019 年，采购金额 1.84 亿元，同比大幅下降 74.69%，主要系公司对山东祥瑞铜材有限公司和 BRIGHT VISION TRADING INVESTMENTSPE LTD 的采购减少所致。关联销售交易主要为向关联方销售贸易铜以及阴极铜，2019 年，销售金额 100.87 亿元，同比增长 16.01%，主要系对香港鸿润国际控股有限公司和 BRIGHT VISION TRADING INVESTMENTSPE LTD 的阴极铜出口量增加所致。

表 12　2017－2019 年公司主要关联交易情况（单位：亿元、%）

年份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2017 年	28.45	5.91	86.34	17.24
2018 年	7.27	1.60	86.95	18.32
2019 年	1.84	0.41	100.87	20.95

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司经营效率尚可，但与同行业领先企业仍有一定差距。

2018－2019 年，公司应收账款周转次数分别为 91.94 次和 64.81 次，有所下降，主要系期末未结算导致应收账款增加所致；存货周转次数分别为 6.53 次和 6.59 次；总资产周转次数分别为 1.79 次和 1.75 次。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 13　2019 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	45.10	10.46	2.02
铜陵有色	81.85	8.42	1.96
新风祥	**65.87**	**6.59**	**1.75**

注：为便于同业比较，上市公司数据引自 Wind，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
资料来源：Wind

6. 经营关注

（1）原材料风险

目前，公司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。随着新冠肺炎疫情等突发事件引发的全球性扩散危机，全球股市、大宗商品出现巨幅震荡，对供应和需求造成百年不遇的影响，国际贸易环境恶化，将对铜原料供应进一步加大难度。

（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。近几年，随着国内铜冶炼企业议价能力的削弱，导致 TC/RC 有所下跌，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能力产生不利影响。

（3）汇率风险

铜精矿进口主要靠美元结算，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

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。

7. 未来发展

公司战略计划切实可行，符合公司目前发展情况。

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，公司重点对国外优质矿山进行股权投资，争取对所投资矿山取得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。此外，子公司山东凤祥股份有限公司计划今年在联交所上市，若该事项成功实现，公司综合实力将进一步增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 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 2020 年 1－3 月财务报表未经审计。公司财务报表执行最新的会计准则。2019 年，公司合并报表范围包括 6 家子公司，合并范围较 2018 年无变化。截至 2020 年 3 月末，合并范围无变化。公司财务报表合并范围变化较小，合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 283.45 亿元，负债合计 178.60 亿元，所有者权益 104.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 96.12 亿元。2019 年，公司实现营业收入 481.41 亿元，净利润 10.01 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 9.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.38 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.40 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 283.49 亿元，负债合计 177.23 亿元，所有者权益 106.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 97.47 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 104.65 亿元，净利润 1.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.09 亿元。

2. 资产质量

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，存货的变现能力较强；非流动资产中固定资产占比较大，成新率一般。公司资产结构符合铜加工企业特征，整体资产质量较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 283.45 亿元，较年初增长 5.70%。其中，流动资产占 66.92%，非流动资产占 33.08%。公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 189.68 亿元，较年初增长 7.54%。公司流动资产主要由货币资金（占 34.62%）、预付款项（占 6.63%）和存货（占 37.20%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 65.66 亿元，较年初下降 3.94%。公司货币资金以银行存款（占 40.20%）和其他货币资金（占 59.80%）为主。其中使用受限的货币资金合计 53.15 亿元，受限资金

占货币资金的 80.94%，主要系银行保证金定期存款或通知存款，受限比例极高。

截至 2019 年末，公司预付款项 12.58 亿元，较年初增长 100.50%，主要系贸易铜、废杂铜采购预付款增加所致。

截至 2019 年末，公司存货 70.56 亿元，较年初增长 4.43%。公司存货主要由原材料（占 26.84%）、在制品（占 42.24%）、库存商品（占 11.49%）、半成品（占 19.14%）和库存商品（占 11.49%）组成。截至 2019 年末，公司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 2019 年末，公司其他应收款 7.88 亿元，较年初增长 14.21%，主要系受铜价格变动及采购量影响，增加期货保证金所致；公司他应收款项前五大客户占比 57.71%，占比较高，公司他应收款项前五大客户均为非关联方，款项性质全部系期货保证金；公司未计提坏账准备。

非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 93.77 亿元，较年初增长 2.17%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 9.53%）、固定资产（占 76.46%）和无形资产（占 7.89%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资 8.93 亿元，较年初下降 0.76%，较年初变化不大。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和 Atalaya Mining plc 的股权投资，长期股权投资期末余额分别为 1.14 亿元、1.20 亿元和 5.38 亿元。

截至 2019 年末，公司固定资产 71.69 亿元，较年初增长 0.72%，较年初变化不大。固定资产主要由房屋建筑物（占 56.52%）和机器设备（占 38.22%）组成。截至 2019 年末，公司对固定资产计提折旧共计 42.03 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为 63.04%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司无形资产 7.40 亿元，较年初增长 16.12%，主要系土地使用权增加所致。无形资产主要由土地使用权（占 86.90%）和软件（占 12.05%）组成。公司对无形资产累计提摊销 1.38 亿元，未计提减值准备。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 86.35 亿元，其中受限固定资产 24.95 亿元，受限无形资产 2.61 亿元，受限应收票据 5.65 元，受限货币资金 53.15 亿元；受限资产占总资产的比重 30.46%，主要为进行抵质押融资的厂房设备、货币资金等，其中货币资金受限比率极高。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 283.49 亿元，较上年底增长 0.02%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 67.22%，非流动资产占 32.78%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司负债结构以流动负债为主，公司债务负担较重，但处于可控范围内；债务结构以短期债务为主，面临一定集中偿付压力，债务结构有待改善。

截至 2019 年末，公司负债总额 178.60 亿元，较年初增长 3.28%。其中，流动负债占 76.03%，非流动负债占 23.97%。公司负债以流动负债为主。

流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债 135.78 亿元，较年初增长 1.95%，较年初变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占 49.40%）、应付票据（占 15.11%）、吸收存款及同业存放（占 8.97%）、一年内到期的非流动负债（占 6.76%）和其他流动负债（占 9.21%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 67.07 亿元，较年初下降 6.36%。从短期借款构成来看，质押借

款占 20.30%，信用借款占 13.51%，抵押借款占 25.71%和保证借款占 40.48%。公司应付票据 20.51 亿元，较年初增长 70.01%，主要系通过银行承兑汇票结算方式增加所致；全部为银行承兑汇票。公司一年内到期的非流动负债 9.18 亿元，较年初增长 691.61%，主要系长期借款中一年内到期的长期借款转入所致。公司吸收存款及同业存放 12.17 亿元，较年初下降 7.44%，主要系财务公司存款客户存款金额减少所致。公司其他流动负债 12.50 亿元，较年初增长 66.67%，主要系公司新发行企业短期债券所致。

非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 42.82 亿元，较年初增长 7.75%。公司非流动负债主要由长期借款（占 77.30%）和应付债券（占 19.39%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 33.10 亿元，较年初增长 61.11%，主要系公司优化长短期借款结构，增加较长期限融资所致；长期借款主要由信用借款（占 21.08%）、抵押借款（占 16.32%）、质押借款（占 49.19%）、保证借款（占 39.70%）和一年内到期的长期借款（占-26.28%）构成。公司应付债券 8.30 亿元，较年初下降 54.64%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司应付债券主要由“18 凤祥 01”（规模 3.30 亿元，固定利率 7.40%，债券期限 5 年）和 18 凤祥 02”（规模 5.00 亿元，固定利率 7.90%，债券期限 3 年）构成。

截至 2019 年末，公司全部债务 167.72 亿元，较年初增长 7.45%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 74.60%，长期债务占 25.40%。短期债务 125.13 亿元，较年初增长 6.72%，主要系应付票据增加所致。长期债务 42.60 亿元，较年初增长 9.66%，主要系长期借款增加所致。截至 2019 年末，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 63.01%、61.53%和 28.89%，较年初分别下降 1.47 个百分点、下降 0.57 个百分点和下降 0.08 个百分点。

从到期分布来看，公司全部债务 2020 年到期金额 125.12 亿元，2021 年到期 38.10 亿元，2022 年到期 0.88 亿元，2023 年及以后到期金额 3.62 亿元，公司 2020 年存在较大的偿付压力。

表 14　截至 2019 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后	合计
短期借款	67.07	--	--	--	**67.07**
应付票据	20.51	--	--	--	**20.51**
一年内到期的非流动负债	9.18	--	--	--	**9.18**
其他流动负债的债务部分	12.50	--	--	--	**12.50**
向中央银行借款	2.19	--	--	--	**2.19**
吸收存款及同业存放	12.17	--	--	--	**12.17**
拆入资金	1.50	--	--	--	**1.50**
长期借款	--	33.10	--	--	**33.10**
应付债券	--	5.00	--	3.30	**8.30**
长期应付款中的有息债务	--	--	0.88	0.32	**1.20**
合计	**125.12**	**38.10**	**0.88**	**3.62**	**167.72**
占比	**74.60**	**22.72**	**0.52**	**2.16**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 177.23 亿元，较上年底下降 0.77%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 76.72%，非流动负债占 23.28%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 159.55 亿元，较上年底下降 4.87%。其中，短期债务 118.51 亿元（占 74.28%），较上年底下降 5.28%。长期债务 41.03 亿元（占 25.72%），较上年底下降 3.67%。

截至 2020 年 3 月末，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 62.52%、60.02%和 27.86%，较上年底分别下降 0.49 个百分点、下降 1.51 个百分点和下降 1.03 个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益规模有所增长，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 104.85 亿元，较年初增长 10.09%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 91.67%，少数股东权益占比为 8.33%。归属于母公司所有者权益 96.12 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 41.20%、0.58%、-0.65%和 58.87%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 106.27 亿元，较上年底增长 1.35%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 91.72%，少数股东权益占比为 8.28%，较年初变化不大。

4. 盈利能力

受益于鸡肉行情上行的影响，公司收入规模和盈利能力有所上升。公司财务费用对利润侵蚀较大，整体费用控制能力较差，公司整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 481.41 亿元，较上年增长 1.42%，较上年变化不大。营业成本为 454.86 亿元，较上年增长 0.42%；营业收入增幅高于营业成本增幅。实现营业利润 11.01 亿元，较上年增长 108.19%，主要系鸡肉板块行情较好所致。2019 年，公司净利润 10.01 亿元，较上年增长 124.24%，主要系鸡肉板块行情上行所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 15.85 亿元，较上年增长 1.37%，较上年变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 15.73%、26.38%和 57.89%，以财务费用为主。其中，销售费用为 2.49 亿元，较上年增长 8.82%；管理费用为 4.18 亿元，较上年增长 7.59%；财务费用为 9.18 亿元，较上年下降 2.99%，较上年变化不大。2019 年，公司费用收入比为 3.29%，与上年持平，公司费用控制能力较好。

从利润构成来看，2019 年，公司实现投资收益 0.79 亿元，投资收益占营业利润比重为 7.18%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 0.40 亿元，较上年下降 14.73%；其他收益占营业利润比重为 3.67%，对营业利润影响不大。2019 年，公司所取得的营业外收入和其他收益合计 0.53 亿元，较上年下降 38.97%，占营业利润比重 4.85%，主要系政府补助减少所致，对利润总额影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 5.38%，较上年提高 0.95 个百分点，较上年变化不大；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.14%、7.15%和 10.01%，较上年分别提高 1.93 个百分点、提高 1.90 个百分点和提高 5.12 个百分点。与国内铜行业其他上市公司相比，2019 年公司主要盈利指标均处于行业较高水平，主要系鸡肉行情大幅上行的影响所致。

表 15　2019 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	3.82	4.81	3.40
铜陵有色	4.48	4.71	4.49
新风祥	**5.52**	**10.20**	**7.20**

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
资料来源：Wind

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 104.65 亿元，同比下降 11.48%，主要系铜价下降所致；

综合毛利率为 5.41%，较 2019 年同期下降 0.05 个百分点。

5. 现金流

2019年，公司经营活动现金流规模有所减少，投资活动现金净流出规模有所下降，经营活动产生的现金流净额未能满足投资需求，公司存在一定的融资需求；筹资活动产生的现金流净额由净流出转为净流入态势，但净流入规模较小，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对到期债务进行置换。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入579.54亿元，较上年下降1.99%，较上年变化不大；经营活动现金流出573.16亿元，较上年下降0.28%，较上年变化不大。2019年，公司经营活动现金净流入6.38亿元，较上年下降61.41%。2019年，公司现金收入比为113.21%，较上年下降0.72个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 42.92 亿元，较上年增长 701.12%，主要系财务公司业务开展，同业理财现金流入增加所致；投资活动现金流出 50.26 亿元，较上年增长 186.99%，主要系同业理财现金流出增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 7.34 亿元，较上年下降 39.61%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 202.38 亿元，较上年下降 14.10%，主要系公司取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 198.88 亿元，较上年下降 16.12%，主要系取得借款收到的现金减少所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 3.50 亿元，由上年净流出转为净流入。

2020 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流入 1.52 亿元，投资活动现金净流出 0.28 亿元，筹资活动现金净流入 1.90 亿元。

6. 偿债能力

公司债务规模较大，且债务构成中短期债务占比较大，短期内面临较大偿付压力；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。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.32 倍和 0.82 倍分别提高至 1.40 倍和提高至 0.88 倍。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.61 倍下降至 0.58 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较低。总体看，公司短期债务占比较大，短期内面临较大的偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 26.29 亿元，较上年增长 29.82%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 23.83%）、计入财务费用的利息支出（占 33.04%）、利润总额（占 41.93%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.41 倍提高至 3.03 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.13 倍提高至 0.16 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保 5.32 亿元，对外担保比例较低。

截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信额度合计 312.89 亿元，其中已用授信额度 237.22 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2020 年 3 月末，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼。

根据公司提供的公司本部《企业信用报告》（机构信用代码：G10371521000183206），截至 2020 年 3 月 31 日，公司本部过往无债务信息；根据公司提供的凤祥集团《企业信用报告》（机构信用代

码：G1037152100007230L），截至 2020 年 3 月 31 日，凤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），56 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：G1037152100004300O），截至 2020 年 3 月 31 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）。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要由长期股权投资构成，负债以流动负债为主；母公司净利润为负；经营性活动现金流和投资活动现金流均为净流出，母公司承担了部分融资职能。

截至 2019 年末，母公司资产总计 73.08 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 10.22%和 89.78%。截至 2019 年末，母公司资产主要由长期股权投资（占 86.80%）构成。

截至 2019 年末，母公司负债总计 38.31 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 78.34%和 21.66%，以流动负债为主。截至 2019 年末，母公司负债主要由短期借款（占 71.51%）、其他应付款（占 6.70%）和应付债券（占 21.66%）构成。截至 2019 年末，母公司资产负债率 52.43%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益 34.76 亿元，主要由实收资本（占 113.92%）和未分配利润（占-13.92%）构成。

2019 年，母公司实现营业收入 0.26 亿元，实现净利润-1.73 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金净流出 2.76 亿元，投资活动净流出 4.19 亿元，筹资活动净流入 10.80 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

公司资产、盈利和现金流指标对跟踪债项的保障能力较强，再考虑到公司规模、技术等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本报告跟踪债项的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 76.19 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（8.30 亿元）的 9.18 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 106.27 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（8.30 亿元）的 12.80 倍，公司净资产能够对本报告跟踪债项待偿本金合计（8.30 亿元）的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 26.29 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（8.30 亿元）的 3.17 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 579.54 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（8.30 亿元）的 69.82 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度较高。

八、综合评价

跟踪期内，公司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、稳健套保方面保持竞争优势；此外，公司生鸡养殖、屠宰、加工、销售等业务已形成完整的产业链，处于行业领先地位。2019 年，受益于鸡肉市场行情上行，公司经营状况良好，收入规模和盈利规模均有所增长。同时，联合评级也关注到公司冶炼原材料主要依赖进口、汇率风险、铜加工费下降、鸡肉板块食品安全风险、债务负担较重、债务结构不合理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。此外，子公司山东凤祥股份有限公司计划今年在联交所上市，若该事项成功实现，公司综合实力将进一步增强。

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”和“18 凤祥 02”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
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	262.94	268.16	283.45	283.49
所有者权益（亿元）	87.61	95.24	104.85	106.27
短期债务（亿元）	122.78	117.24	125.13	118.51
长期债务（亿元）	32.83	38.84	42.60	41.03
全部债务（亿元）	155.61	156.09	167.72	159.55
营业收入（亿元）	500.69	474.69	481.41	104.65
净利润（亿元）	4.10	4.46	10.01	1.29
EBITDA（亿元）	19.92	20.25	26.29	--
经营性净现金流（亿元）	31.24	16.53	6.38	1.52
应收账款周转次数（次）	52.31	91.94	64.81	--
存货周转次数（次）	6.87	6.53	6.59	--
总资产周转次数（次）	1.88	1.79	1.75	--
现金收入比率（%）	110.73	113.94	113.21	116.37
总资本收益率（%）	5.09	5.20	7.14	--
总资产报酬率（%）	5.05	5.25	7.15	--
净资产收益率（%）	4.74	4.88	10.01	--
营业利润率（%）	3.65	4.43	5.38	5.26
费用收入比（%）	2.79	3.29	3.29	3.95
资产负债率（%）	66.68	64.48	63.01	62.52
全部债务资本化比率（%）	63.98	62.10	61.53	60.02
长期债务资本化比率（%）	27.26	28.97	28.89	27.86
EBITDA 利息倍数（倍）	2.39	2.41	3.03	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.13	0.16	--
流动比率（倍）	1.19	1.32	1.40	1.40
速动比率（倍）	0.69	0.82	0.88	0.88
现金短期债务比（倍）	0.54	0.61	0.58	0.64
经营现金流动负债比率（%）	21.96	12.42	4.70	1.12
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.40	2.44	3.17	--

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、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务；4. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计，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 2　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 3　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。